BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

octubre 2003

boletín económico

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

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

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

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

Abreviaturas y signos más utilizados

M1 Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.

M2 M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.

M3 M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.

me m de € / Millones de euros.

mm Miles de millones.

A Avance.

P Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.

SO Serie original.

SD Serie desestacionalizada.

T^i_j 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

Páginas

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 9

Informe trimestral de la economía española 15

1. Rasgos básicos 15
2. Entorno exterior del área del euro 20
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 24
4. La economía española 36
5. Evolución financiera 54

La formación de precios en la UEM desde una perspectiva sectorial 67

Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda 73

Evolución reciente y perspectivas de la economía japonesa 83

Regulación financiera: tercer trimestre de 2003 93

Información del Banco de España 105

Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación al día 30 de septiembre de 2003 107

Registros Oficiales de Entidades. Variaciones producidas entre el 18 de septiembre y el 17 de octubre de 2003 111

Registros Oficiales de Entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 18 de septiembre y el 17 de octubre de 2003 . . . 112

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 65*

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

Sr. Presidente, Sres. Diputados:

Agradezco, un año más, la oportunidad de comparecer ante la Comisión de Presupuestos del Congreso cuando se inician los debates sobre los presupuestos de 2004, que habrá de ser el sexto ejercicio de participación de España en la UEM. Tenemos ya, por tanto, la experiencia y la perspectiva suficientes para conocer el alcance de las transformaciones que se han producido en el funcionamiento de nuestra economía y, sobre todo, la redoblada importancia que ha adquirido el Presupuesto como instrumento central de la política macroeconómica nacional.

Permítanme que, antes de analizar la situación actual de la economía española y las perspectivas para el próximo ejercicio, me refiera brevemente a la evolución del entorno internacional.

En los últimos meses, la economía mundial ha ofrecido síntomas de mejoría, tras el débil pulso de la actividad económica global en la primera parte del año en curso. Coincidiendo con la finalización del conflicto bélico en Irak, la confianza de los agentes se ha ido fortaleciendo, aunque con algunos altibajos, al tiempo que los mercados financieros han evolucionado de modo favorable, registrándose aumentos de las cotizaciones bursátiles y disminuciones en las primas de riesgo de las emisiones privadas de renta fija.

La mayor parte de los datos referidos al segundo trimestre del año y los indicadores de actividad más recientes tienden a sugerir una ganancia de dinamismo de la actividad económica internacional, que resulta especialmente patente en Estados Unidos y en las economías asiáticas. Esta evolución parece avalar el escenario de recuperación gradual que anticipan la mayor parte de las previsiones formuladas por los principales organismos internacionales. Aunque subsisten todavía importantes factores de riesgo, el balance de riesgos es ahora más equilibrado.

A pesar del incipiente avance de la economía japonesa y del dinamismo de otros países del Sudeste Asiático, el crecimiento de la actividad y del comercio mundial mantiene una elevada dependencia de la trayectoria de Estados Unidos. La economía americana ha mostrado signos inequívocos de fortaleza, actuando como principal motor del crecimiento mundial, pero también presenta algunas vulnerabilidades potencialmente relevantes, como la escasa capacidad de creación de empleo y, sobre todo, el mantenimiento de desequilibrios persistentes, tanto en la situación patrimonial de las familias

como en los saldos de las administraciones públicas y de la balanza por cuenta corriente.

Los desajustes que arrastra el patrón de recuperación de la economía americana, junto con la inflexibilidad de los regímenes cambiarios de algunas de las economías emergentes más dinámicas, han generado cierta incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de cambio, que es uno de los condicionantes relevantes de las perspectivas económicas en la mayor parte de los países.

En este marco de mejoría —todavía algo frágil— de las condiciones económicas globales, la zona del euro —de acuerdo con las últimas cifras de Contabilidad Nacional publicadas— no ha logrado salir en el segundo trimestre del estancamiento observado en el primero. En particular, tanto las exportaciones como la inversión han experimentado en la primera mitad del año una significativa contracción, que no ha sido compensada por el comportamiento, algo más dinámico, del consumo privado.

Esta debilidad de la economía europea es, en parte, consecuencia del modesto dinamismo de sus mercados externos y de la apreciación del euro, pero refleja también la influencia de factores domésticos muy relevantes. El escaso avance en el terreno de las reformas estructurales ha ralentizado la creación de puestos de trabajo en el período más reciente. A su vez, la presión financiera soportada por las empresas europeas, como consecuencia del elevado endeudamiento contraído a finales de la década de los años noventa, ha debilitado de forma apreciable la inversión y el empleo, a pesar de los bajos niveles de los tipos de interés.

No obstante, en el área del euro se han percibido, como en otras áreas geográficas, ciertos indicios de mejoría a partir del verano, en consonancia con la evolución relativamente favorable de las condiciones financieras. Así, los mercados bursátiles han registrado ganancias apreciables en el último semestre y los diferenciales de rentabilidad de los bonos corporativos han descendido, evidenciando mejores expectativas de beneficios y una menor percepción de riesgo por parte de los inversores.

De hecho, aunque todavía no se dispone de información precisa que pueda ratificar un cambio de tendencia en la evolución de la producción y el gasto en el tercer trimestre, los indicadores disponibles apuntan a un mayor optimismo de consumidores y empresarios sobre la situación y perspectivas económicas, que sugiere un aumento moderado de la actividad económica en la zona del euro en los meses más recientes. En todo caso, este perfil de dinamismo creciente será más apreciable al comienzo del próximo año, de modo que, en el conjunto de 2003, resulta previsible que el incremento medio del PIB de la zona del euro sea todavía reducido, por debajo del que experimentó el pasado año.

Cabe esperar que, si se mantiene la mejoría de las condiciones financieras y del entorno exterior, la economía europea experimente una recuperación significativa en 2004. A ello debe contribuir el tono acomodante que previsiblemente mantendrá la política monetaria, en un contexto de contención de las presiones inflacionistas y moderación salarial.

Menos halagüeña es la perspectiva que ofrece la trayectoria de la política fiscal en algunos Estados miembros de la Unión Europea. La incapacidad de determinados gobiernos para instrumentar ajustes fiscales compatibles con los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento puede afectar negativamente a la credibilidad del marco institucional de la Unión Monetaria. Es preciso, por tanto, que las autoridades europeas mantengan una estrecha vigilancia de las finanzas públicas de los Estados y ejerzan con la determinación necesaria las funciones preventivas y correctivas que legalmente tienen encomendadas.

Como he señalado en otras ocasiones en esta Comisión, no me parece correcto asumir, como a veces se hace, la existencia de una presunta incompatibilidad entre los objetivos de crecimiento y los de estabilidad. Al contrario, el mantenimiento de posiciones presupuestarias sólidas en los Estados miembros es no solo un requisito para el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria, sino para la propia eficacia estabilizadora de la política fiscal y, en definitiva, para el crecimiento sostenido de las economías nacionales.

Tras esta breve revisión del contexto externo, paso a continuación a abordar las cuestiones directamente relacionadas con la economía española.

Frente a la notable debilidad mostrada por la zona del euro en el primer semestre de 2003, los resultados de la economía española en ese mismo período han confirmado la continuidad de la recuperación, de manera que el diferencial de crecimiento con la media del área ha proseguido ampliándose.

Las cifras españolas indican que el punto más bajo de la fase de desaceleración cíclica precedente tuvo lugar en torno al verano de 2002, mientras que en el caso de la UEM ese

punto mínimo se habría alcanzado supuestamente durante la pasada primavera, de manera que la reactivación de nuestra economía empezó antes y desde tasas de crecimiento significativamente más elevadas. El empleo, a su vez, ha evolucionado en paralelo con la actividad, experimentando también una aceleración en la primera mitad del año, que ha permitido absorber aumentos todavía muy elevados de la población activa.

En concreto, el PIB creció a tasas interanuales del 2,2% y del 2,3%, en los dos primeros trimestres de 2003, apoyado en el avance de la demanda interna, tanto del consumo como de la formación bruta de capital, que mostraron un perfil de aceleración en tasas interanuales, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. De hecho, aunque la expansión de las exportaciones fue significativa en ese período, se vio superada por un avance muy intenso de las importaciones.

Los datos coyunturales más recientes parecen apuntar, en su conjunto, hacia un mantenimiento de ritmos de crecimiento próximos a los del primer semestre durante los meses de verano, por lo que cabe esperar que el año 2003 se cierre con un avance medio del PIB en torno al 2,3%, cifra similar a la recogida en el Proyecto de Presupuestos 2004. Este comportamiento proporciona el punto de partida adecuado para que, en un contexto de recuperación exterior, en el año 2004 se alcancen tasas de crecimiento cercanas al 3%, también en torno a la cifra prevista en el cuadro macroeconómico en el que se basa la programación presupuestaria.

A la luz de estos datos, la trayectoria y las perspectivas de la economía española pueden considerarse satisfactorias, particularmente en el contexto externo en el que ha tenido que desenvolverse y en comparación con la débil situación de la zona euro. Se parte, por tanto, de una base propicia para asentar una expansión sostenida y un progreso continuado hacia la convergencia real. Sin embargo, el patrón de crecimiento que ha seguido la economía española en el primer semestre es heredero del que ha venido caracterizando su evolución en los últimos años, tanto en la fase cíclica de aceleración como, en mayor medida, durante la posterior fase descendente.

El dinamismo ha estado sostenido, en general, por una contribución muy fuerte del gasto interior, fundamentalmente del llevado a cabo por los hogares y, en menor medida, por el sector público, mientras que la inversión productiva y las exportaciones han tenido un comportamiento relativamente más débil. Probablemente el rasgo más positivo de la coyuntura actual esté en el dato de que dos últimos componentes del gasto han comenzado a reactivarse en los últimos trimestres.

Entre los elementos que han permitido impulsar los resortes del gasto interno están aquellos ligados a la integración en un área de estabilidad macroeconómica, como es la Unión Económica y Monetaria, que ha permitido acceder a unas condiciones monetarias y financieras mucho más favorables que las que existían con anterioridad. La transición a este nuevo entorno ha proporcionado un notable impulso expansivo a la demanda. Por su parte, la puesta en marcha de reformas estructurales, y en particular la introducción de mejoras en el funcionamiento del mercado laboral, han redundado en una notable ampliación de la capacidad generadora de empleo de la economía. Paralelamente, como insistiré más adelante, el esfuerzo de consolidación fiscal ha prestado una contribución estabilizadora que ha ayudado a sostener los patrones de gasto. A todos estos factores se ha unido el hecho de que en los años más recientes, en un contexto internacional caracterizado por la debilidad y la incertidumbre, la economía ha tenido que valerse primordialmente de sus resortes internos para crecer.

La demanda de los hogares, impulsada por una mayor capacidad de gasto y de endeudamiento, ha experimentado un avance muy notable, que se ha mantenido en los últimos trimestres. Esta pauta de comportamiento de las familias se ha basado principalmente en el crecimiento del empleo, pero también en la contribución positiva de las transferencias netas del sector público, como consecuencia —entre otros factores— de las reformas del IRPF, en tanto que los bajos niveles de los tipos de interés y los aumentos en el valor de su patrimonio inmobiliario han facilitado su acceso a la financiación hipotecaria. Por su parte, las AAPP también han sostenido directamente el dinamismo económico a través de los planes de inversión en obra pública.

El mantenimiento de un patrón de crecimiento de estas características de forma prolongada ha dado lugar a la aparición de algunos fenómenos, frecuentemente asociados a los periodos de expansión continuada del gasto, que conviene encauzar de manera ordenada, y evitar así que aparezcan riesgos para la competitividad de la economía y para la sostenibilidad del crecimiento. Me refiero a la persistencia de diferenciales positivos de inflación y costes con la media de los países del área del euro, al aumento del precio de la vivienda, dentro de una fase expansiva de este mercado, y al incremento del endeudamiento de los hogares.

Sin duda, la fortaleza de la demanda de consumo es uno de los elementos que explican la persistencia de tasas de inflación más elevadas que las prevalecientes en la zona del euro. Esta demanda incide, en algunos casos, sobre mercados que no tienen las dosis de eficiencia y competencia necesarias y en los que la oferta carece de la flexibilidad suficiente. Por ello, aunque la reducción de la tasa de inflación española en la primera parte de 2003 ha permitido recortar el diferencial con la zona del euro —tras la ampliación que sufrió en 2002— este sigue siendo positivo y los sesgos alcistas aparecen arraigados en algunos sectores del comercio y los servicios.

A su vez, la inflación determina un comportamiento salarial que, a pesar de las pautas de moderación que parecen prevalecer, sigue registrando tasas de incremento mayores que las que se observan en otros países de nuestro entorno. Como es sabido, estos incrementos de costes tienen una incidencia perjudicial en aquellos sectores que, por estar expuestos a la competencia exterior, no pueden trasmitir el encarecimiento a sus precios, por lo que terminan experimentando contracciones de márgenes que afectan negativamente a su competitividad.

La evolución del mercado de la vivienda también refleja los efectos de una demanda pujante sobre una oferta con una limitada capacidad de reacción a corto plazo. Un amplio conjunto de factores, entre ellos, el notable descenso de los tipos de interés, el crecimiento del empleo y la renta de las familias, junto con el comportamiento bajista de los mercados de capitales en los primeros años de la década actual, ha determinado la canalización de una fuerte demanda hacia la inversión residencial, en la que han confluido importantes desarrollos demográficos, un aumento de la preferencia de los no residentes —probablemente vinculada a la solidez que proporciona su valoración en euros— y otros factores derivados de los determinantes de las decisiones de colocación de la riqueza de las familias. Así, aunque la construcción de viviendas se ha expandido significativamente, se ha producido también una presión sobre sus precios, como había ocurrido en otras fases de expansión del gasto.

No obstante, el descenso de los tipos de interés hipotecarios, en un contexto de crecimiento de la renta disponible de las familias, ha permitido a los hogares afrontar la carga financiera derivada de la adquisición de viviendas, pero el endeudamiento de este sector ha crecido rápidamente, hasta alcanzar niveles similares a los de las familias europeas.

La consolidación de una senda de crecimiento sostenido a medio plazo en la economía española requiere el mantenimiento de la competitividad, para que las exportaciones se beneficien plenamente de la recuperación internacional, que ahora aparece más cercana que hace unos meses, y para que se consolide el repunte de la inversión productiva, de manera que se abra camino un comportamiento más dinámico de la productividad. Por otra parte, el endeudamiento de las familias debe moderarse y los precios de la vivienda deben encauzarse hacia tasas de aumento compatibles con la evolución de sus fundamentos, de manera que el avance tendencial del gasto de los hogares pueda sustentarse en la trayectoria del empleo y de la renta disponible.

Las políticas económicas tienen un importante papel a la hora de fortalecer el patrón de crecimiento equilibrado. Sin duda, la continuidad de las políticas de reforma estructural, centradas en fomentar un funcionamiento eficiente de los mercados de trabajo y de productos, facilitando los procesos capitalización y difusión tecnológica, es fundamental, como se ha podido comprobar con los importantes réditos obtenidos de las reformas emprendidas en algunas áreas. A las políticas macroeconómicas les corresponde, por su parte, la importante tarea de consolidar el marco de estabilidad nominal.

En este momento, en el que no se vislumbran riesgos inflacionistas a nivel del área del euro, parece razonable esperar que las condiciones monetarias sigan teniendo un tono sustentador de la actividad, que puede resultar especialmente holgado para la economía española, que se encuentra en una fase de reanimación más avanzada.

En este marco, el papel de la política presupuestaria resulta particularmente relevante. Desde esta perspectiva, me parece importante destacar que los Presupuestos Generales del Estado para el 2004, al establecer el objetivo de equilibrio en las cuentas públicas, renuevan el compromiso con la estabilidad presupuestaria como elemento esencial del diseño de las políticas económicas internas y de coordinación de las políticas macroeconómicas en el contexto de la UEM.

Los Presupuestos contienen algunos elementos que permitirán a las Administraciones Públicas ejercer una contribución positiva al crecimiento de la actividad. Principalmente, a través de los efectos inducidos por la reforma del IRPF y por el incremento de determinadas partidas de gasto social y en inversión pública. El objetivo de equilibrio presupuestario puede resultar, por tanto, compatible con un signo moderadamente expansivo de la política fiscal.

Naturalmente, esta orientación de la política fiscal no habría sido posible sin el esfuerzo de consolidación realizado durante las fases de expansión cíclica precedentes y, en este contexto, sin el buen rendimiento de las principales figuras impositivas —incluso en los años de reforma de la tributación— y sin el descenso en la carga de intereses.

En cualquier caso, en el momento cíclico que vive la economía española, y que he tratado de describir brevemente, resulta fundamental que el equilibrio que han alcanzado las cuentas públicas en los últimos años se mantenga en el próximo ejercicio. Puede, incluso, que llegara a ser conveniente que la política fiscal profundice en el papel estabilizador que viene desempeñando. Particularmente, si se acentuara el perfil de aceleración del gasto interno, podría resultar necesario alcanzar durante el próximo año un cierto superávit de las cuentas públicas, adelantando el calendario previsto en el Plan de Estabilidad, de manera que el saldo corregido del efecto cíclico y de los tipos de interés (lo que se conoce como saldo estructural primario) incremente, en comparación con el ejercicio actual, la proporción de su saldo excedentario en relación con el PIB.

El desempeño de esta función estabilizadora redundará en un fortalecimiento adicional de las finanzas públicas, que ayudaría a profundizar la consolidación presupuestaria y a afrontar con mayores garantías los retos de largo plazo a los que habrá que enfrentarse, en especial aquellos asociados al efecto del envejecimiento de la población sobre las cuentas públicas.

Permítanme concluir diciendo que el momento que vive la economía española representa una oportunidad singular para consolidar los logros alcanzados en materia de estabilidad y aprovechar las posibilidades de crecimiento que ofrece la pertenencia a la Unión Económica y Monetaria, si se abordan convenientemente los retos que se están planteando.

7.10.2003.

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

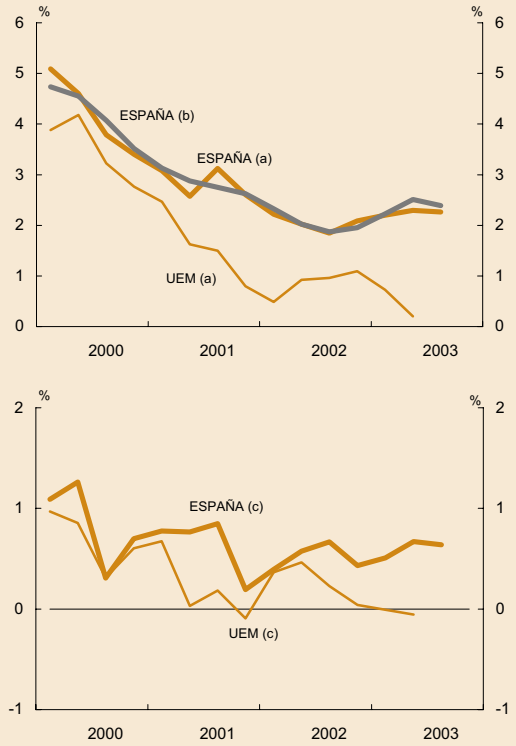
Las condiciones en las que se desenvuelve la economía mundial han ido haciéndose más favorables al transcurrir el año 2003. En la zona euro, sin embargo, se ha mantenido una situación de práctico estancamiento durante todo el primer semestre, que ha profundizado el desfase con la evolución de la economía global, y hace que la recuperación prevista para la segunda mitad del año tenga un carácter modesto y no esté exenta de incertidumbre. En esta situación, la economía española está manteniendo un ritmo de crecimiento considerable, asentado en sus determinantes internos, que le permite partir con ventaja en la nueva fase de reanimación, a pesar de la contribución negativa del entorno exterior. Así, mientras que la demanda nacional ha experimentado aumentos claramente superiores al 3% durante los tres primeros trimestres del año —medidos sobre la serie corregida de variaciones estacionales—, la aportación negativa de la demanda externa no ha bajado del punto porcentual. En concreto, según estimaciones del Banco de España, el producto interior bruto (PIB) real registró un incremento interanual del 2,3% durante el tercer trimestre de 2003 —tasa idéntica a la publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el trimestre precedente—, crecimiento que se descompone en un avance del 3,3% de la demanda interna y una detracción de 1,1 puntos porcentuales de la demanda exterior neta. En términos intertrimestrales, la tasa de variación estimada para el PIB real es del orden del 0,6%, muy próxima a la del período inmediatamente anterior, y asentada igualmente en el impulso interno.

La fortaleza del empleo ha seguido siendo notable y su tasa de variación en el tercer trimestre ha tendido a incrementarse, tal como muestran los últimos datos de la Encuesta de Población Activa (EPA). En cuanto a los precios, tras el fuerte descenso experimentado por su tasa de aumento en el primer semestre, su corrección ulterior se está viendo limitada por los fuertes aumentos de los precios de los alimentos no elaborados, por la evolución de los precios energéticos —atenuada por la apreciación del euro— y por la presión que han venido ejerciendo los costes laborales unitarios en algunos sectores y ramas productivas, que, además, han ampliado sus márgenes de explotación.

La mejora que ha tenido lugar en el panorama financiero internacional y el tono expansivo que, en mayor o menor medida, han adoptado las políticas macroeconómicas de las principales regiones se están trasmitiendo de manera desigual a las distintas economías. En Estados Unidos, los indicadores reales disponibles confirman que se mantiene un ritmo de crecimiento elevado, basado, en buena parte, en los estímulos monetarios y fiscales que recibe el gasto

GRÁFICO 1

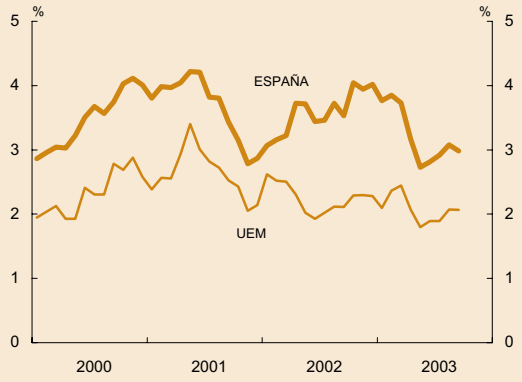
Producto interior bruto



Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.
(c) Tasas de variación intertrimestrales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo (a)



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.
(a) Tasas de variación interanual. Hasta diciembre de 2001, las tasas corresponden a las publicadas en esa fecha.

de las familias y las empresas, y en el fuerte aumento del consumo público. También la inversión empresarial —en un contexto financiero más holgado, especialmente por parte de las empresas— y, más recientemente, el empleo han dado síntomas de recuperación, tras un largo período de debilidad. No obstante, subsisten algunas dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación estadounidense, en un horizonte de medio plazo, por la persistencia de importantes desequilibrios en la balanza por cuenta corriente y sus potenciales efectos sobre los tipos de cambio y los tipos de interés. De cara al futuro, el mantenimiento de las ganancias de productividad de la economía norteamericana —más allá de las que se derivan del fuerte ajuste que ha experimentado el empleo recientemente— es un factor clave para la consolidación de la recuperación.

La contribución de otras áreas a la consolidación de la expansión económica mundial es dispar. Los países del este de Asia, con la participación cada vez más destacada de la economía china, son los que dan pruebas de un mayor dinamismo. Japón, por su parte, ha crecido mucho más de lo esperado en el segundo trimestre, aunque no se han despejado las dudas sobre su capacidad para acometer un proceso de recuperación sostenido, a pesar de la mejor posición financiera de las empresas y la fortaleza de sus exportaciones, especialmente a los países asiáticos. Las economías del este de Europa han seguido mostrando, en general, un crecimiento bastante positivo, aunque se aprecia, en el lado negativo, una sustancial ralentización del proceso de consolidación fiscal en algunos países. Por otra parte, en Latinoamérica la mejora de las condiciones financieras y la relajación de las políticas monetarias, que se han reflejado en el descenso de los diferenciales de tipos de la deuda soberana y en un buen comportamiento de las bolsas de valores, no han sido suficientes para evitar una desaceleración adicional de la economía real, con la excepción destacada de Argentina, dados sus bajos niveles de partida.

La actividad económica en la zona del euro se ha mantenido prácticamente estancada durante la primera mitad del año, como consecuencia de la fuerte atonía registrada por la inversión empresarial y las exportaciones, lo que afectó negativamente a la actividad industrial. El tono expansivo de las políticas macroeconómicas ha moderado la desaceleración del gasto de los consumidores y ha limitado el ajuste del empleo no industrial, apreciándose una modesta recuperación del crédito al sector privado en los meses más recientes. Aunque los indicadores reales no muestran todavía signos clara-

mente positivos, los indicadores de opinión, tanto desde el punto de vista de las empresas como de los consumidores, han mejorado en los últimos meses. Las expectativas de recuperación en la segunda mitad de este año se basan en la contribución positiva de la demanda externa y en la mejora de la inversión. Los síntomas de recuperación que comienzan a percibirse en el comercio mundial y las condiciones favorables de financiación existentes en la zona del euro permiten sustentar esas expectativas. Sin embargo, persisten algunos riesgos en ambos frentes, habida cuenta de la incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio del euro y de la dificultad de determinar en qué medida las empresas han terminado de sanear sus balances, tras la fase anterior de intenso crecimiento del endeudamiento.

La tasa de aumento del IAPC del conjunto de la zona del euro se estabilizó en septiembre en el 2,1% y se espera que se mantenga en torno a esa cifra hasta finales de año. El ligero repunte que han registrado los costes laborales unitarios en los últimos trimestres se explica por la falta de sensibilidad de los incrementos salariales al bajo crecimiento de la productividad, lo que ha supuesto que se comprimieran los márgenes empresariales en el segundo trimestre.

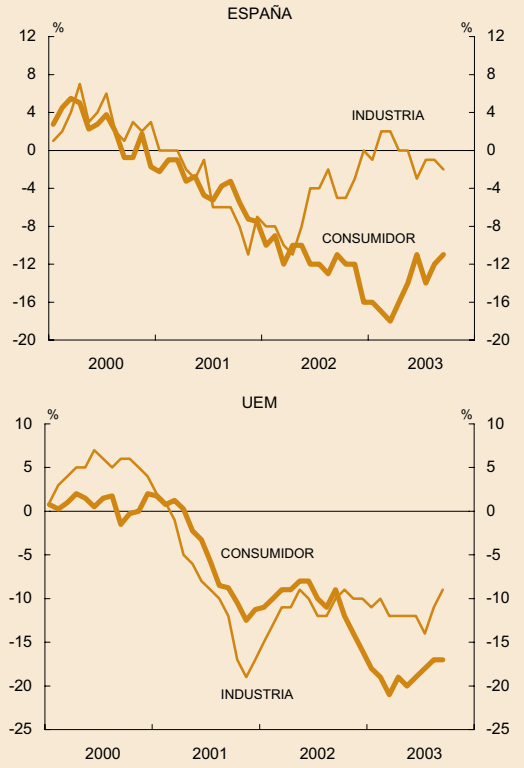
En esta situación, no se han producido cambios importantes en las condiciones monetarias del conjunto de la zona, tras el descenso de los tipos de interés oficiales acordado el pasado mes de junio. En cualquier caso, la curva de expectativas de tipos del mercado monetario ha invertido su pendiente, que ahora es ligeramente positiva, sin que este cambio haya modificado sustancialmente los tipos de los plazos más largos. Como el déficit público de algunas de las principales economías ha tendido a ampliarse, incluso en términos ajustados de ciclo, el tono general de las políticas macroeconómicas ha acentuado su carácter expansivo, que solo se ha visto parcialmente atenuado por la apreciación del euro.

En este sentido cabe enfatizar, como se ha hecho en otros informes trimestrales, la necesidad de preservar la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como requisito para mantener la capacidad estabilizadora de la política fiscal y asegurar el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria. Las autoridades europeas deben garantizar el cumplimiento de las normas y los procedimientos establecidos, con objeto de promover el mantenimiento de la disciplina fiscal en todos los Estados miembros.

En la posición cíclica más avanzada en la que se encuentra la economía española, cuyo

GRÁFICO 3

Indicadores de confianza



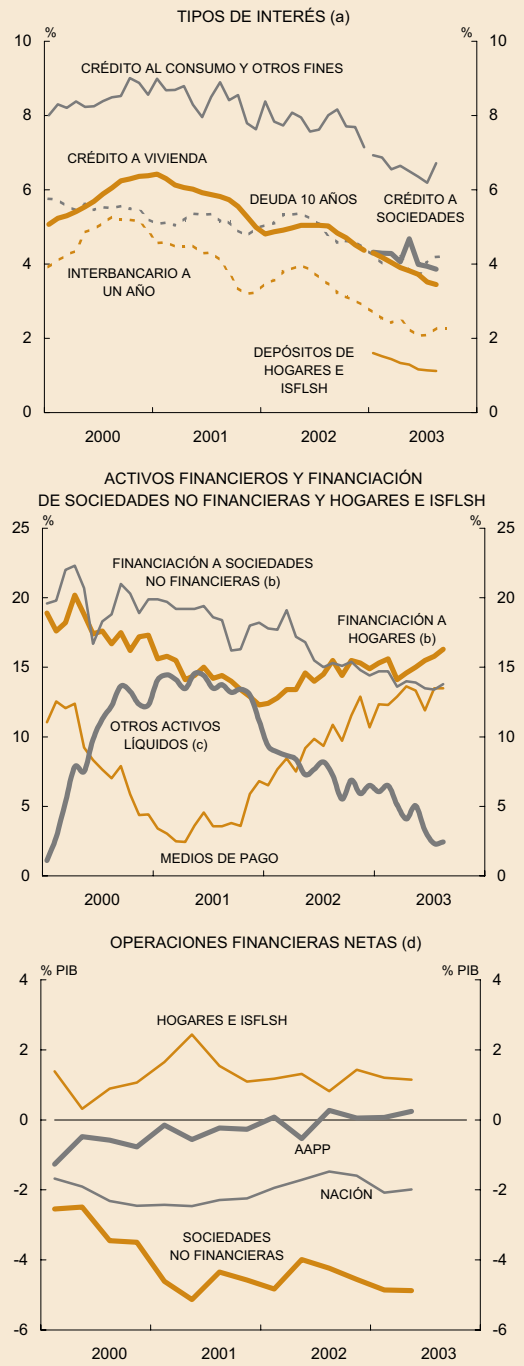
Fuente: Comisión Europea.

diferencial de crecimiento con los países de la zona euro ha tendido a ampliarse a lo largo de 2003, las condiciones monetarias establecidas por el Eurosistema resultan particularmente holgadas. En esta situación, la política presupuestaria aplicada por las autoridades españolas ha estado encaminada a la consolidación de la estabilidad de las finanzas públicas, y así lo muestran los datos disponibles sobre la ejecución del presupuesto del Estado para los nueve primeros meses del año, y el avance de liquidación de 2003 y el proyecto de presupuestos para 2004 que se han presentado al Parlamento, en los que el cierre equilibrado de las cuentas es una característica común.

La recaudación impositiva a lo largo del año actual ha mostrado un considerable dinamismo, que solo parece haberse moderado, ligeramente, en los datos más recientes: por su parte, los mayores aumentos del gasto están teniendo lugar en las partidas relacionadas con el funcionamiento del Estado y en la inversión pública. Se espera que, en el conjunto de 2003, la contribución de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta disponible de las familias sea apreciable, similar a la del pasado ejercicio.

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

(a) Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.

(b) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores y financiación intermediada por fondos de titulización. La financiación a sociedades no financieras incluye, además, valores de renta fija.

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

(d) Datos acumulados de cuatro trimestres.

El aumento estimado para la demanda interna real de la economía española en el tercer trimestre de 2003, del 3,3% en términos interanuales, es una décima superior al del trimestre precedente, observándose, dentro de esta notable estabilidad, un crecimiento algo más elevado en el gasto de los consumidores y una suave desaceleración de la inversión en capital fijo. En lo que se refiere a este agregado, la inversión en construcción ha mantenido su fortaleza, aunque algo atenuada, mientras que la recuperación iniciada por la inversión en equipo en los trimestres precedentes ha tendido a moderarse. El comportamiento desde el lado de la demanda se ha reflejado en las distintas ramas productivas, donde el hecho más destacado ha sido, sin duda, la pérdida de ritmo de la actividad industrial.

Los factores que explican la continuidad en el crecimiento del gasto de las familias a lo largo del año —en consumo y en inversión residencial— son similares a los que se identificaron en pasados ejercicios. El crecimiento de la renta disponible real está siendo elevado y se estima que, en el promedio de 2003, alcanzará una magnitud próxima a la del año pasado, apoyado en la fortaleza del empleo y en los ingresos salariales, en parte respaldados por los pagos atrasados derivados de las cláusulas de revisión salarial de 2002. Adicionalmente, hay que tener en cuenta las ganancias de riqueza, tanto real —derivada de la revalorización de los activos inmobiliarios— como financiera —tras la recuperación de las bolsas de valores, así como por el mantenimiento de unas condiciones de financiación muy distendidas.

De hecho, la financiación recibida por los hogares acentuó su tasa de avance en el tercer trimestre, hasta situarse por encima del 16%, apoyada en la evolución de los créditos dirigidos a la financiación de vivienda, cuyos tipos de interés se redujeron marginalmente. El crédito al consumo y a otras actividades también aumentó más que en el trimestre precedente, pero de forma muy atenuada, habiéndose registrado un pequeño repunte en los tipos de interés aplicados a estas operaciones. Sin embargo, a pesar del aumento del endeudamiento, la carga financiera de las familias continúa situada en unos niveles confortables, en torno al 14% de su renta disponible.

Las condiciones financieras para el sector empresarial están siendo igualmente desahogadas, habiendo mantenido los flujos de financiación recibida un ritmo de aumento ligeramente inferior al registrado en el segundo trimestre, pero por encima, aún, del 13%. Los tipos aplicados han disminuido algo y la mejora de las bolsas (cotizaciones más altas y menor

variabilidad de las mismas) ha facilitado la posibilidad de captación de recursos ajenos. Las empresas han continuado aumentando sus *ratios* de endeudamiento, aunque, tampoco en este caso, la carga financiera pueda considerarse elevada, dados los bajos tipos de interés aplicados. La moderación en el ritmo de recuperación de la inversión empresarial en bienes de equipo que parece observarse en los datos del tercer trimestre habría que atribuirla, por tanto, a la incertidumbre que siguen reflejando las encuestas de opinión del sector industrial, en un contexto en el que las exportaciones —y con ellas la actividad de la industria— han mostrado un cierto retraimiento.

La desaceleración que se aprecia en los datos de exportación disponibles para el tercer trimestre responde, por una parte, a que el tono de los mercados exteriores sigue siendo bastante deprimido, en especial los europeos, y, por otra, a que la comparación de las últimas cifras publicadas se está realizando ya con un período (la segunda mitad de 2002) en el que las ventas al exterior recuperaron un notable dinamismo. En cualquier caso, el retroceso de las exportaciones a Europa está siendo bastante acusado, y solo se ve atenuado por su evolución en otras áreas, más equilibrada, para lo cual, los precios de venta han tenido que experimentar un fuerte descenso (del orden del 10%) y compensar, así, el efecto de la apreciación del euro. Los indicadores del sector turístico, por su parte, han mostrado una cierta moderación en el conjunto del tercer trimestre.

Aunque la desaceleración de las importaciones ha discurrido paralela con la de la exportación, ha sido de menor cuantía, y ha afectado, sobre todo, a los productos intermedios no energéticos, en línea con el comportamiento observado en la industria. Los precios han mantenido, en general, un comportamiento muy favorable, con la única excepción de los bienes intermedios no energéticos, que están aumentando apreciablemente.

A pesar de que algunos de los indicadores sobre la evolución del empleo habían atenuado su comportamiento expansivo durante el tercer trimestre, los datos de la EPA que se acaban de publicar han dado pruebas de que la creación de puestos de trabajo mantiene un notable dinamismo. De hecho, según esta encuesta, la tasa de aumento del empleo en los meses de verano ha sido del 2,8%, dos décimas superior a la del trimestre precedente. El modesto aumento del desempleo se explica, por tanto, por el vigor que sigue mostrando la población activa, derivado del continuo incremento en la tasa de actividad de la economía.

En cuanto a los salarios, una vez absorbido el impacto de los pagos atrasados derivados de la activación de las cláusulas de salvaguardia en los primeros meses del año, su ritmo de aumento tenderá a estabilizarse, en la línea marcada por la negociación colectiva. Los incrementos salariales acordados en lo que va de año superan a los que tuvieron lugar en el pasado ejercicio, extremo que han confirmado también los resultados del Índice de Costes Laborales. El aumento de los salarios, combinado con el bajo crecimiento de la productividad, ha hecho que la tasa de aumento de los costes laborales unitarios se mantuviera por encima del 3% en el promedio de los tres trimestres del año transcurridos, sin que se aprecie una tendencia a la moderación.

Este es un factor que puede estar dificultando la desaceleración de los precios en la segunda mitad de 2003, sobre todo en aquellos sectores en los que las condiciones de la demanda o la falta de competencia favorecen la ampliación de los márgenes de explotación. A ello hay que añadir el aumento que han experimentado los precios de algunos alimentos en los que las condiciones de oferta, ya sean de carácter coyuntural o de naturaleza más estructural, han acentuado considerablemente su ritmo de avance.

En esta situación, la tasa de aumento del IPC en septiembre fue del 2,9%, igual que en el promedio del trimestre, y el diferencial con respecto a la UEM —medido con el índice armonizado— se ha estabilizado en torno a un punto porcentual (nueve décimas porcentuales en septiembre). Destacan, por su cuantía, los diferenciales que se están acumulando en los alimentos no elaborados y en los bienes industriales no energéticos, que superan al que tradicionalmente se observa en el componente de servicios.

En definitiva, la economía española se enfrenta a la incipiente recuperación de la economía mundial desde una situación favorable, anclada en una elevada capacidad de generar empleo, y bien posicionada para aprovechar la expansión de los mercados internacionales. No obstante, para que esas posibilidades de mayor crecimiento se materialicen, es preciso que la demanda interna evolucione de forma acorde con el crecimiento de la renta y del empleo, y que los incrementos de precios y salarios se moderen, facilitando el mantenimiento de la competitividad, y favoreciendo un crecimiento basado en mayor medida en la inversión.

2. Entorno exterior del área del euro

Durante el segundo trimestre, las principales economías del entorno exterior del área del euro registraron una aceleración de la actividad, apoyada en el tono expansivo de las políticas de demanda. Sin embargo, todavía subsisten incertidumbres acerca de la solidez del proceso de recuperación, especialmente a medio plazo, por los desequilibrios de la economía norteamericana y los problemas estructurales de Japón.

La evolución de los mercados financieros internacionales estuvo condicionada por el comunicado del G-7 del pasado 20 de septiembre, que pidió una mayor flexibilidad cambiaria y provocó una rápida depreciación del dólar, en un primer momento, especialmente frente al yen, lo que motivó intervenciones cambiarias por parte de las autoridades japonesas que frenaron esta tendencia, en tanto que continuó la depreciación frente al euro. Aunque las bolsas reaccionaron inicialmente de forma negativa, posteriormente se recuperaron. También prosiguió el ascenso de los tipos de interés a largo plazo, aunque a un ritmo bastante más moderado. Las condiciones de financiación empresarial siguieron mejorando, si bien menos rápidamente que en meses anteriores.

En los *Estados Unidos,* el PIB creció finalmente un 3,3% (trimestral anualizado) durante el segundo trimestre de 2003, por encima de las expectativas iniciales. El crecimiento se apoyó en el gasto público, en el consumo privado (3,8% trimestral anualizado) y en la inversión empresarial, que recuperó tasas positivas por primera vez desde finales de 2002. La productividad continuó mostrando un notable dinamismo (6,8% trimestral anualizado), debido, parcialmente, al mal comportamiento del mercado de trabajo. Los indicadores del tercer trimestre siguen mostrando un comportamiento dinámico de la economía, especialmente por parte del consumo privado, incentivado por las rebajas fiscales, si bien la confianza de los consumidores se resintió de la atonía del mercado laboral, aunque volvió a mejorar en octubre. En cuanto a la demanda de inversión, las señales son mixtas. Por un lado, las empresas sanearon su posición financiera significativamente, pero, por otro, la utilización de capacidad se mantuvo en niveles reducidos y los pedidos de bienes duraderos retornaron a tasas negativas en agosto. Sin embargo, la producción de bienes de equipo aumentó un 5,2% entre julio y septiembre. Respecto al mercado laboral, el empleo continuó contrayéndose, por la presión sobre los márgenes empresariales inducida por la desaceleración de la inflación, hasta septiembre, mes en el que aumentaron tanto la contratación como el porcentaje de empresas con incrementos de plantilla. Además, en las últimas sema-

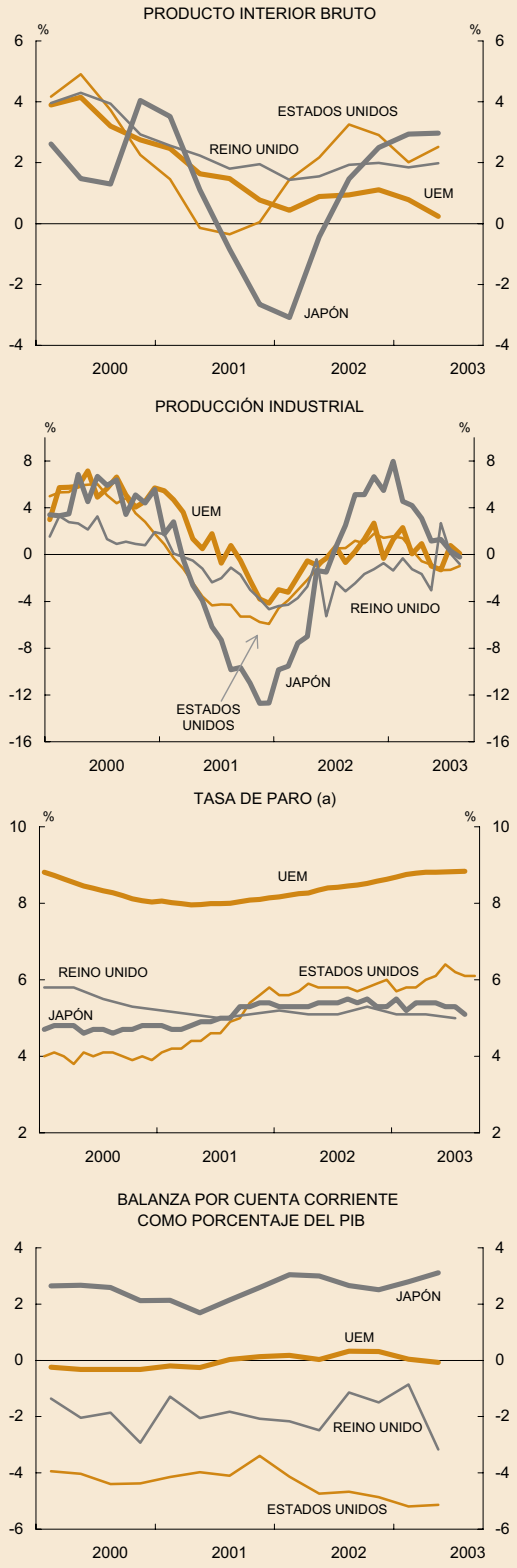
nas las solicitudes de prestación de desempleo disminuyeron de forma sensible. En septiembre, el incremento de los precios al consumo subió una décima, hasta el 2,3% interanual, pero la subyacente volvió a reducirse hasta el 1,2% interanual, la tasa más baja en 38 años. El impacto negativo sobre los márgenes empresariales se refleja aún más en los precios de producción, cuya tasa subyacente se desaceleró en septiembre hasta el 0,1%. El déficit comercial volvió a disminuir ligeramente en agosto frente a los meses anteriores, a causa de la desaceleración de las importaciones. Finalmente, el déficit del Gobierno central en el año fiscal 2003 se situó en el 3,5% del PIB, por debajo de las estimaciones oficiales previas.

En *Japón,* la economía registró un fuerte repunte durante el segundo trimestre del año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 3% interanual (1% trimestral), impulsada por el dinamismo de la formación bruta de capital (10,4% interanual), que se apoyó en el aumento de los beneficios empresariales y en las expectativas de mejoría del entorno exterior. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre muestran una cierta desaceleración, inducida por la caída del consumo privado, que también se ha reflejado en la producción industrial (–0,7% mensual en agosto). En cuanto al mercado laboral, la tasa de paro se redujo sensiblemente en agosto, hasta el 5,1%, pero se debió básicamente a la disminución de la población activa. No obstante, las perspectivas son positivas, como muestran la significativa mejoría de los indicadores de confianza y la recuperación de las exportaciones. Por otro lado, aunque en agosto el incremento de precios al consumo se situó en el –0,3% interanual, una décima por debajo de la del mes anterior, prosiguió la desaceleración de la caída de la tasa subyacente (–0,1% interanual). El Banco de Japón aumentó adicionalmente el tono expansivo de la política monetaria, con un incremento de la meta cuantitativa de 2 billones de yenes (hasta un rango de 27-32 billones de yenes), y prorrogó por un año más, hasta septiembre de 2004, el plazo de compras de acciones en poder de la banca privada.

En el *Reino Unido,* tuvo lugar una importante revisión del crecimiento del segundo trimestre (0,6% trimestral y 2% interanual, frente al 0,3% trimestral y 1,8% interanual previamente estimados), a causa, por un lado, de un mayor dinamismo de la construcción y de la formación bruta de capital fijo y, por otro, de la contracción de las importaciones. Según el avance de la Contabilidad Nacional, el crecimiento en el tercer trimestre fue del 1,9% interanual (0,6% trimestral). Los indicadores económicos disponibles para dicho trimestre muestran una cierta moderación del consumo privado y retrocesos

GRÁFICO 5

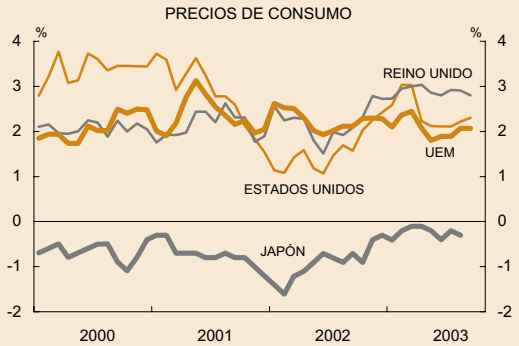
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales

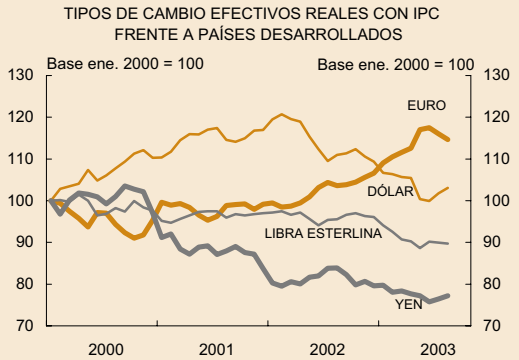


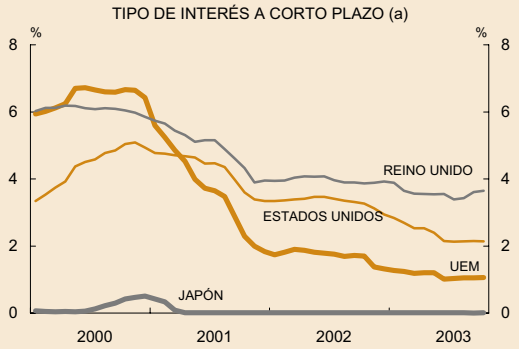
Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.
(a) Porcentaje de la población activa.

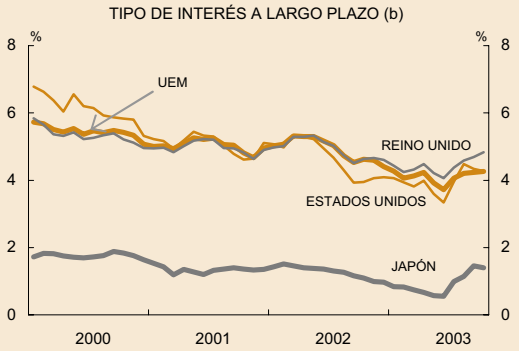
GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés





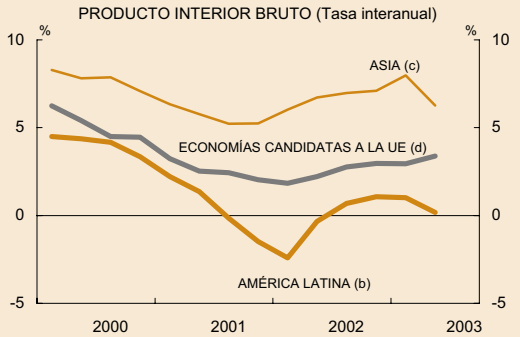


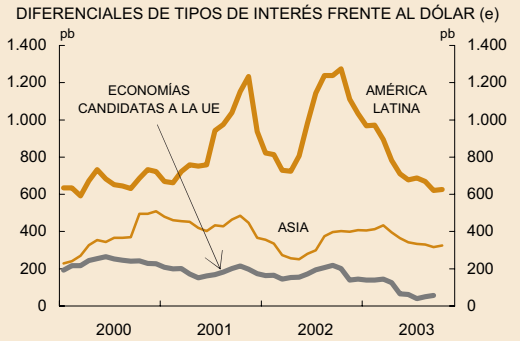


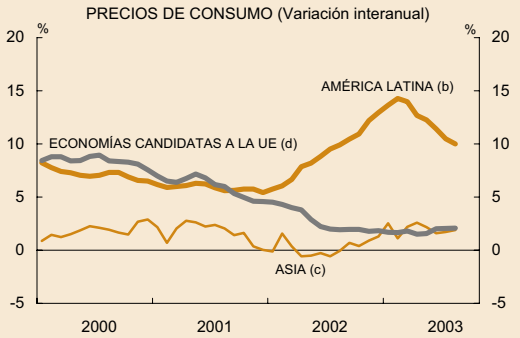
Fuente: Banco de España.
(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años.

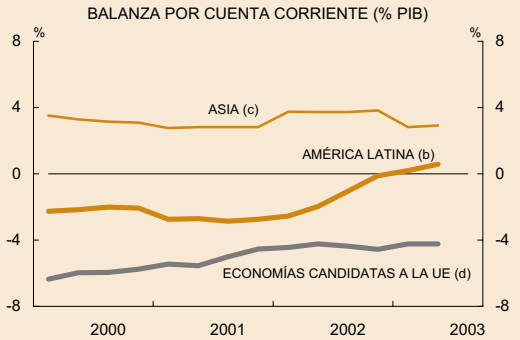
GRÁFICO 7

Economías emergentes: principales indicadores macroeconómicos (a)









Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.
(a) El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
(b) Argentina, Brasil, Chile, Méjico, Colombia, Venezuela y Perú.
(c) China, Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.
(d) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
(e) Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de las economías candidatas corresponden a Hungría y Polonia.

en la producción industrial y las exportaciones. Sin embargo, la confianza empresarial se mantuvo en niveles elevados en los últimos meses y la situación del mercado laboral siguió siendo positiva, con una tasa de paro del 5% de la población activa. En cuanto a los precios de consumo, bajaron una décima en septiembre, hasta el 2,8% interanual, y el índice armonizado se mantuvo en el 1,4%. Los precios de la vivienda moderaron ligeramente su crecimiento, aunque las tasas siguieron siendo elevadas.

En los *países candidatos a la Unión Europea,* el crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año fue en general bastante positivo, con las excepciones de la República Checa y de Hungría (2,1% y 2,4% interanual, respectivamente). El crecimiento se apoyó en las exportaciones, salvo en Hungría, y en el consumo, excepto en Eslovaquia. En este país, tuvo lugar una aceleración de la inflación, en contraste con el resto de la región, a causa de los aumentos de precios administrados y de impuestos indirectos, lo que afectará a más países en 2004. Los procesos de consolidación fiscal empeoraron en prácticamente todos los países. Estos factores llevaron a las distintas autoridades monetarias a frenar la tendencia descendente de los tipos de interés, con la excepción de Eslovaquia. En el ámbito político, Estonia y Letonia aprobaron en referéndum su adhesión a la UE, con lo que se completa el ciclo de consultas populares de los futuros países miembros.

En *Asia,* la actividad económica registró, con las excepciones de Tailandia y sobre todo de China, un pulso débil en el segundo trimestre, a causa, en buena medida, de los efectos negativos del síndrome respiratorio agudo y severo (SARS), pero los indicadores más recientes muestran una rápida reactivación, apoyada por la finalización de dicha epidemia y por la recuperación del comercio exterior. En cuanto a China, la necesidad de una apreciación del yuan se discutió en numerosos foros internacionales, dadas las elevadas exportaciones y la acumulación de reservas internacionales del país, pero las autoridades chinas se muestran reacias a modificar su régimen cambiario.

En *América Latina,* prosiguió la evolución positiva de las variables financieras, gracias a las entradas de capitales externos y a la reducción de los diferenciales de bonos corporativos de las economías avanzadas, y a pesar del repunte de los tipos a largo plazo de las mismas. Las bolsas registraron fuertes ganancias y los tipos de cambio se mantuvieron estables, excepto en el caso de Méjico, cuya moneda se depreció. Los diferenciales de deuda soberana prosiguieron su descenso, aunque a ritmos más moderados y, en varios casos, se situaron en niveles cercanos o inferiores a los mínimos históricos. Por otro lado, en el segundo trimestre se desaceleró fuertemente el crecimiento del PIB, por la debilidad de la demanda interna y la desaceleración de las exportaciones, con las excepciones de los países que han atravesado crisis recientes, en especial Argentina. No obstante, la relajación de las políticas monetarias y la mejoría del entorno exterior ofrecerían una base para una incipiente recuperación, que, hasta ahora, se ha reflejado solo tímidamente en los indicadores.

Por países, en Argentina se intensificó la recuperación de la actividad en el segundo trimestre (7,6% interanual), crecimiento que continuaría, a la vista de los indicadores disponibles, en el tercero, en un entorno de contención de la inflación. Por otro lado, se alcanzó finalmente un nuevo acuerdo con el FMI por tres años y se anunciaron las líneas generales de la propuesta de reestructuración de la deuda externa, que implicaría importantes descuentos en el valor de los bonos. En Brasil, se acentuó la ralentización de la actividad en el segundo trimestre (el PIB cayó un 1,4% interanual), pero los indicadores disponibles del tercero muestran algún síntoma de reactivación, por la mejoría de las expectativas y la intensa relajación de la política monetaria acumulada desde junio (750 puntos básicos). En Méjico, el crecimiento fue débil en el segundo trimestre (0,2% interanual), mientras que en el tercero se aprecian indicios de mejoría, centrados en el consumo y la inversión. Sin embargo, las exportaciones no reflejan aún la recuperación de la actividad industrial en EEUU. Desde comienzos de octubre se frenó el descenso de los tipos de interés, a raíz de la depreciación del peso. En Chile, la estabilidad financiera apoyó el crecimiento, si bien tuvo lugar cierta desaceleración en agosto, a tenor de los indicadores más recientes.

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

La información disponible sobre la evolución económica del área del euro en el tercer trimestre proporciona algunos indicios que apuntan a una modesta recuperación de la actividad, tras el estancamiento observado en la primera mitad del año. Por el momento, estas señales se concentran en los indicadores de confianza de los agentes, que miden la percepción de estos últimos acerca de la evolución económica, sin que se encuentre todavía una confirmación concluyente en los indicadores cuantitativos que reflejan la trayectoria de la actividad productiva y la demanda. En particular, ni la demanda interna ni la procedente del resto del mundo parecen haber adquirido, por el momento, un ritmo de avance sostenido. No obstante, el contexto actual europeo se caracteriza por el mantenimiento de condiciones financieras favorables, la ausencia de desequilibrios macroeconómicos significativos y un fortalecimiento paulatino de la economía del resto del mundo, por lo que aglutina los ingredientes precisos que deberían permitir una recuperación progresiva de la actividad en los próximos trimestres. Entre los elementos que podrían limitar la intensidad de este proceso, se encuentran la posibilidad de que las empresas del área continúen inmersas en un proceso de saneamiento de sus balances, las tensiones que se manifiestan en los precios del petróleo y la incertidumbre sobre la evolución de los mercados cambiarios. Además, las dificultades de algunos Estados miembros para reconducir sus déficit públicos hasta niveles compatibles con los compromisos adquiridos constituyen una fuente adicional de preocupación, que, en los próximos meses, pondrá a prueba el funcionamiento de los mecanismos de vigilancia multilateral de las políticas presupuestarias. Finalmente, deben valorarse favorablemente los pasos más decididos de algunos países para poner en marcha reformas que mejoran la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo y estimulan un funcionamiento más eficiente de sus economías.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la estimación más reciente de la Contabilidad Nacional del área, el PIB experimentó una leve contracción del 0,1% en el segundo trimestre del año, en términos intertrimestrales, frente a la variación nula de los tres meses precedentes. En tasa interanual, se registró un modesto aumento del 0,2%, cinco décimas por debajo de la tasa observada en el trimestre precedente (véase gráfico 8). En términos intertrimestrales, la aportación de la demanda interna —excluidas las existencias— a la expansión del producto ascendió, como en los tres primeros meses del año, a dos décimas, lo que obedeció a un comportamiento no-

tablemente expansivo del consumo público y a la evolución dispar de sus dos restantes componentes. Así, mientras que el ritmo de avance del consumo privado se moderó sustancialmente, la caída de la formación bruta de capital fijo también se atenuó, lo que fue consecuencia de la mejora tanto del componente de bienes de equipo como del de construcción. Por su parte, la contribución negativa de la demanda externa al crecimiento del producto —de 0,4 pp— fue similar a la observada en el primer trimestre, como resultado de los efectos contrapuestos de la desaceleración de la caída de las exportaciones y del comportamiento algo más dinámico de las importaciones.

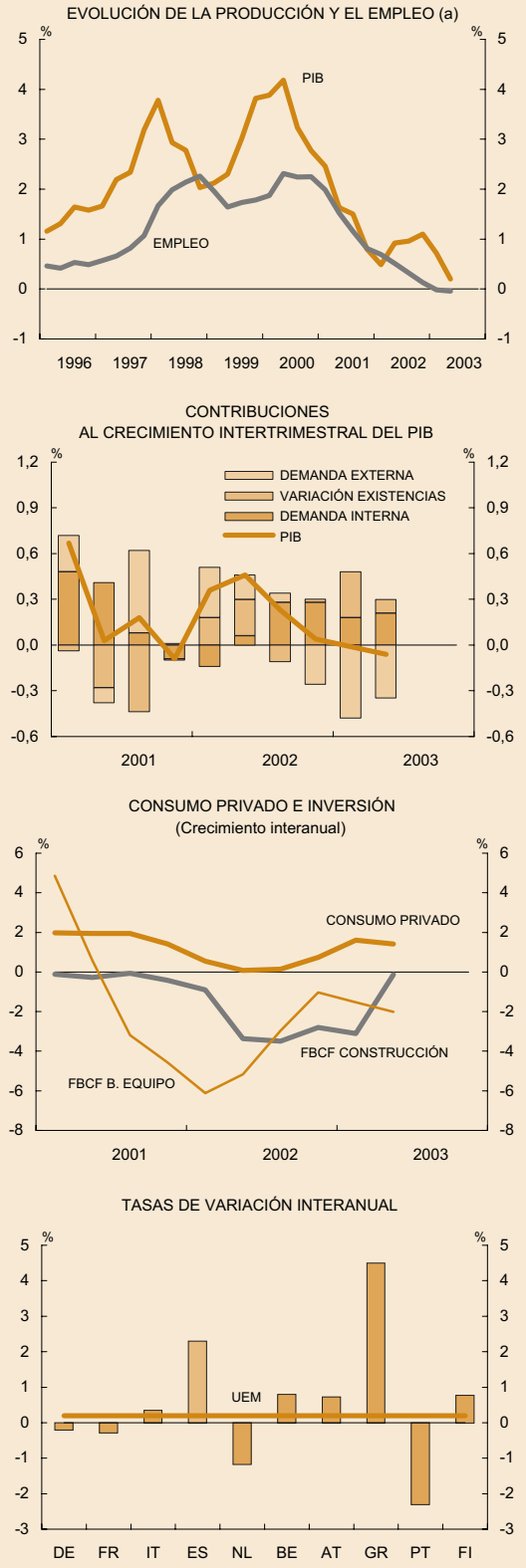
El desglose de la Contabilidad Nacional por países en el segundo trimestre revela que, entre las diez economías del área para las que se dispone de datos, se registró un crecimiento intertrimestral negativo del producto en cinco de ellas, incluidas las tres de mayor tamaño, esto es, Alemania (–0,1%), Francia (–0,3%) e Italia (–0,1%). En los tres casos, la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa (–0,5%, –0,2% y –0,7%, respectivamente). En cuanto a la demanda interna, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo tuvieron un crecimiento próximo a cero en Alemania y Francia, mientras que en Italia se observó una mayor fortaleza del consumo privado y una cierta recuperación de la inversión, que, no obstante, siguió mostrando una tasa de expansión negativa. Alemania e Italia —además de los Países Bajos— han mostrado caídas del PIB durante, al menos, dos trimestres consecutivos, lo que suele identificarse con una situación de recesión de la actividad.

Por ramas de producción destaca la notable contracción sufrida por el valor añadido en la industria (excluida la construcción), que, tras crecer un 0,1% en los tres primeros meses del año, cayó un 0,8% en el segundo trimestre. Por su parte, la construcción, que se expandió a una tasa del 0,4%, registró la primera tasa de crecimiento intertrimestral positiva desde el cuarto trimestre de 2001. Finalmente, el valor añadido del sector servicios aumentó un 0,2%, tasa análoga a la observada en los trimestres previos.

Los indicadores disponibles sobre la evolución de la actividad en el tercer trimestre del año apuntan a un ligero fortalecimiento del crecimiento del PIB. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, los índices de confianza del sector servicios mostraron mejoras sustanciales a lo largo del tercer trimestre del año, reflejo de unas perspectivas que son algo más favorables que las del sector manufacturero. Respecto a este, el índice de directores de compras PMI, que había registrado descensos en todos los

GRÁFICO 8

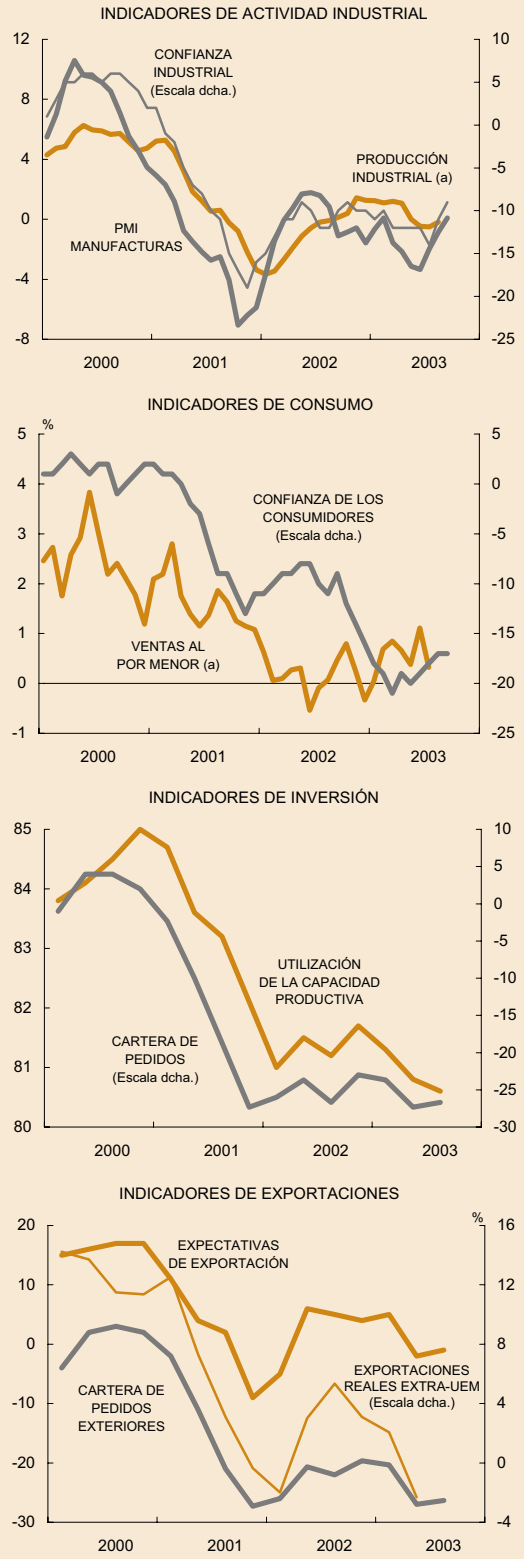
Contabilidad Nacional de la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.
(a) Tasas de variación interanual.

GRÁFICO 9

UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

meses del segundo trimestre, ha aumentado ininterrumpidamente a lo largo del tercero, hasta situarse en septiembre por encima del nivel 50, indicativo de que los encuestados esperan una recuperación en el sector. De modo análogo, el índice de confianza industrial que se ha obtenido de la encuesta realizada por la Comisión Europea ha repuntado, aunque moderadamente, a lo largo del tercer trimestre. La mejora observada entre los meses de junio y septiembre se debe, en su mayor parte, al componente referido a las expectativas de producción futura, en tanto que los otros dos componentes (pedidos corrientes y existencias de productos terminados) apenas han variado entre ambas fechas. Adicionalmente, la encuesta contiene una pregunta (cuyos resultados no forman parte del índice) referida a la percepción de la evolución de la producción en el pasado reciente, en la que la mejoría es aún más titubeante. La disociación observada en los últimos años en esta y en otras encuestas de confianza entre las expectativas relativas a la evolución futura y la valoración de la situación presente es objeto de análisis en el recuadro 1. En todo caso, merece la pena destacar la escasa traslación de las mejoras en los indicadores de confianza industrial a los indicadores cuantitativos del sector. Así, aunque el índice de producción industrial (excluida la construcción) siguió una evolución errática en julio y agosto, atribuible a factores temporales, de la consideración conjunta de ambos datos no parece desprenderse una mejoría sustancial.

Por el lado de la demanda, los indicadores disponibles apuntan a una modesta recuperación en el tercer trimestre. En particular, los indicadores referidos al consumo privado han registrado, en general, avances de pequeña magnitud. Así, en los últimos meses ha proseguido la mejora, iniciada en primavera, de los indicadores de confianza de consumidores y minoristas procedentes de la encuesta de la Comisión Europea (véase gráfico 9). Las matriculaciones de automóviles también han mostrado una mayor fortaleza en los meses de verano. Sin embargo, estos avances no se observan, por el momento, en las ventas al por menor, que han tendido a estancarse en meses recientes. Por lo que respecta a la demanda de bienes de equipo, las perspectivas inmediatas no son muy halagüeñas, toda vez que ni la utilización de la capacidad productiva ni la valoración de la evolución de la cartera de pedidos realizada por los propios empresarios industriales proporcionan, por el momento, indicios sólidos de recuperación. En cuanto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación de la industria y de la cartera de pedidos procedentes del exterior se estabilizaron en el tercer trimestre, tras el deterioro experimentado en la primavera.

RECUADRO 1

Evolución reciente de los indicadores de confianza y perspectivas de recuperación económica en la UEM

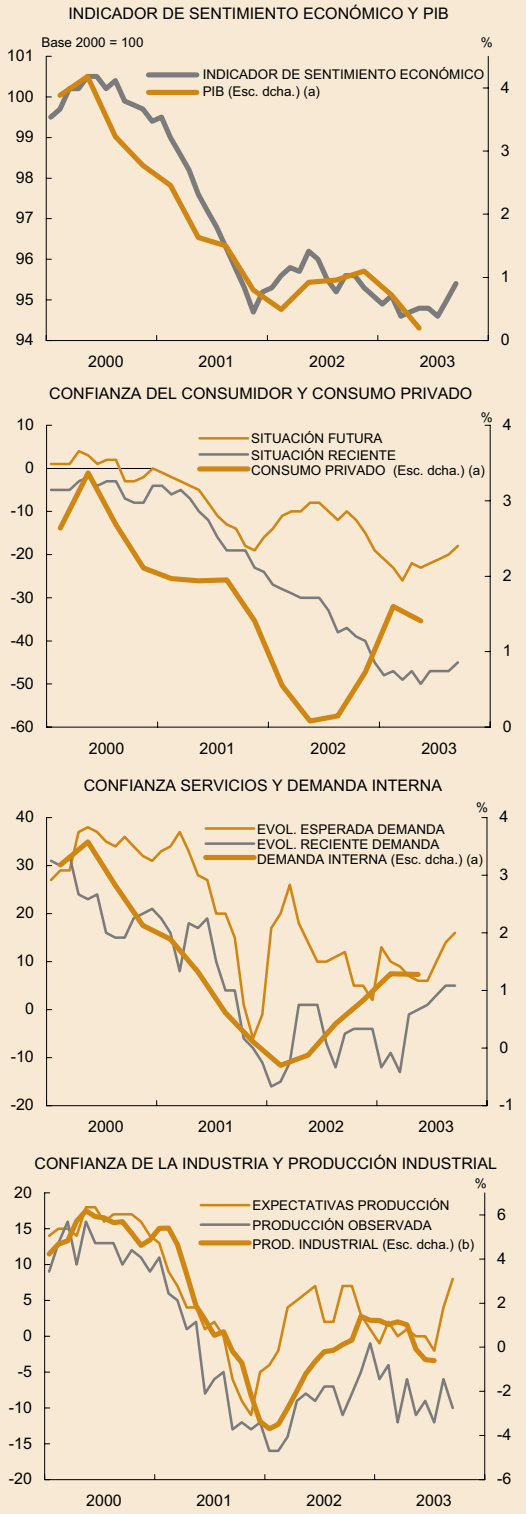
Los indicadores de confianza que recogen los resultados de encuestas realizadas a los agentes privados acerca de su percepción de la situación económica tienden a anticipar la evolución de la actividad. Las encuestas incorporan habitualmente preguntas que se refieren a la valoración de la situación económica o de la evolución de la producción o de la demanda en el momento en que se realiza la encuesta o en el pasado reciente, en tanto que otras son relativas a las expectativas futuras. Las diferencias en la evolución de ambos tipos de respuestas pueden servir para valorar la información contenida en los movimientos del indicador agregado. En principio, parece razonable otorgar mayor validez a un aumento de la confianza basado en una mejora conjunta de las dos clases de indicadores, mientras que, por ejemplo, un aumento fundamentado únicamente en expectativas más halagüeñas puede revertir si esas expectativas se ven frustradas.

El indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea referido a la UEM —que sintetiza la evolución de las encuestas de confianza del consumidor, la industria, el comercio minorista y la construcción— ha registrado una mejora en el período más reciente, tras el deterioro que venía experimentando desde mediados de 2002 (véase el primero de los gráficos adjuntos). Esta mejora, que se inició en el primer trimestre de 2003 en los indicadores referidos al consumidor, sector servicios —no incluido en el indicador de sentimiento económico— y comercio minorista, y, en el tercer trimestre, en el caso de la confianza industrial, podría estar anticipando una recuperación de la actividad económica en el futuro próximo. No obstante, un comportamiento similar del indicador de sentimiento económico se produjo a finales de 2001 y a comienzos de 2002, y fue seguido de una aceleración del ritmo de crecimiento del PIB del área del euro, pero esta mejoría fue poco duradera. Este precedente suscita dudas sobre la fiabilidad de la señal que actualmente están dando las encuestas de confianza. A fin de valorar la calidad de esa señal, resulta relevante analizar la evolución que han mostrado en ambos períodos los indicadores que miden las expectativas y aquellos que reflejan la situación reciente, que se representan en los gráficos adjuntos junto con la tasa de variación interanual de la variable económica con la que cabe esperar una mayor relación en cada caso.

Por lo que se refiere a la confianza de los consumidores, en el segundo gráfico se observa cómo, desde finales de 2001, se produjo una disociación entre la percepción de la situación económica en el futuro próximo, que mejoró, y la opinión sobre el pasado más reciente, que prosiguió con el deterioro que venía mostrando desde comienzos de ese año. Aún así, en la segunda mitad del año, se observó una recuperación del ritmo de crecimiento del consumo privado que, sin embargo, se detuvo en tasas reducidas, ligeramente por encima del 1%. En el año 2003, por el contrario, ambos indicadores han mostrado una mayor sintonía, con una estabilización a comienzos de año, seguida por un repunte común, que ha sido más intenso en el caso del indicador de expectativas. En el caso del sector servicios (véase el tercer gráfico), no se observó en 2002 una divergencia tan acentuada, si bien la mejora de la evolución esperada de la demanda fue más temprana y más intensa que la de la evolución observada, justo lo contrario de lo que ha ocurrido a lo largo del presente año.

Por último, como se observa en el gráfico inferior, el indicador de expectativas futuras de la confianza industrial registró a finales de 2001 un incremento muy acentuado, que fue seguido, meses más tarde, por una mejora de la valoración de la tendencia reciente de la producción, así como por un aumento del ritmo de expansión de la producción industrial, si bien este solo alcanzó tasas muy moderadas. La evolución de ambos indicadores en los últimos meses muestra una cierta analogía con la primera fase del repunte anterior, con una estabilización del indicador de la tendencia reciente y unas expectativas que han aumentado significativamente.

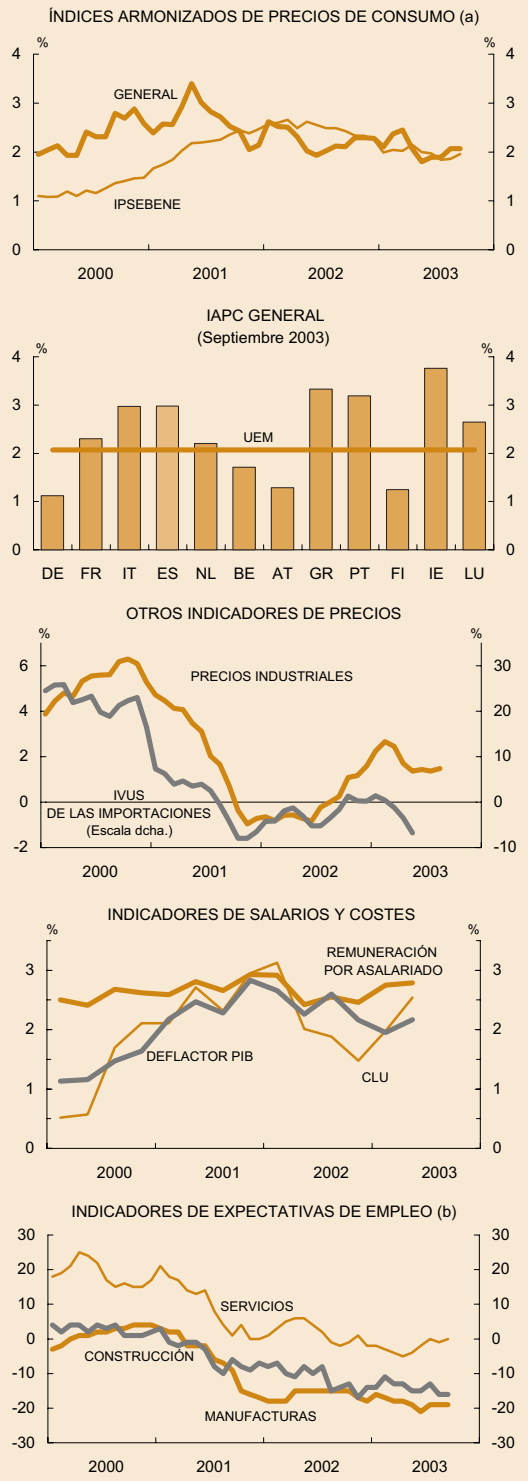
En conjunto, aunque con cautela en el caso del sector industrial, se aprecia que la mejora reciente de las encuestas de opinión no muestra la brecha entre la percepción de las expectativas y de la situación actual que se registró el pasado año, lo que permite mantener mayor confianza en una próxima recuperación de la actividad.



Fuente: Comisión Europea.
(a) Tasas de variación interanual.
(b) Tasas de variación interanual de la media móvil de tres meses.

GRÁFICO 10

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



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.
(a) En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001.
(b) Para Holanda y Grecia, los datos corresponden al mes de agosto.
(c) Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea.

Por lo que concierne al mercado de trabajo del área, en el período abril-junio, el empleo siguió estancado por cuarto trimestre consecutivo. En tasa interanual, la generación neta de puestos de trabajo fue negativa en la primera mitad del año —aunque en una magnitud insignificante—, lo que no ocurría desde 1994. Esta evolución apenas ha tenido incidencia sobre la tasa de desempleo de la UEM: aunque no se ha interrumpido la paulatina tendencia al alza que esta variable viene mostrando desde mediados de 2001, en agosto permaneció en el 8,8% de la población activa, nivel alcanzado en el pasado mes de marzo. En cuanto a las perspectivas futuras, los indicadores de expectativas de evolución del empleo en las distintas ramas productivas procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea han tendido a estabilizarse a lo largo del tercer trimestre del año en la industria y a repuntar en los servicios, en tanto que han registrado un ligero empeoramiento en la construcción (véase la parte inferior del gráfico 10).

En conclusión, a tenor de la evolución de los distintos indicadores disponibles, parece plausible un escenario de moderado fortalecimiento del ritmo de avance del producto del área en la segunda mitad de 2003, sin que se aprecien indicios claros acerca de cuál puede ser el componente de la demanda que lidere este mayor dinamismo. En este sentido, la evolución del consumo privado puede verse favorecida por el mantenimiento de bajos tipos de interés, por el efecto riqueza derivado de la revalorización de la vivienda y de las bolsas y por la incidencia positiva que la apreciación cambiaria y la prevista disminución de la inflación pueden tener sobre la evolución de la renta disponible de las familias. Sin embargo, las mediocres perspectivas de comportamiento del empleo y las dificultades para estabilizar la situación presupuestaria en algunos países constituyen fuentes de incertidumbre que pueden tender a atemperar el gasto de las familias. En el caso de la inversión, aunque los bajos tipos de interés y cierta mejora de las condiciones financieras configuran un panorama favorable, resulta incierto hasta qué punto las empresas han culminado el ajuste de sus balances tras la anterior etapa de aumento de sus deudas. Finalmente, el estímulo a la demanda exterior que proviene de la recuperación en otras áreas geográficas puede verse contrarrestado por la apreciación cambiaria.

La trayectoria de los precios de consumo del área ha venido caracterizada por una modesta aceleración del ritmo de avance del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), desde el 1,9% en junio hasta el 2,1% en septiembre (véase gráfico 10). Ello se debió, sobre todo, al repunte de los precios de los alimentos no

CUADRO 1

Indicadores económicos de la UEM

	2002				2003			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	0,5	0,9	1,0	1,1	0,7	0,2		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,0; 0,4)	(0,2; 0,6)
IPI (d)	-2,6	-0,6	-0,2	1,3	1,1	-0,3	*0,3*	
Sentimiento económico	95,6	96,0	95,4	95,3	94,9	94,8	95,0	
Confianza industrial	-13,0	-10,0	-11,3	-9,7	-11,0	-12,0	-11,4	
PMI manufacturas	48,3	51,4	50,5	49,0	49,3	47,1	49,1	
Confianza servicios	3,0	5,3	-0,7	-4,3	-5,7	-2,0	5,3	
PMI servicios	52,1	52,9	50,9	50,5	48,9	47,9	51,9	
Tasa de paro	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	
Confianza consumidores	-10,0	-8,3	-10,0	-14,0	-19,3	-19,3	-17,3	
IAPC (d) (e)	2,5	1,9	2,1	2,3	2,4	1,9	2,1	
IPRI (d) (e)	-0,6	-0,8	0,3	1,6	2,5	1,4	1,5	
Precio del petróleo en $ (e)	23,7	24,1	28,4	28,2	30,3	27,6	27,1	29,9
Préstamos al sector privado (d) (e)	5,5	5,4	5,1	4,8	4,7	4,6	4,9	
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,1	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,2	4,3
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,01	-0,10	-0,46	-0,51	-0,22	-0,32	0,09	0,03
Tipo de cambio dólar/euro (e)	0,872	0,998	0,986	1,049	1,090	1,143	1,165	1,179
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-1,0	13,2	11,9	19,0	3,9	9,0	11,1	12,4
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	1,6	-15,2	-39,1	-34,5	-12,9	2,9	4,1	9,1

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 octubre 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 la bolsa, son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

elaborados (que son tradicionalmente, junto con los de los bienes energéticos, los más volátiles), lo que está ligado al impacto que las altas temperaturas registradas durante el mes de agosto han tenido sobre la producción de estos bienes. Por su parte, la tasa de incremento del IPSEBENE —indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos— ha permanecido estable en el nivel del 2% entre los meses de junio y septiembre. Finalmente, el índice de precios industriales creció un 1,4% interanual en agosto, ritmo de incremento similar al que viene mostrando desde el mes de mayo. Por componentes, destaca la evolución alcista del componente de bienes energéticos, que ha compensado la mayor moderación de los precios del resto de bienes intermedios, en tanto que las tasas de variación de los precios industriales de los bienes de consumo y de capital han permanecido estables.

En cuanto a las perspectivas inflacionistas, existen algunos elementos moderadores de la dinámica de los precios, tales como la persistencia de una brecha elevada entre los niveles de producción potencial y observado, y la evidencia de que la apreciación cambiaria no se ha trasladado aún plenamente a los precios de los bienes de importación (véase recuadro 2). Sin embargo, la evolución de los costes internos arroja algunas dudas sobre esas perspectivas. Así, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se ha acelerado en medio punto porcentual en cada uno de los dos primeros trimestres del año, hasta situarse en una tasa del 2,5% en el período abril-junio. El aumento registrado en el segundo trimestre se debió casi en su totalidad a la caída de la tasa de expansión de la productividad aparente del trabajo (hasta el 0,2%), en un contexto en que el ritmo de aumento de la remuneración por asalariado se situó en el 2,8%. El deflactor del PIB creció en el segundo trimestre un 2,2%, dos décimas más que en el primero, con lo que la aceleración de los costes laborales unitarios se tradujo, además, en una compresión de los márgenes empresariales.

La incertidumbre acerca de la evolución del precio del petróleo también constituye un condicionamiento importante de las perspectivas inflacionistas del área. En la etapa más reciente, el mantenimiento del precio del barril de petróleo en niveles elevados, en torno a los 30 dólares por barril, refleja, sobre todo, un conjunto de factores de oferta, que incluyen las dificultades para restablecer el suministro de crudo iraquí, el impacto de las crisis políticas en Nigeria y Venezuela sobre la producción de estos países y la decisión de la OPEP de reducir las cuotas de sus países miembros. Además, en Estados Unidos, las existencias se encuentran por debajo de sus niveles habituales en estas fechas del año.

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente del área en el período de doce meses que finalizó en agosto de 2003 alcanzó los 33,9 mm de euros, lo que supone una continuación del descenso iniciado tras el máximo de 67 mm alcanzado en el último trimestre de 2002. Esta disminución se explica por la caída del superávit de la balanza de bienes, que se debió al descenso del volumen de exportaciones y de sus precios, motivados por la apreciación cambiaria, en tanto que el nivel nominal de las importaciones se mantuvo inalterado. La disminución del saldo acumulado de doce meses de la balanza básica entre diciembre de 2002 y agosto de 2003 fue más pronunciada (al pasar de 129 mm de euros a 59,6 mm) y fue consecuencia, sobre todo, de las menores entradas netas de inversión en cartera, en tanto que las menores salidas netas de inversión directa y el deterioro de la balanza por cuenta corriente tendieron a compensarse entre sí.

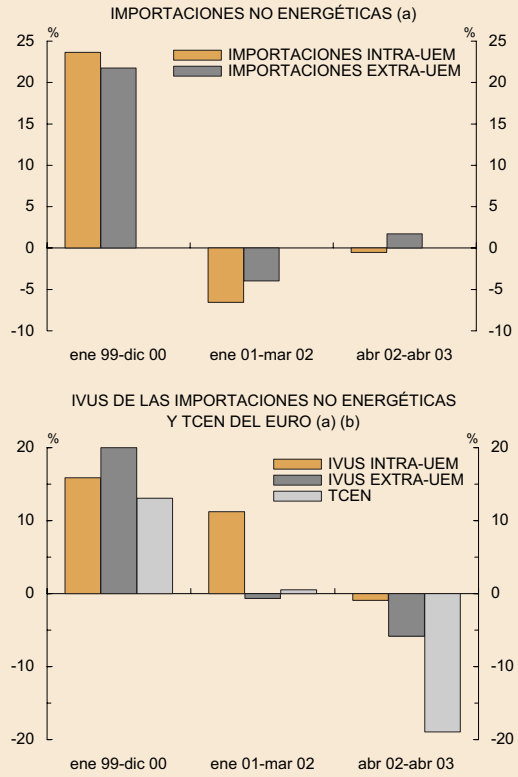
En el terreno de la política fiscal, las estimaciones desveladas por algunos gobiernos y la información más reciente sobre ejecución presupuestaria apuntan a que, en muchos casos, los déficit públicos en 2003 superarán con claridad los niveles proyectados en los Programas de Estabilidad e, incluso, los previstos por la Comisión Europea en la pasada primavera. Esta evolución refleja, en gran medida, la revisión a la baja del crecimiento económico en un gran número de países, que se ha materializado, fundamentalmente, en menores ingresos impositivos, aunque también en mayores gastos en protección social. No obstante, en algunos casos, el deterioro de las cuentas públicas es también, en parte, imputable a la puesta en marcha de medidas para estimular la actividad y que incluyen, en particular, rebajas impositivas. Sin embargo, es posible que estas acciones no logren cumplir con este propósito si conducen a un deterioro de la situación presupuestaria, pues es concebible que, en ese contexto, los agentes privados decidan no destinar el incremento resultante de su renta disponible a expandir su gasto, aumentando su ahorro por motivos precautorios. En estas circunstancias, es particularmente importante que se pongan en marcha medidas de consolidación que aseguren el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y mantengan su credibilidad, y, de este modo, fomenten el crecimiento a largo plazo. En este contexto se enmarcan las medidas propuestas por el Gobierno alemán, en su mayoría todavía pendientes de aprobación parlamentaria, y que incluyen, entre otras, el adelantamiento a 2004 de la rebaja del impuesto sobre la renta inicialmente proyectada para 2005 y la eliminación de determinadas deducciones de la base del impuesto, una amnistía fiscal para los capitales repatriados, una reforma en profundidad del sistema de prestaciones por desempleo, cambios en el sistema de pensiones y diversas medidas para contener el gasto en sanidad.

El procedimiento de déficit excesivo abierto a Francia el pasado 3 de junio concedió al Gobierno francés cuatro meses para adoptar medidas correctoras. Transcurrido este período, la Comisión Europea ha juzgado que las medidas adoptadas —que incluyen el aumento de la imposición indirecta y la reforma del sistema de pensiones— no serán suficientes para que el déficit nominal se sitúe por debajo del 3% en 2004. De hecho, el anteproyecto de presupuestos en dicho país prevé que el déficit público alcance el 4% del PIB en 2003 y el 3,6% en 2004. Además, el Gobierno francés ha revisado al alza en un punto su proyección hecha en junio de la *ratio* de deuda en 2003, hasta el 61,4%. De conformidad con el artículo 104.8 del Tratado de la Unión Europea, la Comisión Europea someterá al próximo Consejo ECOFIN del 4 de noviembre una recomendación para que este decida valorar que Francia no ha tomado medidas efectivas para poner fin a la situación de déficit excesivo antes de 2004. Asimismo, continuando con los pasos establecidos en el procedimiento de déficit excesivo y de acuerdo con el artículo 104.9 del Tratado, la Comisión Europea ha realizado otra recomendación al Consejo para que se reclame a Francia la adopción de medidas que permitan reducir el déficit por debajo del 3% del PIB. En esa recomendación, la Comisión Europea reconoce el impacto negativo de la desaceleración cíclica sobre la situación presupuestaria francesa y el esfuerzo de ajuste previsto para 2004, y propone ampliar por un año —esto es, hasta 2005— el plazo marcado para que el déficit excesivo se corrija. Sin embargo, se exige un mayor ajuste en el saldo presupuestario ajustado del ciclo en 2004 y 2005, la concreción antes del 15 de diciembre de este año de las medidas que deben adoptarse a tal fin y la obligatoriedad de que el

RECUADRO 2

Los efectos de la evolución del tipo de cambio del euro sobre las importaciones extra e intra-UEM

Una apreciación del tipo de cambio nominal del euro otorga, en principio, a las empresas exportadoras localizadas en países fuera de la UEM la posibilidad de abaratar los precios de sus exportaciones al área medidos en esa moneda, lo que incentiva la demanda de importaciones procedentes de esos países. Sin embargo, es probable que esas empresas decidan no trasladar plenamente la apreciación cambiaria a sus precios en euros, incrementando sus márgenes por unidad de producto en su moneda, de tal forma que la ganancia de cuota de mercado sería menor que si el nuevo precio en euros reflejara plenamente el efecto de la apreciación. Por su parte, ante la pérdida de competitividad que representa la apreciación del euro, las empresas de la UEM cuya producción compite en el mercado interno con las importaciones de empresas localizadas fuera del área pueden mantener sus precios, en cuyo caso experimentarán, probablemente, una pérdida de cuota de mercado, o, por el contrario, pueden modificar sus precios a la baja —y, por tanto, sus márgenes— para limitar la pérdida de competitividad. Estos argumentos operan de forma simétrica ante una depreciación de la moneda única. En la práctica, el grado de traslación de la apreciación a los precios en euros de las empresas localizadas tanto dentro como fuera del área dependerá de factores tales como la estructura competitiva de la industria en que opere el exportador, la elasticidad de la demanda a la que se enfrenta, la situación coyuntural de la demanda interna del área y su percepción (y la confirmación posterior) acerca del carácter persistente o transitorio de los movimientos cambiarios. Ante variaciones del tipo de cambio cabe esperar, por tanto, modificaciones de los precios y volúmenes de las importaciones procedentes de otros países de la UEM y del resto del mundo (en adelante, importaciones intra-UEM y extra-UEM), que dependerán, en parte, de las decisiones que adopten las empresas de cada zona.



Fuentes: Eurostat y BCE.
(a) Tasas de variación en cada período.
(b) Escala invertida, esto es, la depreciación (apreciación) del TCEN se representa aquí con signo positivo (negativo).

Atendiendo a la evolución del tipo de cambio efectivo nominal del euro desde 1999, pueden distinguirse tres etapas: la primera abarca los dos primeros años de existencia de la UEM y se caracteriza por una sustancial depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN); en la segunda etapa, que llega hasta el primer trimestre de 2002, el TCEN se mantuvo bastante estable; y, por último, se observa un período de intensa apreciación del euro, de casi el 20% en términos del TCEN, desde la primavera de 2002 hasta la actualidad.

Lo primero que se pone de manifiesto en la parte superior del gráfico adjunto es la evolución paralela que muestran por períodos las importaciones intra y extra-UEM, pese a las fuertes oscilaciones del tipo de cambio. Esto sugiere que las consideraciones de demanda pueden ser más relevantes que la evolución cambiaria a la hora de explicar el comportamiento de las importaciones. Sin embargo, se observan variaciones en la composición de las importaciones por origen que son relevantes y que pueden ser atribuidas a las variaciones en el tipo de cambio y, sobre todo, a las decisiones de traslación de esos movimientos cambiarios a los precios de las importaciones.

En la primera etapa tuvo lugar un crecimiento algo más reducido de las importaciones extra-UEM, aunque la diferencia respecto al incremento de las importaciones intra-UEM parece escasa, teniendo en cuenta la intensa depreciación del euro que se produjo durante ese período. Esto se debe, fundamentalmente, a que los precios de las importaciones intra-UEM se incrementaron de forma sustancial, lo que limitó las ganancias de competitividad de las empresas localizadas en la zona del euro, aunque esos precios crecieron menos que los de los competidores (véase el gráfico inferior). La fortaleza de la demanda interna de la UEM, obviamente, pudo ser un factor que impulsó los aumentos de precios de las importaciones, con independencia de su origen.

En el período intermedio se observa una mayor caída relativa de las importaciones intra-UEM, probablemente como consecuencia de su simultáneo encarecimiento, que, en una situación de estabilidad cambiaria, podría estar ligado a la paulatina traslación a los costes interiores europeos del anterior proceso de depreciación del euro y de fuerte incremento del precio del petróleo.

Finalmente, en la tercera fase las importaciones extra-UEM han presentado un comportamiento algo mejor como consecuencia de la apreciación del euro, que ha permitido a las empresas del resto del mundo abaratar sus exportaciones al área, aunque en una magnitud que solo equivale, aproximadamente, a una tercera parte de la variación del tipo de cambio, por lo que estos productores han podido simultáneamente ampliar sus márgenes de forma sustancial. Los exportadores intra-área también han tratado de reaccionar a la mayor fortaleza del euro, pero la compresión de precios que han podido introducir ha sido considerablemente más limitada, por lo que han debido afrontar una pérdida de competitividad y de cuota de mercado.

CUADRO 2

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

% del PIB

	2000	2001	2002	2003 (b)	2003 (c)
Bélgica	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2
Alemania	-1,2	-2,8	-3,5	-2,8	-4,2
Grecia	-1,9	-2,0	-1,2	-0,9	-1,7
España	-0,9	-0,3	0,1	0,0	0,0
Francia	-1,4	-1,6	-3,1	-2,6	-4,2
Irlanda	4,4	0,9	-0,4	-0,7	-0,9
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-1,5	-2,6
Luxemburgo	6,4	6,1	2,5	-0,3	-0,6
Holanda	1,5	0,0	-1,6	-1,0	-2,6
Austria	-1,9	0,3	-0,2	-1,3	-1,0
Portugal	-3,1	-4,2	-2,7	-2,4	-2,9
Finlandia	7,1	5,2	4,2	2,7	2,4
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario	4,2	2,3	1,4		0,7
Saldo total	-0,9	-1,6	-2,2	-1,8	-2,8
Deuda pública	69,5	69,2	69,0	68,6	70,4

Fuentes: Comisión Europea y Programas de Estabilidad nacionales.
(a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
(b) Objetivos de los Programas de Estabilidad que fueron presentados entre noviembre de 2002 y enero de 2003.
(c) Previsiones de otoño de 2003 de la Comisión Europea.

Gobierno francés se someta a un régimen de vigilancia reforzada, mediante la presentación de informes regulares acerca de la evolución presupuestaria.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Como se ha señalado, la evolución económica reciente se ha caracterizado por el mantenimiento de unas perspectivas inflacionistas en línea con la definición de estabilidad de precios del BCE y por una mayor confianza en la recuperación de la actividad, aunque persisten dudas acerca de su intensidad. En este marco, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener inalterados los tipos de interés oficiales a lo largo del tercer trimestre. Así, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación ha permanecido en el nivel del 2% acordado el pasado 5 de junio.

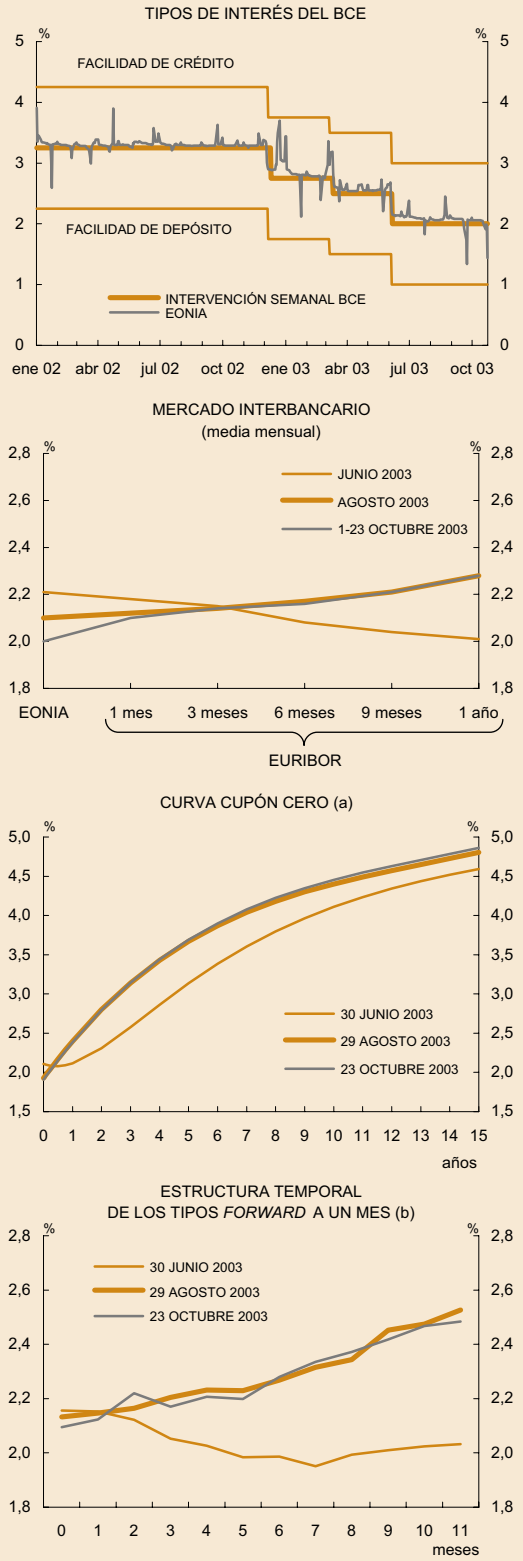
Como se puede apreciar en el segundo panel del gráfico 11, la pendiente ligeramente negativa mostrada por la curva de tipos de interés en los mercados monetarios en el mes de junio se tornó positiva con posterioridad. Al final de la tercera semana, el diferencial entre el plazo de un año y los plazos más cortos ascendía, aproximadamente, a unos 30 puntos básicos. Esta evolución del mercado interbancario se ha trasladado al perfil de la curva de tipos de interés *forward* a un mes, que, en la tercera semana de octubre, refleja moderadas expectativas de un movimiento al alza de los tipos de interés hacia la próxima primavera.

Tras alcanzar un mínimo en torno al 3,6% en junio, los rendimientos al plazo de diez años en los mercados de deuda de la UEM comenzaron a incrementarse con posterioridad, hasta alcanzar el 4,3% a fecha de cierre de este Boletín, lo que podría reflejar un mayor optimismo por parte de los participantes en los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento del área (gráfico 12). A lo largo del período considerado, los rendimientos de la deuda estadounidense al mismo plazo han experimentado oscilaciones de mayor intensidad, y como resultado de ello el diferencial frente a la UEM, negativo en 40 puntos básicos en junio, se hizo positivo en una magnitud máxima de la misma cuantía en la segunda mitad de agosto y ha descendido desde entonces hasta anularse.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones con sus clientes evolucionaron a la baja hasta el mes de julio. Sin embargo, en agosto, última observación disponible, mientras que los

GRÁFICO 11

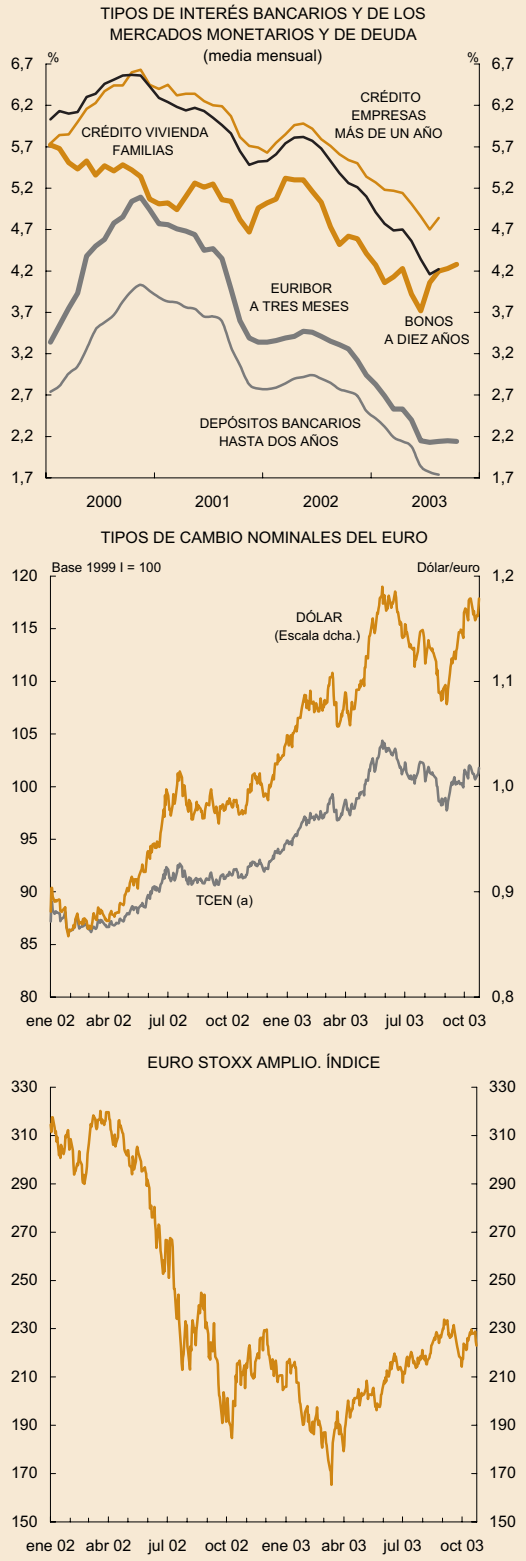
Tipos de interés de la zona del euro



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



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
(a) Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.

tipos de las operaciones de activo hasta el plazo de un año y los de las operaciones de pasivo continuaron descendiendo, los tipos aplicables a los créditos a empresas a más de un año y a la adquisición de vivienda repuntaron al alza por primera vez desde mediados de 2002, lo que puede estar ligado al incremento de los tipos a largo plazo en los mercados de deuda.

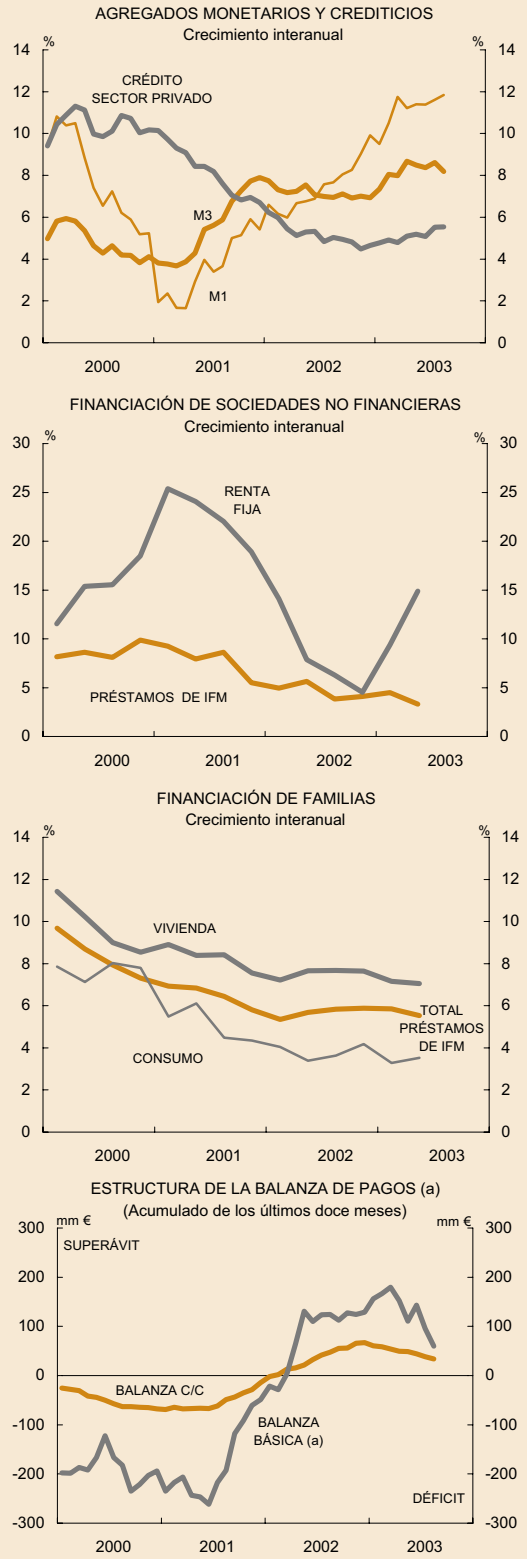
En los mercados bursátiles del área, el aumento de las cotizaciones que se inició a mediados del mes de marzo se prolongó hasta principios de septiembre, momento en que se inició un proceso de moderada corrección. Este ajuste, que no se produjo en la Bolsa estadounidense, coincidió con una etapa de intensificación de la apreciación cambiaria del euro, lo que induce a conjeturar que pueda estar relacionado con una revisión a la baja de las expectativas de beneficios de las empresas del área más expuestas a los movimientos del tipo de cambio frente al dólar, esto es, las exportadoras y las que en años recientes realizaron inversiones directas en Estados Unidos. En cualquier caso, a lo largo del mes de octubre, las bolsas europeas han tendido a recuperar el terreno perdido en septiembre. Entre los mínimos alcanzados en el mes de marzo y la fecha de cierre de este Boletín, el índice Euro STOXX amplio se ha revalorizado en una magnitud superior al 35%.

En los mercados de divisas, el comportamiento del tipo de cambio del euro ha mostrado dos fases claramente diferenciadas en meses recientes. A comienzos de junio se inició un debilitamiento gradual de la moneda europea frente al dólar y, en menor medida, frente a las divisas de sus principales socios comerciales, que se prolongó hasta los primeros días de septiembre y que podría estar relacionado con las mejores perspectivas de crecimiento de la economía norteamericana. Sin embargo, este proceso se invirtió con posterioridad, en particular, a raíz del comunicado emitido tras la reunión del G-7 en Dubai, en el que se afirmaba que era deseable una mayor flexibilidad cambiaria con vistas a favorecer un ajuste ordenado de los desequilibrios mundiales. Desde el comienzo del año, el euro acumula una apreciación aproximada del 13% en términos bilaterales frente al dólar y del 8% en términos efectivos nominales.

Aunque el agregado monetario M3 mantuvo ritmos de crecimiento elevados en los meses de julio y agosto, análogos a los del segundo trimestre del año, cabe destacar que la tasa interanual se redujo en agosto en cuatro décimas, hasta el 8,2%. En septiembre, M3 volvió a desacelerarse, mostrando una tasa interanual del 7,4%. La reducción de la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros podría ha-

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y crediticios y balanza de pagos



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
(a) La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

ber favorecido el comienzo de una cierta reasignación de carteras, desde los activos de mayor liquidez y menor riesgo hacia activos financieros a largo plazo.

Por otra parte, el crecimiento del crédito concedido a los agentes privados residentes se aceleró ligeramente en el tercer trimestre, situándose, en tasa interanual, en el 5,5% en septiembre, lo que podría constituir un indicio de recuperación de la actividad económica del área, en un contexto de condiciones favorables de financiación (véase gráfico 13). Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios llevada a cabo por el BCE sugieren que, aunque las entidades de crédito del área en su conjunto continuaron endureciendo a lo largo del segundo trimestre del año las condiciones de los préstamos otorgados tanto a empresas como a familias, se ha reducido la proporción de instituciones que declaran haber actuado de esa forma. Además, también se reduce el número de entidades que prevén una disminución de la oferta de financiación a empresas en el tercer trimestre. Cabe recordar, no obstante, que estos resultados deben ser interpretados con cautela y, en particular, que resulta aventurada su utilización para valorar la evolución de la actividad, dada la corta historia de la Encuesta.

4. La economía española

Según las cifras de la CNTR, la demanda interna de la economía española mantuvo un ritmo de crecimiento estable en el segundo trimestre del año, del 3,2% en tasa real interanual, como consecuencia del renovado dinamismo del gasto en construcción y de la inversión en equipo, y del crecimiento sostenido del consumo final, que reflejó una ligera aceleración del consumo privado y un comportamiento menos expansivo del consumo público (véase gráfico 14). El sector exterior redujo en una décima su aportación negativa al crecimiento del producto, que, no obstante, continuó siendo muy abultada (–1 pp), dando lugar a una variación interanual del PIB del 2,3%, una décima por encima de la observada en los tres primeros meses del año. La información disponible para el tercer trimestre apunta hacia un comportamiento marginalmente más expansivo de la demanda interna, que habría registrado un ritmo de avance interanual del 3,3%, apoyada en el continuado crecimiento del consumo privado y de la inversión en construcción, y en una contribución más neutral de la variación de existencias, frente al valor ligeramente negativo del trimestre anterior. La aportación negativa al crecimiento del sector exterior se habría intensificado en una décima, en un contexto de pérdida de impulso tanto de las importaciones como, en mayor medida, de las exportaciones. En consecuencia, se estima que el PIB habría vuelto a experimentar un incremento real del 2,3%, en tasa interanual, a lo largo del tercer trimestre.

Desde la óptica del valor añadido, en el segundo trimestre se produjo una mejora de la actividad en la casi totalidad de las ramas productivas: la agricultura recortó de forma significativa su ritmo de descenso, la construcción experimentó un impulso, situando su tasa de variación interanual en el 4,1%, y el conjunto de los servicios elevó su ritmo de avance, destacando el dinamismo de los servicios de mercado; sin embargo, la industria, excluida la energía, mostró un retroceso en su tasa de crecimiento. De acuerdo con los indicadores disponibles, en el tercer trimestre tuvo lugar una desaceleración adicional de la industria, mientras que la construcción habría tendido a estabilizar su crecimiento y los servicios de mercado lo habrían reducido ligeramente; por el contrario, el proceso de recuperación de la agricultura se mantuvo y la producción energética experimentó un avance importante, impulsada por la ola de calor de los meses de verano.

En este contexto, el empleo ha mostrado una evolución muy estable en el conjunto de los tres primeros trimestres del año, al haber mantenido en el tercer trimestre la suave aceleración experimentada en el trimestre anterior, en el que se incrementó un 1,7%, en tasa inte-

ranual. Por tanto, la capacidad generadora de empleo del crecimiento español continúa siendo elevada y, en consecuencia, el avance de la productividad aparente del trabajo sigue siendo reducido. No obstante, la evolución del empleo por ramas de actividad no es homogénea, destacando el hecho de que la creación de puestos de trabajo se ha concentrado en la construcción y en los servicios.

El crecimiento de los salarios en la primera parte de 2003 ha estado condicionado por una aceleración de las tarifas salariales y por el pago de los atrasos derivados de las cláusulas de salvaguarda de 2002, que se ha traducido en un repunte de la remuneración por asalariado ya en el primer trimestre. Aunque este repunte se ha moderado ligeramente en el segundo trimestre, se ha trasladado a los costes laborales por unidad de producto, que han tendido a acelerarse. Por ramas de actividad, este comportamiento de los costes ha sido más acusado en la construcción y en los servicios, mientras que en otras actividades (como la industria) la contracción del empleo ha compensado el mayor avance de la remuneración. En conjunto, la evolución expansiva de los márgenes empresariales en la economía de mercado ha perdido intensidad en el período transcurrido de 2003. A ello ha contribuido también el menor ritmo de crecimiento de los precios, que queda bien ilustrado por la evolución del IPC, cuya tasa de variación se ha moderado significativamente en la primera mitad del año, tendiendo a estabilizarse posteriormente en niveles próximos al 3%

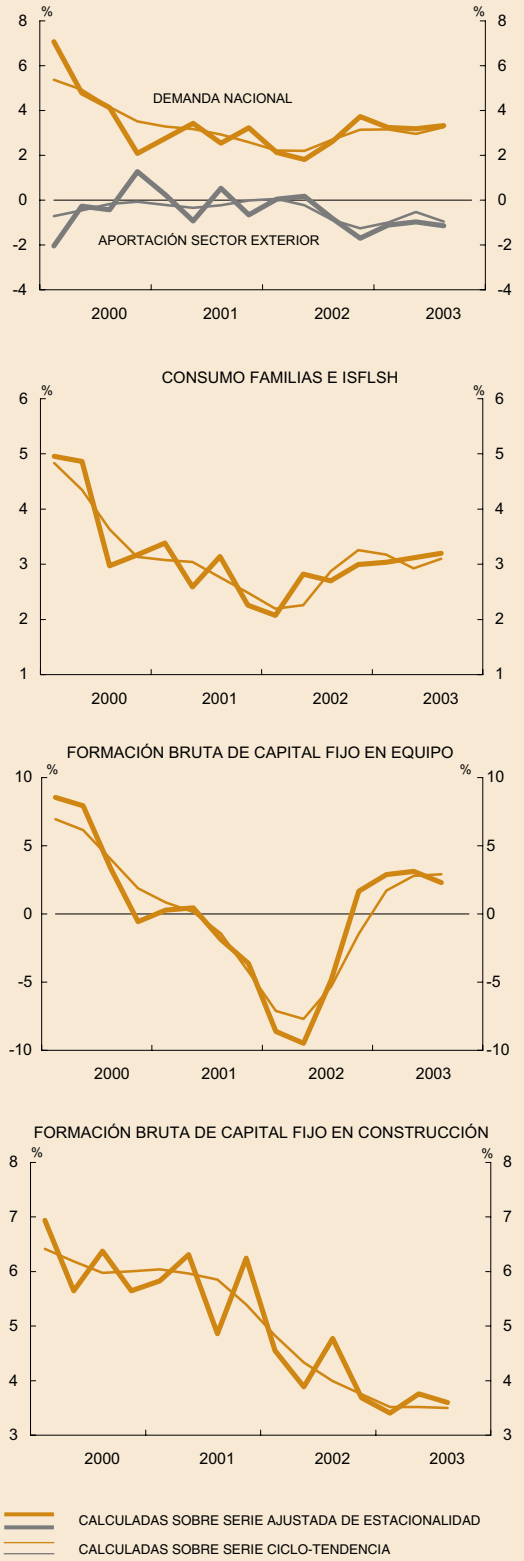
4.1. Demanda

Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares se aceleró ligeramente en el segundo trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 3,1%, en términos reales. La información más reciente, correspondiente a los meses de verano, apunta a que esta suave aceleración se habría prolongado en el tercer trimestre, dando lugar a un ritmo de avance interanual del 3,2%. El dinamismo del consumo privado en el período transcurrido de 2003 ha seguido basado, principalmente, en el sólido crecimiento de la renta real disponible de las familias, a lo que cabe añadir la persistencia de unas condiciones financieras holgadas y la aparición de ganancias de riqueza real neta en este sector. Además, este conjunto de factores ha actuado en un contexto de progresiva mejora en la percepción de la situación económica por parte de los consumidores.

Entre los indicadores más actualizados de consumo privado, representados en el gráfi-

GRÁFICO 14

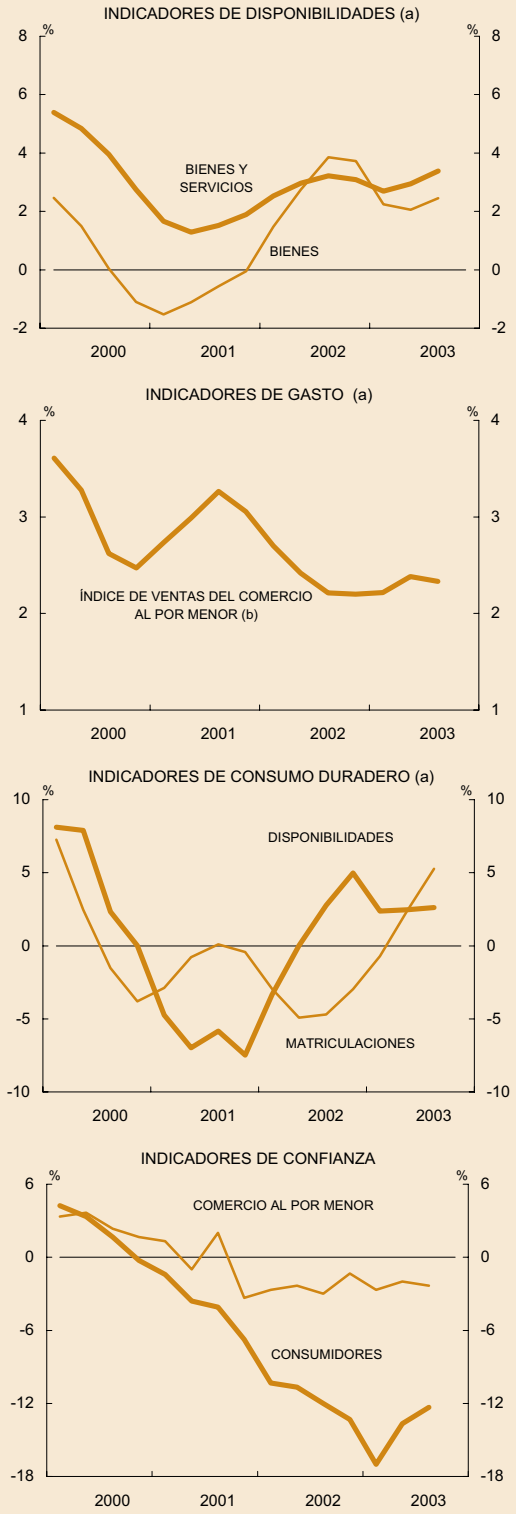
Principales agregados de la demanda
Tasas de variación interanual



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



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.

co 15, las disponibilidades de bienes y servicios han mantenido una tendencia ascendente a lo largo de los meses transcurridos del año, impulsada principalmente por el comportamiento expansivo de los servicios y del componente de bienes de consumo alimenticio, mientras que el componente de bienes no alimenticios ha tendido a moderar su ritmo de avance. Otros indicadores confirman este patrón: así, el perfil ascendente que mantenía desde el principio del segundo trimestre el índice de ventas del comercio al por menor, en términos reales, se interrumpió en agosto, dando lugar a una pauta de estabilidad muy próxima a la reflejada por el indicador de confianza del comercio minorista; este freno en la recuperación del índice de ventas ha tenido su origen en la desaceleración de las ventas de bienes no alimenticios. Las matriculaciones de automóviles, por su parte, han aumentado de forma notable en el tercer trimestre, consolidando la recuperación observada en los tres meses anteriores. Esta evolución contrasta con la del conjunto de bienes duraderos, cuyas disponibilidades han tendido a moderar su crecimiento, de forma acorde con las opiniones expresadas por los consumidores sobre la oportunidad de adquirir este tipo de bienes.

Los principales determinantes del consumo privado mantienen un tono favorable, en una situación caracterizada, como se observa en el panel inferior del gráfico 15, por un progresivo aumento de la confianza de los consumidores, tras el mínimo alcanzado en el inicio de 2003, sustentada por las mejores expectativas sobre la situación económica y la evolución del paro. Al crecimiento de la renta real disponible en 2003 está contribuyendo, por un lado, el comportamiento más moderado de los precios de consumo y, por otro, el continuado avance del empleo, el repunte de la remuneración por asalariado —apoyado en un aumento algo mayor de las tarifas salariales y en el pago de los atrasos derivados de las cláusulas de revisión salarial de 2002— y la reforma del IRPF, introducida al comienzo del año. No obstante, otros componentes de la renta están teniendo una contribución negativa, como los pagos por intereses. En conjunto, se estima que la renta disponible real sigue creciendo a tasas elevadas, similares a las observadas en 2002, y que las familias están destinando parte de este crecimiento a financiar un mayor avance del consumo, aunque también han seguido recomponiendo su tasa de ahorro, después de que esta alcanzara un mínimo en el año 2001. Por otra parte, la continua revalorización de los activos inmobiliarios, a la que se ha unido, en los trimestres más recientes, la recuperación de las cotizaciones bursátiles, permite que la riqueza neta de los

hogares vuelva a constituir un soporte adicional del consumo, en el marco de unas condiciones de financiación holgadas.

En el segundo trimestre de 2003, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un crecimiento del 3,6%, en tasa interanual, tres décimas menos que en el período precedente. Esta ligera desaceleración podría haberse prolongado en el tercer trimestre, en línea con la relativa contención del gasto de personal que se continúa observando en la ejecución presupuestaria.

La formación bruta de capital fijo registró un crecimiento interanual del 3,4%, en términos reales, en el segundo trimestre, tres décimas por encima del avance experimentado en los tres primeros meses del año, continuando la senda de recuperación iniciada en el verano de 2002. El dinamismo de la inversión se generalizó a todos sus componentes: los bienes de equipo pasaron a crecer a una tasa interanual del 3,1%, mientras que el gasto en construcción registró un avance del 3,8%, superando en cuatro décimas el registro del primer trimestre; la inversión en otros productos —que recoge, en su mayor parte, el gasto en servicios relacionados con la construcción— experimentó asimismo un repunte. Sin embargo, los indicadores coyunturales apuntan hacia una pausa en esta senda ascendente durante el tercer trimestre del año, que habría afectado en mayor medida a la inversión en bienes de equipo, como queda recogido en el gráfico 14.

La desaceleración de la inversión en equipo en tasa interanual deriva, en parte, de la fuerte recuperación que experimentó este agregado en el tercer trimestre de 2002, que no se ha repetido este año, aunque debe de estar reflejando también una mayor prudencia en la ejecución de los planes de inversión, en un contexto de recuperación todavía vacilante de la economía europea y de pérdida de ritmo de las exportaciones.

En cualquier caso, este perfil aparece reflejado en la mayor parte de la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). El índice de disponibilidades de bienes de equipo, calculado con información todavía incompleta para el tercer trimestre, ha experimentado una desaceleración —derivada principalmente del retroceso de la producción interior— y, en línea con esta evolución, tanto el indicador de confianza como la cartera de pedidos de la industria productora de estos bienes han registrado un retroceso en los meses de julio y agosto. Entre la información relativa a las condiciones más generales de demanda, aunque la utilización de la capacidad productiva en la industria experimentó un

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo

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

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

(b) Nivel, serie original.

(c) Medias móviles anuales.

avance importante en el tercer trimestre, superando en más de un punto porcentual su media histórica, el indicador de confianza industrial ha empeorado en septiembre, al haberse revisado a la baja las perspectivas de producción para los próximos doce meses, y haber empeorado la cartera de pedidos. Asimismo, los resultados cualitativos provenientes de otras encuestas han reflejado una cierta estabilización del proceso inversor, aunque las opiniones con mayor contenido prospectivo siguen reflejando expectativas de crecimiento.

La información procedente de la Central de Balances Trimestral (CTBE), correspondiente al primer semestre de 2003, muestra que, en ese período, la rentabilidad ordinaria de las empresas no financieras representadas en la muestra se ha estabilizado en niveles elevados, en tanto que se ha producido una ligera reducción del coste de la financiación ajena —acorde con las condiciones de financiación prevalecientes—, dando lugar a una ampliación del diferencial positivo entre las *ratios* de rentabilidad y de coste, en relación con el primer semestre de 2002. Esta ampliación, que se ha producido en un contexto de recuperación, caracterizado por el avance de la actividad y un cierto aumento del endeudamiento, ilustra la buena situación financiera con la que las empresas españolas afrontan la etapa de recuperación.

Tras mostrar una trayectoria de desaceleración más o menos acentuada desde el año 2001, la inversión en construcción ha tendido a estabilizar sus tasas de crecimiento interanual desde finales de 2002, evolución en la que cabe inscribir la ligera aceleración experimentada por este agregado en el segundo trimestre de 2003 y la también ligera desaceleración estimada para el tercer trimestre (véase grafico 14). Los indicadores de carácter más contemporáneo con la actividad constructora han registrado un debilitamiento en el tercer trimestre. Así, tras los notables retrocesos experimentados por la producción de algunos materiales empleados en la construcción y por el consumo aparente de cemento en el mes de agosto —que podrían ser, en parte, resultado de las restricciones de energía ocurridas durante la ola de calor—, este último indicador ha confirmado su desaceleración con el dato de septiembre. Por otra parte, los indicadores de empleo en el sector muestran una pérdida de dinamismo, en relación con el segundo trimestre, pese a los favorables registros del mes de septiembre (véase grafico 16).

Los indicadores de iniciaciones de obras han tenido, sin embargo, un comportamiento expansivo en el período transcurrido de 2003. En particular, la iniciación de viviendas, que había retornado a tasas de crecimiento positivas en el verano de 2002, ha experimentado un notable avance en la primera mitad del presente año, que está en consonancia con el aumento de la superficie de edificación residencial a construir que proporcionan las estadísticas de licencias y visados (con aumentos del 24,5%, hasta el mes de abril, en el primer caso, y del 22%, en el conjunto del primer semestre, en el segundo). Esta información lleva a proyectar un ritmo algo más elevado de crecimiento para la inversión residencial en los próximos trimestres, acorde con la evolución de la renta disponible de las familias, en un entorno en el que las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables.

Por otra parte, los datos sobre superficie de edificación no residencial a construir que proporcionan los indicadores adelantados apuntarían a lo sumo hacia una modesta recuperación de este tipo de obra, en relación con el año 2002, mientras que el valor de las obras licitadas por las AAPP acumula un incremento del 17% hasta el mes de mayo, debido al renovado dinamismo de la obra civil.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, en el segundo trimestre de 2003 la inversión en existencias detrajo una décima al crecimiento interanual del PIB. La información procedente de la Encuesta de Coyuntura Industrial, disponible hasta el mes de septiembre, refleja un aumento de los *stocks* de productos terminados, estimándose que la aportación de esta rúbrica al crecimiento del PIB pudo ser ligeramente positiva en el tercer trimestre del año.

Según los datos de la CNTR, en el segundo trimestre de 2003 la demanda exterior neta detrajo un punto porcentual al crecimiento real del PIB, en un contexto en el que los flujos reales de comercio exterior registraron una significativa aceleración, en tasa interanual, más intensa en el caso de las exportaciones de bienes y servicios (véase gráfico 17). Parte de este fuerte crecimiento fue debido al bajo nivel de las exportaciones y las importaciones en el período de comparación (el segundo trimestre de 2002), y parte reflejó una aceleración genuina, difícil de explicar en el caso de las exportaciones, puesto que el retraso en el despegue de la actividad mundial propició una desaceleración adicional del comercio mundial durante ese período, y los indicadores de competitividad contabilizaron nuevas pérdidas frente al conjunto de países desarrollados, debido a la fortaleza del euro y pese a la caída de los precios de exportación. La información aún incompleta correspondiente al tercer trimestre de 2003 apunta hacia una ligera ampliación del tono contractivo de la demanda exterior neta, acompañada de

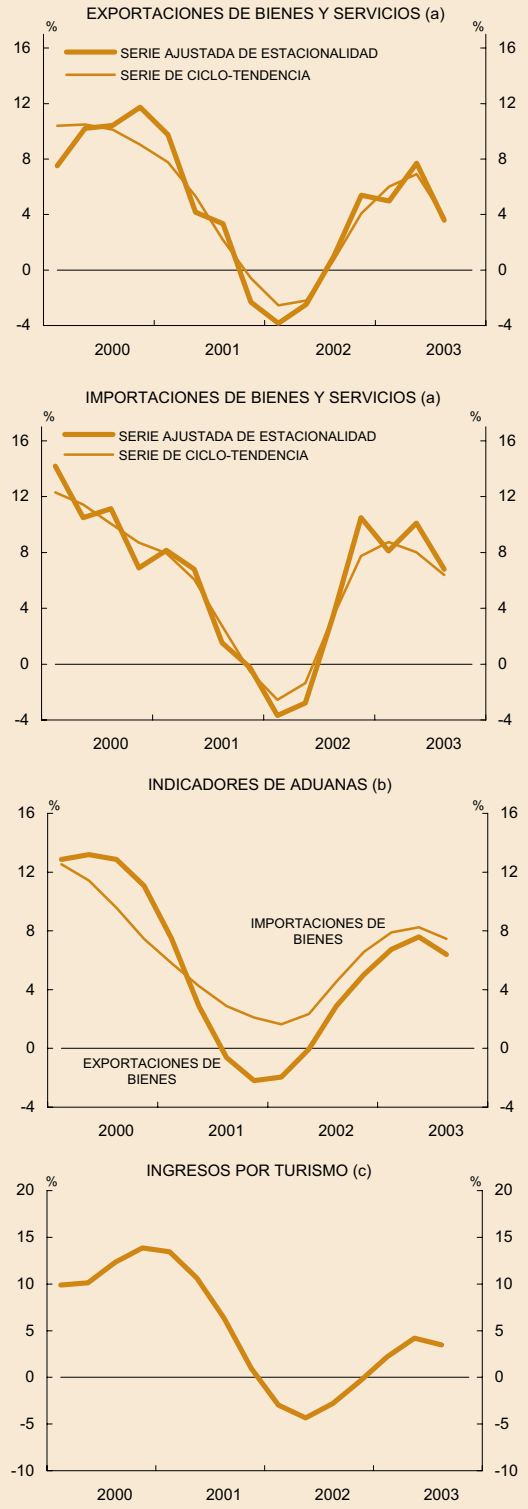
una considerable moderación en el crecimiento de los intercambios comerciales, en un contexto caracterizado por una menor incertidumbre acerca de la reactivación de la economía mundial. En cualquier caso, parte de la moderación de la tasa interanual vendría explicada, de nuevo, por un efecto base, derivado de la fuerte recuperación intertrimestral que experimentaron las exportaciones y las importaciones de bienes en el verano de 2002.

Según la CNTR, las exportaciones de bienes aceleraron su ritmo de avance interanual en el segundo trimestre de 2003 hasta el 10,1%, intensificando así la tónica de recuperación que iniciaron a mediados del ejercicio anterior. La información proporcionada por los datos de Aduanas correspondiente al mes de julio —en el que las exportaciones aumentaron un 3,4% real, en tasa interanual— apunta, sin embargo, hacia una moderación en el ritmo de avance de las ventas al exterior, más intensa en el caso de las ventas destinadas a la UE, pero también significativa en las dirigidas hacia los mercados extracomunitarios. Aunque esta información, correspondiente a un único mes, debe ser considerada con cautela, no solo es coherente con el efecto base mencionado anteriormente, sino también con la atonía que mantienen las economías de la zona del euro —nuestro principal mercado de exportación— y con la pérdida de competitividad frente al resto de mercados, que se deriva de la intensa apreciación del euro. En concreto, las ventas destinadas a los mercados comunitarios aumentaron un 1,5%, en términos reales, en julio, tras un avance del 10,6% en el segundo trimestre; la desaceleración se extendió a la totalidad de mercados, si bien las ventas a Alemania conservaron un tono elevado. Por su parte, las exportaciones extra-comunitarias avanzaron un 7,3% real en julio, 5 pp menos que entre abril y junio, destacando el comportamiento negativo (en términos nominales) de las ventas a América Latina, los países del Sudeste asiático y la OPEP. Por grupos de productos, cabe destacar que las exportaciones de bienes de equipo siguieron mostrando una notable fortaleza en julio, al igual que las ventas de automóviles.

La recuperación de las exportaciones reales de servicios en el segundo trimestre, estimada por la CNTR, refleja el tono ligeramente expansivo mostrado por el consumo de no residentes en ese período, en el que avanzó un 1,5%, en tasa interanual, tras haber retrocedido un 4% en el primer trimestre. Esa recuperación es coherente con la paulatina normalización del mercado turístico mundial, tras la finalización de la guerra en Irak y la desaparición del brote de neumonía asiática, aunque se produjo a pesar de que el crecimiento de los precios turísticos

GRÁFICO 17

Comercio exterior
Tasas de variación interanual



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.
(a) Datos de la CNTR a precios constantes.
(b) Series deflactadas de ciclo-tendencia.
(c) Serie nominal de ciclo-tendencia.

españoles, unido a la apreciación del euro, propició un deterioro adicional de la competitividad frente a nuestros principales clientes. Sin embargo, los indicadores de turismo, que reflejaron la mejora del segundo trimestre, han frenado esta tendencia durante los meses de verano: los viajeros extranjeros alojados en hoteles y el número de pernoctaciones efectuadas por ellos mantuvieron hasta agosto un perfil de mejoría, que se ha quebrado en septiembre, mes en el que las pernoctaciones retrocedieron un 1,8% interanual, y las estancias de extranjeros en *campings* y apartamentos turísticos también se han contraído. Cabe señalar asimismo la atonía del número de turistas entrados por fronteras, que en los ocho primeros meses del año han registrado una variación nula, en relación con idéntico período del año anterior, tras descender un 3% en el tercer trimestre. Por países emisores, el turismo británico ha registrado un importante repunte, mientras que el procedente de nuestros principales mercados, Alemania, Francia e Italia, ha retrocedido. En cuanto a los servicios no turísticos, en el segundo trimestre de 2003 registraron una tasa de crecimiento interanual del 3,2%, según la CNTR, próxima a la del trimestre precedente, en línea con la tendencia del indicador nominal de Balanza de Pagos.

En el segundo trimestre de 2003 las importaciones reales de bienes elevaron su ritmo de avance interanual en torno a tres puntos porcentuales, hasta el 11,3%, impulsadas por el vigor de las exportaciones y la recuperación de la inversión productiva privada, en un contexto de apreciación del euro. Para el tercer trimestre, los datos de Aduanas de julio apuntan, también en este caso, hacia un tono algo más moderado, aunque el incremento real sigue siendo elevado, del 7,2% (véase gráfico 17). La desaceleración de las importaciones refleja, principalmente, la contracción sufrida por las compras de bienes intermedios no energéticos (–0,7% en julio, frente al aumento del 7,8% del segundo trimestre), mientras que las de bienes de consumo y las de bienes de equipo continuaron creciendo a tasas elevadas (del 16,2% y del 18,1%, respectivamente). Por su parte, las compras de bienes intermedios energéticos, que disminuyeron entre enero y junio, acusando la fuerte escalada que experimentaron los precios del petróleo a principios del ejercicio, se recuperaron en julio, al aumentar un 13,3% interanual. Las importaciones de servicios avanzaron un 4,6% real, en el segundo trimestre de 2003, por debajo del crecimiento observado en los seis meses anteriores, debido a la desaceleración de los otros servicios. Para el tercer trimestre se estima una moderación importante de los pagos por turismo, a partir de las cifras de la Balanza de Pagos.

4.2. Producción y empleo

Como se señaló anteriormente, en el segundo trimestre de 2003 casi la totalidad de las ramas productivas mostraron una evolución más expansiva que en el primero, con la excepción de la industria (véase gráfico 18). En las actividades agrarias, el buen inicio del año hidrológico que ahora termina, aunque no tuvo continuidad en los trimestres sucesivos, proporcionó un impulso que ha permitido moderar notablemente el tono contractivo con el que finalizó el año 2002, y consolidar un cambio de tendencia a lo largo del primer semestre. Concretamente, en el segundo trimestre el VAB de las actividades primarias registró una variación interanual del –0,9%, frente al –2,2% de los tres primeros meses, mejora que se ha fundamentado en la expansión de la producción vegetal, la más sensible a las condiciones climatológicas. La información disponible para el tercer trimestre apunta hacia una continuidad en el proceso de recuperación del sector agrario, sobre la base de las previsiones relativas a las producciones del viñedo y del olivar. En cuanto a la producción animal, destaca el tono contractivo de la producción láctea, desde finales de 2002.

Aunque el valor añadido de las ramas de industria y energía registró un nuevo impulso en el segundo trimestre de 2003, aumentando su ritmo de crecimiento interanual en dos décimas, hasta el 2,5%, esta aceleración fue consecuencia, únicamente, de la recuperación experimentada por la industria energética, que de un crecimiento interanual del 0,6%, en los tres primeros meses del año, pasó a crecer un 2,2% en el segundo trimestre; el resto de las actividades industriales moderaron ligeramente su ritmo de avance, situando su tasa de crecimiento interanual en el 2,6%, una décima por debajo de la observada entre enero y marzo. La información relativa a los meses de verano mantiene esa misma tendencia: el índice de producción industrial (IPI) se desaceleró en julio y agosto, en una magnitud que se agudiza al descontar el efecto de la ola de calor sobre la producción de energía eléctrica, que creció un 10% en el último mes. Otros indicadores coyunturales, como el de entradas de pedidos en la industria, ofrecen un perfil similar al del IPI, en tanto que los indicadores de empleo ilustran la destrucción de puestos de trabajo en estas actividades. También el indicador de clima industrial se ha deteriorado en los meses de verano, debido, fundamentalmente, al empeoramiento en la valoración de la cartera de pedidos exterior, y cuando se analiza el IPI teniendo en cuenta el peso que tienen las exportaciones en el destino de los bienes industriales, se obtiene la misma conclusión sobre la importancia de las condiciones externas en su evolución. Por tanto,

cabe ligar la reciente debilidad de la actividad industrial a la situación de la economía internacional y, en especial, a la pérdida de competitividad exterior que ha acompañado a la apreciación del euro.

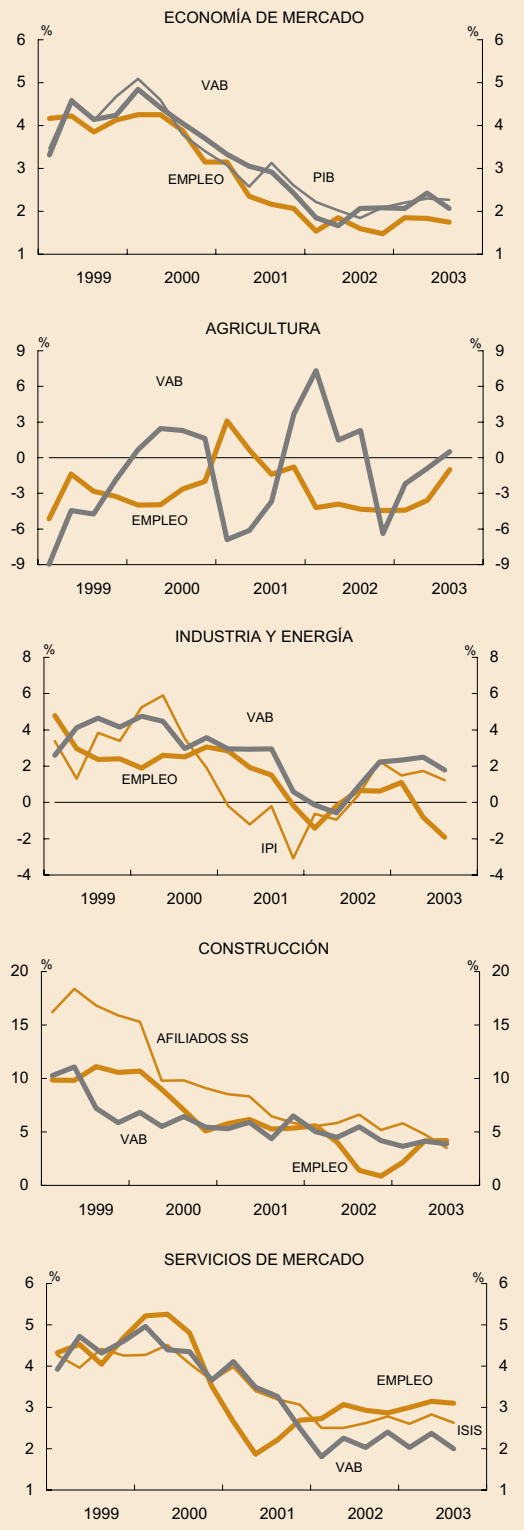
El valor añadido en la construcción registró un ligero avance en el segundo trimestre, prolongando el perfil algo errático de los trimestres anteriores, como se aprecia en el gráfico 18. En cualquier caso, su tasa de avance interanual, del 4,1%, continuó situando esta rama como la más dinámica. Según la información más reciente, ya comentada al analizar el gasto en construcción, aunque para el tercer trimestre se estima una modesta pérdida de pulso en esta actividad —tanto el empleo como los consumos intermedios experimentaron un debilitamiento en los meses de verano—, los indicadores más adelantados proyectan una mayor estabilidad para los trimestres siguientes.

El conjunto de las actividades terciarias registró un crecimiento interanual del 2,3% en el segundo trimestre, superando en tres décimas la tasa de avance de los primeros meses del año, aunque también en este caso se observa una evolución vacilante desde principios del pasado año, oscilando su tasa de variación entre el 2% y el 2,3% (véase gráfico 18). Dentro de este carácter vacilante, el valor añadido de los servicios de mercado creció un 2,4% en el segundo trimestre, mientras que el del conjunto de servicios no destinados al mercado daba unas señales más sólidas de aceleración, aunque con un dinamismo menor (2%).

En el tercer trimestre, los servicios de mercado habrían experimentado un ligero recorte en su ritmo de avance, acorde con la tendencia mostrada por los principales indicadores disponibles: tanto el indicador sintético integral de los servicios (ISIS) como los afiliados a la Seguridad Social han mostrado un menor dinamismo en ese período, en consonancia con el ligero retroceso reflejado por el indicador de confianza. Entre las actividades que constituyen esta rama, las relativas al comercio y reparación registraron un tono menos expansivo en el período de julio-agosto, como lo reflejan tanto el índice de ventas del comercio al por menor como las afiliaciones a la Seguridad Social. En hostelería, el comportamiento fue positivo, de acuerdo con la evolución de los viajeros alojados en hoteles y las pernoctaciones, que, impulsados por el turismo residente, registraron un notable dinamismo en el tercer trimestre, lo que permitió superar en más de un punto el nivel de ocupación alcanzado en el verano de 2002. Las actividades de transporte y comunicaciones han mantenido un ritmo de avance estable, según los afiliados, aunque las comunicaciones

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. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible

muestran una mayor debilidad, mientras que destaca el alza experimentada por el transporte aéreo. Por último, el agregado de actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales ha tendido a crecer menos que en el segundo trimestre del año, con algunas excepciones, como la de las actividades de informática e I+D, donde las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron tasas de variación positivas en julio y agosto, por primera vez en un año.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el empleo —medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa— se aceleró ligeramente en el segundo trimestre, al registrar un crecimiento interanual del 1,7%, frente al 1,6% de los primeros meses del año. La aceleración del empleo fue de magnitud similar a la del PIB, de forma que la productividad aparente mantuvo un crecimiento modesto, del 0,6% interanual. En la economía de mercado el crecimiento del empleo fue algo menor al del primer trimestre, pese a que el VAB se aceleró, dando lugar a una ganancia en la productividad aparente del trabajo del 0,6%, tras el reducido aumento experimentado en los primeros meses del año (0,2%). Los indicadores coyunturales del empleo mostraron ciertas discrepancias en su evolución durante el segundo trimestre: mientras que la Encuesta de Población Activa (EPA) reflejó una aceleración del empleo más intensa que la de la CNTR (del 2,3% al 2,6%), las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron ligeramente su ritmo de avance entre abril y junio, y el INEM anotó un recorte en el número de contratos firmados, en relación con el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre se estima que la tasa de crecimiento del empleo se habría mantenido estable, en el entorno del 1,7%; la información coyuntural para ese período sigue presentando algunas divergencias: mientras que el empleo de la EPA se aceleró adicionalmente (hasta el 2,8%), las afiliaciones continuaron moderando su crecimiento entre julio y septiembre; por su parte, tanto los contratos firmados como el paro registrado han experimentado una mejoría en el verano.

Como se observa en el gráfico 18, las estimaciones de la CNTR extendieron el tono ligeramente más dinámico del empleo en el segundo trimestre a todas las ramas de actividad, con la excepción de la industria y la energía, donde se produjo un retroceso que rompió la senda de recuperación iniciada a mediados de 2002. Dado que la actividad industrial registró un empuje algo superior al del primer trimestre, la productividad aparente del trabajo experimentó un avance elevado, que ha debido de prolongarse en el tercer trimestre, período en el que, según la EPA, el descenso del empleo industrial se ha intensificado. En la construcción, el empleo elevó su ritmo de crecimiento interanual en el segundo trimestre, dando lugar a un estancamiento de la productividad aparente; para el tercer trimestre cabe esperar un comportamiento similar, dado que el empleo tendió a estabilizar su ritmo de avance. Por su parte, el empleo en los servicios de mercado continuó mostrando un gran dinamismo entre abril y junio, registrando un crecimiento interanual del 3,1%, similar al observado en los primeros meses del año; se estima que a lo largo de los meses de verano el número de ocupados se habrá mantenido en esa senda de crecimiento estable; mientras tanto, en los servicios no destinados al mercado, la ocupación está experimentando aumentos muy acentuados. Por último, en la agricultura el proceso de destrucción neta de empleo se moderó significativamente en el segundo trimestre y, según la EPA, esta mejora se prolongó en los meses de verano, en consonancia con la recuperación de la actividad.

Según la CNTR, la ligera aceleración del empleo observada en el segundo trimestre se concentró en el colectivo de asalariados, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 2,3%, mientras que los trabajadores por cuenta propia estabilizaron su ritmo de descenso en el –1,3%, observado en el primer trimestre. Los datos de la EPA correspondientes al tercer trimestre apuntan un cambio en esa dinámica, pues señalan que la aceleración del empleo ocurrida en el verano fue consecuencia de un menor descenso en el colectivo de no asalariados, en tanto que los trabajadores por cuenta propia crecieron a una tasa similar a la del segundo trimestre. Dentro de este último colectivo se mantuvo la tendencia a la aceleración del empleo temporal, en línea con lo sucedido en el primer semestre de 2003, en tanto que el número de asalariados con contrato fijo intensificó la desaceleración que ya apuntaba en el trimestre anterior, si bien su ritmo de avance sigue siendo más elevado que el del empleo temporal. En consecuencia, la *ratio* de temporalidad se situó en el 30,7%, una décima más elevada que en el segundo trimestre, pero todavía tres décimas por debajo de la del tercer trimestre de 2002. Cabe señalar que los datos de contratos del INEM continúan mostrando una caída en el número de contratos indefinidos firmados, a la que se ha sumado un avance de los temporales en el tercer trimestre. En cuanto a la duración de la jornada, el empleo a tiempo parcial se desaceleró significativamente en el tercer trimestre, si bien su tasa de variación interanual, 3%, fue algo más elevada que la del colectivo a jornada completa (2,8%).

La población activa conservó el notable dinamismo que la viene caracterizando, aunque

su ritmo de avance interanual (2,5%) fue inferior al del período precedente (2,7%). Este aumento de la fuerza laboral estuvo explicado por la evolución de la tasa de actividad, que se elevó hasta el 55,3%, un punto por encima de la registrada un año antes, ya que la población en edad de trabajar continuó creciendo a tasas más moderadas (0,7%). En este período el aumento de la ocupación fue superior al de la población activa, lo que provocó que el incremento del número de desempleados se desacelerara hasta alcanzar el 0,4%, situándose la tasa de paro en 11,2%, dos décimas menos que en el tercer trimestre de 2002. En relación con el trimestre anterior, la tasa de desempleo fue 0,1 puntos porcentuales superior. La tasa de paro femenina, que continuó siendo muy superior a la de los hombres, experimentó un recorte de ocho décimas respecto a la del mismo período del año anterior, mientras que la de los hombres continuó aumentando, aunque de forma más moderada que en los trimestres anteriores. Por último, cabe señalar que el perfil de desempleo en la EPA es compatible con la evolución de los parados inscritos en el INEM, cuya tasa de variación interanual se redujo hasta el 1,3% en los meses de verano.

4.3. Costes y precios

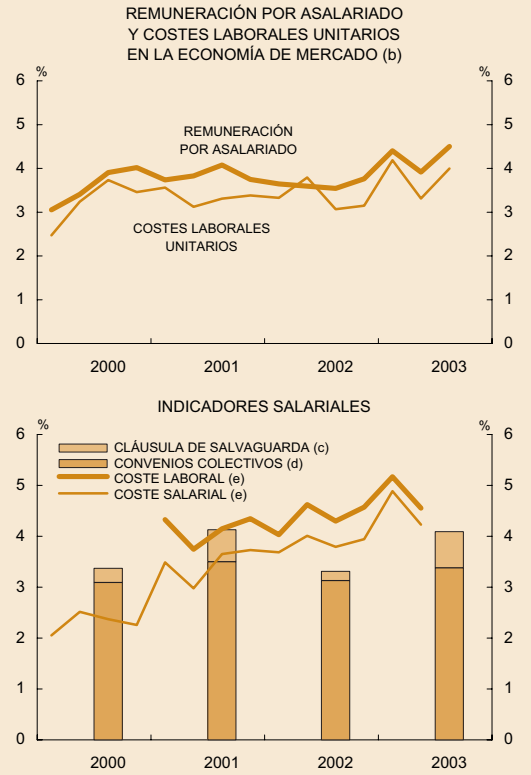
De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido redujo su tasa de crecimiento significativamente en el segundo trimestre, tanto en el conjunto de la economía como, en mayor medida, en la economía de mercado, hasta tasas del 3% y el 3,3%, respectivamente (véase grafico 19). Esta evolución fue consecuencia de un recorte de medio punto porcentual en el ritmo de avance de la remuneración por asalariado, que aumentó un 3,7% en el conjunto de la economía y un 3,9% en el caso de la economía de mercado, y del ligero repunte de la productividad en la economía de mercado. Se estima que la desaceleración de las remuneraciones no tuvo continuidad en el tercer trimestre, período en el que podría haberse producido un cierto repunte.

El índice de costes laborales (ICL), principal indicador de la remuneración por asalariado en las actividades de mercado, situó el aumento interanual de los costes laborales por trabajador y mes, en el segundo trimestre, en el 4,6%, seis décimas por debajo del registro del primer trimestre (véase gráfico 19). Tanto el coste salarial como el no salarial experimentaron un menor crecimiento: el primero redujo su tasa de variación en siete décimas, lo que puede venir explicado, en cierta medida, por el cobro en el primer trimestre del año de una parte significativa de los atrasos vinculados a la activación de las cláusulas de salvaguarda incorporadas en los convenios firmados en 2002; en cambio, el coste salarial ordinario creció un 3,2%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Por su parte, los costes no salariales mantuvieron un crecimiento elevado (5,5%), aunque medio punto inferior al observado en el primer trimestre. Por ramas de actividad, la desaceleración del coste laboral por trabajador y mes se concentró exclusivamente en los servicios, donde creció un punto porcentual menos que en el primer trimestre (un 4% interanual), mientras que en la industria y en la construcción se aceleró hasta tasas del 5,5% y del 6,3%, respectivamente.

Según la información de los convenios colectivos registrados hasta el pasado 30 de septiembre, el incremento de las tarifas salariales se mantuvo en el 3,5%, superando en cuatro décimas el aumento observado en 2002, antes

GRÁFICO 19

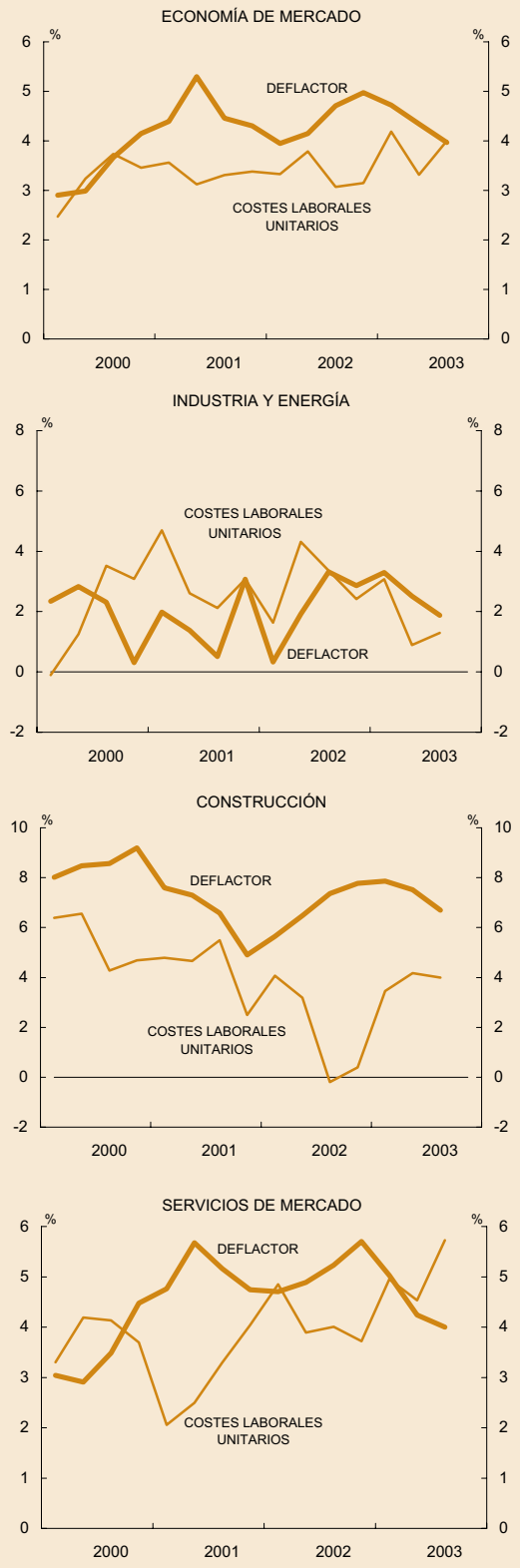
Evolución de los salarios y costes laborales (a)



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) Cláusula de salvaguarda del año anterior.
(d) Incremento acumulado.
(e) Por trabajador y mes.

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

de incluir las cláusulas de salvaguarda. Los convenios afectan ya a casi 7 millones de trabajadores, y el 74% de ellos corresponde a convenios revisados. En estos últimos, el incremento pactado se sitúa en el 3,4%, mientras que en los de nueva firma en el 3,6%. La negociación de 2003 se encuentra ya muy avanzada, observándose un mayor volumen de convenios nuevos, en relación con el año pasado. Se estima que el efecto de la activación de las cláusulas de salvaguarda salarial en 2002 se ha situado en 0,7 pp, elevando el crecimiento medio de las tarifas salariales en ese año hasta el 3,8%. En 2003, el porcentaje de convenios que incorporan cláusulas de salvaguarda será similar al del año anterior, afectando en torno al 80% de los trabajadores sometidos a convenio; no obstante, dada la evolución más favorable de la inflación, su impacto será más reducido que en el pasado año.

La desaceleración de los costes laborales unitarios en el segundo trimestre no se trasladó plenamente a los deflactores del valor añadido; en concreto, el deflactor del valor añadido en la economía de mercado registró un avance interanual del 4,3%, cuatro décimas menos que en el primer trimestre (véase grafico 20). Por ramas de actividad, se han observado comportamientos diferentes. En la industria y energía, el deflactor del valor añadido se desaceleró sustancialmente, reflejando parcialmente la importante moderación experimentada por los costes laborales unitarios, que revistió una intensidad mayor en la rama energética; el margen unitario en el conjunto de estas actividades tendió a ampliarse en el segundo trimestre, consolidando el perfil de recuperación iniciado en la segunda mitad del pasado año, tras el período de compresión observado en 2001 y la primera mitad de 2002. En la construcción, la modesta desaceleración estimada para el deflactor del valor añadido en el segundo trimestre de 2003, en un contexto de encarecimiento de los costes laborales, refleja un menor crecimiento del excedente unitario, compatible con una continuada ampliación de márgenes. Por último, en los servicios de mercado el deflactor se desaceleró, hasta el 4,2% en tasa interanual, reflejando un recorte relativamente modesto en el crecimiento del coste laboral y una cierta compresión del margen unitario.

Siguiendo el perfil marcado por el deflactor del valor añadido, el deflactor del PIB recortó en cinco décimas su ritmo de variación en el segundo trimestre, hasta el 4%; el deflactor de la demanda final experimentó una desaceleración similar, hasta el 2,7%: el nuevo descenso de los precios de importación (–0,9% en tasa interanual) posibilitó que el deflactor de la demanda siguiera creciendo por debajo del deflac-

tor del PIB. Así, entre abril y junio los precios de las importaciones energéticas continuaron disminuyendo, debido al acusado recorte de los precios del petróleo en los mercados internacionales (en el contexto de normalización que supuso el fin de la guerra de Irak) y a la apreciación del euro. Sin embargo, los precios de importación de otros bienes frenaron su ritmo de descenso.

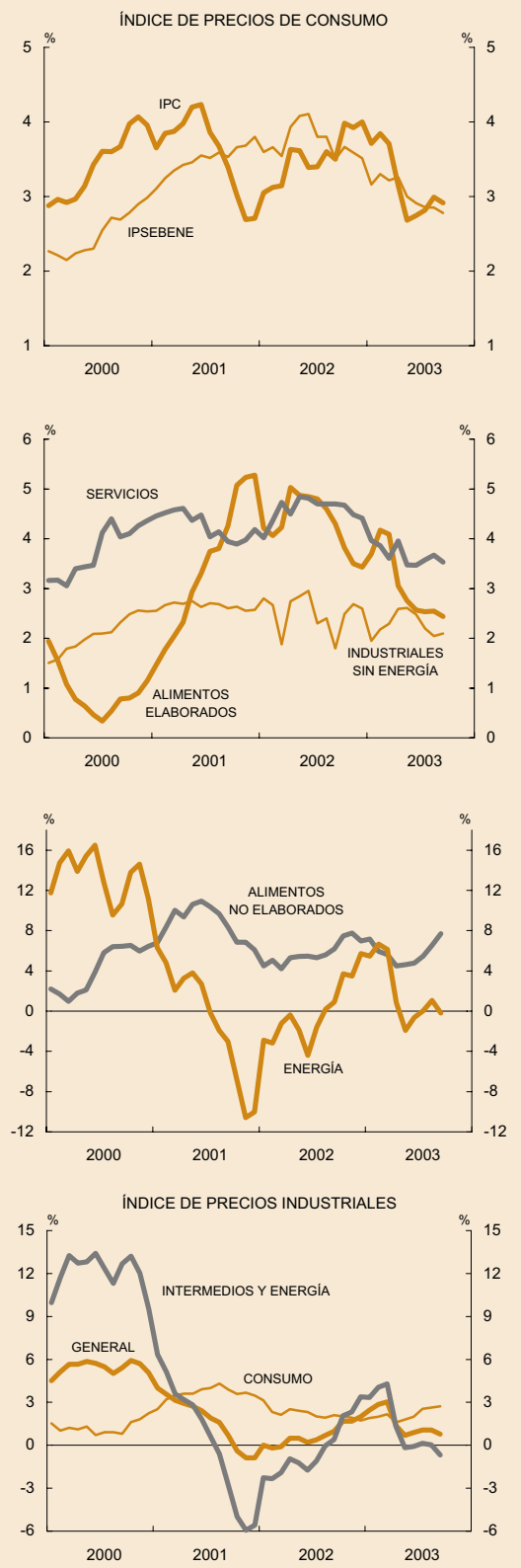
El IPC, principal indicador de precios finales, creció un 2,9% interanual en el período de abril-junio, significativamente por debajo del 3,8% registrado en los tres primeros meses del año. En el tercer trimestre, sin embargo, el IPC ha estabilizado su tasa de crecimiento en el 2,9%, como consecuencia de la aceleración experimentada por sus componentes más volátiles, que ha compensado la desaceleración de los restantes componentes; de esta forma, el IPSEBENE, que aglutina los elementos más estables del IPC, se desaceleró en tres décimas, situando su crecimiento medio en el tercer trimestre en el 2,8% (véase gráfico 21).

Entre los componentes del IPC, el energético reflejó el repunte en el precio del petróleo que tuvo lugar en los meses de verano: pese a la moderación observada en el mes de septiembre, el precio medio del barril de petróleo se ha encarecido en dos dólares entre el segundo y el tercer trimestre. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron significativamente durante el pasado verano, pasando a crecer un 6,6% interanual, frente al 4,6% del trimestre anterior, evolución explicable, en parte, por los efectos que tuvo la intensa ola de calor sobre los precios de algunos alimentos frescos. Entre los restantes componentes del IPC, cabe destacar la estabilidad en el crecimiento de los precios de los servicios en el 3,6%, la moderación experimentada por los precios de los alimentos elaborados, que registraron un avance del 2,5%, tres décimas inferior al del segundo trimestre, y la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos, que redujeron su crecimiento medio hasta el 2,1%.

La tasa de inflación española, medida por el IAPC, se incrementó en una décima durante el tercer trimestre (hasta el 3%, tasa muy próxima a la del IPC); este comportamiento fue similar al registrado por el IAPC en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación se ha mantenido en un punto porcentual (véase gráfico 22). Por componentes, el diferencial de crecimiento de los precios de los servicios ha aumentado en el tercer trimestre del año, al haberse desacelerado este componente en la UEM, mientras que la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéti-

GRÁFICO 21

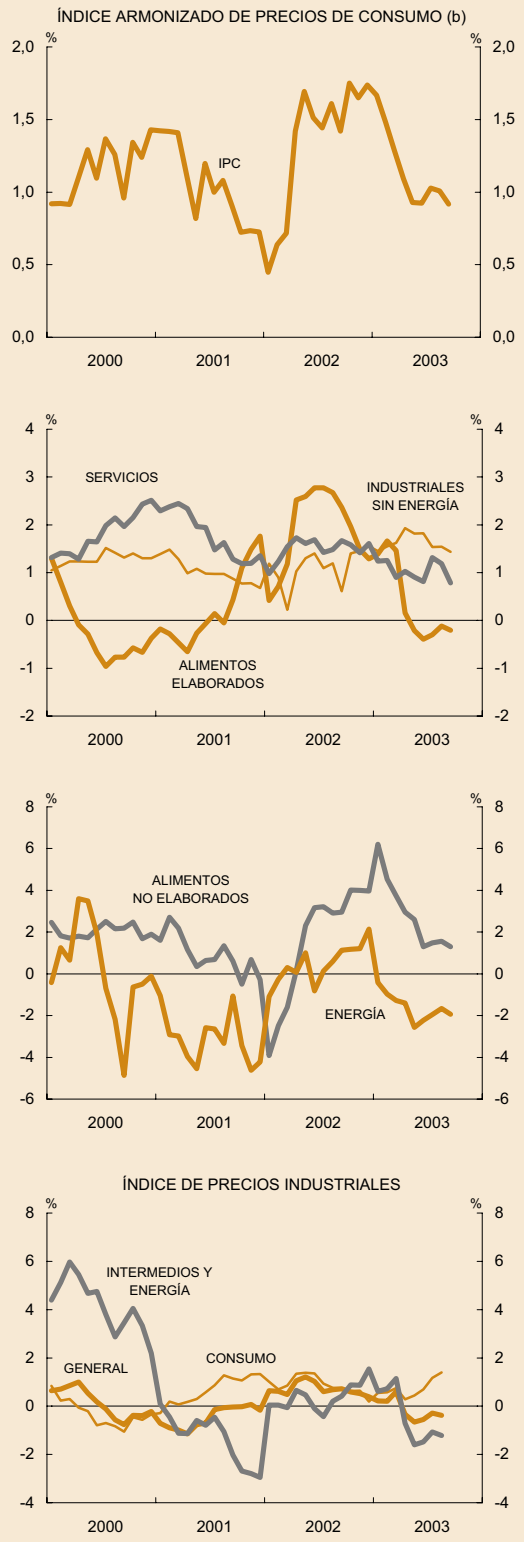
Indicadores de precios (a)
España



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

GRÁFICO 22

Indicadores de precios
Diferenciales con la UEM (a)



Fuentes: Eurostat y Banco de España.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.
(b) Hasta diciembre de 2001, las series corresponden a las publicadas en esa fecha.

cos ha sido de mayor intensidad en España y la aceleración de los alimentos no elaborados menor, de tal forma que el diferencial en ambos casos se ha estrechado. Por su parte, tanto en el caso de los precios energéticos como de los alimentos elaborados el diferencial se ha mantenido prácticamente estable, cercano a cero en el segundo caso y favorable a España en el primero.

El índice de precios industriales (IPRI) ha mantenido prácticamente estable su ritmo de crecimiento, en torno al 1%, en los meses más recientes; de hecho, en septiembre registró un aumento interanual del 0,8%. Dentro de esta estabilidad agregada, se ha producido una aceleración continua de los precios de producción de los bienes de consumo, cuya tasa de crecimiento interanual en septiembre alcanzó el 2,7%, arrastrados por los precios alimenticios; un avance estable de los precios de los bienes de equipo; un comportamiento más moderado en los precios de los bienes intermedios; y, por último, una cierta aceleración de los precios de producción de la energía, que ha revertido en el último mes. En la zona del euro la evolución agregada ha sido bastante similar a la observada en España, situándose el crecimiento interanual del índice general en el mes de agosto —último dato disponible— en un 1,4%. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores han moderado su ritmo de avance hasta el mes de julio, tras la aceleración registrada en el segundo trimestre, y los precios hoteleros han aumentado un 1,6% interanual en el tercer trimestre, recortando en más de un punto porcentual la cifra del trimestre anterior.

4.4. La actuación del Estado

A finales del pasado mes de septiembre se presentó al Congreso el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2004, que, siguiendo las directrices de la Ley de Estabilidad Presupuestaria, se encuadra en un objetivo de estabilidad presupuestaria plurianual para el conjunto del sector público y de cada uno de los grupos de agentes que lo integran para el período 2004-2006. En este contexto, el Proyecto de Presupuestos estima que el saldo de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas, en términos de Contabilidad Nacional, se mantendrá equilibrado en el 2004 y obtendrá superávit en los dos años siguientes. Estos presupuestos incorporarán plenamente el nuevo sistema de financiación de las corporaciones locales, que aumentarán sus recursos propios y, paralelamente, reducirán su dependencia de las trasferencias del Estado. En cuanto al año 2003, el Proyecto mantiene la previsión de equilibrio presupuesta-

RECUADRO 3

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.259 millones de euros hasta julio de 2003, superior en un 21,8% al registrado en el mismo período del año precedente, en contraste con el ligero crecimiento del superávit previsto en el presupuesto inicial de 2003 y mejorando el resultado hasta abril (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 no financieros experimentaron una aceleración en los últimos meses, alcanzando un ligero crecimiento respecto a los siete primeros meses de 2002, frente a la reducción observada hasta abril así como a la prevista en el presupuesto. Por su parte, los pagos siguieron atenuando su ritmo de caída y registrando una reducción inferior a la recogida en el presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales, aunque moderaron algo su ritmo de crecimiento durante los últimos meses, aumentaron un 8,5% hasta julio, lo que supone un incremento 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 3,1% hasta septiembre de 2003, frente al 3% en el conjunto del año 2002.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas mantuvo hasta julio un ritmo de crecimiento del 6,9%, ligeramente superior al presupuestado para el conjunto del año y al experimentado en 2002. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 1% hasta julio, ligeramente por encima de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 8,4% hasta junio, frente al 13,5% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 12,9% en el primer semestre, en contraste con el 0,4% de crecimiento previsto.

Por otra parte, el gasto del INEM destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,1% hasta septiembre 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% hasta agosto, frente al 7,4% en el conjunto de 2002) como por el ligero descenso de la tasa de cobertura, que se situó en el 71,3% hasta junio, frente al 71,6% con que terminó el año 2002. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 1,9% hasta junio, 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	Liquidación ENE-JUL		
	2002 (c)	2003	% variación	% variación	2002	2003	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	**83.282**	**77.100**	**-7,4**	**-1,7**	**46.768**	**47.468**	**1,5**
Cotizaciones sociales (d)	67.852	72.174	6,4	9,3	40.874	44.345	8,5
Transferencias corrientes	14.389	4.294	-70,2	-62,3	5.551	2.697	-51,4
Otros (e)	1.042	632	-39,4	-6,7	343	425	24,0
2. Pagos no financieros	**79.411**	**73.191**	**-7,8**	**-3,8**	**41.630**	**41.209**	**-1,0**
Personal	6.683	1.785	-73,3	-65,0	2.433	1.009	-58,5
Gastos en bienes y servicios	4.214	1.390	-67,0	-53,1	1.355	732	-45,9
Transferencias corrientes	67.615	69.568	2,9	3,4	37.683	39.309	4,3
Prestaciones	67.615	69.568	2,9	3,4	37.683	39.308	4,3
Pensiones contributivas	*56.231*	*60.024*	*6,7*	*6,8*	*31.736*	*33.931*	*6,9*
Incapacidad temporal	*4.027*	*4.623*	*14,8*	*15,1*	*2.475*	*2.681*	*8,3*
Resto	*7.358*	*4.922*	*-33,1*	*-29,8*	*3.472*	*2.697*	*-22,3*
Resto transferencias corrientes	0	0	-30,7	—	0	1	...
Otros (f)	899	446	-50,3	-48,0	158	158	-0,2
3. Saldo no financiero	**3.871**	**3.909**	**1,0**	**5,9**	**5.139**	**6.259**	**21,8**

Fuentes : Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.
(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social para el año 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.

rio para el cierre de la cuenta del sector de las Administraciones Públicas. Por agentes, el Estado registrará un déficit de cinco décimas porcentuales del PIB, que será compensado con un superávit de la Seguridad Social de igual cuantía, mientras que las Administraciones territoriales se mantendrán en equilibrio, igualando, en todos los casos, los objetivos que se establecieron en la última Actualización del Programa de Estabilidad.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado también incorpora el Avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado, en términos de caja, para el año 2003, información que se presenta en el cuadro 3. Según el Avance, el Estado ingresará un 2,6% más de lo presupuestado inicialmente, mientras que gastará un 0,8% menos, por lo que el déficit de caja quedará en el 0,7% del PIB, notablemente inferior al presupuestado inicialmente (1,2% del PIB). Hay que señalar que las mayores desviaciones en los ingresos proceden de la recaudación impositiva, en tanto que la contención de los gastos se debe, por una parte, a una utilización solo parcial del Fondo de Contingencia y, por otra parte, a unos menores pagos de capital. En comparación con las cifras de ejecución presupuestaria hasta septiembre, que se comentan más adelante, el Avance de liquidación supone una ralentización de los ingresos en estos últimos meses y, por el contrario, una cierta aceleración de los pagos.

De acuerdo con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta septiembre un superávit acumulado de 256 millones de euros en el saldo de sus operaciones no financieras, algo menor al superávit de 376 millones del mismo período del año 2002 (véase el cuadro 3). Los ingresos se desaceleraron, mostrando una tasa de crecimiento del 1,4%, frente al 2,2% observado en el primer semestre, mientras que los gastos, por el contrario, se aceleraron ligeramente en el tercer trimestre, hasta registrar un crecimiento del 1,6%. En ambos casos, las tasas de crecimiento observadas hasta septiembre están en línea con la previsión para el conjunto del año ofrecida por el Avance de liquidación que acompaña al Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, que adelanta un déficit del Estado para el año 2003 de 3.630 millones de euros (0,5% del PIB).

Por su parte, en términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre de 2003 se saldó con un déficit de 6.424 millones de euros, frente al déficit de 6.607 millones registrado durante el mismo período del año anterior. Esto representa una reducción de tan solo un 2,8%, frente a una caída del 18,8% observada en el primer semestre, debido a la menor aceleración de los ingresos con respecto a la de los pagos en los meses de verano. Los ingresos registraron un aumento del 1,6%, frente al 0,7% de incremento hasta junio, en tanto que los pagos crecieron un 1,2%, frente a la caída del 2,2% hasta junio.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común, información, esta última, que no se recoge en el cuadro 3. Las cifras de recaudación total indican que los impuestos directos se desaceleraron apreciablemente en el tercer trimestre, al contrario que los impuestos indirectos y los otros ingresos. El IRPF aumentó un 7,4% hasta septiembre, frente al 10,5% de crecimiento registrado en el primer semestre. Dejando de lado ciertos efectos de calendario, la desaceleración responde, principalmente, a la rebaja de las retenciones debida a la reforma del IRPF. En este sentido, el Avance de liquidación prevé que la recaudación por IRPF (incluidas las CCAA) se desacelere adicionalmente en la última parte del año, para cerrarlo con un crecimiento del 5,3%. El impuesto sobre sociedades, por el contrario, se ha acelerado en estos meses, tras el ingreso de la cuota diferencial, aunque sigue registrando tasas de variación negativas. No obstante, el Avance de liquidación prevé un crecimiento del 3,4% para estos ingresos, lo que implica una notable aceleración en los últimos meses del año. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA creció en términos homogéneos un 9,6% hasta septiembre, sin apenas cambios con respecto a junio, mientras que los impuestos especiales se aceleraron ligeramente hasta registrar un crecimiento del 5,0%, frente al 4,3% de los primeros seis meses. El Avance de liquidación prevé una suave desaceleración en el caso del IVA (hasta el 7,7% al final del año), en tanto que los impuestos especiales evolucionarán de modo semejante a como lo han hecho hasta septiembre. Los otros ingresos aumentaron ligeramente hasta septiembre (un 0,6%), frente a la caída del 3,6% registrada en el trimestre anterior, debido al aumento en el ritmo de recepción de transferencias de capital. Para el conjunto del año, el Avance de liquidación prevé una sustancial caída (del 12,2% en este agregado), que se sustenta, sobre todo, en una fuerte desaceleración del capítulo de tasas.

Por el lado del gasto, se observa en el transcurso del tercer trimestre una aceleración en casi todos los capítulos, con excepción de los gastos de funcionamiento (personal y compras). Hay que resaltar, no obstante, el fuerte ritmo de crecimiento que siguió registrando el capítulo

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de euros y %

	Liquidación 2002	Variación porcentual 2002/2001	Avance de liquidación 2003	Variación porcentual 2003/2002	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2003/2002	Liquidación 2002 ENE-SEP	Liquidación 2003 ENE-SEP	Liquidación Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	**108.456**	**-13,4**	**108.437**	**0,0**	**0,7**	**75.358**	**76.532**	**1,6**
Impuestos directos	55.531	-0,3	57.082	2,8	7,3	36.267	37.525	3,5
IRPF	*32.268*	*-11,5*	*33.079*	*2,5*	*11,8*	*21.900*	*23.532*	*7,4*
Sociedades	*21.420*	*24,4*	*22.151*	*3,4*	*-4,0*	*12.974*	*12.722*	*-1,9*
Otros (a)	*1.843*	*-8,4*	*1.852*	*0,5*	*-12,1*	*1.393*	*1.271*	*-8,7*
Impuestos indirectos	38.026	-28,5	38.269	0,6	-3,8	29.412	29.269	-0,5
IVA	*25.720*	*-25,8*	*26.296*	*2,2*	*-1,7*	*20.069*	*20.406*	*1,7*
Especiales	*10.347*	*-37,7*	*9.819*	*-5,1*	*-12,4*	*7.874*	*7.266*	*-7,7*
Otros (b)	*1.959*	*4,7*	*2.154*	*9,9*	*8,1*	*1.469*	*1.597*	*8,7*
Otros ingresos	14.898	-8,8	13.086	-12,2	-3,6	9.679	9.738	0,6
2. Pagos no financieros	**111.082**	**-13,3**	**113.647**	**2,3**	**-2,2**	**81.964**	**82.955**	**1,2**
Personal	17.554	4,3	18.536	5,6	5,7	12.650	13.334	5,4
Compras	2.843	11,3	3.123	9,9	12,2	1.799	1.966	9,3
Intereses	18.863	3,3	19.990	6,0	-7,7	16.018	16.203	1,2
Transferencias corrientes	58.324	-24,4	58.246	-0,1	-4,7	42.838	42.162	-1,6
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.043	9,0	7.227	2,6	6,8	4.493	4.966	10,5
Transferencias de capital	6.455	-5,3	6.525	1,1	2,7	4.166	4.324	3,8
3. Saldo de caja (3=1-2)	**-2.626**	**...**	**-5.210**	**...**	**...**	**-6.607**	**-6.424**	**...**
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	108.387	-12,5	109.770	1,3	2,2	76.442	77.539	1,4
Pagos no financieros	111.807	-12,4	113.390	1,4	0,7	76.066	77.283	1,6
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	**-3.420**	**...**	**-3.620**	**...**	**...**	**376**	**256**	**...**

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) Las cifras son conformes con el criterio del Protocolo sobre Déficit Excesivo.

de las compras, con un aumento del 9,3% hasta septiembre, mientras que los gastos de personal evolucionaron de forma estable en torno al 5,5%, al igual que lo habían venido haciendo durante todo el año. Los pagos por intereses, por su parte, cuyo perfil viene determinado por el calendario de vencimientos de la deuda pública, se aceleraron notablemente en el tercer trimestre (hasta un crecimiento del 1,2%, frente a la caída del 7,7% de junio). En cuanto a las transferencias corrientes, influidas todavía por el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, se redujeron un 1,6%, atenuando su caída frente al trimestre anterior. Por lo que respecta a los pagos de capital, se aceleraron en este trimestre, especialmente en el caso de las inversiones reales, que aumentaron un 10,5%, frente al 6,8% del primer semestre. Según el Avance de liquidación, la aceleración esperada en los gastos para la parte final del año se debe, principalmente, a los capítulos de intereses y de transferencias corrientes, dado que se espera una cierta estabilización en las tasas de crecimiento de los gastos de funcionamiento y una notable desaceleración en los pagos de capital.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENERO-JULIO	
	2002	2003
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	**136.846**	**144.660**
Mercancías	77.725	83.107
Servicios	37.303	38.974
Turismo	*19.815*	*20.600*
Otros servicios	*17.488*	*18.375*
Rentas	12.368	12.862
Transferencias corrientes	9.449	9.717
Cuenta de capital	**4.897**	**5.012**
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	**144.013**	**156.340**
Mercancías	94.713	103.060
Servicios	22.771	23.725
Turismo	*3.856*	*3.898*
Otros servicios	*18.915*	*19.827*
Rentas	19.223	20.831
Transferencias corrientes	7.306	8.725
Cuenta de capital	**634**	**618**
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	**-7.167**	**-11.680**
Mercancías	-16.988	-19.953
Servicios	14.532	15.250
Turismo	*15.959*	*16.702*
Otros servicios	*-1.427*	*-1.452*
Rentas	-6.855	-7.969
Transferencias corrientes	2.143	992
Cuenta de capital	**4.263**	**4.394**

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

4.5. La Balanza de Pagos y la cuenta de capital en la economía

En el período de enero-julio de 2003 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 7.286 millones de euros, lo que supone un aumento de 4.383 millones en relación con el saldo negativo observado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica por el aumento del déficit por cuenta corriente, que se amplió en 4.513 millones de euros, hasta situarse en 11.680 millones de euros; el superávit de capital mejoró ligeramente en este período, situándose en 4.394 millones de euros. Por partidas de la cuenta corriente, cabe mencionar el notable incremento del déficit de mercancías y, en menor medida, del déficit de rentas, así como el menor superávit por transferencias corrientes; sin embargo, el saldo positivo de servicios mejoró, gracias a la favorable evolución del superávit turístico.

En el conjunto de los siete primeros meses de 2003, el déficit de la balanza comercial registró un aumento de 2.965 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 17,5%. El vigor que han reflejado los flujos reales de importaciones en el conjunto del período, superior al de las exportaciones, a pesar del fuerte impulso que estas últimas adquirieron durante el segundo trimestre, unido al abultado aumento de la factura energética en los primeros meses del año, propició esta notable ampliación.

En cuanto a la balanza de servicios, en el período de enero-julio su saldo positivo ascendió a 15.250 millones de euros, 717 millones por encima del contabilizado en iguales fechas del año anterior: esta mejora del 4,9%, en tasa interanual, se basa en el incremento del 4,7% experimentado por el superávit turístico, mientras que el déficit de servicios no turísticos creció solo ligeramente (1,8%). Los ingresos turísticos intensificaron en este período la tónica positiva iniciada en el trimestre final de 2002, con un avance interanual del 4%, en línea con el comportamiento de los indicadores reales hasta esa fecha. Por su parte, los pagos turísticos apenas crecieron un 1,1% en dicho período, acentuando la moderación que registraron en el último trimestre de 2003, acorde con la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, que ha venido produciéndose.

El déficit de la balanza de rentas aumentó en 1.114 millones de euros en el período de enero-julio de 2003, en relación con el observado en idénticas fechas del ejercicio anterior, situando su déficit en 7.969 millones de euros. Los ingresos se incrementaron un 4%, impulsados por el dinamismo de los correspondientes al sector privado no financiero, mientras que el descenso observado en el resto de sectores refleja el recorte en los beneficios de las inversiones en el exterior, así como la reducción de los flujos de inversión directa que se viene produciendo desde el ejercicio anterior, y que es, en parte, consecuencia de las crisis sociales y políticas que atraviesan algunos países latinoamericanos. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo más elevado, el 8,4%, reflejando también en este caso el notable incremento experimentado por los pagos realizados por el sector privado no financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 992 millones de euros en el conjunto de los siete primeros meses del año, lo que supone una notable disminución, del orden de 1.151 millones de euros, en relación con el nivel observado en igual período de 2002. Los ingresos aumentaron un 2,8%, fruto del incremento en los flujos destinados al sector privado procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, mientras que descendieron notablemente los destinados al Fondo Social Europeo; los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo muy elevado, 19,4%, como consecuencia, fundamentalmente, del notable incremento de los pagos destinados a la UE, especialmente en concepto de Recurso PNB; destacó, una vez mas, el fuerte avance que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 4.394 millones de euros en el período de enero-julio de 2003, lo que supone un aumento de 130 millones de euros, en relación con el registrado en el mismo período del año anterior. Esta mejora, que en tasas interanuales se cifró en un incremento del 3,1%, obedece a la expansión de la mayoría de los fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al FEDER y, en menor medida, al FEOGA-Orientación, mientras que descendieron los correspondientes al Fondo de Cohesión.

5. Evolución financiera

5.1. Rasgos más destacados

Durante el tercer trimestre de 2003 la situación financiera del sector privado estuvo enmarcada en un entorno en el que los tipos de interés se mantuvieron en niveles reducidos, a pesar de que al final de dicho período se observó cierto repunte en los plazos más largos del mercado monetario y en las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de deuda pública. De este modo, la rentabilidad de la deuda del Tesoro español a diez años se situaba a finales de septiembre en el 4,08%, casi 50 pb por encima de los niveles del final del segundo trimestre. Los costes de financiación bancaria de empresas y familias continuaron en niveles históricamente bajos y las primas de riesgo crediticio de las empresas españolas negociadas en los mercados de derivados de crédito mantuvieron los registros moderados alcanzados en junio y, en algunos casos, mostraron incluso ligeros descensos, lo que limitó el impacto del aumento de los tipos de interés a medio y largo plazo sobre el coste de este componente de la financiación de las sociedades (véase gráfico 23).

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones mantuvieron durante julio y agosto la trayectoria ascendente del trimestre anterior (véase gráfico 23). En septiembre, no obstante, se observaron descensos asociados a episodios de inestabilidad en los mercados cambiarios. De este modo, el índice general de la Bolsa de Madrid se situaba a finales de ese mes en torno a los niveles de junio y acumulaba en el año una revalorización del 12,5%, superior a la del EURO STOXX de las bolsas del área del euro (4,1%) y similar a la del S&P 500 de los mercados norteamericanos (13,2%). Esta evolución vino acompañada por un mantenimiento de las volatilidades implícitas de estas cotizaciones alrededor de los niveles moderados alcanzados en junio. Por otra parte, de acuerdo con la información disponible más reciente, correspondiente al segundo trimestre, el precio de la vivienda continuó creciendo a tasas interanuales superiores al 17% (véase gráfico 23).

Las decisiones de gasto de los hogares y las empresas continuaron apoyándose en una expansión sostenida de la demanda de crédito. De este modo, la financiación recibida por el sector privado aumentó su ritmo de expansión entre abril y junio, hasta situarse en el 14,3%, medio punto porcentual por encima del registro del trimestre anterior (véase cuadro 6). Este comportamiento agregado no fue homogéneo entre los distintos sectores ya que, mientras que la financiación recibida por las sociedades prácticamente mantuvo el crecimiento observado en marzo (13,5% en junio, en términos interanuales), en el caso de los hogares se apreció una

aceleración significativa en el volumen de fondos recibidos, hasta el 15,5%. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a un nuevo ascenso en la tasa de avance de la deuda asumida por las familias, que habría superado el 16%, mientras que la de las empresas habrían retrocedido ligeramente con respecto a los niveles de junio.

El continuado recurso a la financiación por parte del sector privado no financiero determinó nuevos incrementos en sus *ratios* de endeudamiento, que se sitúan ya alrededor de la media de los países de la UEM. No obstante, las condiciones financieras holgadas permitieron que la carga asociada a esa deuda continuase en niveles moderados. Además, el resto de los indicadores sobre la situación financiera de las familias y las empresas ha mostrado, en general, una evolución positiva. Así, la riqueza neta de los hogares ha seguido aumentando y su ahorro bruto, después de atender al servicio de la deuda, continuó creciendo, aunque todavía se sitúa en niveles reducidos. En el caso de las sociedades, se apreciaron igualmente signos de mejoría de la rentabilidad en la mayoría de los sectores.

En conclusión, la situación financiera del sector privado no constituye actualmente un obstáculo para el dinamismo de sus decisiones de gasto. No obstante, resulta cada vez más complejo sustentar una parte importante de las decisiones de consumo e inversión sobre un nuevo recurso a la contratación de deuda debido a los niveles de endeudamiento alcanzados y al menor margen para reducciones adicionales en los tipos de interés. Además, los pasivos acumulados por el sector privado suponen mayor sensibilidad que en el pasado de sus decisiones de gasto ante perturbaciones adversas en su renta, riqueza o coste de financiación.

5.2. El sector de hogares

De acuerdo con la información provisional disponible, durante el tercer trimestre de 2003 se produjo una nueva disminución de los tipos de interés crediticios que aplican las entidades a los hogares para la adquisición de vivienda junto con un moderado incremento en el coste de los créditos concedidos para otras finalidades. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, las condiciones globales de oferta en este mercado fueron, entre abril y junio, ligeramente más restrictivas que en el trimestre anterior, y las previsiones para el tercero apuntaron a un nuevo endurecimiento.

La financiación recibida por los hogares aumentó su crecimiento durante el segundo tri-

GRÁFICO 23

Indicadores de precios de distintos activos

Fuentes: Bloomberg, Credit Trade y Banco de España.
(a) Primas medias ponderadas por activos. El día 22/6/03 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociado unas primas menores (en torno al 10%).
(b) Deflatado con el IPC.

CUADRO 5

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

% PIB

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

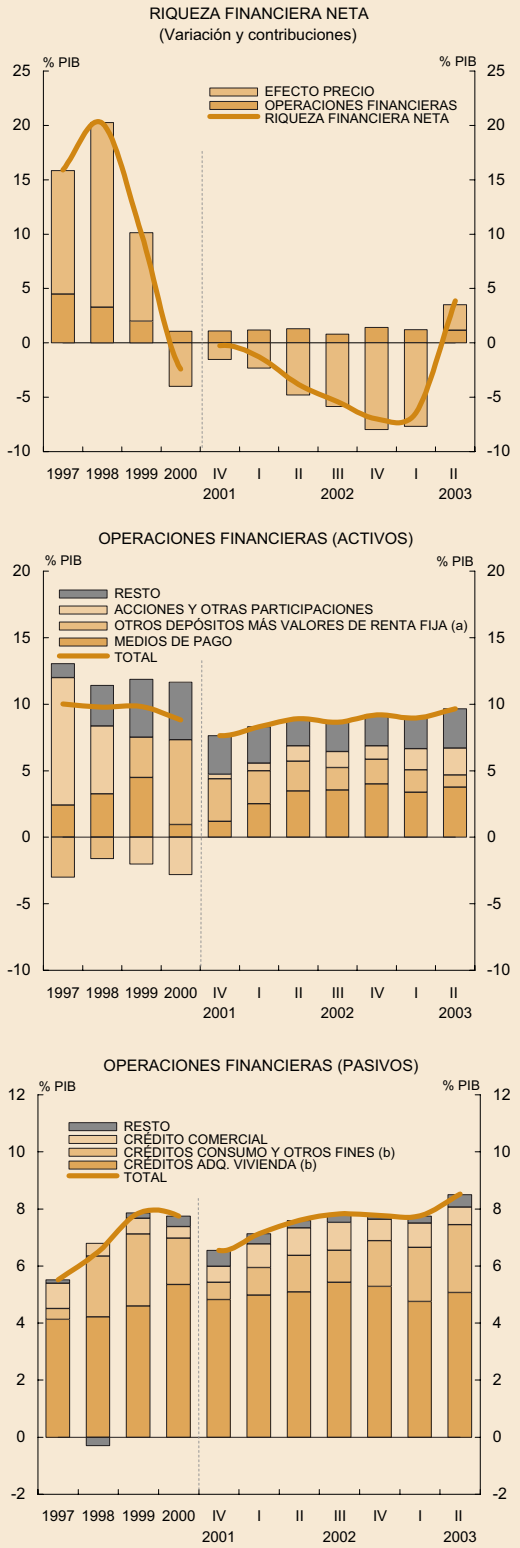
Fuente: Banco de España.
(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.
(b) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.
(c) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

mestre, hasta alcanzar el 15,5%, 1,4 puntos porcentuales por encima del registro de marzo (véanse cuadro 6 y gráfico 24). En términos acumulados de doce meses, la nueva deuda asumida por el sector representó el 8,5% del PIB, 0,7 puntos porcentuales más que en el trimestre anterior. Este ascenso refleja la aceleración tanto del crédito a vivienda como, sobre todo, del destinado al consumo y otros fines. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a una continuidad en la tendencia hacia un mayor ritmo de expansión en la financiación captada por los hogares, aunque, a diferencia de lo ocurrido entre abril y junio, el crédito a la vivienda habría contribuido en mayor medida al avance que los préstamos dirigidos a otras finalidades.

En relación con las decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares alcanzó, durante el segundo trimestre, el 9,7% del PIB en términos acumulados de doce meses (véanse cuadro 6 y gráfico 24). La distribución por instrumentos mostró cierta recomposición desde la rúbrica «Otros depósitos y valores de renta fija» hacia «Medios de pago» y «Fondos de inversión». De este modo, las suscripciones netas de fondos de inversión supusieron el 1,4% del PIB, frente al 1,1% del primer trimestre. Este avance se explica exclu-

GRÁFICO 24

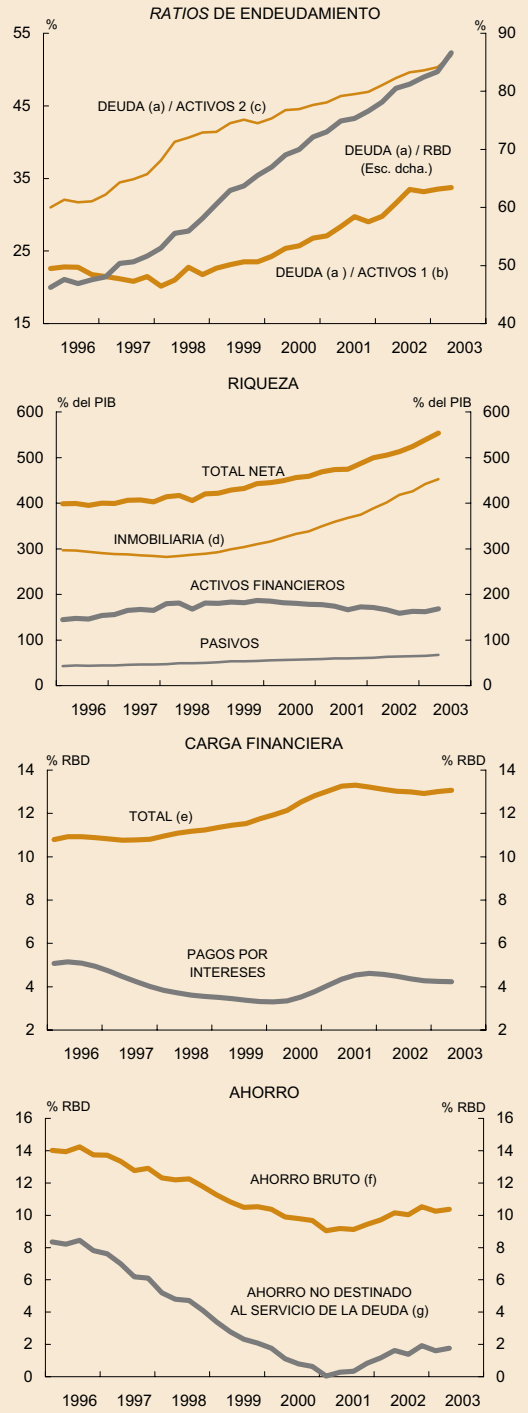
Hogares e ISFLSH
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



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

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.

sivamente por la evolución de los fondos de inversión mobiliarios, FIM, que recibieron recursos por valor del 0,7% del PIB. Por su parte, el componente de «Acciones y participaciones» mostró una ligera recuperación.

Durante el segundo trimestre, los hogares redujeron ligeramente su ahorro financiero, que, en términos acumulados de doce meses, se situó en el 1,1% del PIB (véanse cuadro 5 y gráfico 24). No obstante, el ahorro bruto del sector no destinado al servicio de la deuda, que excluye los recursos absorbidos por la amortización de los préstamos, mantuvo la senda de recuperación observada desde mediados de 2001 (véase gráfico 25), si bien se encuentra, todavía,

en niveles relativamente bajos. Por su parte, el endeudamiento siguió aumentando y se situó en el 87% de su RBD, ligeramente por encima de los registros observados en la media de la UEM, y la información provisional del tercer trimestre apunta a un avance adicional de esta *ratio*. Pese a ello, la carga financiera asociada a esta deuda continuó en valores moderados debido al reducido nivel de los costes de financiación. Además, la riqueza neta del sector siguió creciendo durante el segundo trimestre a pesar de los mayores pasivos, como consecuencia tanto de la revalorización de la vivienda como de la recuperación de las cotizaciones en los mercados financieros bursátiles nacionales e internacionales. En este sentido, debe destacarse que la riqueza financiera neta mostró, en términos acumulados de cuatro trimestres, una variación positiva por primera vez desde 2000.

En consecuencia, los indicadores disponibles sugieren que la situación financiera de los hogares sigue siendo sólida, aunque el reducido nivel del ahorro no destinado al servicio de la deuda ofrece un margen limitado para absorber posibles perturbaciones adversas en la riqueza del sector, en su renta o en el coste de financiación de la deuda.

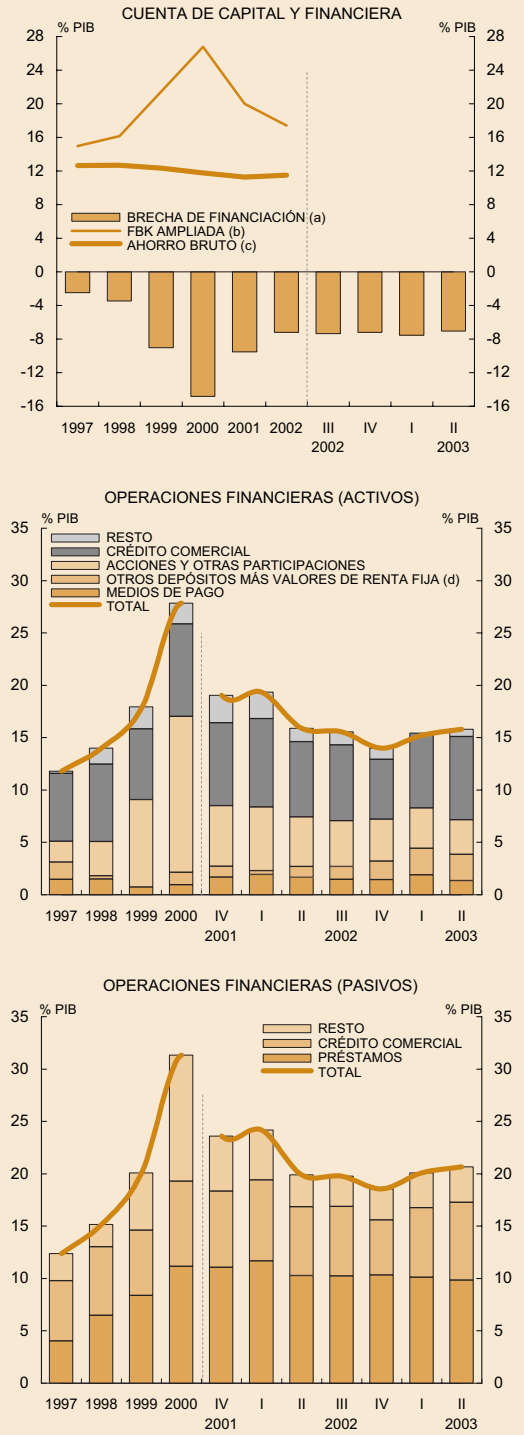
5.3. El sector de sociedades no financieras

Durante el tercer trimestre de 2003 las condiciones de financiación para las sociedades continuaron siendo holgadas. Así, los tipos de interés crediticios y el coste de los fondos captados mediante la emisión de bonos se mantuvieron en niveles reducidos, a pesar del repunte que se observó en agosto. Además, en algunos casos el aumento de las rentabilidades de los activos a medio y largo plazo no se trasladó completamente al coste de financiación con valores de renta fija, dada la evolución ligeramente descendente de las primas de riesgo de algunas empresas. Asimismo, la mayor estabilidad de las cotizaciones en las bolsas mejoró las posibilidades de las empresas de obtener recursos en dichos mercados. Sin embargo, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios correspondiente al segundo trimestre, las condiciones generales de oferta de los préstamos a las sociedades experimentaron un ligero endurecimiento respecto de las observadas entre enero y marzo.

Las operaciones de pasivo de las sociedades no financieras entre marzo y junio alcanzaron un volumen relativamente elevado, 20,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 20,1% del trimestre anterior. Por componentes, la financiación ajena con coste creció a una tasa interanual del

GRÁFICO 26

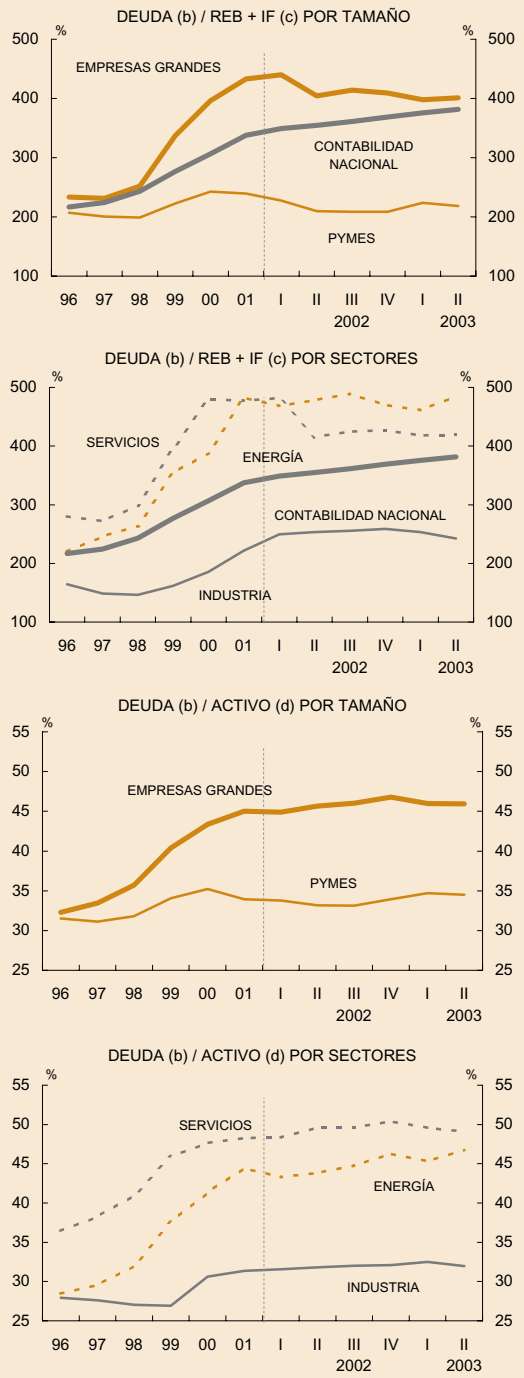
Sociedades no financieras
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



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

GRÁFICO 27

***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.

13,5%, una décima porcentual por debajo del registro de marzo, y los recursos obtenidos representaron el 9,5% del PIB en términos acumulados de doce meses, un nivel similar al del trimestre anterior, aunque con una composición por instrumentos diferente. Así, los préstamos exteriores continuaron perdiendo peso a favor de los créditos de entidades residentes. Por otro lado, las sociedades continuaron realizando amortizaciones netas de valores de renta fija, aunque por un importe algo inferior al observado en el trimestre anterior (0,2% del PIB). Los recursos captados a través de la emisión de acciones y participaciones alcanzaron el 3,4% del PIB. Por último, se produjo también un ascenso del crédito comercial pasivo, recogido en la partida «Resto».

Por actividades productivas, durante el segundo trimestre el crédito de entidades residentes destinado al sector inmobiliario, que incluye la construcción y los servicios inmobiliarios, continuó mostrando un fuerte ritmo de avance. Por su parte, la financiación bancaria destinada al resto de actividades aumentó su tasa de expansión, lo cual fue especialmente significativo en el caso de la dirigida a la industria excluyendo la construcción, que por tercer trimestre consecutivo elevó su ritmo de crecimiento, en línea con la moderada recuperación de la inversión en bienes de equipo durante este período. La información provisional más reciente, por otro lado, apunta a una ligera desaceleración de la financiación ajena de las sociedades.

En cuanto a las operaciones de adquisición de activos financieros por parte de las sociedades no financieras, entre marzo y junio continuó el proceso de recuperación iniciado en el trimestre anterior, de modo que la inversión financiera se situó en el 15,8% del PIB en términos acumulados de doce meses (véanse gráfico 26 y cuadro 6). En relación con el trimestre anterior (y en porcentaje del PIB), se observó un aumento del crédito comercial activo, recogido en la partida «Resto», junto con un descenso tanto en las compras de acciones y otras participaciones, sobre todo del resto del mundo, como en las adquisiciones materializadas en medios de pago.

Las empresas experimentaron unas necesidades netas de financiación elevadas, que en el segundo trimestre fueron del 0,4% del PIB, de modo que el saldo deudor acumulado de doce meses se mantuvo en el 4,9% del PIB (véase cuadro 5). No obstante, la brecha de financiación, que recoge los recursos externos necesarios para llevar a cabo la inversión real y financiera permanente, mostró una ligera mejoría y se situó en el 7% del PIB (véase gráfico 26).

RECUADRO 4

Indicadores sintéticos sobre la situación financiera de las sociedades no financieras españolas

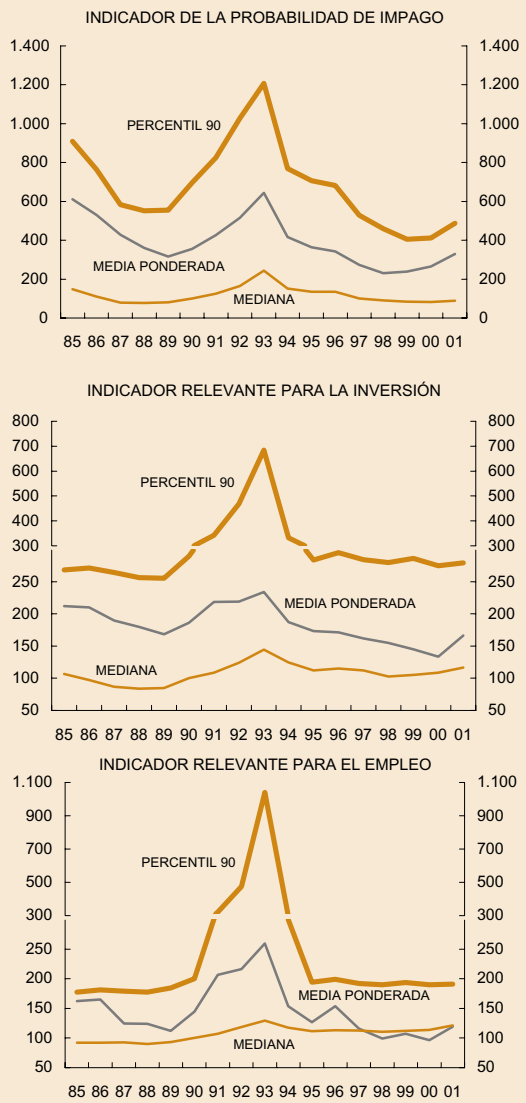
El análisis de la situación financiera de las empresas constituye un elemento importante para la valoración de las condiciones macroeconómicas y de la estabilidad financiera. Así, por ejemplo, el nivel de endeudamiento de las sociedades puede condicionar las decisiones relativas a la demanda de empleo, a sus planes de inversión o a la probabilidad de incurrir en una situación de impago. La posición financiera de las empresas, por otro lado, suele caracterizarse mediante un conjunto amplio de *ratios* que proporcionan información sobre su rentabilidad, endeudamiento y liquidez. En este contexto, resulta útil disponer de indicadores sintéticos que resuman la información proporcionada por las distintas *ratios*.

A partir de la muestra individual de empresas contenida en la Base de Datos Anual de la Central de Balances del Banco de España para el período 1985-2001, se han construido tres indicadores sintéticos que resumen el impacto que distintas variables financieras tienen, respectivamente, sobre la probabilidad de impago, la inversión y el empleo de las empresas. El primero se calcula a partir de un conjunto de medidas de endeudamiento, carga financiera, rentabilidad, liquidez, pago de dividendos y crecimiento de las ventas y del PIB. Las ponderaciones asignadas a cada componente se basan en la capacidad que históricamente han demostrado estas variables para anticipar la morosidad (1). Por su parte, los indicadores relevantes para el empleo y la inversión se obtienen a partir de la carga financiera, la rentabilidad y, en el caso del indicador de inversión, el nivel de endeudamiento de las sociedades. Como en el caso anterior, el peso de estas variables se determina en función de su influencia estimada sobre el concepto objeto de interés (empleo o inversión) (2).

En el gráfico adjunto se presenta, para cada uno de estos indicadores sintéticos, la evolución temporal de la mediana, el percentil 90 y la media ponderada de su distribución. En este último caso, las ponderaciones se construyen a partir de distintos indicadores de tamaño relativo de las empresas (3). La primera serie caracteriza la evolución de la empresa promedio, mientras que la decila superior y la media son representativas de la situación de las empresas más vulnerables y del sector en términos agregados, respectivamente.

Como puede observarse en el gráfico, los tres indicadores muestran, para cada una de las series, un claro perfil contracíclico, que es especialmente acusado en el caso de la decila superior. La comparación de las tres series permite, además, extraer algunas conclusiones interesantes. En primer lugar, se observa que la mediana ha tendido a situarse por debajo de la media ponderada, lo que refleja que la situación financiera de las sociedades más grandes y más relevantes desde el punto de vista de la inversión y el empleo ha sido, en la muestra, algo más desfavorable que la de la empresa promedio. Además, en algunos períodos la media se comporta de un modo distinto a la mediana. Ambos hechos evidencian que el comportamiento de la empresa promedio no siempre es suficientemente representativo de la evolución del sector. Por otra parte, la comparación entre la mediana y el percentil 90 ilustra cómo en etapas recesivas el deterioro en las condiciones financieras ha sido más acusado en las empresas que estaban en una situación financiera más desfavorable.

Indicadores sintéticos



Estos indicadores se han normalizado de modo que la mediana toma el valor 100 en 1990. Aumentos de los mismos suponen un empeoramiento de la situación financiera de las empresas.

Finalmente, en el gráfico se puede comprobar también que, aunque en el último año de la muestra se produjo un cierto empeoramiento de la situación financiera de las empresas, los indicadores sintéticos se encontraban, en términos históricos, en niveles moderados, inferiores a la media muestral de cada uno de ellos, lo que sugiere la solidez de la posición patrimonial del conjunto del sector que, de este modo, no parece constituir un obstáculo para el avance del dinamismo de sus decisiones de empleo e inversión.

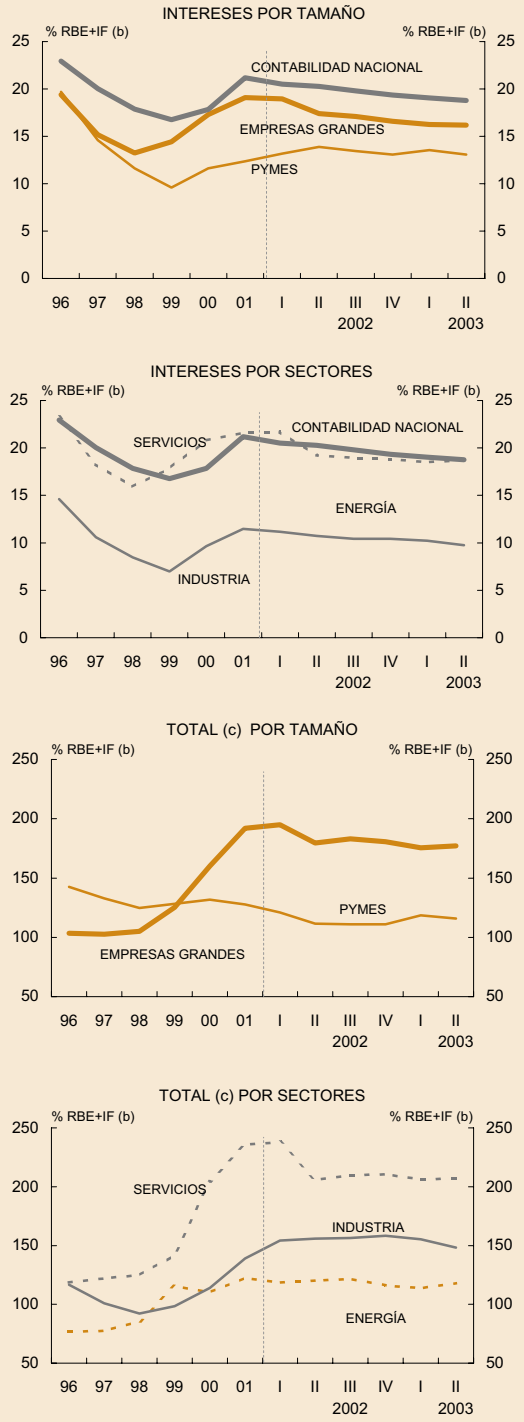
(1) Técnicamente, las ponderaciones proceden de la estimación de un modelo Probit para la probabilidad de quiebra de las sociedades.

(2) Las ponderaciones se obtienen a partir de los coeficientes de ecuaciones de empleo e inversión estimados mediante el método generalizado de momentos.

(3) El peso de cada empresa en el indicador de probabilidad de impago viene dado por el volumen relativo de activos; en el de inversión, por el de capital fijo; y en el de empleo, por el del número de empleados.

GRÁFICO 28

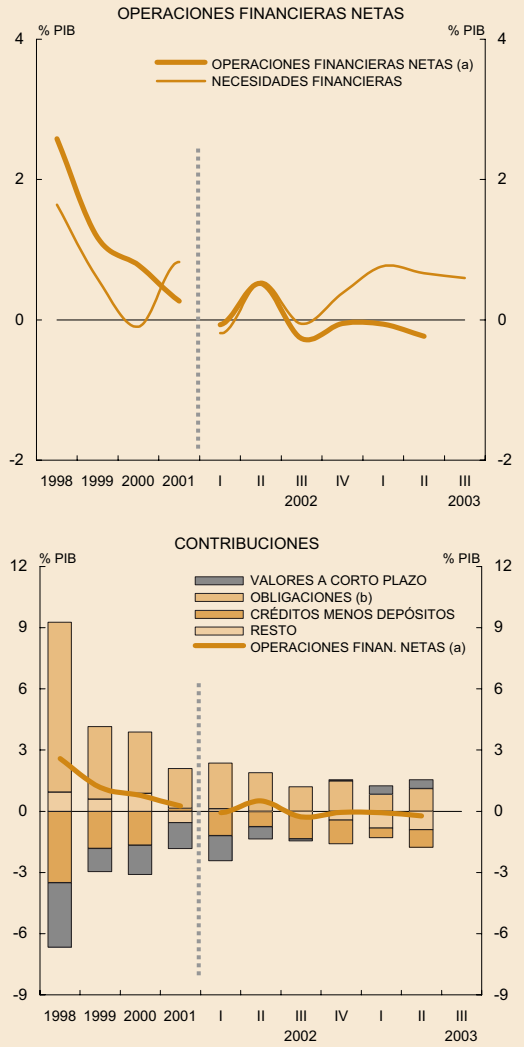
Carga financiera de las sociedades no financieras (a)



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.

GRÁFICO 29

Administraciones Públicas
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



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

Las *ratios* de endeudamiento agregadas del sector continuaron aumentando entre marzo y junio y, de acuerdo con la información provisional disponible, también se habrían incrementado durante el tercer trimestre (véase gráfico 27). Sin embargo, el reducido nivel del coste de financiación propició que la carga financiera por intereses se mantuviera en niveles moderados (véase gráfico 28). Por su parte, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral, el indicador de carga financiera que incluye la deuda a corto plazo, además de los intereses, se mantuvo durante el segundo trimestre de 2003 relativamente estable también, en niveles próximos al máximo alcanzado en marzo de 2002.

CUADRO 7

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

% PIB

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

Fuente: Banco de España.
(a) Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

Los resultados económicos de las empresas, por otro lado, mostraron una evolución favorable durante el primer semestre. Así, el resultado ordinario neto de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral, que excluye los ingresos y gastos extraordinarios, creció un 10,8% en relación con el mismo período del año anterior.

En conjunto, la situación patrimonial de las empresas continúa siendo sólida y las condiciones financieras a las que se enfrentan, holgadas. No obstante, la sensibilidad de sus decisiones de inversión y contratación ante perturbaciones adversas que pudieran modificar su posición financiera puede verse influida por su grado de endeudamiento (1).

(1) Véase recuadro 4 para una discusión sobre la relevancia de determinados indicadores sintéticos sobre la situación financiera de las sociedades para la valoración de las perspectivas macroeconómicas.

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**	**-24,7**	**-26,1**
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	**-8,7**	**-8,7**	**-0,4**	**-1,3**	**-1,2**	**-1,8**
Sociedades no financieras	-14,9	-16,3	-8,2	-9,2	-10,1	-11,7
Hogares e ISFLSH	6,2	7,6	7,7	7,9	8,8	10,0
Instituciones financieras	**4,8**	**6,8**	**4,9**	**4,6**	**1,9**	**-1,2**
Instituciones de crédito (b)	-5,5	-7,6	-12,6	-14,5	-15,3	-19,1
Inversores institucionales (c)	10,7	15,0	18,3	20,8	20,7	22,7
Resto de instituciones financieras	-0,4	-0,6	-0,9	-1,7	-3,5	-4,7
Administraciones Públicas	**-17,9**	**-20,6**	**-24,8**	**-25,0**	**-25,3**	**-23,1**

Fuente: Banco de España.
(a) Calculados como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos frente al resto del mundo con los datos de las cuentas financieras trimestrales.
(b) Datos del segundo trimestre.
(c) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.
(d) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

5.4. Las Administraciones Públicas

Durante el segundo trimestre de 2003, el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP fue positivo y, en términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,2% del PIB (véase gráfico 29).

La emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue de 9,9 mm de euros entre abril y junio y, en términos acumulados de cuatro trimestres, ascendió al 1,7% del PIB. Por instrumentos, el sector recurrió en mayor medida a la financiación a largo plazo, cuyas emisiones durante los últimos doce meses supusieron el 1,3% del PIB, mientras que los fondos conseguidos mediante valores a corto plazo representaron el 0,4% del PIB en el mismo período. La obtención en los mercados de recursos por encima de las necesidades corrientes de financiación resultó en un aumento de los depósitos que mantienen las AAPP en el sistema financiero.

Los avances del tercer trimestre del año en curso apuntan hacia un mantenimiento de los fondos obtenidos vía emisión neta de valores a corto plazo y una ligera moderación en los obtenidos a través de bonos y obligaciones. De este modo, las necesidades financieras, que recogen la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituyen una aproximación al ahorro del sector, registraron una ligera mejoría entre julio y septiembre.

5.5. El resto del mundo

Durante el segundo trimestre de 2003 el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se situó en términos acumulados de doce meses en el 2% del PIB, frente al 2,1% del trimestre anterior. Esta ligera mejoría fue el resultado, fundamentalmente, de la recuperación moderada del saldo acreedor de las AAPP, ya que el resto de sectores institucionales no experimentó cambios significativos. Por otro lado, a diferencia de lo observado en el trimestre anterior, tanto las operaciones de activos financieros como de pasivos fueron menores en términos de PIB.

La adquisición neta de activos exteriores se redujo hasta el 12,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 12,9% del trimestre anterior (véase cuadro 7). Por instrumentos, la evolución fue desigual. Así, el efectivo y los depósitos, junto con las acciones y participaciones, experimentaron una disminución significativa, mientras que los valores distintos de acciones y, sobre todo, los créditos mantuvieron la pauta de recuperación del trimestre anterior. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta julio, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se redujo en más de un 55% respecto al mismo período del año anterior, contracción que está relacionada con el contexto internacional de incertidumbre económica y geopolítica de los primeros meses de 2003. Por su parte, la inversión en cartera en el exterior continuó siendo elevada y experimentó una notable aceleración respecto de los flujos registrados en 2002.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos alcanzaron el 14,1% del PIB, en términos

acumulados de doce meses, frente al 15% del trimestre anterior. Esta disminución se observó en la mayoría de las inversiones de los no residentes, con la excepción de las emisiones de renta fija. De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España en el primer semestre se redujo en un 25% respecto al mismo período del año anterior.

Finalmente, de acuerdo con la información provisional disponible, la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el segundo trimestre, en el 26,1% del PIB, lo que supone un deterioro de 1,4 puntos porcentuales en relación con la situación de diciembre de 2002 (véase cuadro 8).

31.10.2003

La formación de precios en la UEM desde una perspectiva sectorial

Este artículo ha sido elaborado por Carlos Chuliá, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, los precios de la zona del euro se han visto influidos por diversos *shocks* que han tenido un impacto alcista en la tasa de inflación. Las perturbaciones más notables tuvieron su origen en el encarecimiento del petróleo, la depreciación del euro y las crisis en el sector de la alimentación. No obstante, en los últimos trimestres, estos factores han perdido intensidad o, incluso, se han revertido en algunos casos, lo que ha favorecido la contención de los precios. De todos modos, la dinámica inflacionista a medio plazo, que es la más relevante para la política monetaria, se explica más por la evolución de los costes laborales y los márgenes, que por la incidencia, más o menos transitoria, de *shocks* como los antes mencionados. En último término, los costes laborales y los márgenes reflejan el funcionamiento de los diversos mercados interiores de factores y de productos, lo que pone de manifiesto la importancia de conocer sus esquemas de formación para la comprensión de la marcha de los precios agregados.

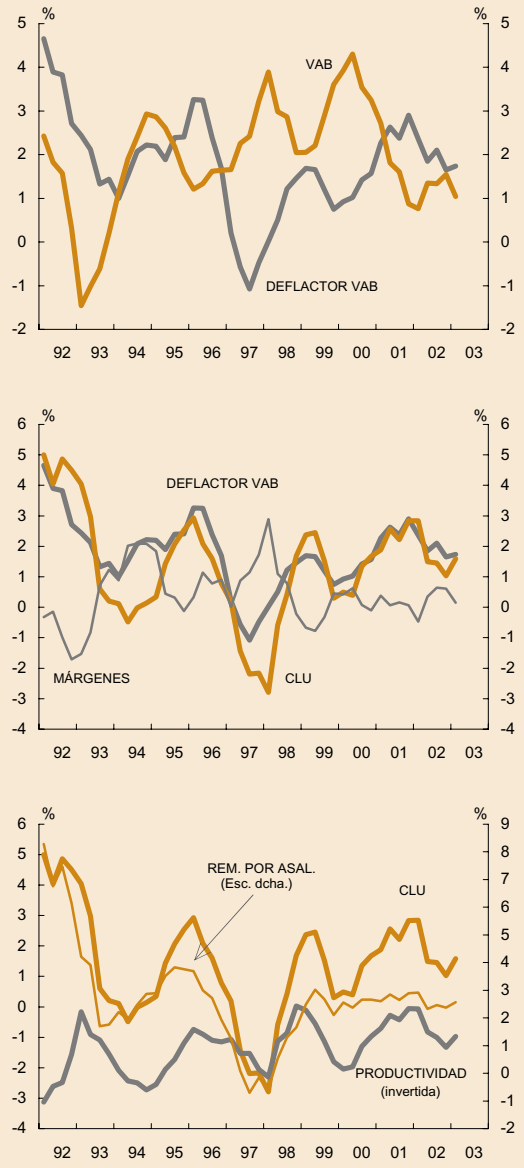
En este artículo se presenta una primera explotación de los datos que proporciona la contabilidad nacional (SEC95) sobre el proceso de formación de precios por sectores en la UEM, con datos trimestrales que se encuentran disponibles desde 1992, utilizando la metodología conocida como «contabilidad de la inflación», con el fin de identificar algunos rasgos relevantes de ese proceso y resaltar los cambios que se han observado recientemente. Para ello, en la siguiente sección se pasa revista al proceso de determinación interior de los precios agregados en la zona del euro durante los últimos diez años. En la sección 3 se analiza la contribución sectorial al comportamiento agregado y en la 4 se presentan las principales conclusiones.

2. RASGOS MÁS SOBRESALIENTES DE LA FORMACIÓN DE PRECIOS EN LA UEM

La formación de los precios interiores en la UEM se ha visto influida por las reformas introducidas en los mercados de factores y de productos de la zona y, más recientemente, por la puesta en marcha de la política monetaria única y la aparición del euro. Las acciones reformadoras, aunque no han avanzado con la intensidad que habría sido deseable, han ido en la dirección de contener las presiones inflacionistas, impulsando la flexibilidad y la competencia de los mercados. Por otro lado, la política monetaria

GRÁFICO 1

UEM. Total economía. Tasas de variación interanual



Fuente: Eurostat.

única y, en general, las políticas de estabilidad macroeconómica que se vienen aplicando desde hace años han favorecido un entorno de estabilidad nominal que ha moderado las expectativas de inflación de los agentes.

No obstante, los diversos *shocks* de precios en los últimos años han tendido a debilitar transitoriamente la relación de la inflación de la UEM con la marcha de sus determinantes básicos a medio plazo. Dado que algunos de esos *shocks* tuvieron un origen externo, para el estudio de la dinámica inflacionista a medio plazo y de sus determinantes interiores es preferible utilizar una medida de precios poco influida por esos factores exógenos transitorios, como el deflactor del valor añadido bruto (VAB). Además, la selección de este índice permite utilizar un conjunto de información coherente e integrado.

Las oscilaciones del deflactor han sido significativas a lo largo del período 1992-2003 y han presentado un retardo de unos cuatro trimestres, en promedio, con respecto al ciclo de crecimiento del VAB real (véase la parte superior del gráfico 1). Aunque su ritmo de avance medio anual fue similar en el período 1992-1998 al del intervalo 1999-2003, su variabilidad se ha reducido a la mitad desde el comienzo de la UEM en comparación con el período anterior (véase gráfico 2). Además, en promedio, el deflactor se ha mantenido en tasas relativamente reducidas, por debajo del 2% anual.

Por el lado de los costes, la mayor estabilidad de los precios parece ser el resultado del comportamiento menos volátil de los márgenes y los salarios. En particular, estos últimos han mostrado en los últimos años una relación más débil tanto con el ciclo como con la productividad (1). El ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado ha tendido a estabilizarse en torno al 2,5% desde 1999, mientras que el indicador de márgenes unitarios apenas ha experimentado variación. En consecuencia, el deflactor del VAB ha evolucionado recientemente muy en línea con los costes laborales unitarios (CLU) y, dada la estabilidad del incremento salarial, con el inverso de la productividad (véase la parte inferior del gráfico 1).

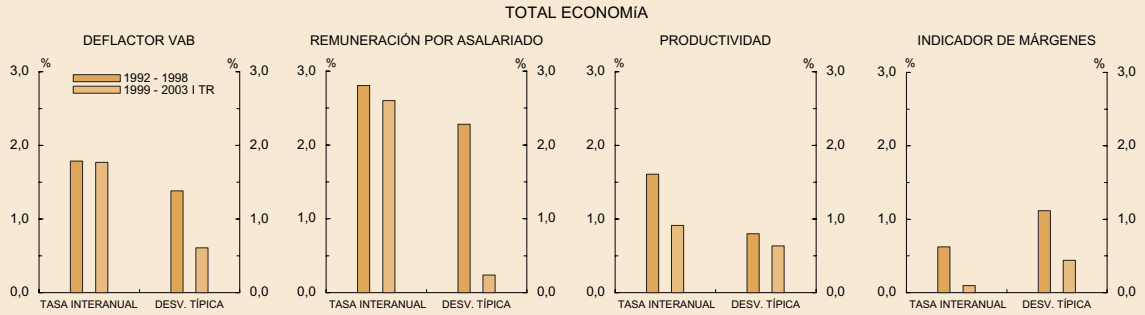
Cabe plantearse en qué medida, en la coyuntura actual, tras la estabilidad salarial subsisten rasgos de rigidez nominal que, si bien en la fase alcista pudieron haber favorecido la creación de empleo, en la bajista, al desalinear la evolución de los salarios respecto a la de la productividad, la han dificultado. Además, es posible que, tras la puesta en marcha de la política monetaria única, la cuantificación de la definición de estabilidad de precios por parte del BCE haya favorecido el anclaje de las expectativas inflacionistas y, con ello, de la determinación de los salarios (2). De hecho, una encuesta reciente del European Trade Union Institute muestra que las expectativas de inflación es la variable que desempeña el papel determinante en los procesos de fijación salarial en la

(1) Por el lado de los costes, el deflactor del VAB (P) puede descomponerse como producto de la tasa de variación de los costes laborales unitarios (CLU) y del indicador de márgenes (μ): $P = CLU \times (1 + \mu)$.

(2) Véase «The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», *Boletín Mensual* del BCE, junio de 2003.

GRÁFICO 2

Deflactor VAB, remuneración por asalariado, productividad e indicador de márgenes



Fuente: Eurostat.

mayor parte de países de la UEM. En cualquier caso, el análisis por países del proceso de formación de precios, que se escapa al objetivo de este artículo, podría arrojar luz sobre este rasgo de la evolución salarial de la zona del euro en su conjunto.

3. EVIDENCIA SECTORIAL

En la literatura económica abundan las referencias a la utilidad del análisis sectorial para comprender los detalles microeconómicos del comportamiento de ciertas variables agregadas y para formular recomendaciones de política económica (3). Así, por ejemplo, el sector de bienes y servicios expuesto a la competencia internacional tiende a mostrar una dinámica de precios y costes generalmente más contenida que la del sector protegido. Pero no solo el grado de exposición determina la diversidad de comportamientos, que, en ocasiones, son el resultado de disparidades tecnológicas e institucionales.

Frente a la estabilidad de la tasa de crecimiento medio anual del deflactor de la UEM entre los subperíodos analizados, los precios sectoriales se comportaron de manera algo desigual, aunque pudieron apreciarse algunos puntos de coincidencia entre ellos, como, por ejemplo, la reducción generalizada de la variabilidad de las series de crecimiento de las variables a partir de 1999. A modo de resumen, cabe decir que el sector servicios fue el único que experimentó una desaceleración de su tasa de incremento medio anual entre los dos subperíodos analizados, mientras que los deflactores de agricultura y construcción experimentaron aceleraciones de diversa magnitud y en la industria se estabilizó la tasa de incremento de los precios. Aunque la composición de esa evolución por el lado de los costes mostró cierta diversidad, pudo observarse un aumento de la convergencia de las tasas de crecimiento medio de los salarios nominales sectoriales desde 1999.

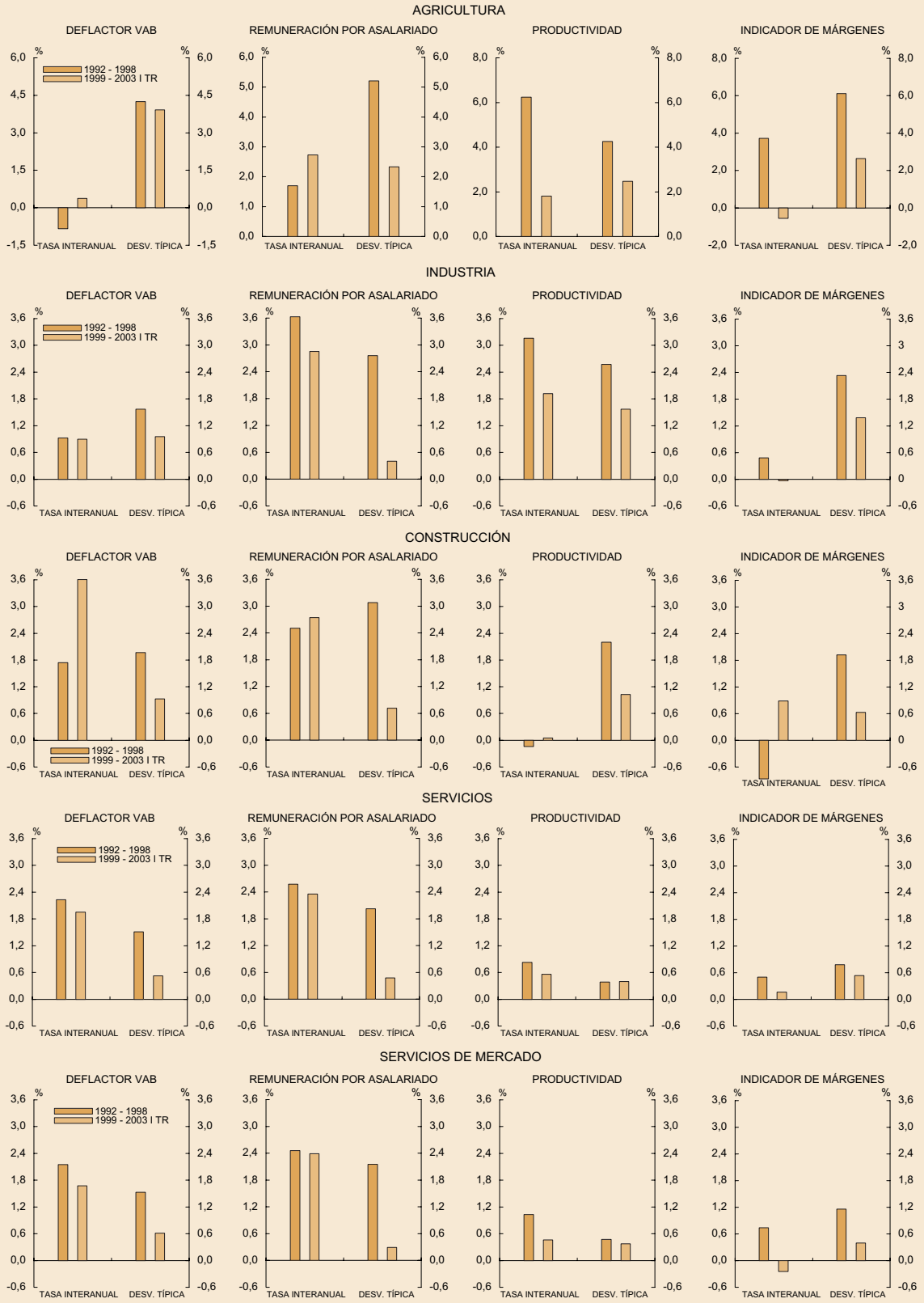
Como se ha señalado anteriormente, los precios agrícolas exhibieron una ligera aceleración de su tasa media de crecimiento en el período más reciente como resultado de la mayor presión salarial y las menores ganancias de productividad (véase gráfico 3). Ese pequeño incremento en la inflación en este sector, en un contexto de tensión de los costes laborales, condujo a un deterioro de los márgenes. La notable intervención a la que se encuentra sometido este sector en Europa impide que dentro del mismo operen abiertamente los mecanismos de mercado y, por tanto, resulta difícil explicar el comportamiento de sus precios y costes al margen de todo ese entramado institucional. A ello se suma el hecho de que una parte significativa de las explotaciones agrícolas son de reducida dimensión y, en muchos casos, son empresas familiares sin forma jurídica de sociedad, por lo que resulta difícil diferenciar la parte de la renta percibida en forma de salario de aquella en forma de excedente.

De modo coherente con su mayor grado de apertura a la competencia internacional, el sector industrial ha presentado un incremento moderado de los precios y una elevada sensibilidad de los márgenes a la evolución de los costes. El aumento del deflactor del valor añadido en la industria se situó por debajo del 1% de media de los dos períodos considerados. La estabilidad salarial en este sector, en un contexto de disminución de las ganancias de productividad, dio lugar a presiones alcistas de los CLU sobre los precios, que solo pudieron ser contrarrestadas mediante el recorte de los már-

(3) La hipótesis de Balassa-Samuelson sobre el comportamiento diferencial de los sectores de bienes comerciables y no comerciables constituye una referencia seminal en este ámbito.

GRÁFICO 3

Deflactor VAB, remuneración por asalariado, productividad e indicador de márgenes



Fuente: Eurostat.

genes, que se redujeron ligeramente en el promedio del período más reciente.

El sector de la construcción es el que ha mostrado la mayor aceleración en la tasa de crecimiento de su deflactor, aunque la variabilidad de las tasas de avance de sus precios y costes también se redujo en estos años (véase gráfico 3). Dado el incremento moderado de la actividad en este sector, cuyo valor añadido apenas aumentó un 0,5% anual en el período más reciente, esa aceleración de los precios parece ligada a la existencia de presiones de demanda en un contexto de competencia limitada, lo que resulta coherente con el comportamiento expansivo observado en los márgenes.

El sector de los servicios es el que presenta los menores niveles de productividad y el que concentra la mayor parte de las actividades protegidas de la competencia internacional, por lo que suele ser el más inflacionista. En el caso de la UEM, y dejando a un lado la construcción en el período más reciente, el deflactor del VAB del sector terciario es, efectivamente, el que ha mantenido la mayor tasa de crecimiento medio anual en el conjunto del período y la menor volatilidad de entre los sectores analizados. Dado su elevado peso en la economía de la zona, la dinámica inflacionista a medio plazo de la UEM resulta muy dependiente de la marcha de los precios de este sector. En cuanto a los determinantes de los precios de los servicios, los márgenes moderaron sus tasas medias de avance en el segundo período analizado, mientras que los salarios se desaceleraron menos que la productividad, con lo que los CLU se incrementaron.

Hay que tener en cuenta que dentro del sector terciario se incluyen actividades de naturaleza muy distinta. Una diferencia fundamental a este respecto la marca la existencia de ramas de mercado y no de mercado (principalmente la actividad de las administraciones públicas). Así, resulta interesante tratar por separado el comportamiento de las variables del sector de mercado, que representan el 70% de los servicios totales. En el gráfico 3 se observa que el deflactor del VAB del sector de servicios de mercado creció ligeramente por debajo del de los servicios totales, aunque el hecho más sobresaliente se encuentra en el indicador de márgenes, puesto que, tras aumentar a tasas relativamente elevadas en el primer subperíodo muestral, experimentó una notable caída en el segundo, siguiendo un patrón similar al que se observa en el caso de la industria.

4. CONCLUSIONES

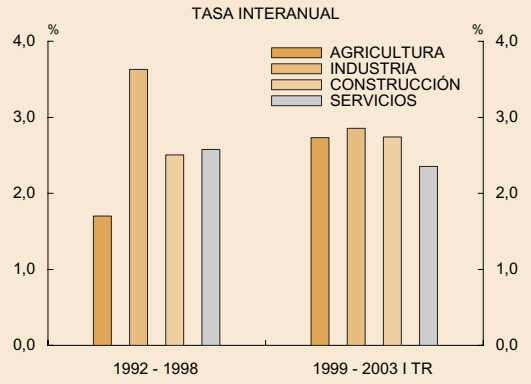
En este artículo se ha pasado revista al comportamiento de los precios, costes y márgenes en la zona del euro a lo largo de los diez últimos años, tanto desde un punto de vista agregado como sectorial, prestando especial atención al período posterior a la puesta en marcha de la Unión Monetaria. Aún es prematuro extraer conclusiones definitivas acerca de los efectos de la creación de la UEM sobre el comportamiento de estas variables y, en todo caso, ello requeriría la disponibilidad de series temporales más largas y el empleo de técnicas más sofisticadas que las utilizadas en este artículo. Sin embargo, la información analizada sugiere que se han producido algunos cambios en el proceso de formación de precios en la zona del euro.

En el período analizado, la tasa media de crecimiento anual del deflactor del VAB de la zona del euro ha sido moderada, situándose por debajo del 2%. Los salarios nominales han mostrado cierta contención en el período más reciente, si bien la evolución salarial no se ha ajustado a la pérdida de impulso de la productividad, con lo que los CLU han aumentado, presionando a la baja sobre los márgenes y dificultando, de este modo, la creación de empleo.

No obstante, existen indicios de que la mayor estabilidad alcanzada por la remuneración por asalariado en los años posteriores al comienzo de la UEM no ha evitado la presencia de elementos de rigidez nominal. Así, el hecho de que los aumentos de los salarios nominales sectoriales hayan tendido a igualarse desde 1999, independientemente de la evolución de las productividades correspondientes, sugiere la existencia de elementos de fricción en los mecanismos de determinación salarial (véase gráfico 4). En todo caso, el examen de estas hipótesis requeriría un análisis pormenorizado del proceso de formación de precios por países.

GRÁFICO 4

Remuneración por asalariado



Fuente: Eurostat.

Asimismo, aunque los indicadores de productividad aparente del trabajo se encuentran influidos a corto plazo por la evolución del empleo, la ralentización observada en el conjunto del período señala las carencias de la economía europea en el ámbito de la innovación e incorporación de nuevas tecnologías. En estas condiciones, el escaso crecimiento de los márgenes en el período más reciente, aunque puede responder en parte a aumentos en el grado de competencia en los mercados de bienes y servicios, parece, en gran medida, una consecuencia de las rigideces que impiden una mayor flexibilidad de los salarios y un avance superior de la productividad.

23.10.2003.

Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda

Este artículo ha sido elaborado por Ana Buisán, Juan Carlos Caballero y Noelia Jiménez, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, las exportaciones han ido adquiriendo un peso creciente en la actividad económica, lo que ha supuesto que se otorgue una gran importancia al análisis de los determinantes de su evolución. Cuando se efectúa ese análisis, a menudo se consideran únicamente como variables determinantes aquellas que afectan a la demanda de exportaciones, en particular la competitividad y la demanda exterior. De esta forma, no se tienen en cuenta los factores que pueden influir sobre la oferta de exportaciones y habitualmente se realiza el supuesto de que la elasticidad de dicha oferta sea infinita, esto es, que las empresas exportadoras están dispuestas a satisfacer cualquier cantidad de producto que se les demande al precio vigente en el mercado, que les viene dado. Sin embargo, esa forma de proceder presenta ciertas limitaciones, pues supone renunciar *a priori* a utilizar la información referida al comportamiento de los oferentes, sin contrastar su posible relevancia en la evolución de las ventas al exterior. El objetivo del presente artículo es profundizar en el análisis de las exportaciones, permitiendo que las ventas al exterior puedan influir sobre los precios de exportación, para lo cual se estima un modelo biecuacional oferta-demanda en el que los precios y cantidades se determinan conjuntamente, lo que permitirá establecer hasta qué punto la oferta es importante para fijar la cantidad exportada de un país. En particular, se estima un modelo biecuacional y multivariante con mecanismo de corrección del error para ocho países de la UEM con datos trimestrales de exportaciones de manufacturas desde comienzos de los años ochenta.

El artículo tiene la siguiente estructura: en la sección 2 se desarrolla el modelo teórico; en la 3 se describen las variables utilizadas y se analiza su evolución a lo largo del periodo muestral; en la sección 4 se presentan los resultados econométricos; en la 5 se muestran unos ejercicios de simulación; y, finalmente, en la sección 6 se resumen las principales conclusiones del artículo.

2. MARCO TEÓRICO Y VARIABLES UTILIZADAS

Siguiendo a Goldstein y Khan (1976) se parte de un modelo de dos áreas (un país y el resto del

(1) Este artículo es un resumen de un documento de próxima aparición.

mundo), en el que el primero produce un bien que se puede exportar o consumir dentro del país y el segundo puede comprar las exportaciones del otro o los bienes de producción nacional.

La función de demanda de exportaciones proviene de la solución del problema de maximización de la utilidad del consumidor sujeta a su restricción presupuestaria, de tal forma que la cantidad de exportaciones del país i demandada por el resto del mundo (Xd) dependerá de los precios de exportación en moneda nacional (Px), de los precios de los bienes producidos en el resto del mundo (Px*e), y de la renta del resto del mundo (Y*e). Asimismo, se supone que el consumidor no tiene ilusión monetaria, por lo que la función de demanda se expresa en términos de la renta real y del cociente entre el precio de las exportaciones del país i y el de los bienes producidos en el resto del mundo.

Por lo que respecta a la función de oferta, se ofrecerá, lógicamente, más cantidad de producto en el exterior cuando aumente la rentabilidad de esta actividad. En la interpretación más sencilla, la cantidad ofertada por una empresa (X^s) dependerá de los precios de las exportaciones, de los costes de los factores de producción y del coste de oportunidad de vender en el mercado exterior. Para un nivel dado del precio de exportación, la rentabilidad de las ventas en el exterior cae cuando los costes de los factores de la industria que exporta aumentan. Desde un punto de vista empírico, los costes de los factores se han aproximado mediante la inclusión de un precio interior (P) —que recogería el coste de oportunidad de vender en el mercado exterior y, además, se mueve habitualmente con el coste de los factores— y de los precios de exportación de los competidores en moneda local ($Px^* \cdot e$) —que trata de incorporar el efecto sobre el coste marginal de variaciones en el tipo de cambio y en los precios de los *inputs* importados— (2). Además de como costes, Straub (2002) incluye en la función de oferta de exportación los precios de exportación de los competidores en moneda local, argumentando que, bajo la influencia de competencia imperfecta, el papel de la interacción estratégica y de *pricing to market* es relevante (3).

Algunos trabajos que estiman funciones de oferta de exportaciones, además de contener las variables de precios de exportación y costes, incluyen una medida de renta tendencial ($\bar{y}$) y/o medidas de presión de demanda (Pd). La idea que subyace en la inclusión de la primera variable es que la capacidad de exportar depende también de la capacidad que tiene la economía de producir. Es decir, cambios seculares en el nivel agregado de producción, que se originan por avances en la oferta de factores, infraestructura y productividad total de los factores, conducirán a aumentos de la oferta de exportación para cualquier nivel de precios. Por otra parte, la inclusión de una variable de presión de demanda interna en la función de oferta de exportación se fundamenta en el supuesto de que las ventas en el mercado interior podrían ser más rentables que las ventas al exterior, lo que se hallaría relacionado con la percepción por parte de los productores de un mayor riesgo asociado a las exportaciones, y en el hecho de que esta diferencia en la rentabilidad no está capturada completamente por movimientos de los precios relativos.

Por lo tanto, la cantidad demandada y ofertada de exportaciones de manufacturas (X^d y X^s) y su precio (Px) vendrán determinados por la solución del siguiente sistema de ecuaciones (4):

$$\begin{cases} X^d = d\left(y^*, \dfrac{Px}{Px^* \cdot e}\right) \\ X^s = s\left(\dfrac{Px}{P}, \bar{y}, Pd, Px^* \cdot e\right) \\ X^d = X^s \end{cases}$$

Para estimar el modelo, se utiliza una especificación de mecanismo de corrección del error en el que las relaciones de largo plazo son las transformaciones log-lineales del anterior sistema de ecuaciones.

Para cada país, las variables endógenas —exportaciones (X) y precios (Px)— son el volumen de exportación de manufacturas y los precios de exportación, considerando el comercio intra y extra-área. La variable utilizada para medir la renta exterior (y*) es un índice de mercados de exportación, obtenido como la suma de los volúmenes de importaciones de

(2) Empíricamente, se probó a utilizar los costes laborales unitarios de las manufacturas y el precio de las materias primas importadas como aproximación de los costes de los factores productivos, pero para ningún país se obtuvo una especificación de la oferta aceptable con la inclusión conjunta o separada de ambas variables.

(3) El fenómeno conocido como *pricing to market* consiste en que las empresas, en lugar de trasladar los movimientos de tipo de cambio a los precios de exportación, intentan mantener sus cuotas de mercado mediante el mantenimiento de los precios en el país importador, poniendo de manifiesto un comportamiento oligopolístico entre ellas [Dornbusch (1987)].

(4) Obsérvese que en la ecuación de oferta aparece la *ratio* entre los precios de exportación y los precios interiores y no ambos por separado.

manufacturas de cada mercado expresados en dólares constantes, ponderada por la importancia relativa que tiene ese mercado de exportación dentro de las exportaciones totales del país. El precio de exportación de los competidores ($Px^* \cdot e$) se toma directamente de la OCDE, que lo obtiene como una ponderación de los precios de exportación de los principales mercados de exportación. Como precio interior (P), se ha considerado el índice de precios industriales del subgrupo de manufacturas. El PIB potencial ($\bar{y}$) se ha tomado directamente de la OCDE y la presión de demanda (Pd) se ha obtenido como diferencia entre el índice de producción industrial observado y tendencial.

3. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DETERMINANTES DE LA OFERTA DE EXPORTACIONES

Entre las variables determinantes de la oferta de exportaciones (5) ocupa un papel destacado la rentabilidad relativa de la actividad exportadora frente a la alternativa de destinar la producción al mercado interior, medida a través de la *ratio* precios de exportación/precios industriales (6). En el gráfico 1 se representa la evolución de este cociente, así como de sus dos componentes, para los países de la UEM. En él se observa cómo, en aquellos países donde la *ratio* muestra una mayor variabilidad, esta viene causada, principalmente, por la evolución de los precios de exportación, mientras que los precios industriales muestran un comportamiento más estable. Este hecho se hallaría relacionado con las intensas fluctuaciones que han experimentado los tipos de cambio a lo largo del período considerado, mientras que los precios industriales, por el contrario, se mueven en mayor medida con las condiciones internas de cada país.

Más detalladamente, se pueden distinguir varios tipos de comportamientos. En primer lugar, cabe destacar la gran estabilidad que muestra la *ratio* en Holanda y en Bélgica —en este caso, interrumpida por un breve episodio de divergencia entre ambos precios a mediados de los ochenta—, lo que resulta coherente con su elevado grado de apertura al exterior. En Alemania y Francia se observa una tendencia ligeramente decreciente de la *ratio,* posiblemente asociada al grado creciente de competencia procedente de los competidores extranjeros, en particular de los países de la UEM que partían de una situación de desventaja en su apertura comercial. La elevada volatilidad del tipo de cambio en España e Italia y la apreciación cambiaria de la divisa austriaca explican la evolución de sus respectivos cocientes de precios internos y externos. Por último, la aceleración de precios de exportación de Finlandia en la primera mitad de los noventa, no solo está relacionada con consideraciones cambiarias —con la fuerte depreciación experimentada por el marco finlandés tras el colapso de la Unión Soviética—, sino también con el sustancial cambio registrado en la estructura de sus exportaciones: en concreto, se ha producido un descenso de las ventas al exterior del sector de papel y madera y un incremento de los equipos de telecomunicaciones, que ha provocado un aumento del precio medio de las exportaciones.

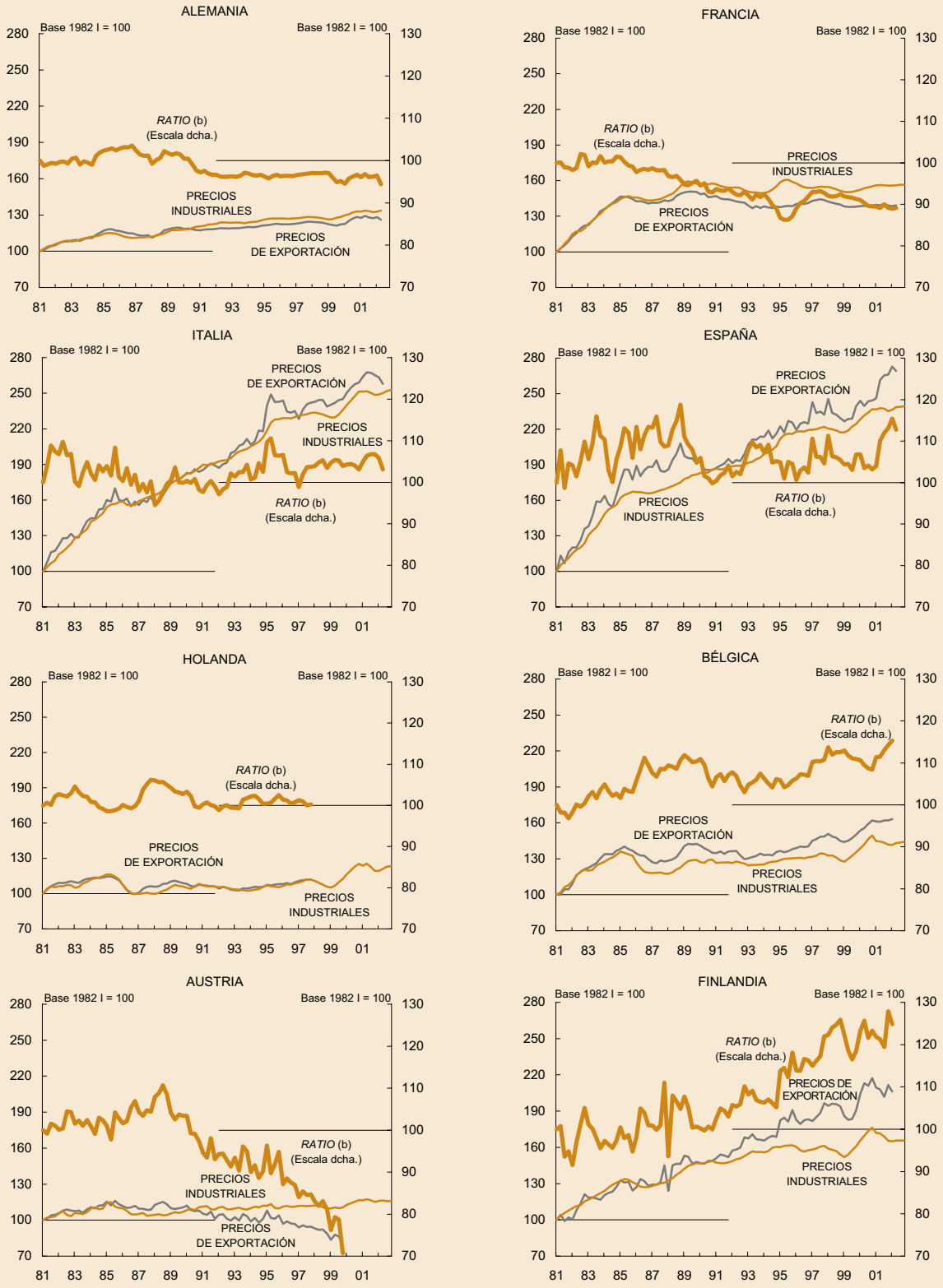
En el gráfico 2 aparece la evolución de los precios de exportación en moneda nacional de los competidores y sus componentes: una agregación de los precios de exportación de los competidores expresados en una moneda común —el dólar estadounidense— y el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) de cada país. Por lo que se refiere a la primera variable, puede observarse cómo la evolución de los precios de exportación es muy similar en los distintos países. Las pequeñas diferencias existentes se deben, fundamentalmente, a las divergencias en las tasas de inflación de los países con los que se comercia: en el caso alemán, por ejemplo, el precio medio de exportación de los competidores registra un mayor crecimiento que los precios de la producción nacional, mientras que, en un país como España, la inflación ha sido, en media y durante el período considerado, mayor que la de sus competidores —entre ellos Alemania—. Con todo, es el TCEN el que explica en mayor medida la dinámica de los precios de exportación de los competidores en moneda nacional. En relación con el comportamiento de esta variable se pueden distinguir tres grupos de países. En el primero, compuesto por España e Italia, el TCEN registra una tendencia depreciatoria, por lo que se produce un mayor incremento de los precios de los competidores cuando se expresan en la moneda nacional. En el segundo grupo, formado por Alemania, Holanda y Austria, el tipo de cambio efectivo nominal se ha apreciado durante gran parte del período, de tal forma que los precios de los competidores expresados en moneda nacional han mostrado una gran estabilidad. Por último, en Francia, Bélgica y Finlandia, el TCEN no tiene una tendencia tan definida como en los casos anteriores, lo que provoca que la evolución de los precios de exportación de los competidores

(5) Una descripción detallada de la evolución de las variables que afectan a la demanda de exportaciones se encuentra en Buisán y Caballero (2003).

(6) Ambos se refieren a manufacturas.

GRÁFICO 1

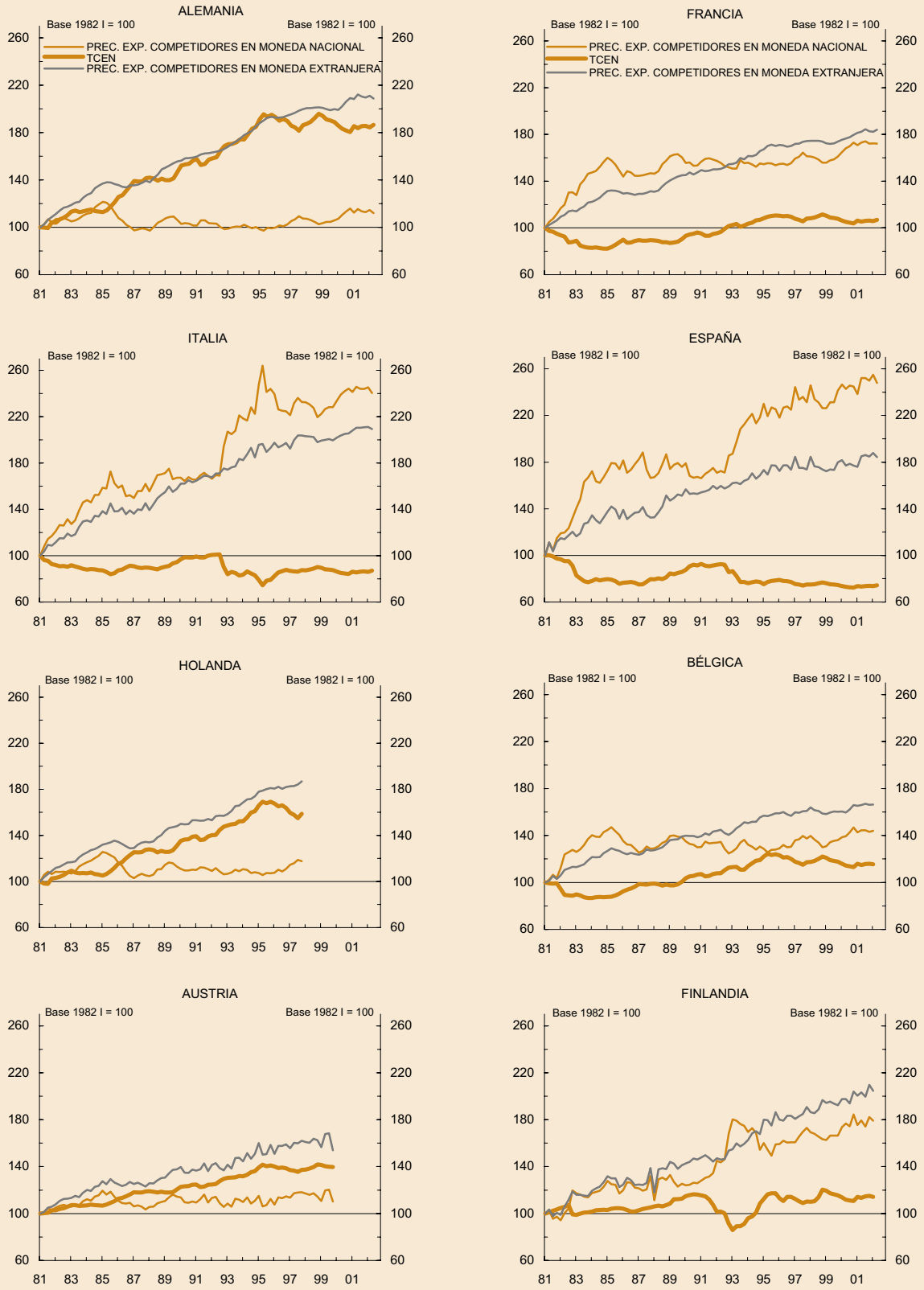
Evolución de los precios de exportación y de los precios industriales (a)



Fuentes: Eurostat y OCDE.
(a) Ambos conceptos se refieren a manufacturas.
(b) Precios de exportación/Precios industriales*100.

GRÁFICO 2

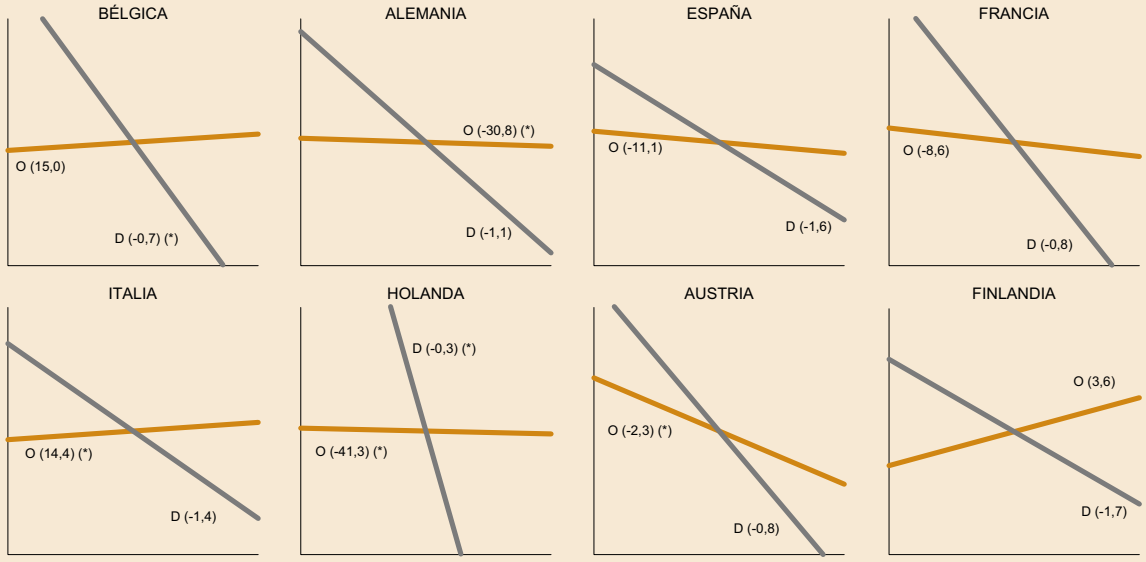
Evolución de los precios de exportación de los competidores y del TCEN



Fuente: OCDE.

GRÁFICO 3

Estimaciones de las ecuaciones de oferta y demanda de exportaciones
(Eje de abcisas, cantidades; eje de ordenadas, precios de exportación) (a)



Fuente: Banco de España.
(a) Entre paréntesis se indica el valor estimado de la elasticidad. Un asterisco señala que el coeficiente no es significativo al 5%.

sea similar, independientemente de la moneda en la que se exprese.

4. ESTIMACIONES DEL MODELO OFERTA-DEMANDA

Por lo que respecta a la demanda, en el corto plazo, mientras que la variable mercados de exportación es significativamente positiva, el volumen de exportaciones pasado y el índice de precios relativos no parecen ser relevantes en ningún país a la hora de explicar los cambios en las exportaciones reales. Por el contrario, en el largo plazo la elasticidad precio es significativamente distinta de cero en todos los casos, excepto en Bélgica y Holanda, y presenta el signo negativo esperado (véase gráfico 3). La magnitud de la elasticidad varía según el país, siendo España, Italia, Finlandia y, en menor medida, Alemania, los países más sensibles a cambios en los precios relativos. Por último, la elasticidad renta de largo plazo de la demanda es relativamente homogénea entre países y ronda el valor de uno en la mayor parte de los casos, siendo España el país que presenta mayor sensibilidad a esta variable, con una elasticidad de 1,4 (véase la parte inferior del gráfico 4).

En la función de oferta se encontró que ni la presión de la demanda interna ni la producción tendencial parecen tener un efecto significativo. El hecho más característico compartido por todos los países, excepto Finlandia y Austria, es la elevada elasticidad de la curva en el largo plazo, que se refleja en un valor muy reducido de su pendiente, como se observa en el gráfico 3. Este resultado avalaría la estimación de un modelo en el que se determinara la cantidad exportada a partir de una única ecuación de demanda de exportaciones, como el estimado en Buisán y Caballero (2003), ya que sería razonable aceptar el supuesto de elasticidad infinita de la curva de oferta. De hecho, en algunos países —Alemania, Italia y Holanda—, la pendiente no es significativamente distinta de cero. Además, aunque, en algunos casos, la pendiente estimada resulta negativa, la elasticidad en valor absoluto de la curva de oferta también es muy alta en esas ocasiones, por lo que puede mantenerse ese supuesto. Como se observa en el gráfico 4, los precios de los competidores tampoco tienen un efecto significativamente distinto de cero en el largo plazo, excepto en España y Francia, donde el impacto es de aproximadamente 0,3. En el corto plazo, únicamente los precios de los competidores tienen un impacto positivo y significativamente distinto de cero —salvo en Holanda— sobre los precios de exportación.

5. SIMULACIONES

Sobre la base de las estimaciones anteriores, se presenta a continuación un ejercicio de

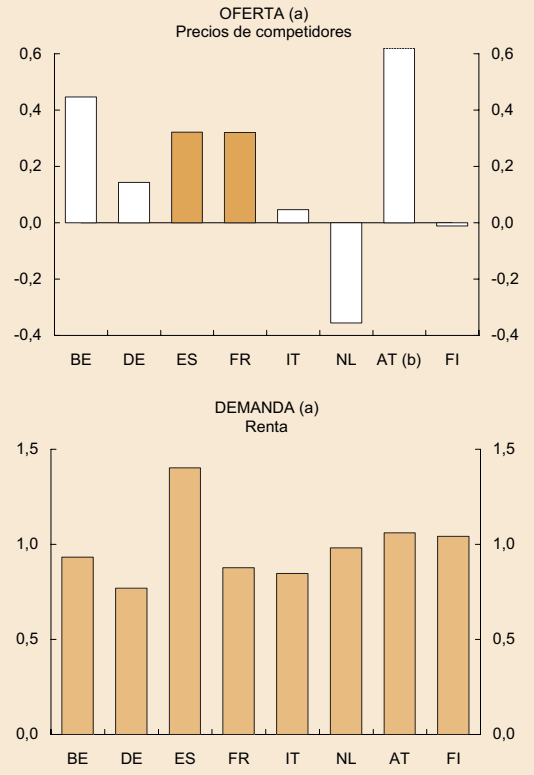
simulación con el que se pretende conseguir una idea general de las respuestas previstas por el modelo ante cambios en variables tan relevantes como la competitividad y la renta. Se han estimado las respuestas a un incremento con carácter permanente del 10% de la renta de los demandantes y a una pérdida de competitividad de un 10% como consecuencia de una rebaja de los precios de los competidores. También se han estimado los efectos cuando la pérdida de competitividad no es permanente, sino que, después de dos años, los precios de los competidores vuelven a aumentar hasta su valor inicial.

El descenso de los precios de los competidores en moneda local supone una pérdida de competitividad para los productores nacionales, que, *a priori,* debería tener como consecuencia una pérdida de volumen de exportación y un descenso de los precios. En los gráficos 5 y 6 se puede observar cómo, en general, los ajustes ante este hecho se hacen más vía cantidades que vía precios, como consecuencia de la escasa pendiente de la curva de oferta antes estimada (7). Cuando la perturbación es transitoria (gráfico 5), el descenso de las exportaciones alcanza su cota más baja en todos los países unos dos trimestres después de producirse la pérdida de competitividad, para luego, entre los trimestres 2 y 5, ir recuperándose hasta aproximadamente su nivel inicial. En particular, Francia, Italia, España y Finlandia tardan más tiempo en volver a las cantidades de partida, mientras que Alemania, por ejemplo, lo hace en el segundo trimestre muy bruscamente. Por otra parte, la magnitud del descenso de las cantidades difiere según el país: así, en Alemania, Italia, España y Finlandia, el impacto de la moderación de los precios de los competidores es más acusado que en el resto. El descenso que sufren los precios no es, sin embargo, tan acentuado. En términos generales, estos caen aproximadamente durante dos trimestres, para luego volver a la senda inicial.

Cuando la pérdida de competitividad tiene un carácter permanente (gráfico 6), Holanda y Austria se presentan como dos países con un comportamiento anómalo, con crecimiento de los precios en el primero y aumento de las exportaciones en el segundo. En la mayor parte de los países, la elevada elasticidad de la oferta supone mayores ajustes de las cantidades que de los precios, ajustes que concluyen en aproximadamente dos trimestres. La pérdida de mercados es especialmente intensa en Alemania, Italia, España y Finlandia, mientras que en Francia o Bélgica el impacto es más suave. Por su parte, los precios parecen sobrerreaccionar en un primer momento a los precios de los competidores en Francia, Italia, España y Finlandia, mientras que en el resto de países el ajuste es más gradual.

GRÁFICO 4

Otras elasticidades de largo plazo



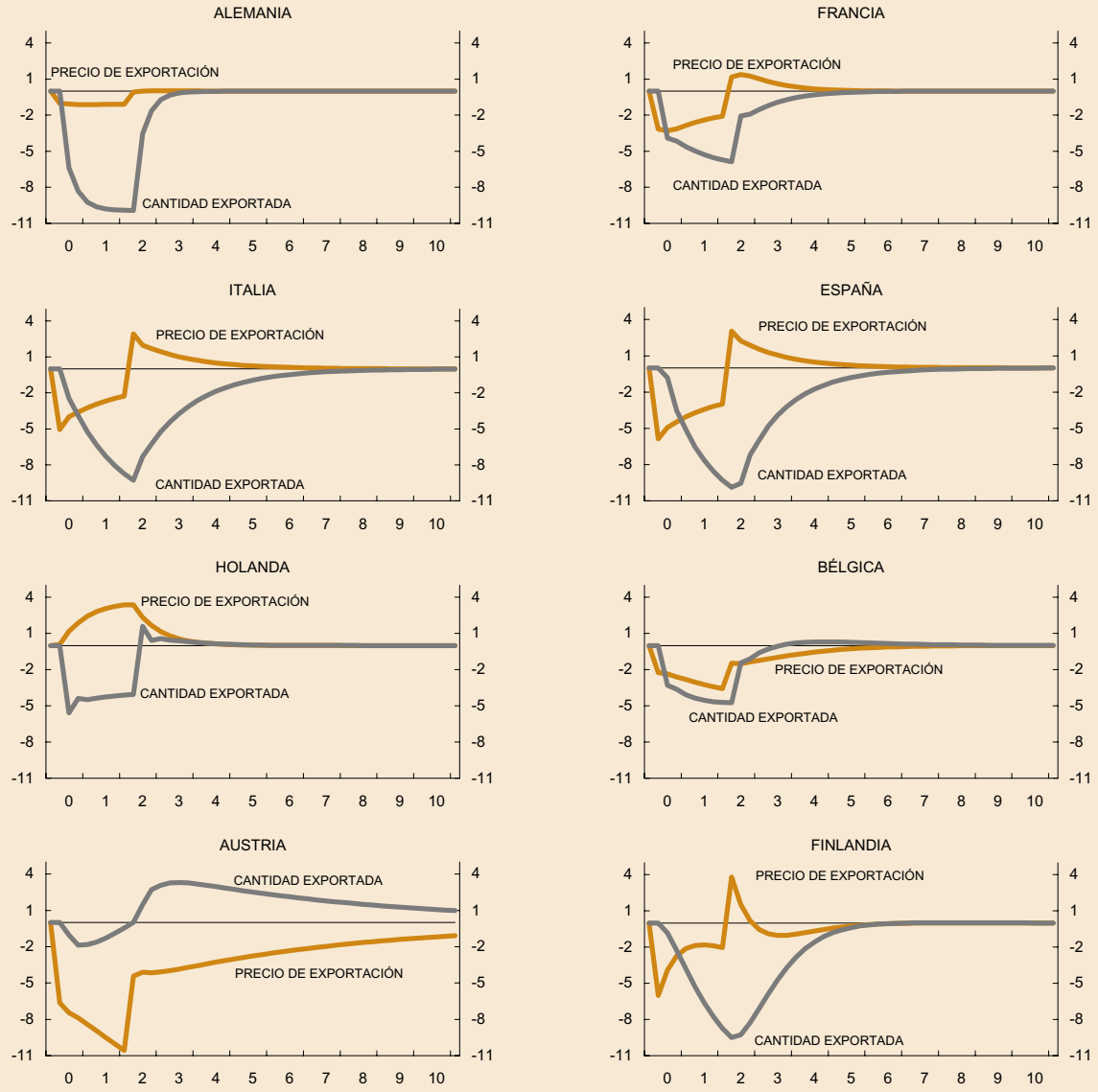
(a) En blanco se representan los coeficientes que no son significativos al 5%.
(b) El dato de Austria es 1,8.

En el gráfico 7 aparecen los efectos de un aumento de la renta de los demandantes de exportaciones sobre los precios y las cantidades exportadas. Nuevamente, la horizontalidad de la oferta hace que esta perturbación tenga un gran impacto positivo sobre las cantidades y otro de menor tamaño sobre los precios. En efecto, las cantidades exportadas se ven impulsadas en todos los países de acuerdo con la elasticidad renta estimada por el modelo. Así, España —que presenta la mayor elasticidad renta en el largo plazo— y Austria formarían un primer grupo donde el impacto es mayor, seguido de Francia, Alemania, Bélgica y Holanda y, en último lugar, Finlandia e Italia.

(7) En los gráficos se presentan las diferencias entre el comportamiento de los precios y las cantidades después del *shock* y su evolución en ausencia de la perturbación.

GRÁFICO 5

Simulación: efecto de una pérdida de competitividad del 10% durante dos años (a)



(a) Los gráficos representan la diferencia entre el comportamiento de la variable bajo un descenso durante dos años del precio de los competidores del 10% y su evolución sin el mismo.

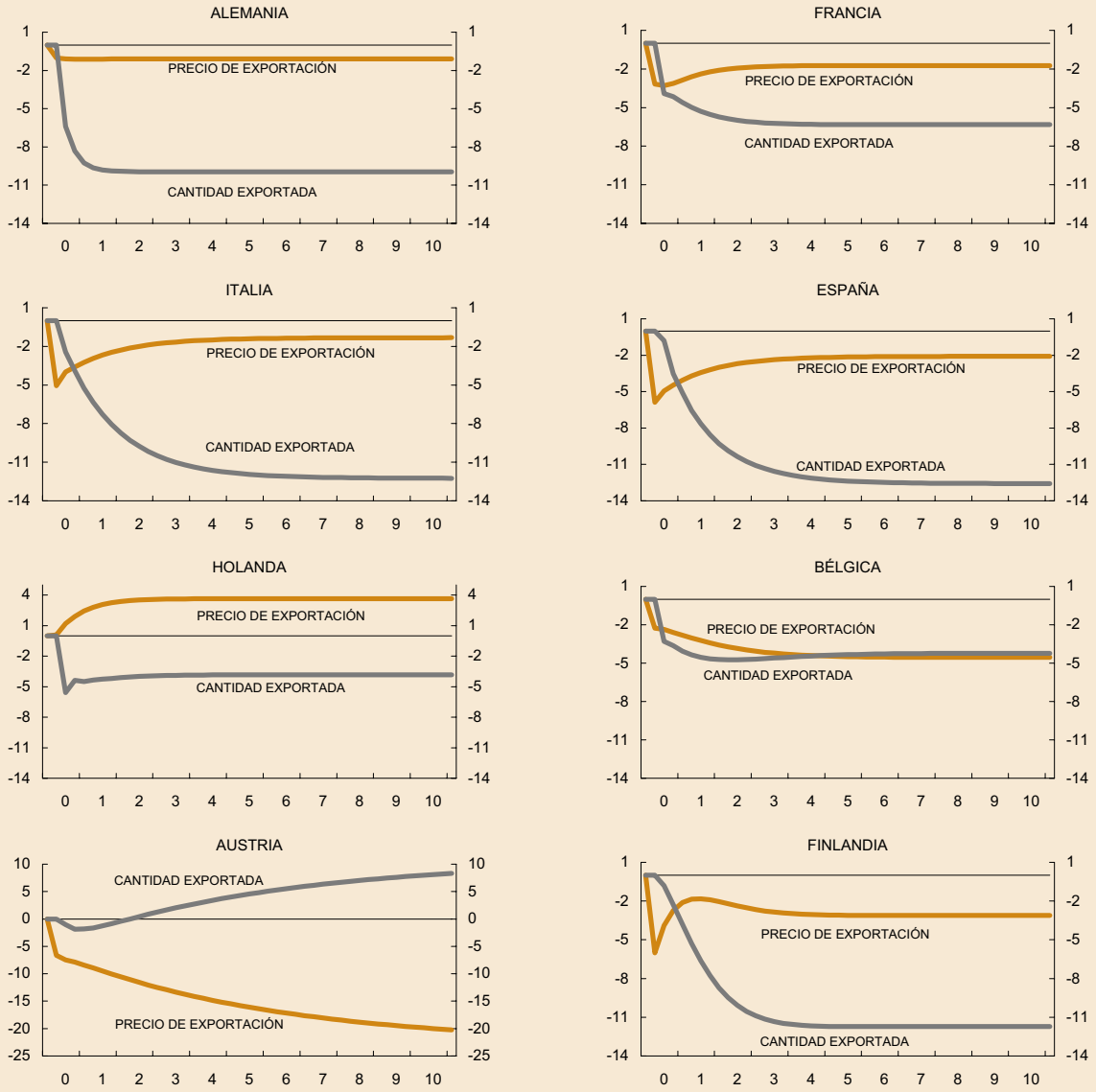
6. CONCLUSIONES

En este artículo se ha analizado el mercado de exportaciones de manufacturas para algunos países de la UEM mediante la estimación conjunta de un modelo de oferta y demanda agregada de exportaciones. La estimación se ha realizado mediante un modelo de mecanismo de corrección del error usando datos trimestrales desde comienzos de los años ochenta.

El principal resultado es la robustez que ha presentado la demanda ante distintas especificaciones de la oferta, lo que, junto con la estimación de una oferta en la mayoría de los casos muy elástica, validaría gran parte de la literatura existente sobre determinación de exportaciones, que señala cómo los productores ajustan, en general, sus ventas al exterior dependiendo de su capacidad de competir y de la evolución de la demanda mundial. Merece destacarse que ni las posibles externalidades positivas sobre los costes derivadas del crecimiento de la economía nacional, ni la presión de la demanda por parte de los consumidores nacionales ejercen un efecto apreciable sobre los precios de exportación.

GRÁFICO 6

Simulación: efecto de una pérdida de competitividad permanente del 10% (a)



(a) Los gráficos representan la diferencia entre el comportamiento de la variable bajo un descenso permanente del precio de los competidores del 10% y su evolución sin el mismo.

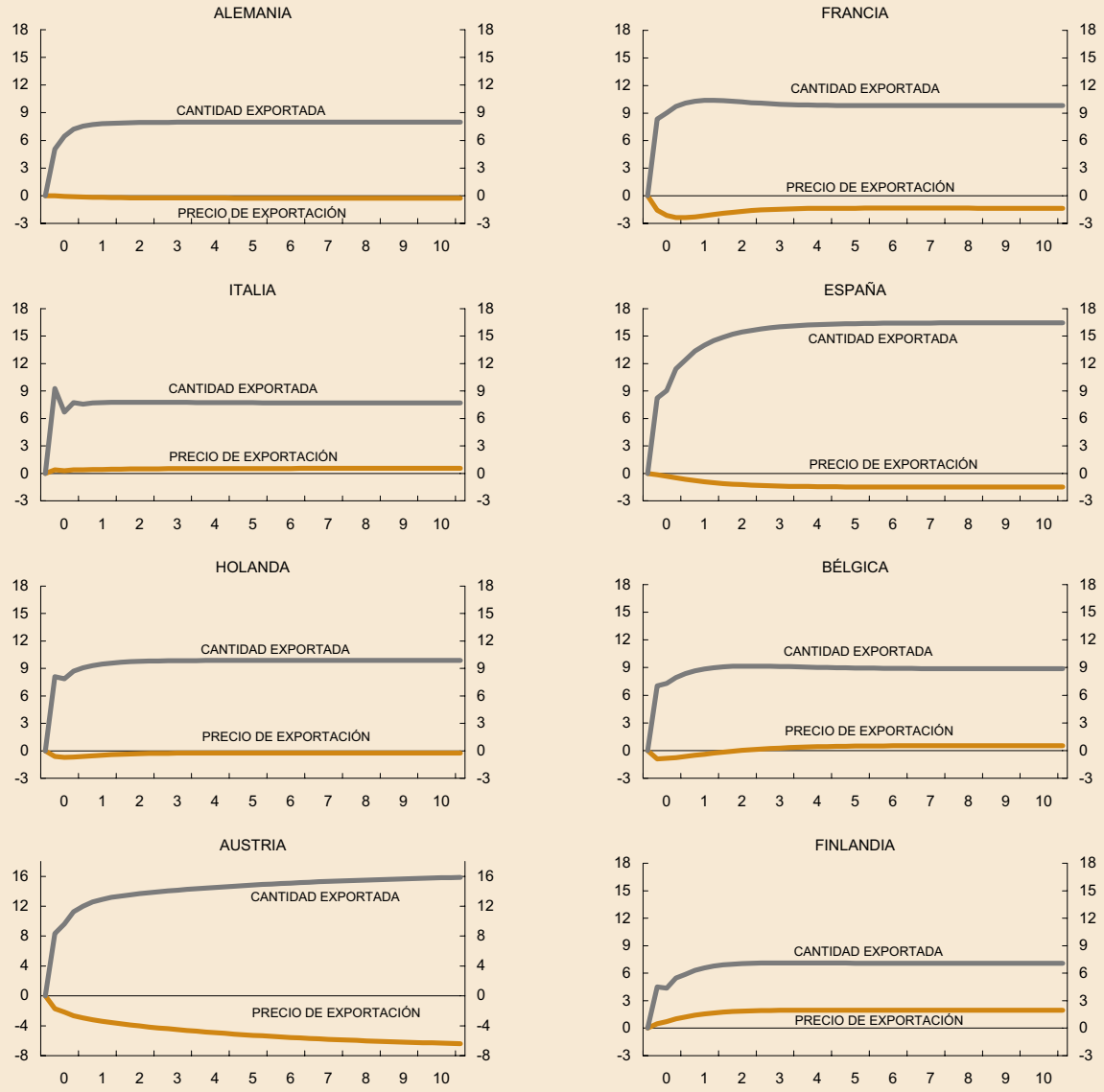
Las simulaciones que consideran el impacto de una pérdida de competitividad y de un incremento en la renta de los demandantes muestran que, debido a la pendiente casi nula de la función de oferta, los ajustes ante estas perturbaciones tienen lugar en mayor proporción mediante cambios en las cantidades, que se reducen en el primer supuesto y aumentan en el segundo. La respuesta de los precios de exportación, por el contrario, es más atenuada: en el primer caso, disminuyen ligeramente para compensar la pérdida de competitividad, mientras que, en el caso de un aumento de la renta exterior, presentan un comportamiento diverso.

La sensibilidad de las exportaciones a una pérdida de competitividad, tanto si es transitoria como permanente, es mayor en España, Alemania, Finlandia e Italia, mientras que en Bélgica y Holanda el efecto es más reducido. Estos dos últimos países también muestran una respuesta poco intensa de sus ventas al exterior a posibles perturbaciones de los mercados de exportación, que afectan de un modo muy similar a los demás países, con la excepción de España, donde la sensibilidad de las exportaciones es más acusada.

24.10.2003.

GRÁFICO 7

Simulación: efecto de un aumento de los mercados de exportación permanente del 10% (a)



(a) Los gráficos representan la diferencia entre el comportamiento de la variable bajo un incremento permanente de los mercados de exportación del 10% y su evolución sin el mismo.

BIBLIOGRAFÍA

BUISÁN, A. y J. C. CABALLERO (2003). «Un análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM», *Boletín económico*, mayo, del Banco de España.

DORNBUSCH, R. (1987). «Exchange rates and prices», *American Economic Review,* 77, pp. 93-106.

GOLDSTEIN, M. y M. S. KHAN (1976). «The supply and demand for exports: a simultaneous approach», *The Review of Economics and Statistics,* 60, pp. 275-286.

STRAUB, H. (2002). *Multivariate cointegration analysis of aggregate exports: empirical evidence for the United States, Canada and Germany,* Kiel Institute for World Economics Working Paper n.º 1101.

Evolución reciente y perspectivas de la economía japonesa

Este artículo ha sido elaborado por César Martín, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

1. RESUMEN

Desde principios de los años noventa, Japón viene atravesando un dilatado periodo de estancamiento económico, precipitado por el estallido de la burbuja financiera acumulada en la década anterior y caracterizado por un proceso deflacionario que se prolonga ya varios años a pesar de las políticas monetarias expansivas llevadas a cabo. No obstante, en el presente ejercicio se está asistiendo a un repunte de la actividad bastante más intenso del previsto. El motor del crecimiento actual es la inversión privada empresarial, apoyada en la mejoría de los beneficios empresariales y del entorno exterior. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento para el presente y el próximo ejercicio han mejorado sustancialmente, si bien persisten importantes vulnerabilidades de fondo en la economía japonesa, entre las que destacarían las consecuencias negativas del proceso deflacionario, la fragilidad del sistema financiero, el todavía elevado endeudamiento del sector empresarial y la erosión de las cuentas públicas. Todo ello podría limitar el crecimiento potencial a medio plazo de Japón y hace que la presente recuperación sea bastante dependiente del entorno exterior.

Este trabajo se ocupa de la evolución de la economía japonesa durante los últimos años y de sus perspectivas. En particular, el artículo se centra en la situación del sistema financiero y de las empresas, aspecto que influye significativamente en la capacidad de crecimiento de la inversión privada, factor determinante en el contexto actual para evaluar la capacidad de la economía japonesa de retomar una senda de crecimiento sostenido.

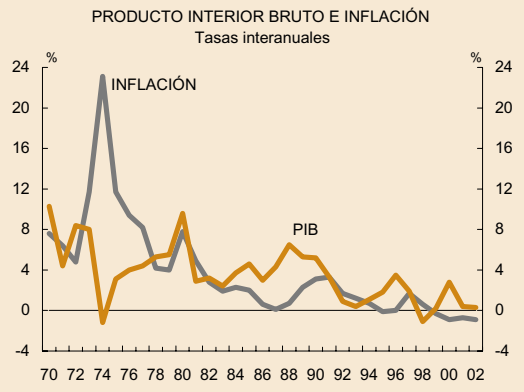
En la siguiente sección, se describe a grandes rasgos la evolución económica de Japón desde principios de la década de los noventa. Después, se pasa revista a la situación actual del sistema financiero y de las empresas. Una vez descrito el punto de partida de la economía japonesa en este año, se analizan los principales elementos que deben conjugarse para mantener el proceso de recuperación. La sección se completa con un repaso de las vulnerabilidades más relevantes de Japón en el contexto actual.

2. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA JAPONESA DESDE INICIOS DE LOS NOVENTA

Los orígenes del estancamiento de Japón se remontan al estallido de la burbuja financie-

GRÁFICO 1

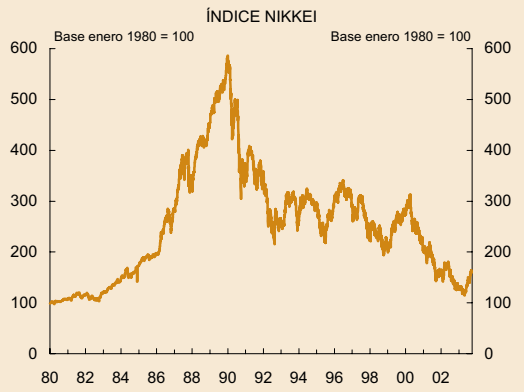
Evolución económica



Fuente: FMI.

GRÁFICO 2

Evolución de las cotizaciones bursátiles en Japón



Fuente: Bloomberg.

ra, tanto bursátil como inmobiliaria, generada durante la década de los ochenta, periodo caracterizado por una fase de crecimiento sostenido (4,1%) y de estabilización de la inflación (véase gráfico 1). Dicha expansión se realimentó por el rápido incremento del crédito bancario, facilitado por una incipiente liberalización financiera, que no estuvo acompañada de un fortalecimiento paralelo del marco prudencial y de supervisión [Okina y Shiratsuka (2002)]. Tanto las entidades bancarias como las empresas asumieron riesgos excesivos en función de unas garantías patrimoniales sobrevaloradas y concentradas en los sectores más involucrados en la burbuja especulativa. En el plano externo, la fortaleza de la economía nipona se manifestó en la apreciación del yen y en un fuerte incremento de la inversión en el exterior. Todo ello favoreció la adopción de una política monetaria laxa, con el tipo de descuento en el 2,5% hasta 1989, a pesar de las intensas subidas de los precios de los activos financieros y del suelo.

La rápida subida de la Bolsa se revirtió bruscamente en 1990 (véase gráfico 2), con una caída superior al 50% tras una fuerte subida de los tipos de interés durante 1989, precipitada por la adopción de una política monetaria más restrictiva ante el aumento de la inflación [Ahearne *et al.* (2002)]. Los riesgos contractivos asociados al estallido de la burbuja bursátil se mitigaron transitoriamente por la pujanza de los precios del suelo, cuyo ascenso contribuyó a sostener la actividad. Pero el clima económico se debilitó rápidamente a partir del tercer trimestre de 1991, al colapsarse los precios de los inmuebles.

La materialización de los riesgos latentes anteriormente mencionados deterioró significativamente la posición financiera del sector empresarial. El sistema bancario sufrió las consecuencias del aumento sustancial de la morosidad y de la pérdida de valor de sus activos [Kashyap (2002)]. Posteriormente, la rentabilidad del sistema bancario se vio perjudicada por los descensos sucesivos de los tipos de interés nominales. Todo esto debilitó el multiplicador bancario de la política monetaria y provocó la contracción de la oferta de crédito (véase gráfico 3).

Incluso después del desplome de los precios del suelo, las autoridades japonesas reaccionaron con mucha cautela. Con la información *ex post* se puede concluir que se subestimaron los posibles efectos deflacionistas del desplome de los precios de los activos, aunque también parece difícil que hubieran podido predecir ese efecto *ex ante,* ya que las expectativas de los agentes no contemplaban riesgos significativos de deflación [Ahearne *et al.* (2002)]. Así, el tipo de descuento no retornó al 2,5%, el nivel previo a las medidas restrictivas de 1989, hasta abril de 1993. Posteriormente, el tipo de intervención fue bajando progresivamente, hasta que en febrero de 1999 se adoptó la política de tipos de interés cero. Ante la falta de reacción de la economía, el Banco de Japón amplió adicionalmente la liquidez mediante la adopción de un esquema cuantitativo en marzo de 2001, que sigue en vigor y cuyos objetivos expresos son acabar con la deflación y favorecer la estabilidad financiera. Esta estrategia se instrumenta mediante la elevación de las inyecciones de liquidez en el sistema bancario y las compras de bonos públicos por parte del Banco de Japón. A pesar de ello, no ha tenido lugar una reanimación del crédito ban-

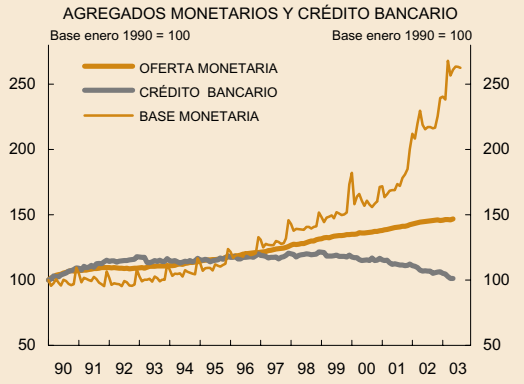
cario, que ha descendido un 9,3% durante la década de los noventa (1) (véase gráfico 3).

Desde 1992, tuvo lugar una ralentización significativa de la actividad (la tasa media de crecimiento de los noventa se situó en solo el 1,3%), que, de hecho, se deterioró aún más a finales de la década de los noventa (véase gráfico 1). La subida del IVA en 1997 y la crisis asiática, también en dicho año, elevaron la incertidumbre y deprimieron la demanda agregada, de modo que Japón atravesó una fuerte recesión. La brusca caída de la Bolsa afectó sensiblemente a la posición financiera de la banca privada, perjudicada también por un aumento significativo de la morosidad. En respuesta, las entidades liquidaron una porción significativa de sus inversiones externas, ya que optaron por priorizar la actividad interna, dada su estrecha relación con las corporaciones industriales japonesas [Peek y Rosengren (2000)]. Tras el breve repunte de la actividad en el año 2000 (el PIB creció un 2,3%), la economía japonesa se deterioró de forma intensa tras los atentados del 11 de septiembre. La contracción del comercio internacional perjudicó gravemente las exportaciones japonesas, que cayeron un 6,1% anual. A su vez, el deterioro del entorno exterior y la elevada incertidumbre afectaron negativamente al mercado bursátil, lo que terminó por trasladarse a los balances bancarios. Ello llevó al Banco de Japón a instrumentar un programa de compras de acciones en poder de la banca privada en 2002, con la finalidad de impedir que los problemas bancarios se hicieran más profundos. En este clima, la formación bruta de capital se resintió significativamente, sobre todo en 2002, año en el que la inversión cayó un 4,8%, a raíz de los esfuerzos de las empresas por sanear su balance y de la persistencia de la incertidumbre internacional. Como resultado, el PIB solo creció un 0,1% anual, a pesar de la recuperación de las exportaciones. En consecuencia, el balance económico entre 1998 y 2002 fue bastante pobre, con un crecimiento medio anual de solo el 0,5%.

El estancamiento económico y la instrumentación de políticas fiscales expansivas (2) en todos estos años deterioraron seriamente las cuentas públicas, con déficit públicos superiores al 7% del PIB en los últimos años y una deuda bruta que alcanzó el 143% del PIB en 2002, el nivel más elevado de la OCDE (3). Asimismo, la situación patrimonial de los gobiernos regionales y de las agencias públicas es especialmente delicada, lo que limitaría eventualmente los recursos disponibles para acometer la reestructuración del sistema bancario.

GRÁFICO 3

Política monetaria
Evolución de los agregados monetarios



Fuente: Banco de Japón.

Por último, durante los últimos años se ha reducido significativamente la tasa de crecimiento potencial de la economía japonesa, que, según algunas estimaciones, habría pasado de un 4% a principios de los noventa a aproximadamente un 1% [OCDE (2002)], lastrada por la trayectoria descendente de la productividad, el elevado endeudamiento público, un entorno excesivamente regulado y los escasos avances en el saneamiento de los sectores financiero y empresarial. Estas características han configurado una estructura económica dual, con un sector exportador, dinámico y productivo, que coexiste con un sector interno protegido y cuya productividad es inferior a la media de los países avanzados [OCDE (2002)]. Adicionalmente, las autoridades cuentan con un margen de maniobra sumamente estrecho, dada la situación de tipos de interés nominales nulos y el deterioro fiscal.

3. LA SITUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO Y DE LAS EMPRESAS

Las pérdidas asociadas al estallido de la burbuja financiera y el estancamiento económi-

(1) Un análisis más detallado del estallido de la burbuja financiera se puede encontrar en García Herrero y Martín (2003).

(2) A pesar del incremento del gasto público, distintos análisis subrayan que el impacto efectivo de los paquetes fiscales ha sido bastante más reducido que las previsiones oficiales.

(3) La debilidad financiera del sector público se matiza cuando se tiene en cuenta que la deuda pública neta es de solo el 62,7% del PIB y que los tenedores extranjeros de deuda, totalmente denominada en yenes, solo poseen entre el 5% y el 6% del total. No obstante, el crecimiento de la deuda neta ha sido bastante más intenso en Japón que en EEUU y en la UE.

co provocaron un claro empeoramiento de la posición patrimonial de las entidades financieras y de las empresas, que aún se mantiene.

El conjunto del *sistema financiero* —banca privada, pública y sector asegurador— está aquejado de graves problemas, que han conducido a la contracción del crédito y a la pérdida de efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El impacto económico es muy relevante, ya que el crédito bancario sigue siendo la principal fuente de financiación empresarial [52% del total (FMI, 2002)]. No obstante, se aprecia una dicotomía entre la industria tradicional, más expuesta a la contracción del crédito, y los sectores de transporte, exportadores y de alta tecnología, que han experimentado un repunte del mismo, al tiempo que han podido acceder a la financiación directa a través del mercado de capitales [FMI (2002)].

En el caso de la *banca privada,* aunque se han registrado algunos avances en la posición de capital y en la reducción de la morosidad bajo el Programa de Revitalización Financiera, la situación patrimonial sigue siendo frágil [FMI (2003a)]. Las pérdidas acumuladas desde el estallido de la burbuja se estiman en el 16,5% del PIB, y, según cifras oficiales, los préstamos fallidos de las entidades más importantes supusieron en marzo de 2003 un 7,2% de su cartera total de créditos (4). La calidad del activo bancario está sujeta a fuertes fluctuaciones, a causa de su elevada sensibilidad a las cotizaciones bursátiles (5) y a las variaciones en los tipos de interés. Además, las entidades recurren a los impuestos diferidos para sostener sus *ratios* de capital (6), pero la aplicación de auditorías más estrictas puede poner en una situación difícil a los bancos. Así, en mayo de 2003 las autoridades intervinieron el banco Resona, la quinta entidad de Japón por tamaño, después de que una contabilización más rigurosa de los impuestos diferidos supusiera una caída de su *ratio* de capital ponderado por activos al 2%, por debajo del 4% requerido por la Agencia de Supervisión de Japón a los bancos que no operan en el exterior (7).

La recuperación del sistema bancario está limitada por una serie de factores, tanto de carácter macroeconómico como relativos a la estructura del sistema financiero, que reducen la rentabilidad de la banca. Entre los primeros, destacarían los siguientes: *a)* la debilidad de la economía, que mantiene en una posición frágil a buena parte del sector empresarial, en especial los sectores tradicionales ligados a la demanda interna; *b)* la deflación, que reduce los márgenes bancarios y eleva la morosidad, a raíz del aumento de la carga real de la deuda; y *c)* los tipos de interés nulos, que facilitan la supervivencia de prestatarios insolventes. Entre los segundos, cabría mencionar, por una parte, la competencia de la banca pública, que no carga comisiones y retiene una porción significativa del negocio bancario (8), y, por otra, la incidencia negativa de los elevados costes laborales y del escaso grado de innovación.

La situación de las entidades que componen el *sistema financiero público* es, en algunos casos, delicada, pues soportaron grandes pérdidas tras el desplome de los precios de los activos. Según ciertas estimaciones, las pérdidas potenciales de las entidades financieras públicas podrían ascender al 15% del PIB [Kashyap (2002)]. Esta situación, junto con la competencia que ejercen sobre el sector privado, muestra la necesidad de racionalizar el sistema financiero público, un proceso que se enfrenta a importantes resistencias derivadas de su popularidad y de su papel en la financiación del gasto público.

También atraviesa por dificultades el *sector del seguro,* cuyos activos se elevan al 30% del PIB, a raíz, básicamente, de la corrección a la baja de las perspectivas de rendimiento de sus inversiones. Las participaciones cruzadas con la banca privada y su importante exposición a la Bolsa amplifican la vulnerabilidad del sector y del conjunto del sistema financiero. En este caso, las entidades públicas también retienen una porción significativa del mercado.

La recuperación del sistema financiero depende de la evolución de la *posición económica y financiera de las empresas,* dado el peso de los préstamos concedidos por la banca a las empresas (cerca del 75% del total). No obstante, los avances que han tenido lugar en el proceso de consolidación empresarial no han sido suficientemente intensos [FMI (2003b)]. Persiste un elevado grado de endeudamiento, particularmente en las pequeñas y medianas empre-

(4) Las estimaciones privadas arrojan cifras bastante superiores. Por ejemplo, en mayo de 2000, la estimación oficial de la cartera de créditos fallidos de la banca fue de 30,8 billones de yenes, frente a los 53,8 billones de yenes estimados por la agencia de calificación Fitch Ibca.

(5) Las carteras de acciones de los principales bancos supusieron, en marzo de 2003, cerca del 100% del capital Tier-1.

(6) Se estima que representan aproximadamente un 50% del capital Tier-1 de los grandes bancos.

(7) Para las entidades que operan en el exterior, es del 8% ponderado por activos, en consonancia con el Acuerdo de Basilea.

(8) La banca pública japonesa es la más importante, con diferencia, de las economías avanzadas. Por ejemplo, en el caso del crédito a la vivienda, la Corporación de Préstamo Hipotecario contabiliza el 40% del préstamo total.

CUADRO 1

Situación financiera de las empresas

%

	1990	1995	2000	2001	2002
Ratio deuda/acciones	228	219	169	157	155
Rendimiento sobre activos (ROA)	4,9	3,0	3,4	2,9	2,8
Rendimiento sobre acciones (ROE)	18,5	10,6	12,4	10,2	10,2

Fuente: FMI (2003).

sas. Así, aunque la *ratio* deuda/acciones se redujo de un 228% en 1990 a un 155% en 2002, continúa siendo bastante más elevada que en otras economías avanzadas (véase cuadro 1). A pesar del repunte de los beneficios empresariales desde el último trimestre de 2002, la rentabilidad del conjunto del sector sigue siendo débil, lastrada por el exceso de capacidad existente (véase gráfico 4). La mejoría de la capacidad de pago de las empresas ha dependido, en buena medida, de la notable reducción de los tipos de interés de los créditos (2% en 2002, frente a un 6,8% en 1991). Por otro lado, el análisis agregado esconde importantes diferencias entre los distintos sectores empresariales, ya que la situación financiera de las pequeñas y medianas empresas no manufactureras es bastante más delicada [FMI (2003b)]. Por ello, buena parte del sector continúa siendo vulnerable a una subida significativa y prolongada de los tipos de interés.

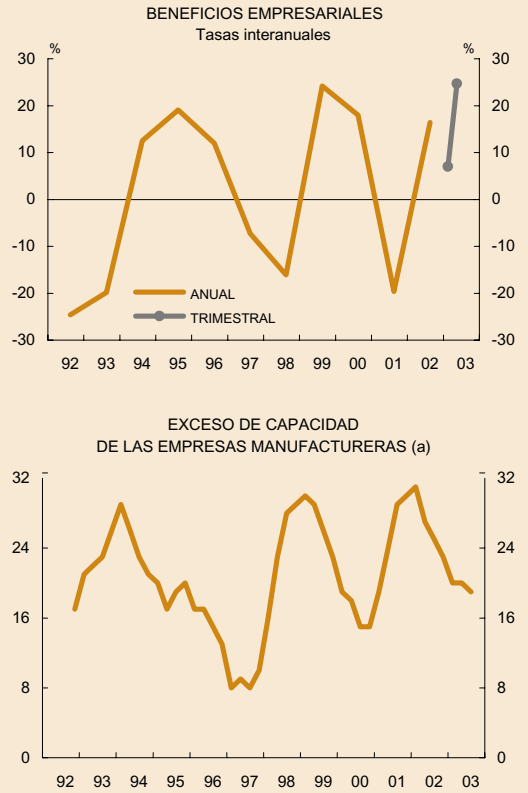
La resolución de los problemas del conjunto del sistema financiero requiere la adopción de una reestructuración integral, dada la interrelación entre el sistema financiero y el sector empresarial. Resulta necesario solventar la cuestión de los préstamos fallidos de las entidades bancarias, mejorar su seguimiento del riesgo de crédito, fortalecer su capital y rentabilidad y acometer la racionalización de las agencias públicas, así como la consolidación del sector financiero privado, aquejado de exceso de capacidad. Para facilitar todo este proceso se requieren en paralelo avances sustanciales en el saneamiento del sector empresarial, pero diversos factores obstaculizan esta tarea, como, por un lado, el relativamente escaso grado de competencia interna en Japón y la rigidez de su mercado laboral, y, por otro, la renuencia de las autoridades a ejercer medidas que puedan resultar lesivas en el corto plazo.

Las decisiones adoptadas en los últimos años, si bien están encaminadas en la dirección adecuada, son de carácter parcial. Por el lado de la banca privada, ha tenido lugar un sensible aumento del reconocimiento de préstamos fallidos [FMI (2003a)], particularmente en las grandes entidades, pero resulta necesario mejorar el nivel de transparencia de las inspecciones y elevar su exigencia. Así, de acuerdo con estimaciones oficiales, la aplicación de criterios más estrictos llevaría a un incremento del 13,2% del total de créditos fallidos [OCDE (2002)]. En lo que se refiere al saneamiento empresarial, el gobierno creó recientemente una Corporación de Revitalización Industrial, cuyo objetivo es la compra de la cartera de créditos de empresas juzgadas como viables, para proceder posteriormente a su reestructuración. La efectividad de esta medida depende de que los recursos y la transparencia en su gestión alcanzen unos niveles adecuados.

El avance insuficiente en el saneamiento de los sectores financiero y empresarial ha contribuido a difuminar la frontera entre las políticas monetaria y prudencial, con la instrumentación de una serie de medidas heterodoxas destinadas a sostener a la banca privada y a potenciar canales de financiación empresarial alternativos al crédito bancario. Ante la fuerte caída de la cotización de las acciones de la banca privada en 2002, se concedió al Banco de Japón la facultad de comprar paquetes de acciones en manos de los bancos por un total de siete billones de yenes (cifra superior al 5% del balance actual del Banco de Japón) y por un plazo que se ha prorrogado hasta septiembre de 2004. A partir de agosto de 2003, la autoridad monetaria tiene la facultad de adquirir directamente papel comercial por un monto total de un billón de yenes, con el objetivo de potenciar el mercado de titulización de las pequeñas y medianas empresas. Las medidas anteriores plantean algunos interrogantes sobre su efectividad, que por el momento es incierta. Además, estas medidas plantean la cuestión de una posible pérdida de credibilidad y de margen de maniobra del Ban-

GRÁFICO 4

Determinantes de la inversión
Beneficios de las empresas y exceso de capacidad



Fuente: Banco de Japón.
(a) Indicador de la encuesta Tankan. Un valor positivo supone exceso de capacidad.

co de Japón, debido a los riesgos acumulados en su balance, cuya gestión podría, potencialmente, entrar en conflicto con los objetivos de la política monetaria (9). Finalmente, las acciones de este tipo pueden retrasar las reformas estructurales, al proporcionar soluciones transitorias y parciales.

En resumen, el conjunto del sistema financiero japonés continúa presentando una situación delicada, que lastra la recuperación económica y bloquea la efectividad de la política monetaria. La interrelación entre la banca, el sector asegurador y las entidades financieras públicas subraya la necesidad de adoptar una estrategia de saneamiento más amplia, ya que los pasos que se han dado hasta ahora son insuficientes.

(9) En la actualidad, las tenencias de bonos públicos por parte del Banco de Japón ya representan el 68% de su activo, a lo que hay que añadir las compras de acciones y de títulos de medianas y pequeñas empresas.

4. LA RECUPERACIÓN EN EL 2003. CARACTERÍSTICAS Y ELEMENTOS DE FRAGILIDAD

4.1. Características

A pesar de la fragilidad de la economía en los últimos años y de la debilidad del sistema financiero, Japón está registrando un crecimiento bastante superior al previsto inicialmente, en particular en el segundo trimestre, si bien hay signos de una cierta desaceleración en el tercero, propiciada, al menos parcialmente, por factores climáticos transitorios que incidieron negativamente en el consumo privado.

En el primer trimestre de 2003, el crecimiento fue débil (véase cuadro 2), lastrado por las incertidumbres generadas por las tensiones geopolíticas internacionales y por el posible impacto del SARS en las economías asiáticas. Pero, a continuación, el dinamismo de la actividad mejoró sensiblemente, con un crecimiento interanual del 3% en el segundo trimestre. Esta mejoría se ha reflejado en un ascenso significativo de los indicadores de confianza y de la inversión empresarial, facilitado por el saneamiento financiero realizado por buena parte del sector manufacturero durante los años anteriores y las perspectivas de mejoría del entorno exterior. Además, de acuerdo con las encuestas más recientes, las empresas prevén planes de inversión adicionales para el año fiscal 2003 (que finaliza en marzo de 2004).

Aunque gracias a la formación de capital la demanda interna está siendo el principal motor del crecimiento, el consumo privado mantiene una tasa de crecimiento moderada (véase cuadro 2). Su aceleración precisa una mejoría más clara de la creación de empleo, todavía incipiente, que permita compensar las pérdidas de renta derivadas de la deflación, pero sin basarse en un crecimiento de los costes laborales, que cuestionaría la recuperación de los beneficios empresariales, necesarios para sostener la inversión. Por el contrario, el dinamismo de las exportaciones se moderó sensiblemente en el segundo trimestre de 2003, a causa de la debilidad del comercio con las restantes economías asiáticas derivada del SARS y de la tensión geopolítica. Para lo que resta de año, es previsible una reactivación del comercio externo, apoyada en la recuperación de dichas economías y en el dinamismo de EEUU.

En los últimos meses ha tenido lugar una reducción de las presiones deflacionistas, reflejada tanto en los precios de consumo como al por mayor. Así, la inflación subyacente se situó en agosto en el –0,1% interanual, frente a un –0,8% en diciembre de 2002. No obstante,

todavía sería apresurado concluir que se ha iniciado una reversión definitiva de la deflación, ya que la moderación de la caída de los precios se ha debido parcialmente a factores transitorios, relacionados con subidas de tarifas públicas y de los precios de las materias primas. Asimismo, persiste un importante grado de exceso de capacidad en la economía japonesa, que limita el recorrido al alza de los precios (véase gráfico 4).

El comportamiento de las variables financieras a lo largo del año ha sido, en general, bastante positivo. Las cotizaciones bursátiles subieron un 19% hasta finales de septiembre, si bien su nivel es todavía bastante inferior al de finales de 2000 (desde esa fecha la caída acumulada fue del 26%). La subida de la Bolsa estuvo favorecida por una reasignación de carteras a favor de la renta variable y por la mejoría de la confianza económica. El buen comportamiento de las acciones ha permitido compensar los efectos negativos sobre el balance bancario de la reciente subida de los tipos de interés a largo plazo, que se han situado en el entorno del 1,4%, tras alcanzar mínimos históricos ligeramente superiores al 0,4% en junio. En cuanto al tipo de cambio, las autoridades japonesas intervinieron a lo largo del año para contener la tendencia apreciatoria del yen frente al dólar, de manera que su evolución se separó de la del euro. Sin embargo, las recientes declaraciones del G-7 a favor de una mayor flexibilidad cambiaria propiciaron una súbita y fuerte apreciación del yen a finales de septiembre, con riesgos potenciales para la economía japonesa, como se verá en el siguiente apartado. Ello ha motivado nuevas intervenciones de las autoridades japonesas para contener la revalorarización excesiva del yen frente al dólar, que solo en septiembre supusieron 40,8 mm de dólares.

4.2. Elementos de fragilidad

Aunque la posición coyuntural de la economía japonesa ha mejorado de forma significativa, todavía persisten importantes vulnerabilidades de fondo que pueden limitar el alcance de la recuperación. En primer lugar, se analizan los factores que podrían bloquear la recuperación de la inversión empresarial, principal motor del crecimiento en los últimos trimestres. Posteriormente, se repasan otras áreas de fragilidad, como la situación de las cuentas públicas y del sistema financiero, el proceso deflacionario y, por último, una apreciación sostenida del yen, que puede llevar a una pérdida de competitividad de las exportaciones japonesas. Estos riesgos no son excluyentes entre sí; al contrario, la emergencia de cualquiera de ellos puede propiciar la aparición de los restantes, al deteriorar el clima económico.

CUADRO 2

Evolución económica reciente de Japón (a)

%

	2000	2001	2002	2003	
				I TR	II TR
PIB	**2,8**	**0,4**	**0,1**	**2,9**	**3,0**
Demanda interna	2,4	1,1	-0,6	2,4	2,7
Consumo privado	1,0	1,7	1,4	1,2	1,4
Consumo público	4,7	2,6	2,3	1,4	1,0
Formación de capital	2,7	-0,9	-4,8	1,6	6,1
Exportaciones	12,4	-6,1	8,2	12,5	5,9
Importaciones	9,5	0,1	2,0	8,4	3,1

Fuente: Estadísticas nacionales.
(a) Tasas interanuales.

La *inversión empresarial* está teniendo un papel relevante en el proceso de crecimiento acutal, aunque su recuperación está siendo relativamente débil si se tiene en cuenta su reducido nivel de partida. Este comportamiento se explica por una serie de factores, que contribuyeron al estancamiento de la inversión durante los últimos años [Banco de Japón (2003)]. Entre ellos, destacan los siguientes: *a)* el amplio exceso de capacidad de la economía japonesa; *b)* la disminución de las expectativas de rendimiento de la inversión, derivada de la debilidad de la economía; *c)* la caída de los precios de los activos, que ha provocado el deterioro de los balances empresariales; y *d)* la fragilidad del sector bancario y el escaso desarrollo de vías alternativas de financiación empresarial, sobre todo para las pequeñas y medianas empresas. La solidez de la inversión depende, en buena medida, de la situación financiera de las empresas, cuya mejora facilitaría la consolidación del sistema bancario y la consiguiente reanimación del crédito. Pero, como se analizó en la sección precedente, la posición del conjunto del sector empresarial sigue siendo frágil, vulnerable a aumentos bruscos de los tipos de interés o a una apreciación significativa y sostenida del yen. Por todo ello, no se puede descartar que la reciente mejoría de la inversión sea solo transitoria, a pesar del fuerte crecimiento de los ingresos empresariales.

Otros dos riesgos relacionados entre sí son la *erosión de las cuentas públicas y la fragilidad del sector financiero,* que implica costes potenciales significativos para el sector público, derivados de posibles operaciones adicionales de rescate de entidades financieras de

cierto tamaño. Los riesgos relacionados con esta área de fragilidad pueden llegar a emerger de forma súbita, a raíz de un deterioro de las expectativas de los agentes, y su impacto económico depende de la evolución de las variables financieras y de la reacción de las autoridades japonesas. En este punto, hay que señalar que las autoridades han desarrollado una serie de mecanismos conducentes a evitar episodios de turbulencia financiera, mediante ampliaciones sustanciales de la liquidez (10) y un esquema de garantía de depósitos muy amplio (11). Pero la hipotética adopción de medidas heterodoxas —por ejemplo, encaminadas a sostener la cotización bursátil de las entidades financieras— podría acrecentar la incertidumbre entre los agentes y deteriorar aún más la posición financiera del sector público o de la autoridad monetaria.

La *deflación* en Japón tiene su origen en la debilidad de la demanda interna y, al mismo tiempo, realimenta la atonía económica a través de una serie de mecanismos. La caída de los precios eleva la carga real de la deuda, constriñe los márgenes empresariales, reduce la efectividad de la política monetaria, particularmente una vez alcanzado el límite cero de los tipos de interés nominales, y erosiona la posición del sector público, ya que se reducen los ingresos en términos nominales y aumenta su endeudamiento en términos reales. Por otro lado, si bien los bajos tipos nominales de interés contribuyen a la estabilidad financiera, tambien tienen consecuencias adversas, ya que inciden negativamente sobre la rentabilidad bancaria y obstaculizan la estimación del riesgo de crédito. La estimación de los costes económicos provocados por la deflación y el límite cero de tipos de interés nominales es una tarea difícil, pero con bastante seguridad alcanzan una magnitud significativa. Así, la desviación al alza de los tipos de interés reales respecto a las tasas derivadas de una regla de política monetaria óptima habría ocasionado una pérdida acumulada de hasta 6 puntos porcentuales del PIB durante el periodo 1998-2002 [FMI (2003c)].

Finalmente, una *apreciación del yen* de carácter significativo y sostenido supone un elemento de riesgo que puede llegar a ser relevante. En los últimos tiempos, el yen se ha apreciado hasta niveles máximos de los últimos tres años. La última vez que se situó en esos niveles, la actividad terminó resintiéndose a causa de la desaceleración de las exportaciones, intensificada tras los ataques del 11-S. En el contexto actual, la apreciación del yen podría limitar el dinamismo de la actividad, al afectar de forma negativa a la competitividad de las exportaciones, con efectos perniciosos sobre la producción industrial y los beneficios empresariales, que finalmente redundarían en una disminución de la rentabilidad de los proyectos de inversión empresarial (12). La apreciación de la divisa podría llegar a bloquear también la reversión del proceso deflacionario, si bien ello requeriría una pérdida de competitividad bastante significativa (13). Además, la fortaleza del euro limita parcialmente el impacto de una apreciación frente al dólar sobre la competitividad global japonesa, ya que las exportaciones hacia la zona euro supusieron en 2002 un 11% del total (las destinadas a EEUU representaron un 29,2%).

En resumen, las perspectivas de crecimiento de Japón han mejorado sensiblemente en los últimos tiempos, gracias al buen comportamiento de la inversión empresarial y a la mejoría del entorno exterior. Pero, para que el proceso de recuperación se consolide, es necesario acometer con decisión los procesos de reforma necesarios en el sistema financiero y en el sector empresarial, de forma que se impida la materialización de los riesgos derivados de los elementos de fragilidad de la economía japonesa que se han descrito en este artículo.

20.10.2003.

BIBLIOGRAFÍA

AHEARNE, A., J. GAGNON, J. HALTRNAIER, y E. KARNIN (2002). «Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s», *International Finance Discussion Papers,* n.º 729, Comité de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

BANCO DE JAPÓN (2003). «Recent Trends in Business Fixed Investment and the Issues Attending a Full Recovery: Restoring Firm's Capacity to Generate Capital Investment», *Quarterly Bulletin,* noviembre.

COENEN, G. y V. WIELAND (2003). *The Zero Interest Rate Bound and the Role of the Exchange Rate for Monetary Policy in Japan,* Documento de Trabajo n.º 218, BCE.

(10) Ante el rescate público del banco Resona, la autoridad monetaria elevó la meta cuantitativa de cuentas corrientes en el Banco de Japón de 27 billones de yenes a 30 billones.

(11) La garantía universal a los depósitos bancarios constituye un problema a medio plazo, ya que favorece la asunción de riesgos excesivos por parte de los depositantes. Su eliminación se enfrenta a importantes problemas políticos, y ha sido prorrogada hasta el 2005.

(12) De hecho, en la última encuesta empresarial Tankan, correspondiente a septiembre de 2003, el tipo de cambio medio esperado era de 117,99 yenes/dólar, frente a una cotización media durante el mes de octubre de 110,94 yenes/dólar.

(13) Por ejemplo, las estimaciones sobre la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal necesaria para revertir la deflación oscilan entre un 22% y un 40%. Véase Coenen y Wieland (2003).

FMI (2000). *World Economic Outlook.*

— (2002). *Japan: 2002 Article IV Consultation*.

— (2003a). *Japan: Financial Stability Assesment and Suplementary Information.*

— (2003b). «Health and Vulnerability of the Corporate Sector in Japan», *Japan. Selected Issues,* agosto.

— (2003c). «Japan's Experience with Deflation and Associated Costs», *Japan. Selected Issues,* agosto.

García Herrero, A. y C. Martín Machuca (2003). *La Política monetaria en Japón: Lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU,* Documento Ocasional n.º 0305, Banco de España, y de próxima aparición en el n.º 52 de la revista *Ekonomiaz.*

Kashyap, A. K. (2002). «Sorting out Japan's Financial Crisis», *Economic Perspectives 4Q/2002,* Banco de la Reserva Federal de Chicago.

OCDE (2002). *Economic Surveys. Japan*.

Okina, K. y S. Shiratsuka (2002). «Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience», *Monetary and Economic Studies,* Banco de Japón.

Peek, J. y S. E. Rosengren (2000). «Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States», *The American Economic Review,* marzo.

Regulación financiera: tercer trimestre de 2003

1. INTRODUCCIÓN

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

En el ámbito de las entidades de crédito, cabe destacar la publicación de tres normas. Por un lado, se ha modificado la normativa de los recursos propios mínimos con el fin de trasponer determinadas disposiciones comunitarias, de desarrollar normas de rango superior, así como de introducir modificaciones puntuales aconsejadas por la experiencia en estos últimos años. Por otro lado, se ha aprovechado para regular las características de las participaciones preferentes de las entidades de crédito, así como su régimen fiscal. Finalmente, se ha implantado en el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante SNCE) un nuevo procedimiento de transmisión de imágenes en sustitución de la entrega de facsímiles, y se incorporan los pagos domiciliados entre los documentos susceptibles de tramitación en los distintos subsistemas.

En el área del mercado de valores, se ha publicado un conjunto de medidas que refuerzan la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorro, que contribuirá a mejorar el funcionamiento de los mercados financieros.

En cuanto al resto de la regulación financiera, hay que destacar tres normas de interés. Primero, se ha procedido a una importante actualización del régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, a fin de garantizar la completa adecuación de nuestro ordenamiento jurídico al derecho comunitario, y se han establecido determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Segundo, ha entrado en vigor un conjunto de normas orientadas para la coordinación de actuaciones entre las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad y la Brigada de Investigación del Banco de España en la lucha contra la falsificación de billetes y monedas. Y, por último, se ha publicado la Ley Concursal, que ha abordado una profunda reforma del derecho concursal español.

2. ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS

El Banco de España ha publicado la *CBE 3/2003, de 24 de junio* (BOE del 7 de julio), por la que se modifica la CBE 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, con el fin de trasponer

determinadas disposiciones comunitarias, desarrollar normas de rango superior, así como introducir modificaciones puntuales aconsejadas por la experiencia en la aplicación de la CBE 5/1993. A continuación se comentan las principales novedades.

2.1. Cobertura del riesgo de posiciones en mercaderías

El Real Decreto 1419/2001, de 17 de diciembre (1), inició el proceso de transposición de la Directiva 98/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio (2). Dicha Directiva amplió la definición de la cartera de negociación para incluir las posiciones en mercaderías (materias primas, excluido el oro), estableció los requerimientos de recursos propios para la cobertura de los riesgos por las posiciones, tanto de inversión como de negociación, en ellas y en oro, y permitió la utilización de modelos internos para el cálculo de los requerimientos de capital y para cubrir riesgos de mercado de la cartera de negociación, de tipo de cambio y de posiciones en mercaderías y en oro. Como desarrollo del citado Real Decreto, la CBE 3/2003 establece los requerimientos de recursos propios para las posiciones en mercaderías y se determinan las condiciones mínimas que deben reunir los modelos internos de gestión de riesgos, la organización de la entidad y sus controles internos para que, tras una evaluación individualizada de los mismos para verificar la medición de los riesgos, puedan ser utilizados para el cálculo de los requerimientos de recursos propios a efectos de la cobertura de los riesgos antes mencionados.

2.2. Cobertura del riesgo de posiciones en oro

La Orden ECO/3451/2002, de 27 de diciembre, que modificó parcialmente la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito, determinó el nivel de exigencia de recursos propios para la cobertura del riesgo de posición en oro. Con este antecedente, la CBE 3/2003 establece el método de cálculo de las posiciones en oro, que es muy similar al ya establecido para las posiciones en divisas. A estos efectos, se denomina posición neta en oro a la diferencia, en un momento determinado, entre la suma de sus activos patrimoniales, incluidos sus productos ciertos, y de sus compromisos de compra, y la suma de sus pasivos patrimoniales, incluidos sus costes ciertos, y de sus compromisos de venta, denominados todos ellos sobre oro. La posición neta en oro se denomina «larga» cuando la diferencia antes citada tiene signo positivo, y «corta» cuando tiene signo negativo.

2.3. Requerimiento de recursos propios para instrumentos derivados sobre subyacentes distintos de tipos de interés y de cambio

La Directiva 98/33/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio (3), además de precisar la ponderación aplicable a algunos riesgos, modificó la definición de mercados organizados (4), estableció los requerimientos de recursos propios para los instrumentos derivados negociados en mercados no organizados sobre subyacentes distintos de tipos de interés y de cambio (mercaderías y metales preciosos, excepto oro), e introdujo un mayor refinamiento para el cálculo de los efectos de reducción del riesgo potencial de crédito de los instrumentos incluidos en acuerdos de compensación contractual. En desarrollo de las competencias normativas atribuidas en la materia, la CBE 3/2003 transpone la mencionada Directiva a la normativa española.

Respecto a los requerimientos de recursos propios por riesgo de precio de mercaderías, la Circular determina el cálculo de la posición neta en una mercadería, que incluirá las tenencias de la misma y los derivados que la tengan como subyacente (contratos de futuros financieros, opciones, certificados de opción de compra, etc.), y se tendrán en cuenta tanto las posiciones clasificadas como de cartera de negociación como de inversión. Las posiciones que sean meramente de financiación de mercaderías podrán excluirse del cálculo del riesgo sobre mercaderías.

(1) Modificó parcialmente el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.

(2) Esta Directiva modificó la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

(3) Esta Directiva modificó parcialmente la Directiva 89/647/CEE del Consejo, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, y la Directiva 93/6/CEE del Consejo, sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

(4) A tales efectos, se consideran mercados organizados los mercados regulados por las autoridades competentes que: *a)* operan de forma regular; *b)* se rigen por unas normas, establecidas o aprobadas por las autoridades competentes del país donde esté establecido el mercado, que determinen las condiciones de funcionamiento y de acceso al mercado y las condiciones que debe cumplir un contrato antes de que pueda negociarse efectivamente en el mercado; *c)* cuentan con un mecanismo de compensación que exija la constitución de depósitos en garantía ajustables diariamente en función de las operaciones y la evolución de las cotizaciones.

2.4. Eliminación de los límites individuales para las posiciones en divisas

Se eliminan los límites individuales establecidos para las posiciones en divisas, ya que la puesta en circulación del euro y la experiencia acumulada por las entidades de crédito españolas en la gestión de sus operaciones en moneda extranjera y la suficiencia de sus sistemas de control interno y de valoración del riesgo de cambio los hacen innecesarios. Cualquier entidad financiera que desee operar en divisas y en oro deberá contar, de acuerdo con su nivel de actividad, con sistemas de medición e información de riesgos adecuados para su gestión, seguimiento y control. En particular, deben estar claramente establecidas las políticas de asunción de riesgos aprobadas por los órganos de administración, incluyendo procedimientos de medición interna, límites operativos, frecuencia de su revisión, órgano o persona responsable y demás aspectos relevantes. Asimismo, las entidades deberán tener a disposición del Banco de España toda la documentación relativa a los sistemas de control interno establecidos para esta área, a su cumplimiento y funcionamiento, a los límites internos existentes y, en su caso, a los modelos utilizados, a sus parámetros cuantitativos y a las evaluaciones efectuadas sobre su bondad, que les podrán ser requeridas en cualquier momento.

2.5. Otras modificaciones

Finalmente, se incorpora, literalmente, el contenido de tres normas de rango superior dictadas desde la anterior modificación de la Circular 5/1993: el mencionado Real Decreto 1419/2001, la Orden de 13 de abril de 2000 y la Orden ECO/3451/2002, de 27 de diciembre, en lo referente a la ponderación de riesgos. Además, se abordan determinadas modificaciones puntuales o menores aconsejadas por la experiencia en la aplicación de la normativa de recursos propios de las entidades de crédito.

3. ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

Con ocasión de la publicación de la *Ley 19/2003, de 4 de julio* (BOE del 5 de julio), sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, que se comentará más adelante, se ha aprovechado para regular las características de las participaciones preferentes de las entidades de crédito, así como su régimen fiscal.

3.1. Requisitos de las participaciones preferentes

Las participaciones preferentes tendrán que cumplir los siguientes requisitos:

a) Ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito, y cuya actividad u objeto exclusivos sea la emisión de participaciones preferentes.

b) En los supuestos de emisiones realizadas por una entidad filial, los recursos obtenidos deberán estar depositados en su totalidad y de forma permanente, descontados los gastos de emisión y gestión, en la entidad de crédito dominante o en otra entidad del grupo o subgrupo consolidable. El depósito así constituido deberá ser aplicado por la entidad depositaria a la compensación de pérdidas, tanto en su liquidación como en el saneamiento general de aquella o de su grupo o subgrupo consolidable, una vez agotadas las reservas y reducido a cero el capital ordinario. En estos supuestos, las participaciones deberán contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad de crédito dominante o de la entidad depositaria.

c) Tener derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo. El devengo de esta remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable.

d) No otorgar a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión.

e) No otorgar derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones.

f) Tener carácter perpetuo, aunque se pueda acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España.

g) Cotizar en alguno de los mercados secundarios organizados.

h) En los supuestos de liquidación, disolución u otros que den lugar a la aplicación de las prioridades contempladas en el Código de Comercio, tanto de la entidad de crédito emisora como de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de las entidades de crédito, las participaciones preferentes darán derecho a obtener exclusivamente el reembolso de su valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha, y se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores, subordinados o no, de la entidad de crédito emisora o de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito, y delante de los accionistas ordinarios y, en su caso, de los cuota partícipes.

i) En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión, sin perjuicio de las limitaciones adicionales que puedan establecerse a efectos de solvencia. Si dicho porcentaje se sobrepasara una vez realizada la emisión, la entidad de crédito deberá presentar un plan para su autorización en el Banco de España, que tendrá por objeto retornar al cumplimiento de dicho porcentaje. No obstante, el Banco de España podrá modificar el indicado porcentaje.

3.2. Régimen fiscal de las participaciones preferentes

Su régimen fiscal será el siguiente:

a) Las rentas derivadas de las participaciones preferentes tendrán la consideración de gasto deducible para la entidad emisora.

b) Dichas rentas serán calificadas como rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios de acuerdo con lo establecido en la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas Tributarias. Asimismo, no estarán sometidas a retención alguna, siendo de aplicación, en su caso, la exención establecida en la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias.

c) En el caso de que las rentas fueran obtenidas por sujetos pasivos del impuesto sobre la renta de no residentes sin establecimiento permanente, dichas rentas estarán exentas de este impuesto en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la deuda pública en la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias.

d) Finalmente, las operaciones derivadas de la emisión de participaciones preferentes estarán exentas de la modalidad de operaciones societarias del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

El régimen previsto para las participaciones será también aplicable a las emisiones de instrumentos de deuda realizados por entidades que cumplan determinados requisitos y cuya actividad u objeto exclusivo sea la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros, siempre que estos cumplan los requisitos de cotización en mercados organizados y, en su caso, de depósito permanente y garantía de la entidad dominante.

4. SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: IMPLANTACIÓN DEL NUEVO PROCEDIMIENTO DE TRANSMISIÓN DE IMÁGENES EN SUSTITUCIÓN DE LA ENTREGA DE FACSÍMILES, E INCORPORACIÓN DE NUEVOS DOCUMENTOS

El RD 1369/1987, de 18 de septiembre (5), la OM de 29 de febrero de 1988 (6) y la CBE 8/1988, de 14 de junio (7), regularon la estructura y el funcionamiento del SNCE, compuesto por el sistema nacional de intercambios (SNI) y el sistema nacional de liquidación (SNL). Más adelante, la CBE 11/1990, de 6 de noviembre, estableció las normas de funcionamiento del subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, regulado en la Norma SNCE-004 (en adelante, SNCE-004), integrado dentro del SNI.

Posteriormente, la CBE 4/1996, de 29 de marzo, estableció un nuevo procedimiento para la tramitación de los documentos *no truncables,* basado en la entrega opcional de reproducciones facsímiles de los documentos

(5) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987», en *Boletín económico,* enero de 1988, p. 51, Banco de España.

(6) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1988», en *Boletín económico,* abril de 1988, p. 65, Banco de España.

(7) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín económico,* julio-agosto de 1988, p. 79, Banco de España.

originales, en lugar de estos. Esta medida tuvo por objeto dotar de una mayor agilidad al intercambio de documentos no truncables a través del subsistema.

Dado el avance experimentado en los procedimientos de captura y transmisión de imágenes, la *CBE 4/2003, de 24 de junio* (BOE del 7 de julio), ha dado un nuevo paso en la mejora de dichos procedimientos de intercambio, consistente en la implantación de una aplicación informática que permitirá sustituir la entrega de documentos por la transmisión electrónica de la imagen de los mismos.

En un primer momento, el nuevo sistema se aplicará a los intercambios de documentos que se llevan a cabo a través del subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, en los que ahora se intercambia el documento original o una imagen física del mismo (facsímil). Posteriormente, se aplicará en el subsistema general de efectos de comercio y en el subsistema general de operaciones diversas, subsistemas en los que también está previsto el intercambio de documentos.

Por último, la Circular procede a incluir los *pagos domiciliados* entre los documentos susceptibles de tramitación tanto por el subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente como por el subsistema general de efectos de comercio, cuando estos han sido negociados por las entidades de crédito. A los efectos de su tramitación en el subsistema, los *pagos domiciliados* son documentos emitidos por las entidades de crédito a solicitud de sus clientes, por los cuales aquellas se obligan a efectuar el pago (siempre y cuando no hayan recibido orden expresa de no pagar y haya disponibilidad suficiente en la cuenta del cliente pagador).

5. TRANSPARENCIA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS

Con objeto de contribuir a un mejor funcionamiento de los mercados financieros, se ha considerado fundamental fomentar el principio de la transparencia, lo que implica que se transmita al mercado de una forma correcta y veraz toda la información relevante para los inversores, e introducir medidas normativas sobre los deberes de los administradores y buen gobierno corporativo.

Con este objetivo, se ha publicado la *Ley 26/2003, de 17 de julio* (BOE del 18 de julio), por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

La reforma normativa se completa con la modificación de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorro, y con otras disposiciones que extienden a las entidades emisoras de valores parte de los preceptos establecidos para las sociedades cotizadas. A continuación se reseñan las novedades más significativas.

5.1. Modificación de la Ley del Mercado de Valores

La norma añade un nuevo título bajo la rúbrica «De las sociedades cotizadas» a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siendo su ámbito de aplicación las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado oficial de valores.

Dentro de esta rúbrica, en primer lugar, cabe reseñar los *pactos parasociales,* que la norma define como aquellos acuerdos que regulan el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que condicionan la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas. La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial deberá ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la CNMV. Una vez efectuadas estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil, y publicarse como hecho relevante. En tanto no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno.

A solicitud de los interesados, cuando la publicidad pueda ocasionar un grave daño a la sociedad, la CNMV podrá acordar que no se dé publicidad alguna a un pacto parasocial que le haya sido comunicado, o a parte de él, y dispensar de la comunicación de dicho pacto a la propia sociedad, del depósito en el Registro Mercantil del documento en que conste y de la publicación como hecho relevante, determinando el tiempo en que puede mantenerse en secreto entre los interesados.

En lo referente a los *órganos sociales,* la junta general de la sociedad cotizada aprobará un *reglamento* específico que contemplará todas aquellas materias que atañen a la junta general. Dicho reglamento será objeto de comunicación a la CNMV y se inscribirá en el Registro Mercantil con arreglo a las normas generales.

Por su parte, el consejo de administración dictará un *reglamento de normas de régimen interno* y funcionamiento del propio consejo, de acuerdo con la ley y los estatutos, que contendrá las medidas concretas tendentes a garantizar la mejor administración de la sociedad. Dicho reglamento será objeto de comunicación a la CNMV y se inscribirá en el Registro Mercantil.

En cuanto a las *obligaciones de los administradores* de una sociedad cotizada, se establece que, si estos hubieran formulado solicitud pública de representación, no podrán ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en aquellos puntos del orden del día en los que se encuentren en conflicto de intereses. Asimismo, los administradores deberán abstenerse de realizar, o de sugerir su realización a cualquier persona, una operación sobre valores de la propia sociedad o de las sociedades filiales, asociadas o vinculadas sobre las que disponga, por razón de su cargo, de información privilegiada o reservada, en tanto esa información no se dé a conocer públicamente.

En la memoria de la sociedad se deberá informar sobre las operaciones realizadas por los administradores o por las personas que actúen por cuenta de ellos con la misma sociedad o con una sociedad del grupo, durante el ejercicio social al que se refieran las cuentas anuales, cuando dichas operaciones sean ajenas al tráfico ordinario de la sociedad o cuando no se realicen en condiciones normales de mercado.

En cuarto lugar, las sociedades anónimas cotizadas deberán hacer público con carácter anual un *informe de gobierno corporativo,* que será objeto de comunicación a la CNMV, que remitirá copia del informe a las autoridades supervisoras que corresponda. El informe será objeto de publicación como hecho relevante, y deberá ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica. Su contenido y estructura serán determinados por el Ministerio de Economía o, con su habilitación expresa, por la CNMV.

Adicionalmente, las sociedades anónimas cotizadas deberán cumplir las obligaciones de información a las que las somete la Ley de Sociedades Anónimas por cualquier medio técnico, informático o telemático, sin perjuicio de los derechos que corresponden a los accionistas, de acuerdo con la legislación aplicable, para solicitar la información en forma impresa. Las sociedades anónimas cotizadas deberán disponer de una página *web* para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y para difundir la información relevante.

Finalmente, se tipifica el tipo de infracción que constituirá el incumplimiento de lo previsto en esta norma.

5.2. Modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas

En el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, en lo relativo al ejercicio de la condición de accionista, se introducen, entre otras, las siguientes modificaciones.

El voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrá delegarse o ejercitarse por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto.

En cuanto al derecho de información, hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, los accionistas podrán solicitar de los administradores las informaciones o aclaraciones que estimen precisas, o formular por escrito las preguntas que estimen pertinentes acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. Estas informaciones podrán solicitarse asimismo durante la celebración de la junta, estando los administradores obligados a facilitar la información (por escrito hasta el día de la celebración de la junta general), salvo en los casos en que, a juicio del presidente, la publicidad de la información solicitada perjudique los intereses sociales.

En cuanto al ejercicio del cargo de administrador, este deberá desempeñarse con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés general de la sociedad. Ningún administrador podrá realizar, en beneficio propio o de personas a él vinculadas, inversiones o cualesquiera operaciones ligadas a los bienes de la sociedad, de las que haya tenido conocimiento con ocasión del ejercicio del cargo, cuando la inversión o la operación hubiera sido ofrecida a la sociedad o la sociedad tuviera interés en ella, siempre que la sociedad no haya desestimado dicha inversión u operación sin mediar influencia del administrador.

Por otro lado, los administradores deberán comunicar al consejo de administración cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener con el interés de la sociedad. En caso de conflicto, el administrador afec-

tado se abstendrá de intervenir en la operación a que el conflicto se refiera. Además, los administradores, aun después de cesar en sus funciones, deberán mantener secreto de las informaciones de carácter confidencial, estando obligados a guardar reserva de las informaciones, datos, informes o antecedentes que conozcan como consecuencia del ejercicio del cargo, sin que los mismos puedan ser comunicados a terceros o ser objeto de divulgación cuando pudiera tener consecuencias perjudiciales para el interés social.

En cuanto a la responsabilidad de los administradores, estos responderán (personalmente el administrador de hecho y solidariamente los miembros del órgano de administración) frente a la sociedad, a los accionistas y a los acreedores sociales del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo.

5.3. Otras modificaciones

Finalmente, la Ley hace extensivo a las cajas de ahorro emisoras de valores la necesidad de elaborar y hacer público el informe de gobierno corporativo mecionado más atrás. Adicionalmente establece la obligación para las Cajas de Ahorro de constituir, en el seno del Consejo de Administración, una comisión de retribuciones y una comisión de inversiones.

6. RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y DE LAS TRANSACCIONES ECONÓMICAS CON EL EXTERIOR, Y SOBRE DETERMINADAS MEDIDAS DE PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES

La Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios, se ha caracterizado, tras más de 20 años de vigencia, por su singularidad, ya que ni prohibía, ni restringía, ni imponía ningún tipo de exigencia, ni de requisito administrativo. Tan solo se limitaba a facultar al Gobierno, con carácter general, para que estableciese, según las exigencias impuestas por la coyuntura económica en cada momento, las normas de restricción o control que estimase más oportunas.

Por otro lado, dicha Ley planteaba importantes contradicciones y lagunas de regulación, como la figura del delito monetario. Así, la reforma operada en la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, por la Ley Orgánica 10/1983, de 16 de agosto, ha quedado completamente vacía de contenido legal, al suprimirse en 1996 el único supuesto subsistente de delito monetario (8). Igualmente, el sistema sancionador previsto en la Ley 40/1979 ha manifestado falta de coherencia y ajuste con la actual situación de libertad de movimientos de capitales, aunque se enmendó parcialmente a través de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, que abordó la tipificación de infracciones muy graves y eliminó el concepto residual de infracción leve.

Por otra parte, la Ley 40/1979 presentaba disfunciones con la nueva etapa de liberalización iniciada por el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, que proclamó la libertad de movimientos de capitales, prohibiendo no solo las restricciones a los movimientos de capitales y a los pagos entre Estados miembros, sino también entre estos y terceros países.

Con el fin de garantizar la completa adecuación de nuestro ordenamiento jurídico al derecho comunitario y, en particular, a las previsiones del Tratado Constitutivo, se ha procedido a una importante actualización de la Ley 40/1979, que la deroga prácticamente en su totalidad, mediante la *Ley 19/2003, de 4 de julio* (BOE del 5 de julio), sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Asimismo, se establece un nuevo cuadro sancionador, en el que se incluye una tipificación expresa de las distintas acciones y omisiones infractoras y una mayor concreción de las sanciones aplicables en cada caso.

La Ley se estructura en dos capítulos: el primero contiene el régimen general de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, y el segundo establece el régimen sancionador en materia de movimientos de capitales, de acuerdo con los principios de legalidad, tipicidad y proporcionalidad y respetando la garantía de procedimiento. En las disposiciones adicionales se modifica la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, en el sentido de mejorar los instrumentos de control sobre el efectivo y otros medios de pago, por el riesgo que suponen desde el punto de vista de la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Finalmente, se modifica la Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria, de cara a incrementar la efectividad en el desarrollo de

(8) Consistente en la exportación de moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador por importe superior a cinco millones de pesetas o su contravalor, sin haber obtenido autorización previa.

investigaciones sobre blanqueo de capitales. Seguidamente, se resumen algunas de las novedades más relevantes.

6.1. Régimen general de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior

La Ley establece el principio de libertad de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior. Así, serán libres cualesquiera actos, negocios, transacciones y operaciones entre residentes y no residentes que supongan, o de cuyo cumplimiento puedan derivarse, cobros y pagos exteriores, así como las transferencias del exterior o hacia él y las variaciones en cuentas o posiciones financieras deudoras o acreedoras frente al exterior, sin más limitaciones que las dispuestas en esta ley y en la legislación sectorial específica.

Por otro lado, se establecen ciertas obligaciones de información, de modo que las personas físicas o jurídicas residentes o no residentes en España que realicen las operaciones mencionadas deberán facilitar al Ministerio de Economía y al Banco de España, en la forma y plazos que se establezcan, los datos que se les requieran, a los efectos de información administrativa y estadística de las operaciones.

Finalmente, el Gobierno podrá acordar la suspensión del régimen de liberalización establecido en esta ley cuando se trate de actos, negocios, transacciones u operaciones que, por su naturaleza, forma o condiciones de realización, afecten o puedan afectar a actividades relacionadas, aunque solo sea de modo ocasional, con el ejercicio de poder público, o actividades directamente relacionadas con la defensa nacional, o que afecten o puedan afectar al orden público, seguridad pública y salud pública.

6.2. Régimen sancionador

La ley clasifica las infracciones en muy graves, graves y leves. Entre las primeras cabe reseñar las operaciones prohibidas en virtud de las medidas adoptadas por el Gobierno o por la Unión Europea. Dentro de las graves se encuentra la falta de declaración de operaciones cuya cuantía supere los 6 millones de euros o la falta de veracidad, la omisión o inexactitud en los datos de las declaraciones respecto de operaciones cuya cuantía supere la cifra anterior. Como infracciones leves la ley señala las declaraciones realizadas por los sujetos obligados fuera de los plazos reglamentariamente establecidos, la falta de declaración de operaciones cuya cuantía no supere los 6 millones, así como la falta de veracidad, la omisión o inexactitud en los datos de las declaraciones que no superen dicha cuantía.

Respecto al régimen sancionador, se establece una cadencia de sanciones en función de las infracciones cometidas, que pueden ir desde la imposición de una multa en función del contenido económico de la operación (sin que pueda ser inferior a 30.000 euros) y una amonestación pública o privada, en el caso de las muy graves, a la imposición de una multa, que podrá ascender hasta un cuarto del contenido económico de la operación, sin que pueda ser inferior a 3.000 euros, y amonestación privada, en el caso de las leves.

6.3. Medidas de prevención del blanqueo de capitales

La norma introduce una serie de modificaciones a la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

En primer lugar, se amplía la casuística de los sujetos que pueden ejercer actividades profesionales o empresariales particularmente susceptibles de ser utilizadas para el blanqueo de capitales. En concreto, además de los ya establecidos en la Ley 19/1993, alcanza también a las personas físicas o jurídicas que actúen en el ejercicio de su profesión como auditores, contables externos o asesores fiscales y a los notarios, abogados y procuradores cuando participen en la concepción, realización o asesoramiento de transacciones por cuenta de clientes relativas a la compraventa de bienes inmuebles o entidades comerciales; la gestión de fondos, valores u otros activos; la apertura o gestión de cuentas bancarias, cuentas de ahorros o cuentas de valores; la organización de las aportaciones necesarias para la creación, el funcionamiento o la gestión de empresas o la creación, el funcionamiento o la gestión de fiducias *(trust),* sociedades o estructuras análogas, o actúen en nombre y por cuenta de clientes, en cualquier transacción financiera o inmobiliaria.

Por otro lado, como novedad, se establece la obligación de declarar el origen, destino y tenencia de los fondos, con las excepciones que reglamentariamente se señalen, a las personas físicas y jurídicas que, actuando por cuenta propia o de tercero, realicen los siguientes movimientos de medios de pago:

a) Salida o entrada en territorio nacional de moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador denominados en moneda nacional o en cualquier otra

moneda o cualquier medio físico, incluidos los electrónicos, concebido para ser utilizado como medio de pago, por importe superior a 6.000 euros por persona y viaje.

b) Movimientos por territorio nacional de medios de pago consistentes en moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador, denominados en moneda nacional o en cualquier otra moneda o cualquier medio físico, incluidos los electrónicos, concebido para ser utilizado como medio de pago, por importe superior a 80.500 euros.

Finalmente, se amplían las responsabilidades y funciones de los gestores de las fundaciones, al amparo de la Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones, que deberán velar para que estas no sean utilizadas para canalizar fondos o recursos a las personas y entidades vinculadas a grupos u organizaciones terroristas, de acuerdo con lo previsto en la legislación reguladora de la prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo. A estos efectos, todas las fundaciones conservarán durante seis años registros con las identidades de todas las personas que reciban fondos o recursos de la fundación. Dichas responsabilidades se hacen extensivas a las asociaciones de utilidad pública, en el ejercicio de las funciones que tiene atribuidas por el artículo 34 de la Ley Orgánica 1/2002, de 22 de marzo, reguladora del Derecho de Asociación.

7. COORDINACIÓN DE ACTUACIONES ENTRE LAS FUERZAS Y CUERPOS DE SEGURIDAD Y LA BRIGADA DE INVESTIGACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN LA LUCHA CONTRA LA FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS

El Reglamento 1338/2001 del Consejo de la Unión Europea, de 28 de junio, por el que se definen las medidas necesarias para la protección del euro contra la falsificación, impone a los Estados miembros, entre otras, la obligación de garantizar que la información a escala nacional relativa a casos de falsificación se comunique, desde la primera constatación, a la oficina central nacional, mediante la adopción de las disposiciones necesarias para garantizar el intercambio de información entre la oficina central nacional y la unidad nacional de Europol.

La Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, introdujo una disposición adicional cuarta en la Ley 48/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, atribuyendo al Banco de España la consideración de autoridad nacional competente en la materia, así como su designación, a efectos de lo dispuesto en el citado Reglamento 1338/2001, como Centro Nacional de Análisis (CNA) y Centro Nacional de Análisis de Moneda (CNAM).

A fin de garantizar la necesaria coordinación de actuaciones de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad en la lucha contra la falsificación de todo tipo de monedas y billetes de banco, y cumplir adecuadamente las obligaciones impuestas por la normativa nacional e internacional, se ha publicado el *RD 857/2003, de 4 de julio* (BOE de 15 de julio), sobre coordinación de actuaciones entre las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad y la Brigada de Investigación del Banco de España en la lucha contra la falsificación de billetes y monedas.

Cualquier unidad de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad que detecte billetes o monedas falsos o a la que se le presente la posibilidad de su intervención comunicará la información disponible, desde la primera constatación, a la Brigada de Investigación del Banco de España (BIBE), a los efectos de la colaboración y coordinación previstas en la norma, sin perjuicio de que prosiga con las actuaciones pertinentes de acuerdo con las competencias que en materia de policía judicial tenga atribuidas.

Asimismo, las unidades de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad también deberán remitir a la BIBE determinados datos y documentos detallados en la norma a efectos de cumplir con las obligaciones que impone el Reglamento 1338/2001 y demás normativa de aplicación en materia de lucha contra la falsificación de billetes y monedas falsos.

Una vez recibida la moneda falsa intervenida en la BIBE, esta la remitirá de forma inmediata al CNA o, en su caso, al CNAM del Banco de España, según se trate de billetes o monedas, respectivamente, y pondrá a su disposición cualesquiera otros datos relevantes para el ejercicio de sus competencias sobre billetes y monedas falsos, junto con los instrumentos y útiles empleados en la falsificación, si los hubiese, que, en todo caso, estarán a disposición de la autoridad judicial competente.

8. LEY CONCURSAL

Se ha abordado la reforma global del derecho concursal español mediante la publicación de la *Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal* (BOE de 10 de julio). Este era un tema pendiente en el proceso de modernización de nuestro derecho, a la vista del arcaísmo y la

dispersión de las normas vigentes en esta materia. A continuación se detallan de modo sucinto las novedades más relevantes.

8.1. Normas específicas del ámbito financiero

La ley respeta la legislación específica aplicable a las entidades de crédito, a las aseguradoras y a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de compensación de valores o instrumentos financieros derivados, en gran parte impuesta por el derecho de la Unión Europea, y que afecta a determinados aspectos del concurso. Solo en defecto de normas especiales y en la medida en que sean compatibles con la naturaleza de aquellos sistemas, se aplicarán en esta materia las de esta ley.

Así, la disposición adicional segunda de la Ley dispone que, en los concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica, salvo las relativas a composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal.

La ley introduce, asimismo, algunas modificaciones en disposiciones de carácter financiero para adaptar su contenido a las disposiciones de la Ley Concursal. Cabe reseñar, entre otras, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

En la primera, cabe destacar la adaptación a esta Ley del procedimiento para la declaración judicial de quiebra o admisión a trámite de la solicitud de suspensión de pagos de una entidad participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas (9), así como la declaración del concurso de una entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. En la segunda, recoge el régimen aplicable a las cédulas territoriales (10) en caso de concurso de una entidad de crédito, que serán consideradas con el mismo rango que los créditos con privilegio especial, y, en concreto, dentro del grupo de «créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda sin desplazamiento, sobre los bienes hipotecados o pignorados».

Finalmente, se adaptan a esta ley otras normas de carácter financiero como la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque, la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, y la Ley 1/1994, de 11 de marzo, de Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca.

8.2. Principios de la reforma concursal

La ley opta por los principios de unidad legal, de disciplina y de sistema. La unidad del procedimiento de concurso se consigue en virtud de la flexibilidad de la ley, que permite su adecuación a diversas situaciones y soluciones, a través de las cuales puede alcanzarse la satisfacción de los acreedores, finalidad esencial del concurso.

Una de las novedades más importantes de la ley es el especial tratamiento que dedica a las acciones de ejecución de garantías reales sobre bienes del concursado. También ha sido objeto de especial atención la regulación de los efectos de la declaración de concurso sobre los *contratos,* una de las materias más deficientemente tratadas en el anterior derecho y, por tanto, de mayor originalidad en la nueva ley. Conforme a esta, la declaración de concurso no afecta, en principio, a la vigencia de los contratos con prestaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes; no obstante, en interés del concurso y con garantías para el derecho de la contraparte, se prevé tanto la posibilidad de una declaración judicial de resolución del contrato como la de enervarla en caso de que exista causa para una resolución por incumplimiento.

(9) La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (la Sociedad de Sistemas) nace del proceso de fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y la Central de Anotaciones de Deuda Española (CADE). En dicha Sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países.

(10) Las cédulas territoriales son títulos de renta fija que podrán emitir las entidades de crédito, cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por la entidad al Estado, las Comunidades Autónomas y los entes locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos o a otras entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. Estos valores gozarán del mismo régimen fiscal y financiero aplicable a las cédulas hipotecarias.

Asimismo, la ley considera el *principio de igualdad de tratamiento de los acreedores,* que ha de constituir la regla general del concurso, y sus excepciones han de ser muy contadas y siempre justificadas.

8.3. Declaración y procedimiento del concurso

Los legitimados para solicitar el concurso del deudor han de basarse en alguno de los casos de insolvencia que enuncia la ley. Al solicitante del concurso le incumbe la prueba de los hechos en que fundamente su solicitud. Si la solicitud de concurso la insta el propio deudor, deberá justificar su endeudamiento y su estado de insolvencia, si bien en este caso no solo podrá ser actual, sino futuro, previsto como inminente. El deudor tiene el deber de solicitar la declaración de concurso cuando conozca o hubiera debido conocer su estado de insolvencia, teniendo la facultad de anticiparse a este. Las soluciones del concurso previstas en la ley son el convenio y la liquidación, para cuya respectiva tramitación se articulan fases específicas en el procedimiento. La ley es flexible en la regulación del contenido de las propuestas de convenio, que podrá consistir en proposiciones de quita o de espera, o acumular ambas; pero las primeras no podrán exceder de la mitad del importe de cada crédito ordinario, ni las segundas de cinco años a partir de la aprobación del convenio, sin perjuicio de los supuestos de concurso de empresas de especial trascendencia para la economía y de presentación de propuesta anticipada de convenio cuando así se autorice por el juez. Los efectos de la liquidación son, lógicamente, más severos. El concursado quedará sometido a la situación de suspensión en el ejercicio de sus facultades patrimoniales de administración y disposición y sustituido por la administración concursal.

8.4. Órganos concursales

La ley simplifica la estructura orgánica del concurso, ya que solo el juez y la administración concursal constituyen órganos necesarios en el procedimiento. La junta de acreedores únicamente habrá de constituirse en la fase de convenio cuando no se haya aprobado por el sistema de adhesiones escritas una propuesta anticipada.

La ley configura al juez como órgano rector del procedimiento, al que dota de mayores facultades que en el derecho anterior, y amplía la discrecionalidad en el ejercicio de sus competencias, lo que contribuye a facilitar la flexibilidad del procedimiento y su adecuación a las circunstancias de cada caso. La competencia para conocer del concurso se atribuye a los nuevos Juzgados de lo Mercantil, que se crean, al hilo de esta ley, en la Ley Orgánica para la Reforma Concursal, mediante la pertinente modificación de la Ley Orgánica del Poder Judicial.

En cuanto a la administración concursal, se opta por un órgano colegiado, aunque el juez podrá nombrar un solo administrador, de carácter profesional. Son funciones esenciales de la administración concursal las de intervenir los actos realizados por el deudor en ejercicio de sus facultades patrimoniales o sustituir al deudor cuando haya sido suspendido en ese ejercicio, así como la de redactar el informe de la administración concursal, al que habrán de unirse el inventario de la masa activa, la lista de acreedores y, en su caso, la evaluación de las propuestas de convenio presentadas.

8.5. Otras novedades

Otra de las novedades de la reforma concursal es la previsión de un procedimiento para asegurar el registro público de las sentencias que declaren concursados culpables, y de aquellas resoluciones que acuerden la designación o la inhabilitación de los administradores concursales en los casos que la propia ley prevé. Finalmente, dedica especial atención a las cuestiones concursales foráneas, cada vez más frecuentes en una economía globalizada.

17.10.2003.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de septiembre 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
Media simple	*6,56*	*33,18*	*29,00*	*32,53*	*29,00*
RESTO BANCA NACIONAL					
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
BANCOFAR	5,00	10,62	-	18,10	-
BANCOPOPULAR-E, S.A.	-	33,18	29,00	32,31	29,00
BANESTO BANCO DE EMISIONES	-	-	-	-	-
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
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
GALLEGO	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
PATAGON BANK	-	9,76	9,35	9,76	9,35
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	5,75	26,56	25,00	26,56	24,26

(Continuación) 2

Situación al día 30 de septiembre de 2003

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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
Media simple	*5,71*	*26,74*	*24,95*	*26,68*	*24,92*
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.	2,50	10,47	-	10,47	-
ÁRABE ESPAÑOL	5,00	18,00	-	18,00	-
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)
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
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.	-	-	-	-	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	6,00	13,52	-	13,75	-
DRESDNER BANK A.G., S.E.	3,65	10,62	10,09	10,62	10,09

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 2003

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EDMOND ROTHSCHILD EUROPE, S.E.	-	4,11	-	-	-
ESPIRITO SANTO	4,75	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROHYPO A.G., S.E.	-	-	-	-	-
FCE BANK PLC, S.E.	3,80	10,62	-	3,80	-
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 DIRECT N.V., S.E.	-	-	-	-	-
ING BELGIUM, S.E.	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
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	2,15	10,62	10,14	10,62	10,14
JP MORGAN CHASE BANK, S.E.	2,15	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 (ESPANHA), S.E.	-	-	-	-	-
MAROCAINE 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.	3,75	-	-	-	-
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.	2,30	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.	2,14	-	-	-	-
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
Media simple	*4,51*	*16,27*	*16,95*	*17,82*	*17,00*
TOTAL					
Media simple	*5,10*	*21,55*	*21,59*	*22,95*	*22,13*

(Continuación) 4

Situación al día 30 de septiembre 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	4,25	19,90	19,00	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	28,07	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
TERRASSA	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					
Media simple	*4,82*	*22,02*	*20,60*	*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.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 18 de septiembre y el 17 de octubre de 2003

Código	*Nombre*	*Fecha*	*Concepto*
	COOPERATIVAS DE CRÉDITO		
3084	CAJA RURAL VASCA, S. COOP. DE CRÉDITO	23.09.2003	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR IPAR KUTXA RURAL, S. COOP. DE CRÉDITO.
	ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO		
4809	ADEFISA LEASING, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	06.10.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE ALAMEDA DE URQUIJO, 18 (BAJO).- 48008 BILBAO (VIZCAYA).
4767	CAIXALEASING Y FACTORING, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	08.10.2003	BAJA POR DISOLUCIÓN CON CESIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS A CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA (2100).
	SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS		
1471	ROYAL BANK OF CANADA EUROPE LIMITED, SUCURSAL EN ESPAÑA	02.10.2003	BAJA POR CIERRE.
0108	SOCIÉTÉ GENÉRALE, SUCURSAL EN ESPAÑA	03.10.2003	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PLAZA PABLO RUIZ PICASSO, 1 (TORRE PICASSO).- 28020 MADRID.

	Nombre	*Fecha recepción comunicación*	*Concepto*
	ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 21, DIRECTIVA 2000/12/CE)		
	ROYAL BANK OF SCOTLAND (GIBRALTAR) LIMITED	01.09.2003	ALTA PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
	BANQUE ACCORD	19.09.2003	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
	HAMBURGISCHE LANDESBANK GIROZENTRALE	30.09.2003	BAJA POR FUSIÓN CON LANDESBANK SCHLESWIG-HOLSTEIN GIROZENTRALE Y CREACIÓN DE HSH NORDBANK AG.
	LANDESBANK SCHLESWIG-HOLSTEIN GIROZENTRALE	30.09.2003	BAJA POR FUSIÓN CON HAMBURGISCHE LANDESBANK GIROZENTRALE Y CREACIÓN DE HSH NORDBANK AG.
	HSH NORD BANK AG	30.09.2003	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
	PRUDENTIAL-BACHE INTERNACIONAL BANK LIMITED	30.09.2003	BAJA.

Código	*Nombre*	*Fecha*	*Concepto*
	OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS		
1232	ING BANK N.V.	06.10.2003	BAJA POR CIERRE.
1149	ROYAL BANK OF CANADA	09.10.2003	CAMBIO DE DOMICILIO A CALLE NÚÑEZ DE BALBOA, 4 (PL. 1-A).- 28001 MADRID.
1244	ABBEY NATIONAL PLC	15.10.2003	CAMBIO DE DOMICILIO A PASEO DE LA CASTELLANA, 110 (PL. 12).- 28046 MADRID.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 18 de septiembre y el 17 de octubre de 2003

Código	*Nombre*	*Concepto*
	ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO	
8778	XEROX DE FINANCIACIÓN, S.A., ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	DISOLUCIÓN.
	SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS EXTRACOMUNITARIAS	
0189	MIZUHO CORPORATE BANK LTD. SUCURSAL EN ESPAÑA	CIERRE.
	TITULARES DE ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS	
1701	LA PEDRESINA III, S.A.	DISOLUCIÓN.

INDICADORES ECONÓMICOS

NOVEDADES

Indicador 7.9. Deuda externa

El Banco de España publica por primera vez la estadística de deuda externa de España, cumpliendo, de esta manera, con lo establecido por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en las Normas Especiales para la Divulgación de Datos, NEDD (en terminología inglesa, Special Data Dissemination Standard, SDDS). Los datos correspondientes a esta estadística se van a difundir en el indicador económico 7.9, con frecuencia trimestral y con un desfase de tres meses, coincidiendo con la publicación de la Posición de Inversión Internacional. La serie temporal comienza en diciembre de 2002.

La deuda externa de un país, tal como se define en la *External debt statistics guide* del FMI, comprende los saldos de todos los pasivos frente a no residentes que van a dar lugar a pagos por amortización, por intereses o por ambos. Por lo tanto, incluye todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros, ya que estos dos tipos de instrumentos no suponen, necesariamente, la realización de pagos. Las definiciones y criterios que se utilizan respecto al momento de registro, criterio de residencia y conversión a la moneda de cálculo, así como la clasificación por sectores e instrumentos, están de acuerdo con los principios establecidos en el *Manual de balanza de pagos* del FMI. Por lo tanto, la deuda externa coincide, prácticamente, con los pasivos de la Posición de Inversión Internacional, excluyendo, como se ha indicado, las participaciones en el capital y los derivados financieros.

La deuda externa se presenta detallada por sectores institucionales (Administraciones Públicas, Autoridad Monetaria, Otras Instituciones Financieras Monetarias y Otros Sectores Residentes), por vencimiento de los instrumentos financieros en el momento de la emisión (mayor o menor de un año) y por tipo de instrumento (valores de renta fija, préstamos, depósitos, créditos comerciales y otros pasivos). Los préstamos otorgados por empresas no residentes a empresas residentes del mismo grupo se detallan, separadamente, en la rúbrica inversión directa. Esta rúbrica no coincide con la que aparece en la columna 4 del indicador 7.7 (inversiones directas del exterior en España, financiación entre empresas relacionadas). Las diferencias se deben a que, según establece el *Manual de balanza de pagos* del FMI, en la Posición de Inversión Internacional deben recogerse los préstamos entre empresas matrices y sus filiales siguiendo el principio direccional. Así, cuando la empresa matriz del grupo es residente, los préstamos se recogen en inversión directa de España en el exterior (como inversión si son otorgados y reduciendo la misma si son recibidos) y cuando la empresa matriz del grupo es no residente se recogen en inversión directa del exterior en España de forma similar. En la deuda externa, en la rúbrica de inversión directa aparecen, lógicamente, los préstamos concedidos por empresas no residentes del grupo a empresas residentes, con independencia de la residencia de la matriz.

Indicadores 8.3 a 8.7

El indicador 8.6 que se venía publicando se ha escindido en el actual 8.6 (relativo a la financiación de las sociedades no financieras) y en el nuevo 8.7 (relativo a la financiación de los hogares e ISFLSH), habiéndose incorporado a ambos, y a los indicadores 8.3 y 8.4, los detalles mensuales de prestamos y depósitos de las entidades de crédito frente a ambos sectores. Tales detalles se han obtenido tras la entrada en vigor del Reglamento BCE/13/2001, y están disponibles desde enero de 2003. En estos dos indicadores 8.6 y 8.7, la información de los préstamos de entidades de crédito residentes aparece agregada con la de los préstamos de los fondos de titulización, aunque la de estos últimos se facilita también como pro memoria. Además, en el nuevo indicador 8.7 se detallan los préstamos a los hogares e ISFLSH según estén destinados a financiar la adquisición de viviendas o a otros fines.

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*

Páginas

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*
7.9. Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo . 46*

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 47*
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 . . 48*
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 49*
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 50*
8.5. Financiación a los sectores no financieros, residentes en España 51*
8.6. Financiación a las sociedades no financieras y hogares e ISFLSH, residentes en España . 52*
8.7. Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España 53*
8.8. Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España 54*
8.9. Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades 55*
8.10. Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España 56*
8.11. Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación . . 57*
8.12. Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro . . 58*

9. TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO

9.1. Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español . . 59*
9.2. Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo (1) 60*
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) 61*
9.3 bis. Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. Según CBE 4/2002 (véase nota de novedades del *Boletín estadístico* de junio de 2003) 62*
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro 63*
9.5. Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados 64*

(1) Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

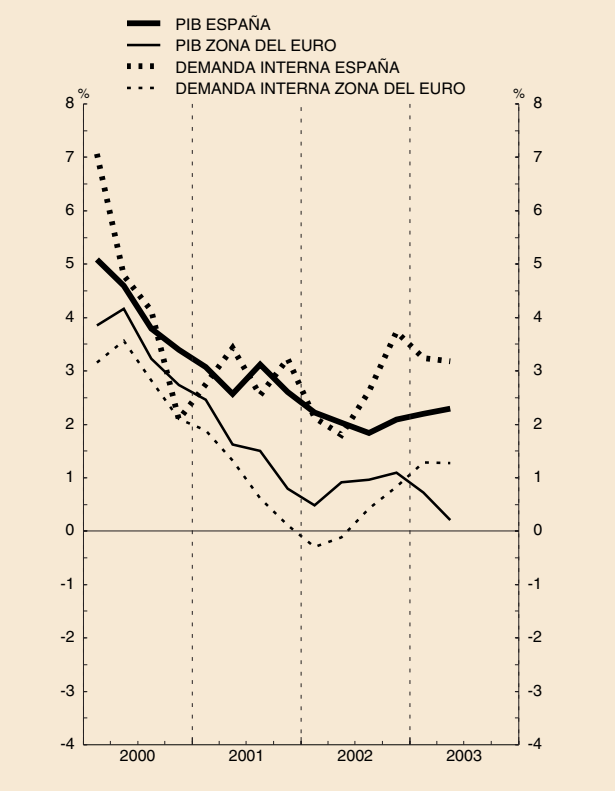
1.1. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

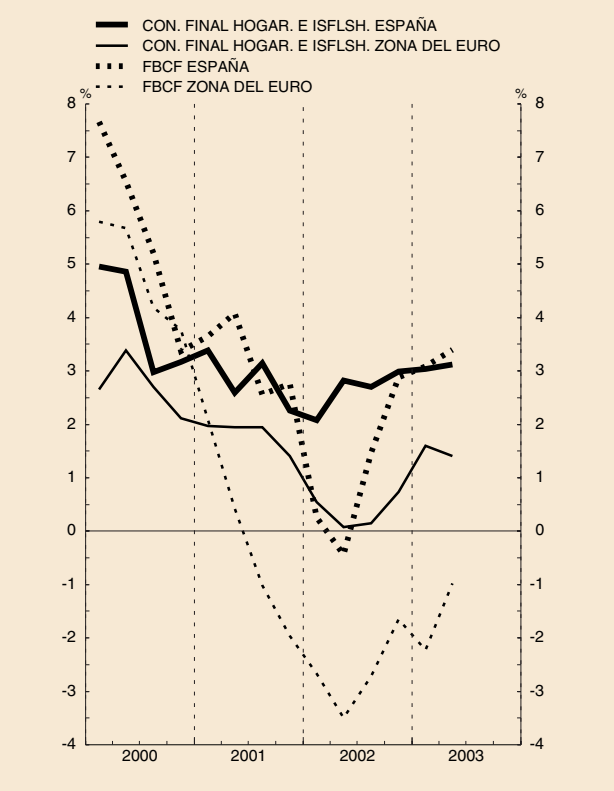
Tasas de variación interanual

		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	P	4,2	3,5	4,0	2,7	5,1	2,1	5,7	4,9	4,5	2,9	10,0	12,6	10,6	11,2	610	6 452
01	P	2,8	1,6	2,8	1,8	3,6	2,4	3,3	-0,1	3,0	1,0	3,6	3,4	4,0	1,8	653	6 843
02	P	2,0	0,9	2,6	0,4	4,4	2,8	1,0	-2,6	2,6	0,2	-0,0	1,7	1,8	0,0	696	7 069
00 *II*	P	4,6	4,2	4,9	3,4	5,6	2,2	6,5	5,7	4,8	3,6	10,2	12,6	10,5	11,2	151	1 608
III	P	3,8	3,2	3,0	2,7	4,9	1,8	5,2	4,2	4,1	2,8	10,4	12,2	11,1	11,5	154	1 620
IV	P	3,4	2,7	3,2	2,1	4,4	2,2	3,4	3,8	2,1	2,1	11,7	12,6	6,9	11,3	156	1 636
01 *I*	P	3,1	2,5	3,4	2,0	3,5	2,2	3,7	2,1	2,8	1,9	9,7	8,8	8,1	7,5	159	1 694
II	P	2,6	1,6	2,6	1,9	3,2	2,1	4,1	0,4	3,4	1,3	4,2	4,6	6,8	3,9	162	1 706
III	P	3,1	1,5	3,1	2,0	4,0	2,5	2,6	-1,0	2,5	0,6	3,3	2,1	1,5	-0,2	165	1 715
IV	P	2,6	0,8	2,3	1,4	3,9	2,7	2,8	-2,0	3,2	0,1	-2,3	-2,0	-0,3	-3,9	167	1 728
02 *I*	P	2,2	0,5	2,1	0,5	4,6	2,8	0,3	-2,7	2,1	-0,3	-3,8	-2,1	-3,7	-4,3	169	1 747
II	P	2,0	0,9	2,8	0,1	4,5	3,2	-0,4	-3,5	1,8	-0,1	-2,5	1,7	-2,8	-1,1	173	1 761
III	P	1,8	1,0	2,7	0,2	4,2	3,1	1,5	-2,7	2,6	0,4	1,0	3,3	3,5	2,0	176	1 776
IV	P	2,1	1,1	3,0	0,7	4,2	2,1	2,9	-1,7	3,7	0,8	5,4	4,0	10,5	3,5	179	1 785
03 *I*	P	2,2	0,7	3,0	1,6	3,9	1,8	3,1	-2,2	3,2	1,3	5,0	2,2	8,1	3,9	181	1 794
II	P	2,3	0,2	3,1	1,4	3,6	1,8	3,4	-1,0	3,2	1,3	7,7	-1,0	10,1	1,8	184	1 803

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



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



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

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

(b) Zona del euro, consumo privado.

(c) Zona del euro, consumo público.

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

(e) Miles de millones de euros.

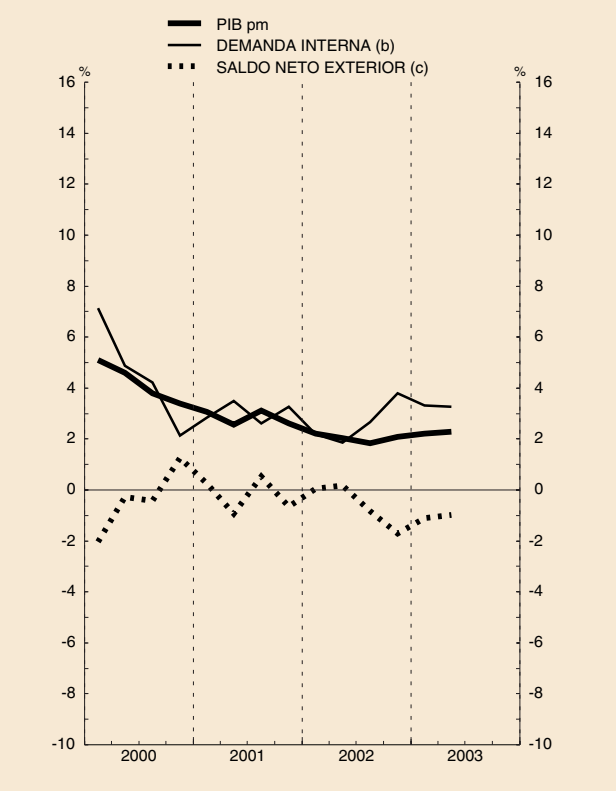
1.2. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle (a)

■ Serie representada gráficamente.

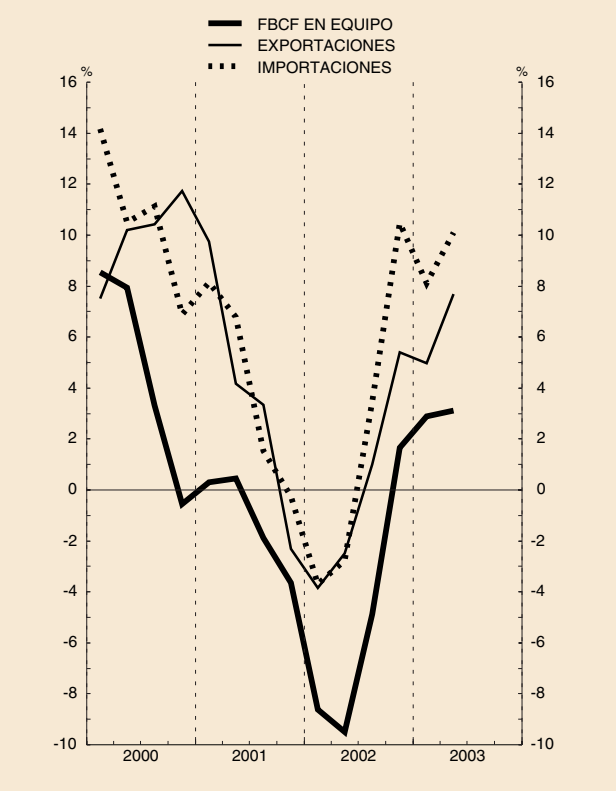
Tasas de variación interanual

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

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.

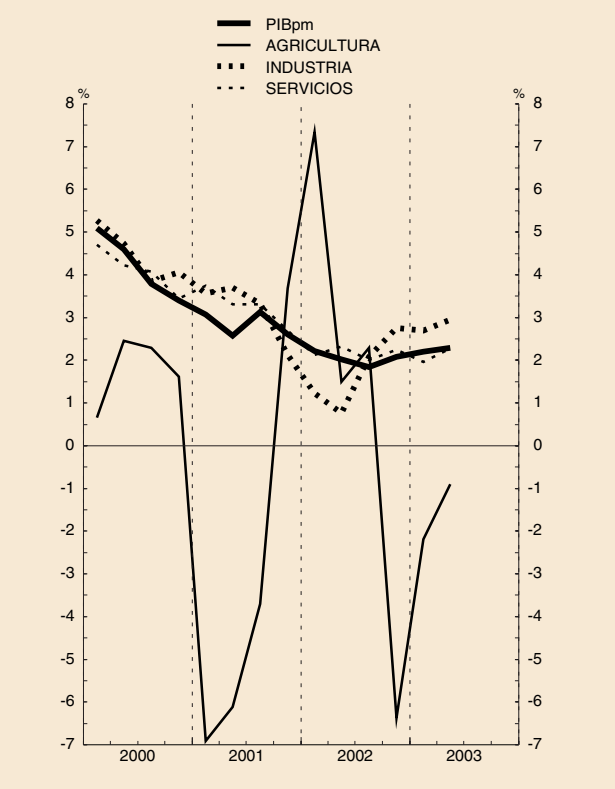
1.3. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

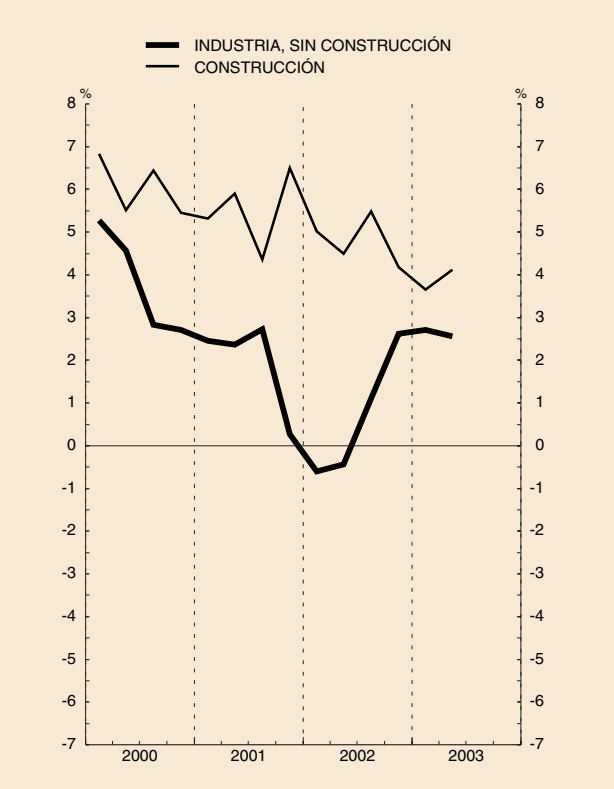
Tasas de variación interanual

		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	1,8	4,4	3,8	6,0	4,1	4,3	3,3	5,1	6,9	5,5
01	P	2,8	-3,3	4,3	1,9	5,5	3,3	3,3	3,0	2,3	0,9	1,0
02	P	2,0	1,0	0,3	0,7	4,8	2,2	2,1	2,3	2,6	0,5	3,1
00 *II*	P	4,6	2,5	4,0	4,6	5,5	4,2	4,4	3,7	9,8	5,1	3,9
III	P	3,8	2,3	3,6	2,8	6,4	4,1	4,4	3,1	1,3	12,6	4,0
IV	P	3,4	1,6	7,8	2,7	5,5	3,4	3,7	2,7	0,1	5,3	5,0
01 *I*	P	3,1	-6,9	5,4	2,5	5,3	3,7	4,1	2,5	2,9	5,9	-0,9
II	P	2,6	-6,1	5,7	2,4	5,9	3,3	3,5	2,7	-5,6	2,0	5,6
III	P	3,1	-3,7	4,1	2,7	4,4	3,3	3,3	3,5	6,0	-3,5	2,0
IV	P	2,6	3,7	2,2	0,3	6,5	2,7	2,5	3,3	6,1	-0,4	-2,7
02 *I*	P	2,2	7,3	2,1	-0,6	5,0	2,1	1,8	3,2	4,5	-3,6	3,5
II	P	2,0	1,5	-1,2	-0,4	4,5	2,3	2,3	2,6	8,0	-	-1,6
III	P	1,8	2,3	-0,3	1,1	5,5	2,0	2,0	1,9	-0,8	2,4	0,8
IV	P	2,1	-6,4	0,4	2,6	4,2	2,2	2,4	1,7	-0,8	3,1	10,1
03 *I*	P	2,2	-2,2	0,6	2,7	3,7	2,0	2,0	1,7	3,2	7,0	5,9
II	P	2,3	-0,9	2,2	2,6	4,1	2,3	2,4	2,0	0,6	8,3	3,3

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).

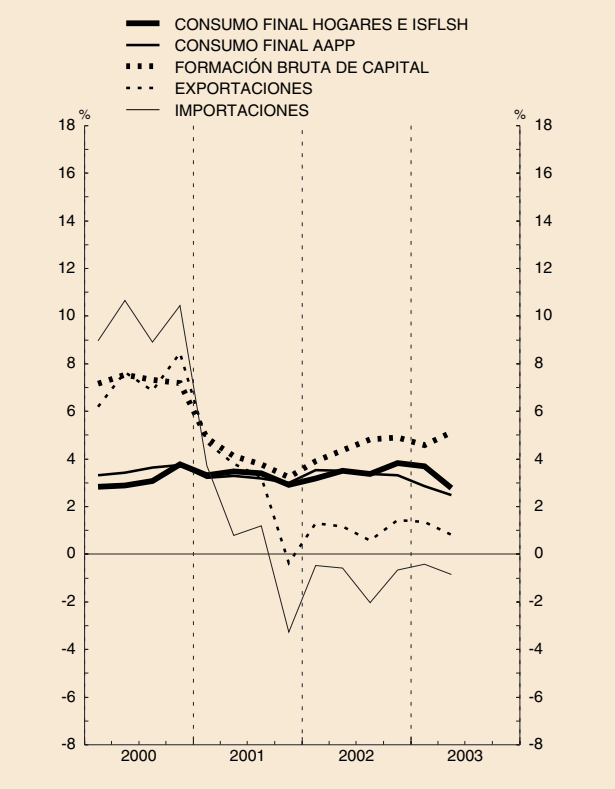
1.4. Producto interior bruto. Deflactores implícitos. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

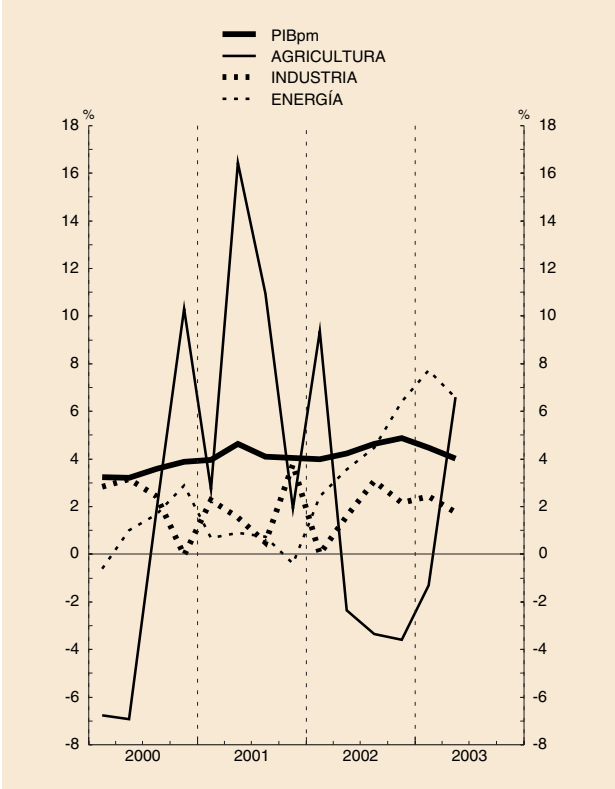
Tasas de variación interanual

		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 agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construc-ción	De los que	
				Total	Del cual										Ramas de los servicios	Servicios de mercado
					Formación bruta de capital fijo											
					Bienes de equipo	Cons-truc-ción	Otros produc-tos									
		1 ■	2 ■	3 ■	4	5	6	7 ■	8 ■	9 ■	10 ■	11 ■	12 ■	13	14	15
00	P	3,2	3,5	7,2	4,3	9,1	6,8	7,3	9,7	3,5	-0,6	1,3	2,1	8,6	3,5	3,5
01	P	3,3	3,2	4,0	1,0	5,4	3,7	2,7	0,5	4,2	8,0	0,5	2,0	6,6	4,7	5,1
02	P	3,5	3,4	4,5	1,7	5,3	4,8	1,1	-1,0	4,4	-0,3	4,2	1,7	6,8	4,8	5,1
00 *II*	P	2,9	3,4	7,5	4,8	9,3	7,4	7,6	10,7	3,2	-6,9	1,0	3,2	8,5	3,1	2,9
III	P	3,1	3,6	7,3	4,5	9,2	6,8	6,9	8,9	3,6	1,9	1,7	2,4	8,6	3,5	3,5
IV	P	3,8	3,7	7,2	3,8	9,0	5,9	8,5	10,4	3,9	10,3	2,9	-0,1	9,2	4,3	4,5
01 *I*	P	3,3	3,2	4,9	2,1	6,5	4,0	4,7	3,7	4,0	2,7	0,7	2,3	7,6	4,4	4,8
II	P	3,5	3,3	4,1	1,0	5,9	3,6	3,8	0,8	4,6	16,4	0,9	1,5	7,3	5,1	5,7
III	P	3,4	3,2	3,8	0,6	5,1	3,6	3,2	1,2	4,1	11,0	0,7	0,5	6,6	4,7	5,2
IV	P	2,9	3,0	3,2	0,3	4,2	3,6	-0,4	-3,3	4,0	1,9	-0,4	3,8	4,9	4,4	4,7
02 *I*	P	3,2	3,5	3,9	1,1	4,8	4,3	1,3	-0,5	4,0	9,4	2,4	0,0	5,6	4,5	4,7
II	P	3,5	3,5	4,4	1,5	5,1	4,5	1,2	-0,6	4,2	-2,3	3,6	1,6	6,5	4,7	4,9
III	P	3,4	3,4	4,8	1,9	5,5	4,9	0,6	-2,0	4,6	-3,4	4,5	3,1	7,4	4,9	5,2
IV	P	3,8	3,3	4,9	2,2	5,8	5,5	1,4	-0,7	4,9	-3,6	6,4	2,2	7,8	5,2	5,7
03 *I*	P	3,7	2,9	4,6	1,9	6,0	5,4	1,3	-0,4	4,5	-1,3	7,7	2,4	7,9	4,5	5,0
II	P	2,8	2,5	5,1	2,1	5,8	5,6	0,8	-0,9	4,0	6,6	6,6	1,8	7,5	3,8	4,2

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

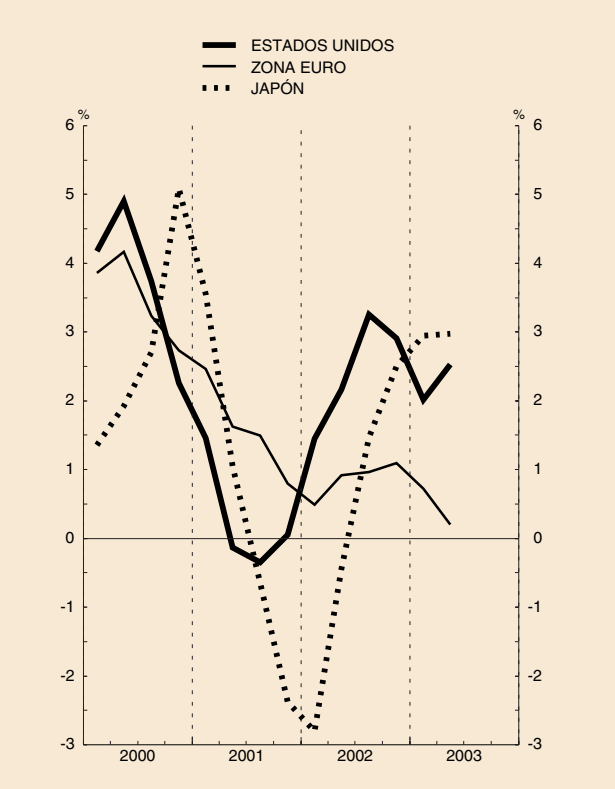
2.1. Producto interior bruto a precios constantes. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

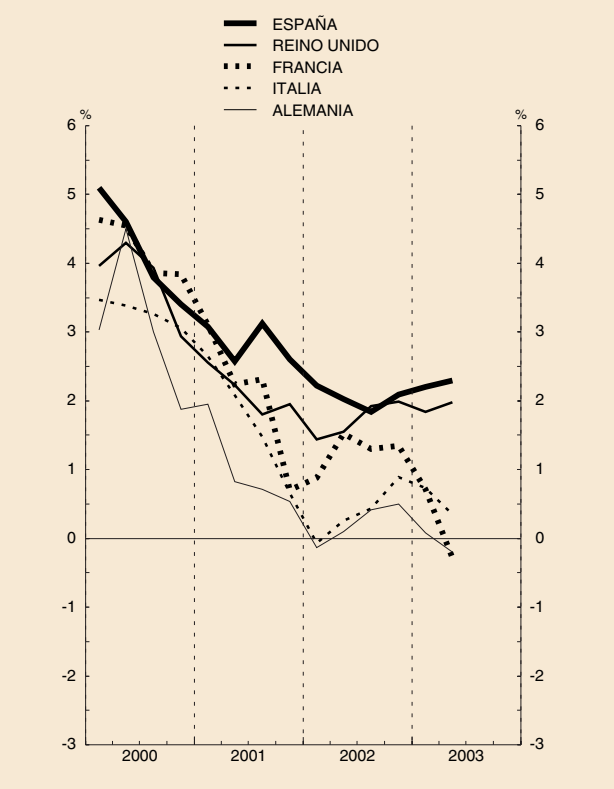
Tasas de variación interanual

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

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.

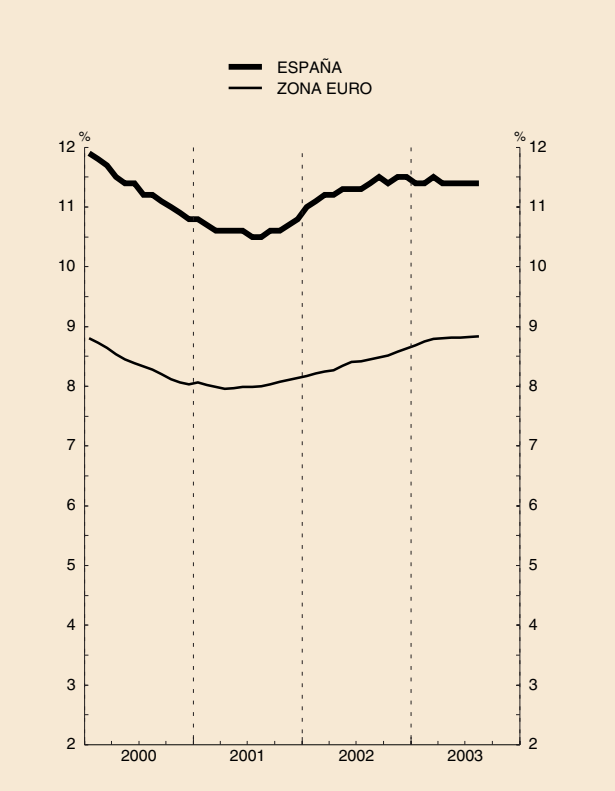
2.2. Tasas de paro. Comparación internacional

■ Serie representada gráficamente.

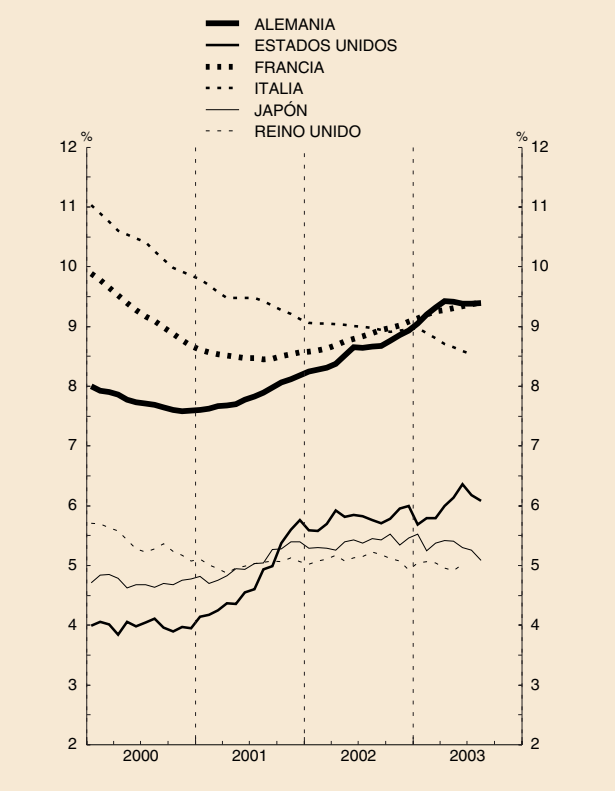
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



Fuentes: BCE y OCDE.

2.3. Precios de consumo. Comparación internacional (a)

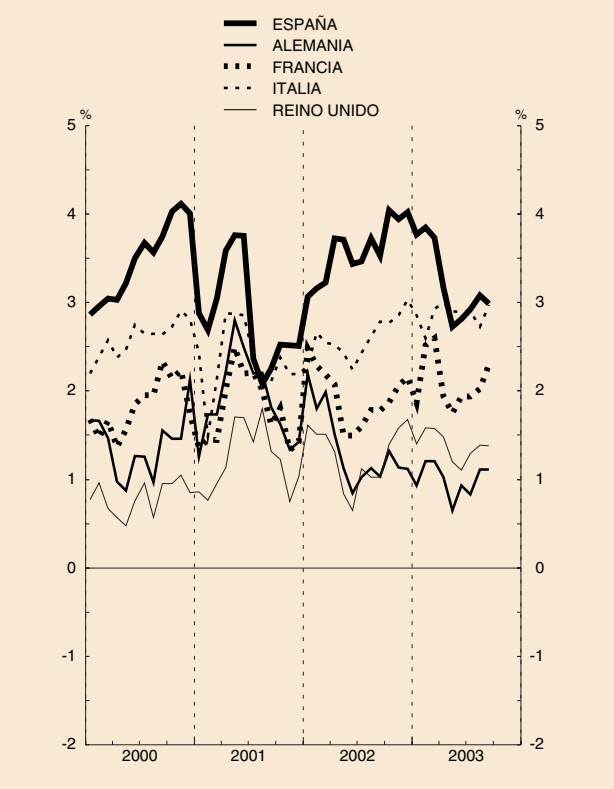
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



Fuentes: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

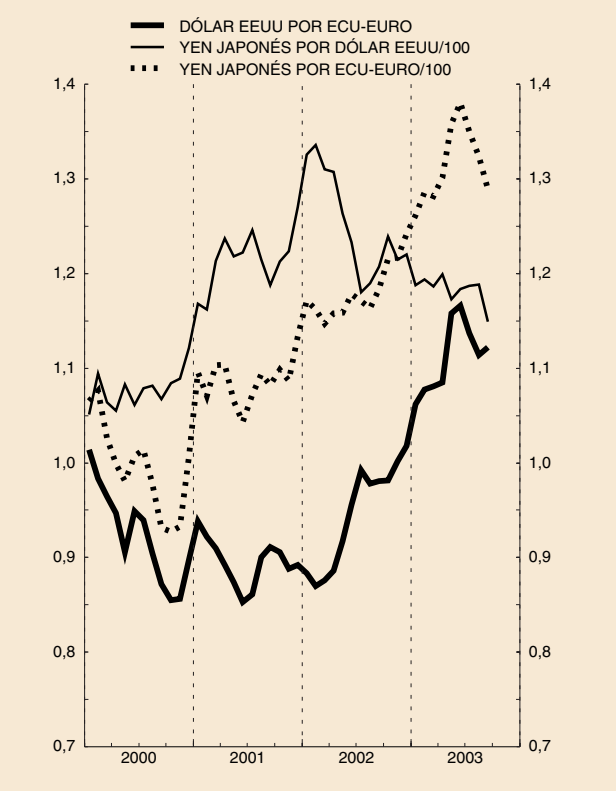
2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés

■ Serie representada gráficamente.

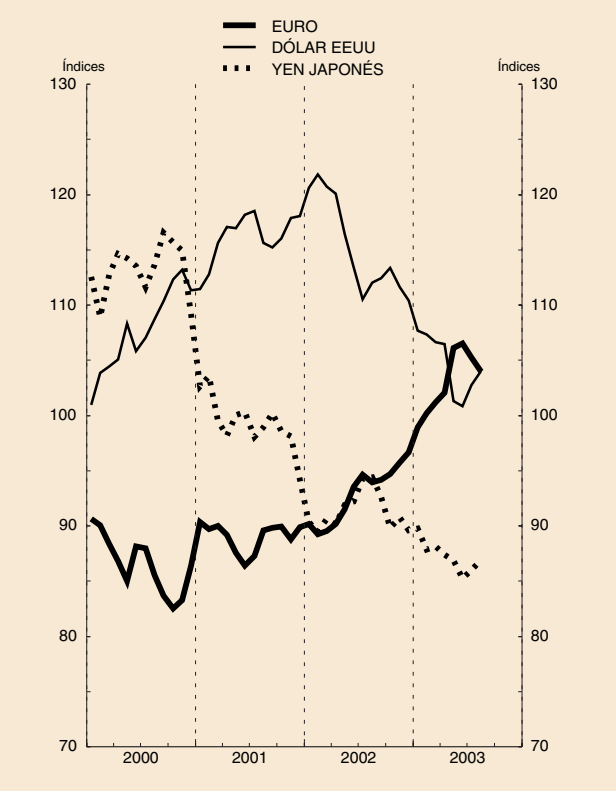
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I=100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I=100 (b)					
							Con precios de consumo			Con precios industriales		
	Dólar estadounidense por ecu/euro ■	Yen japonés por ecu/euro ■	Yen japonés por dólar estadounidense ■	Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés	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-S*	0,9269	116,59	126,08	89,1	111,7	101,3	91,9	116,4	91,8	91,6	110,6	94,8
03 *E-S*	1,1116	131,49	118,31	99,6	99,3	98,8	103,0	104,6	87,3	102,3	100,0	90,4
02 *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	102,8	92,6
Feb	1,0773	128,60	119,38	97,1	102,2	99,3	100,2	107,4	87,8	100,1	103,0	90,7
Mar	1,0807	128,16	118,61	97,9	101,4	99,9	101,2	106,7	88,1	100,0	102,8	90,7
Abr	1,0848	130,12	119,95	98,6	101,3	98,6	102,1	106,5	87,4	101,1	101,3	90,5
May	1,1582	135,83	117,28	102,5	96,6	97,7	106,1	101,3	86,8	105,2	96,3	90,0
Jun	1,1663	138,05	118,37	102,7	96,0	96,3	106,5	100,8	85,3	105,3	96,0	88,7
Jul	1,1372	134,99	118,70	101,4	97,6	97,2	105,2	102,8	86,0	104,1	97,8	89,5
Ago	1,1139	132,38	118,83	100,3	98,9	98,2	104,0	104,1	86,9	103,0	...	...
Sep	1,1222	128,94	114,95	99,9	97,0	101,0	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



Fuentes: BCE y BE.

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

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

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

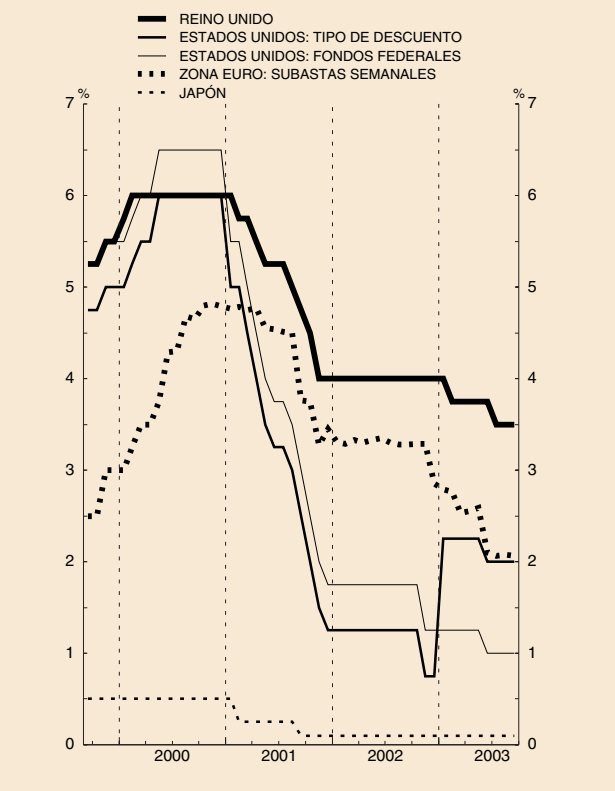
2.5. Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales

■ Serie representada gráficamente.

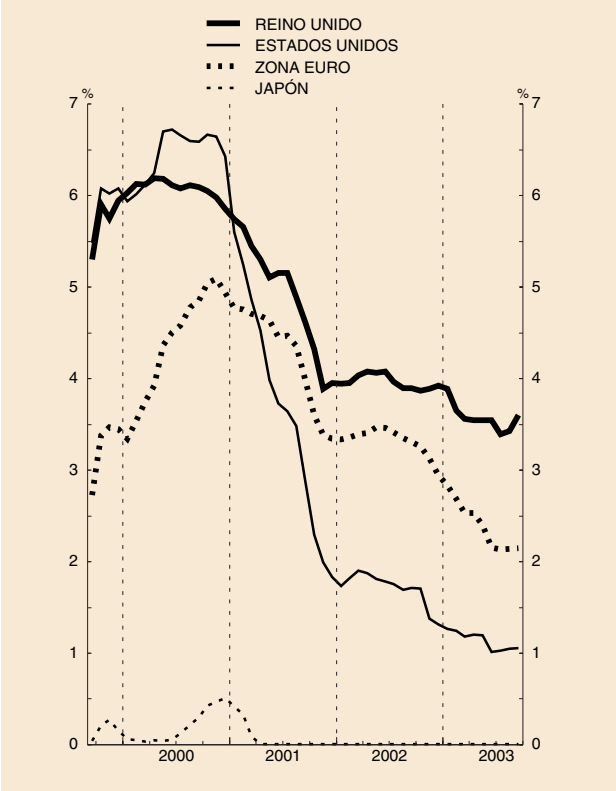
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro (a)	Estados Unidos de América: Tipo descuento (b)	Estados Unidos de América: Fondos federales	Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1 ■	2 ■	3 ■	4 ■	5 ■	6	7	8 ■	9	10	11 ■	12	13	14 ■	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 *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
Jul	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,51	2,33	2,13	-	-	1,03	-	-	0,01	3,39
Ago	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,52	2,35	2,14	-	-	1,05	-	-	0,01	3,43
Sep	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,53	2,38	2,15	-	-	1,05	-	-	0,00	3,60

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



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).

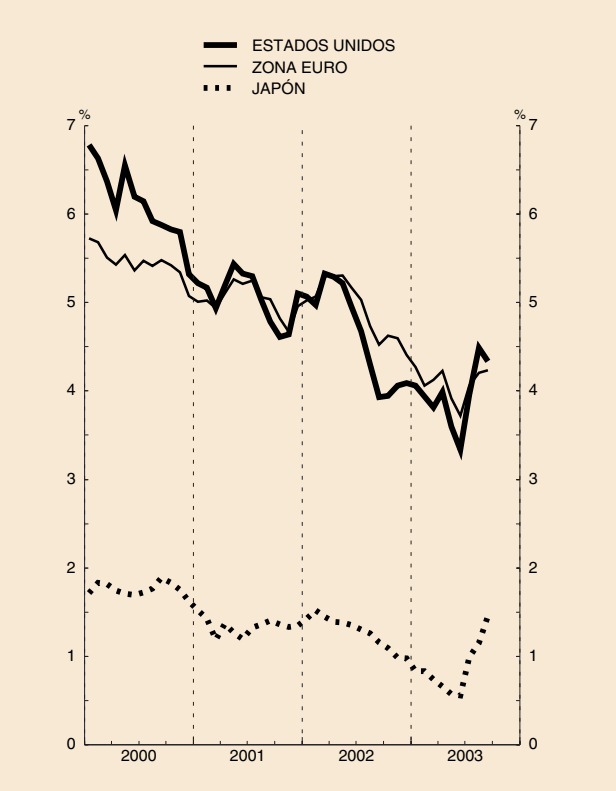
2.6. Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales

■ Serie representada gráficamente.

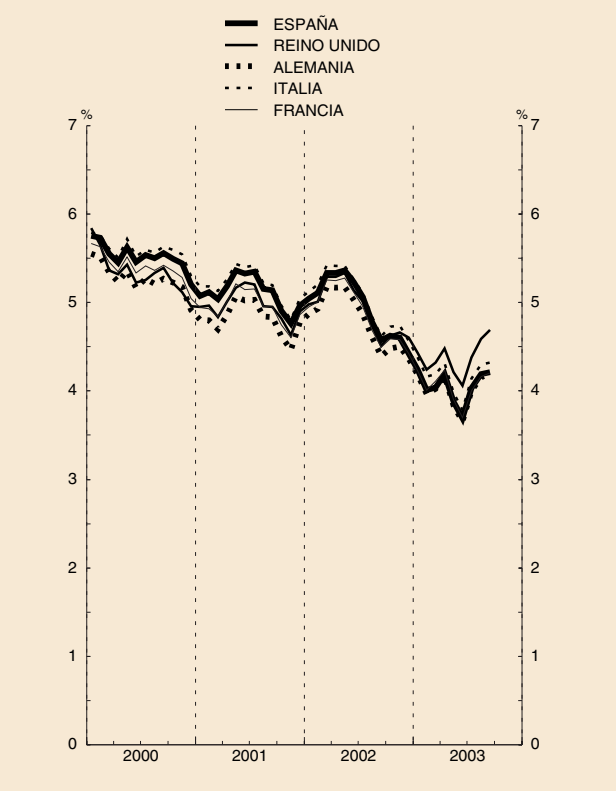
Porcentajes

	OCDE 1	Unión Europea 2	Zona del euro 3 ■	Alemania 4 ■	España 5 ■	Estados Unidos de América 6 ■	Francia 7 ■	Italia 8 ■	Japón 9 ■	Reino Unido 10 ■
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 *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	3,13	3,78	3,72	3,65	3,69	3,34	3,70	3,78	0,56	4,06
Jul	3,60	4,11	4,06	4,00	4,03	3,96	4,01	4,14	0,99	4,38
Ago	3,91	4,28	4,20	4,16	4,19	4,48	4,16	4,30	1,15	4,59
Sep	3,91	4,32	4,23	4,20	4,21	4,33	4,21	4,32	1,45	4,69

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

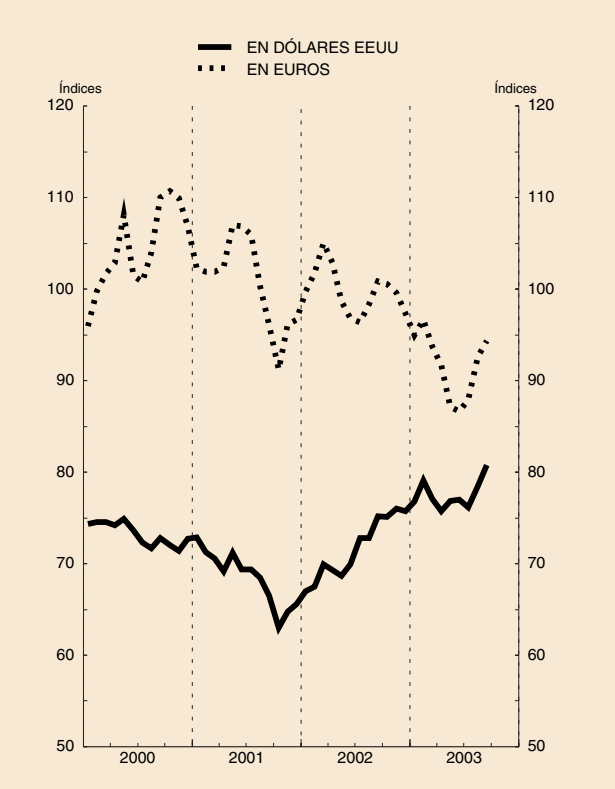
2.7 Mercados internacionales: Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro

■ Serie representada gráficamente.

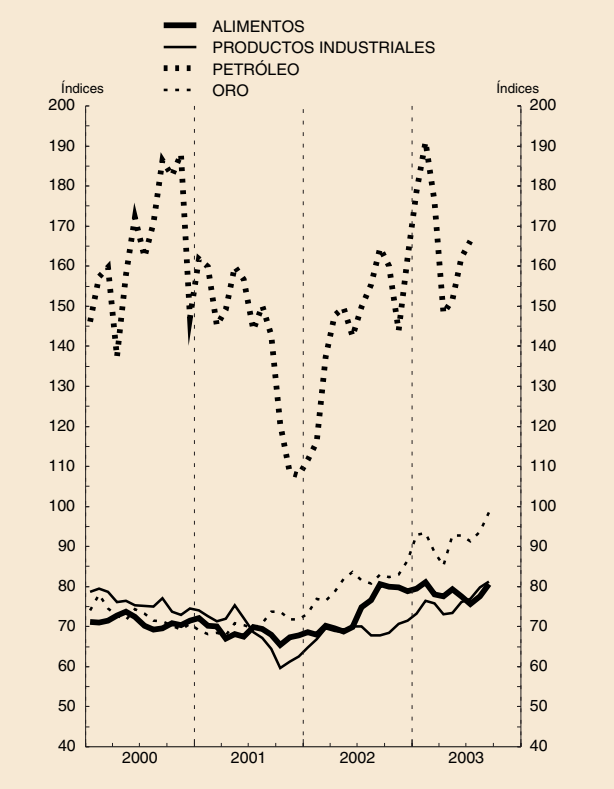
Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses						Mar Norte			
				Productos industriales							
	General	General	Alimentos	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	Índice (b)	Dólares estadounidenses por barril	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	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-S*	100,0	70,4	71,9	68,3	68,7	67,9	141,8	24,4	79,6	305,7	10,61
03 *E-S*	91,7	77,5	78,5	76,2	79,5	73,4	...	28,6	92,1	354,0	10,24
02 *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	148,2	25,0	85,3	327,7	9,72
May	87,2	76,9	79,4	73,4	75,1	72,0	151,6	25,8	92,8	356,4	9,89
Jun	86,7	77,0	77,6	76,2	79,2	73,7	162,2	27,6	92,8	356,4	9,82
Jul	87,9	76,2	75,6	76,9	79,5	74,7	166,3	28,5	91,4	351,0	9,92
Ago	92,6	78,5	77,6	79,7	82,9	77,0	...	29,8	93,6	359,8	10,38
Sep	94,4	80,8	80,6	81,3	86,5	76,5	...	27,1	98,5	378,5	10,84

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



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.

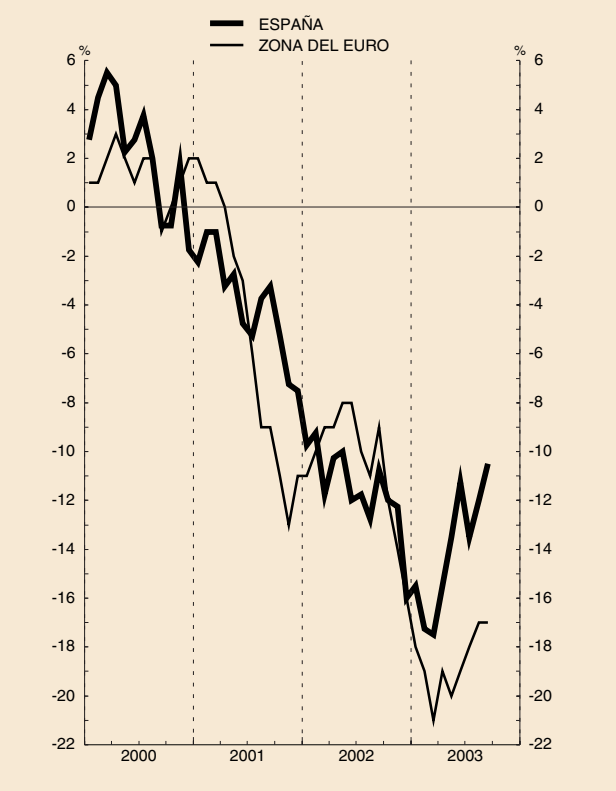
3.1. Indicadores de consumo privado. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

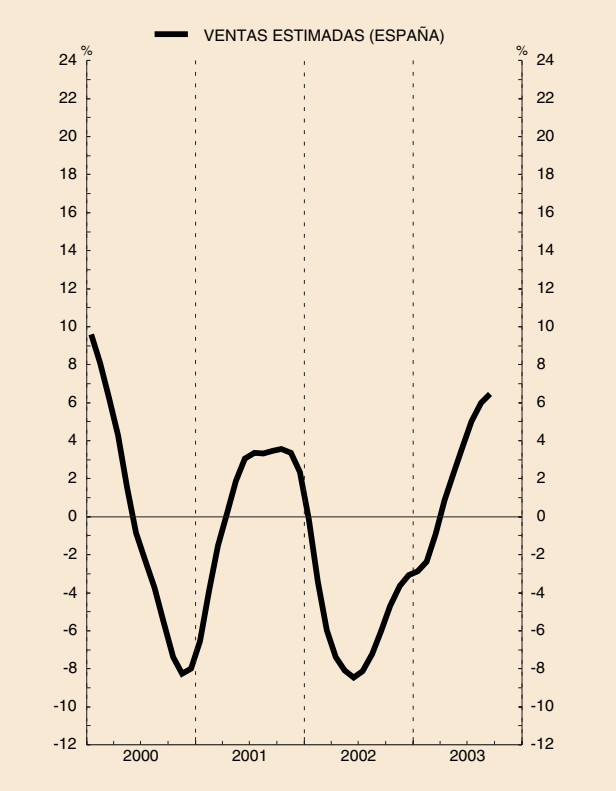
Tasas de variación interanual

		Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas					
		Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro índice deflactado
		Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado		Matriculaciones	Nominal	Del cual: 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	-2	-2,4	-3,6	-1,8	-2,1	6,2	3,0	5,3	2,9	3,9	2,3
01		-4	-3	4	-0	-5	-7	2,2	1,9	3,2	-0,8	7,1	3,4	3,5	5,1	1,5	1,7
02		-12	-7	-1	-2	-11	-16	-6,0	-5,6	-6,6	-4,3	5,7	2,2	7,9	1,7	2,8	-0,0
02 *E-S*		-11	-7	-0	-3	-9	-17	-7,9	-6,5	-8,4	...	5,7	2,2	7,9	1,9	2,8	0,0
03 *E-S*	A	-14	-10	-2	-2	-19	-15	3,5	0,5	1,8	...	...	...	...	...	...	...
02 *Oct*		-12	-6	-	-	-12	-16	0,5	-0,2	0,3	-3,3	8,1	3,9	9,7	2,7	4,7	1,5
Nov		-12	-4	-	-1	-14	-14	-8,3	-10,5	-8,6	-1,2	7,6	3,6	11,0	2,7	4,3	-0,9
Dic		-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	-4,1	-4,3	-5,6	-5,3	6,1	2,3	9,5	0,7	3,1	2,8
Feb	P	-17	-15	-4	-	-19	-14	-5,1	-1,9	-6,6	-3,5	6,1	2,2	7,9	0,6	3,1	1,1
Mar	P	-18	-18	-4	-3	-21	-18	-3,1	2,6	-5,0	0,6	4,6	0,9	3,4	-2,6	3,3	-1,4
Abr	P	-16	-12	-2	1	-19	-17	8,0	-3,8	6,8	-3,8	5,6	2,4	8,2	1,1	3,0	2,3
May	P	-14	-8	-2	-4	-20	-13	-4,7	-5,9	-5,5	-5,3	6,0	3,2	10,6	1,2	4,3	0,3
Jun	P	-11	-7	-	-3	-19	-14	11,7	-7,8	10,0	0,8	6,2	3,3	7,4	0,2	5,3	0,7
Jul	P	-14	-8	-1	-3	-18	-12	8,2	6,5	5,7	2,6	5,6	2,7	7,1	1,9	3,0	-
Ago	P	-12	-7	-	-3	-17	-14	5,7	5,9	3,6	-0,9	3,1	0,1	5,7	0,7	-0,9	...
Sep	A	-11	-4	1	-1	-17	-12	17,2	17,9	14,6	1,7	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuentes: Comisión de la UE (European Economy. Suplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

(a) Deflactada por el IPC general.

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

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

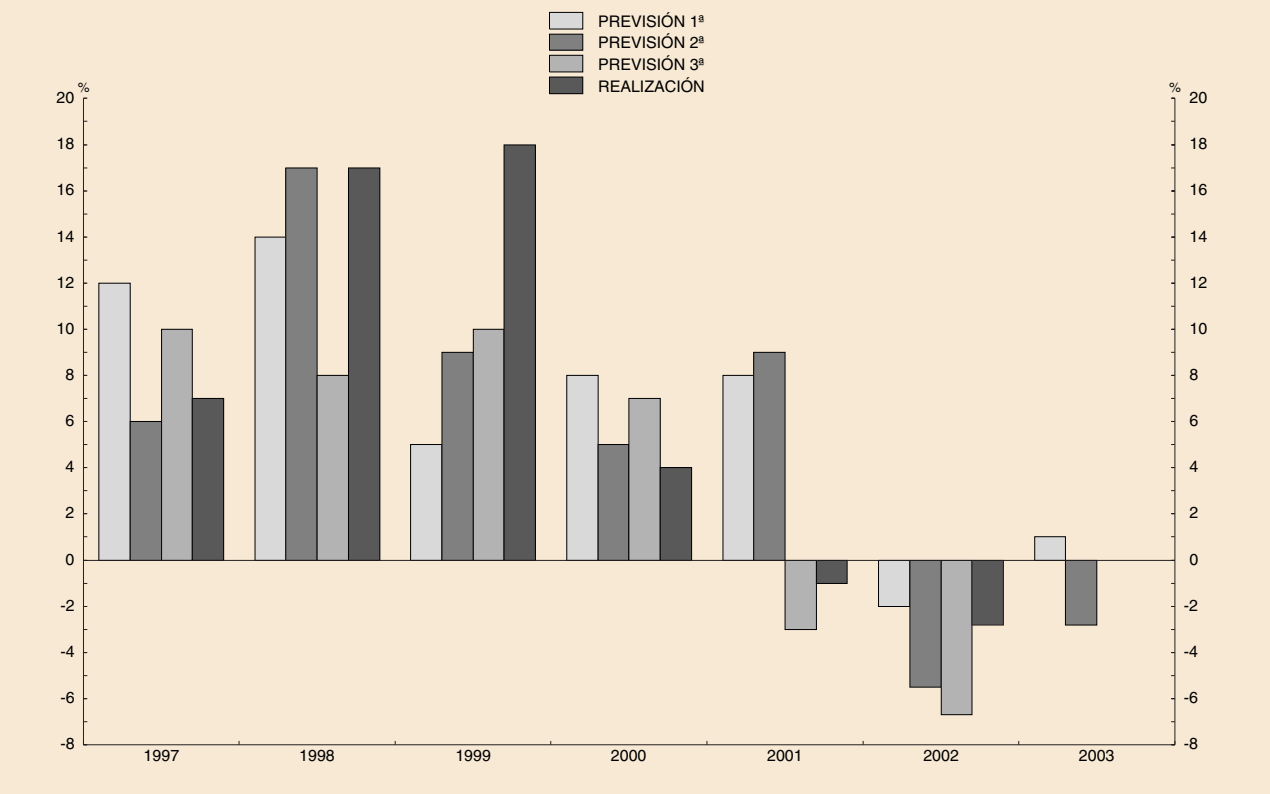
3.2. Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización 1 ■	Previsión 1ª 2 ■	Previsión 2ª 3 ■	Previsión 3ª 4 ■
97	7	12	6	10
98	17	14	17	8
99	18	5	9	10
00	4	8	5	7
01	-1	8	9	-3
02	-3	-2	-6	-7
03	...	1	-3	...

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.

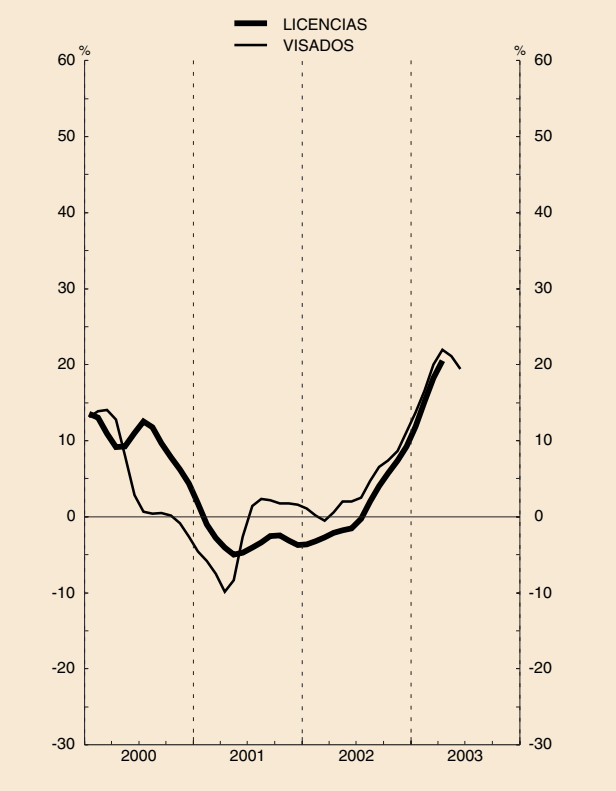
3.3. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España

■ Serie representada gráficamente.

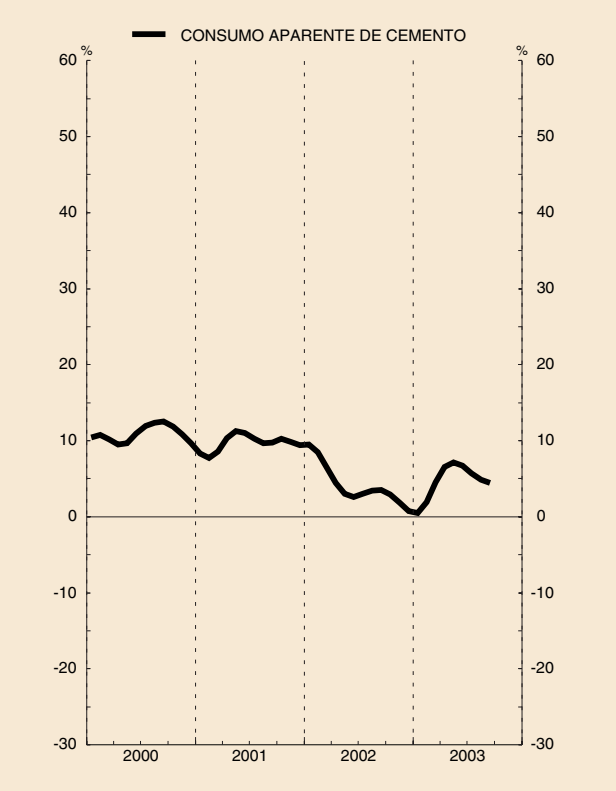
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							
		De la cual				De la cual	Total		Edificación					
	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	De la cual Vivienda	No residencial	Ingeniería civil	Consumo aparente de cemento
	1 ■	2	3	4	5 ■	6	7	8	9	10	11	12	13	14 ■
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	13,2	13,2	-2,2	-15,2	3,9	3,5	20,1	4,7
02 *E-S*	-2,9	-1,5	-0,6	-8,0	1,5	2,8	4,7	4,7	1,5	-21,2	49,8	12,4	6,1	5,4
03 *E-S*	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4,7
02 *Jun*	-12,4	-12,2	-12,6	-13,4	-4,4	-3,0	-34,3	8,8	-64,7	-87,7	-38,7	-39,3	-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	3,3	4,5	47,3	289,7	19,3	5,9	-9,1	4,2
Nov	3,2	6,3	6,6	-8,0	-3,2	-3,7	52,8	8,8	-37,9	-58,8	-74,7	-29,3	111,0	-0,9
Dic	6,6	20,4	21,4	-37,3	21,0	15,2	60,0	13,2	-31,8	-49,1	-25,6	-24,9	116,1	4,6
03 *Ene*	7,4	14,4	12,6	-15,7	14,3	21,1	8,6	8,6	32,3	199,8	1 103,8	-30,0	-1,3	-5,1
Feb	14,3	14,1	14,6	14,9	10,6	11,9	13,3	10,4	9,2	-19,9	18,9	27,1	16,0	-2,3
Mar	30,7	36,8	35,5	9,0	27,7	36,5	78,5	34,2	-0,5	71,3	8,1	-15,5	104,8	19,8
Abr	23,5	32,5	31,1	-17,5	26,3	21,6	1,6	25,5	-22,4	-1,9	-59,6	-28,0	16,7	-0,2
May	...	...	...	...	18,9	19,1	57,7	32,0	-19,8	-5,4	-49,4	-23,0	109,6	5,1
Jun	...	...	...	...	19,0	21,7	...	...	...	...	...	...	...	10,8
Jul	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	5,9
Ago	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-0,5
Sep	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	8,8

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



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



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

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

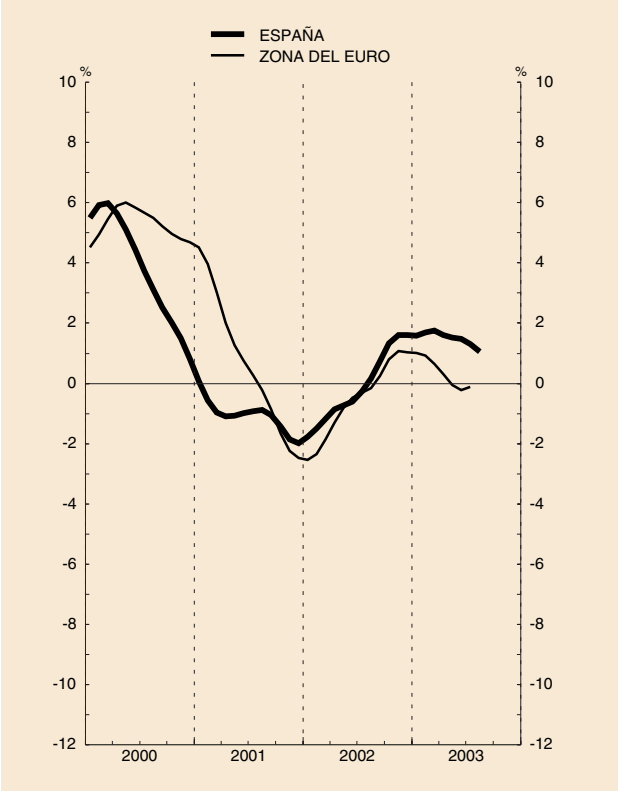
3.4. Índice de producción industrial. España y zona del euro

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	$\frac{1}{T}$ 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
		1	2 ■	3 ■	4 ■	5 ■	6	7	8	9	10 ■	11	12	13	14
00	MP	100,0	4,0	0,8	6,8	3,7	7,0	1,1	3,3	8,6	5,3	5,7	2,0	8,3	5,9
01	MP	98,8	-1,2	-0,7	-3,3	-2,1	3,0	-3,2	-2,0	4,3	0,5	0,4	0,6	1,6	-0,5
02	MP	98,9	0,1	2,3	-4,9	1,4	0,0	-0,5	0,4	0,0	-0,5	-0,7	-0,5	-2,0	0,4
02 *E-A*	MP	97,5	-1,3	1,9	-9,1	-0,5	1,8	-1,2	-1,5	2,0	-1,3	-1,7	...	-3,2	-0,7
03 *E-A*	MP	98,8	1,3	0,8	-0,5	2,2	2,9	-1,1	1,4	1,7	...	...	...	...	...
02 *May*	P	105,3	-2,0	0,7	-10,5	-0,2	-1,7	-4,4	-2,3	-2,0	-0,8	-1,2	-0,3	-3,2	0,0
Jun	P	99,9	-5,2	-3,7	-14,6	-3,5	1,5	-8,0	-6,0	1,2	-0,4	-1,0	-1,4	-0,7	-0,6
Jul	P	108,0	3,6	7,4	-3,1	5,3	0,8	6,3	3,9	1,2	0,7	0,4	-0,6	-0,4	1,3
Ago	P	70,6	-3,4	3,0	2,9	-6,7	-5,4	-12,2	0,1	-6,7	-0,7	-0,8	-1,3	-0,6	-0,2
Sep	P	101,3	2,4	4,7	-0,1	3,7	-2,2	3,9	2,9	-2,0	0,2	-0,0	-0,4	-2,3	2,5
Oct	P	111,8	5,1	5,9	4,0	6,5	-0,1	3,2	5,5	0,3	1,3	1,0	0,5	0,5	1,5
Nov	P	103,7	0,3	-1,5	2,9	3,1	-5,9	-0,8	1,2	-5,4	2,7	3,3	1,9	3,3	4,9
Dic	P	90,6	3,5	3,0	10,4	7,9	-5,3	-4,5	7,0	-7,3	-0,5	0,2	-0,7	-0,1	1,9
03 *Ene*	P	98,9	-0,1	-0,3	-2,5	1,7	-2,0	-6,5	0,3	-2,9	1,3	1,0	-0,7	1,4	2,8
Feb	P	99,3	1,7	-	0,7	2,9	4,6	-1,0	1,1	8,7	2,2	1,1	-0,4	3,2	1,1
Mar	P	105,0	9,7	8,7	11,6	12,1	3,3	8,3	10,9	1,6	0,0	0,5	-1,1	0,1	0,5
Abr	P	99,1	-4,5	-5,0	-6,8	-4,1	-1,2	-7,3	-4,5	-3,4	0,9	0,0	0,8	-0,4	0,7
May	P	104,0	-1,2	-2,3	-2,6	-0,5	1,9	-1,2	-1,1	-1,7	-1,1	-1,2	-2,7	-0,5	-1,0
Jun	P	104,4	4,5	6,3	2,7	5,3	1,1	3,3	5,1	-0,3	-1,3	-1,7	-1,0	-3,8	-0,5
Jul	P	110,2	2,0	1,6	-1,7	2,9	6,2	-0,8	1,9	2,7	0,8	0,7	1,3	1,5	0,1
Ago	P	69,4	-1,7	-2,8	-7,5	-4,4	10,4	-3,6	-3,4	9,7	...	...	...	...	...

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



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

Fuentes: INE y BCE.

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

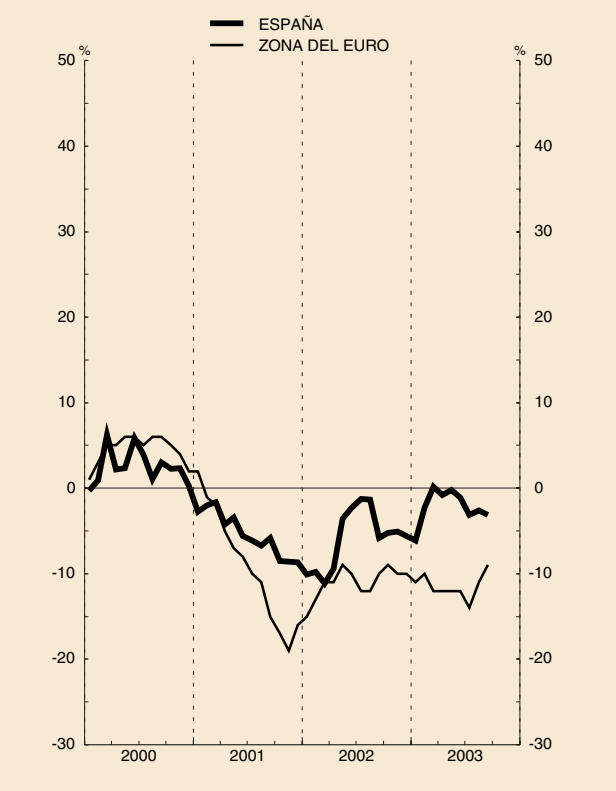
3.5. Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

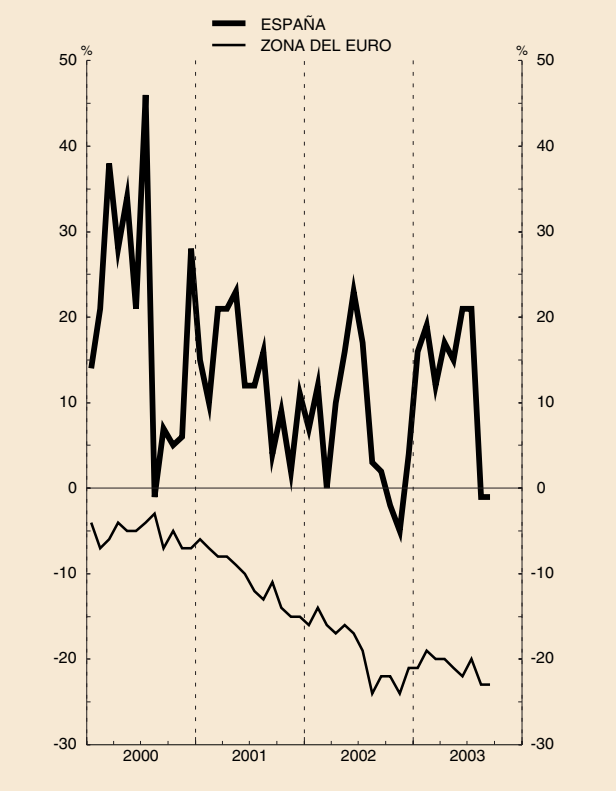
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (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	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1 ■	2	3	4	5	6	7	8	9	10 ■	11	12	13	14	15 ■	16	17 ■
00	M	3	9	11	3	-4	7	2	2	4	21	12	21	41	37	5	2	-5
01	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	-19
02 *E-S*	M	-6	-2	5	-12	-18	8	-9	-6	-3	10	12	12	18	44	-11	-25	-18
03 *E-S*	M	-2	4	11	-9	-12	6	0	-1	-5	13	10	25	30	20	-11	-26	-21
02 *Jun*		-2	4	5	-6	-16	8	-1	-4	-2	23	10	22	14	62	-10	-24	-17
Jul		-1	7	4	-7	-19	5	-7	0	3	17	39	9	46	34	-12	-26	-19
Ago		-1	4	11	-6	-15	7	-5	2	0	3	23	5	8	-25	-12	-28	-24
Sep		-6	-	5	-15	-17	8	-7	-8	-4	2	10	12	6	19	-10	-26	-22
Oct		-5	-4	-	-11	-12	11	-3	-6	-7	-2	14	15	8	-24	-9	-25	-22
Nov		-5	2	-13	-8	-12	8	-2	-6	-7	-5	7	9	-11	-34	-10	-22	-24
Dic		-6	9	-5	-5	-5	11	4	-7	-12	4	-11	17	-18	-45	-10	-22	-21
03 *Ene*		-6	-1	-1	-8	-13	6	-4	-4	-9	16	-5	24	35	20	-11	-22	-21
Feb		-2	-6	23	-14	-16	8	-6	-1	-	19	7	32	46	37	-10	-23	-19
Mar		0	-7	22	-10	-9	5	3	-5	0	12	3	22	25	14	-12	-26	-20
Abr		-1	14	18	-8	-13	6	1	-1	-2	17	32	24	15	15	-12	-27	-20
May		-0	11	12	-6	-9	4	3	1	-4	15	16	20	19	11	-12	-27	-21
Jun		-1	12	8	-6	-13	7	3	4	-7	21	14	30	26	14	-12	-28	-22
Jul		-3	10	5	-12	-14	5	3	-3	-8	21	13	36	35	23	-14	-28	-20
Ago		-3	2	8	-11	-13	4	2	-0	-8	-1	2	20	42	17	-11	-26	-23
Sep		-3	3	3	-7	-4	5	-3	2	-6	-1	7	17	28	25	-9	-26	-23

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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.

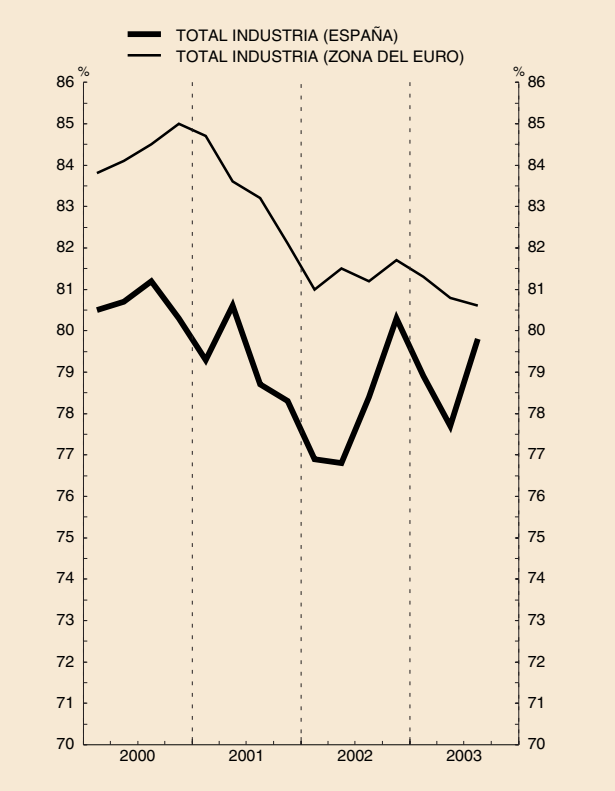
3.6. Encuesta de coyuntura industrial. Utilización de capacidad productiva. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

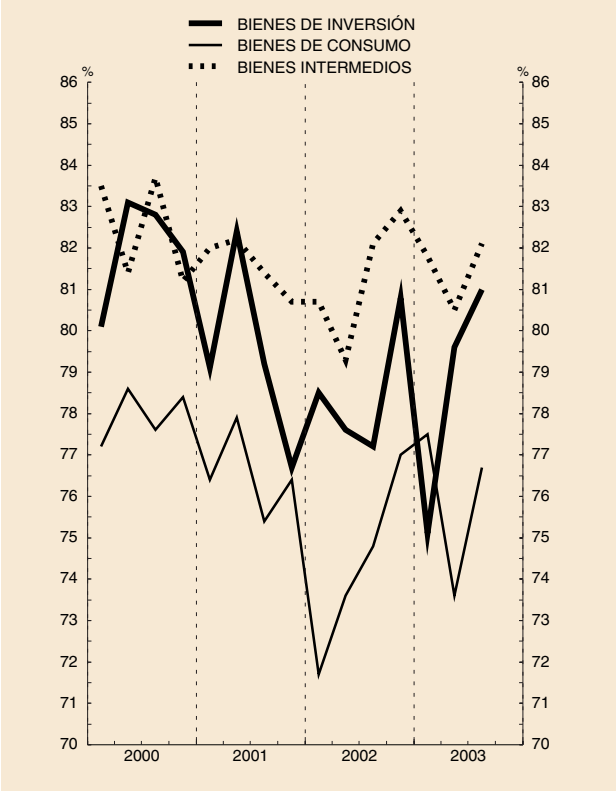
Porcentajes y saldos

	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	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	(Saldos)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	(Saldos)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	(Saldos)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	(Saldos)	
	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	84,4
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-III*	77,4	79,6	8	73,4	76,1	13	77,8	80,3	8	80,7	82,3	4	81,2
03 *I-III*	78,8	80,8	5	75,9	78,8	5	78,6	80,3	5	81,5	82,7	4	80,9
01 *I*	79,3	80,9	2	76,4	77,4	3	79,1	81,8	-	82,0	83,5	-	84,7
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	82,1
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
III	79,8	81,3	8	76,7	79,0	8	81,0	82,1	5	82,1	82,9	5	80,6

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



Fuentes: Ministerio de Ciencia y Tecnología y BCE.

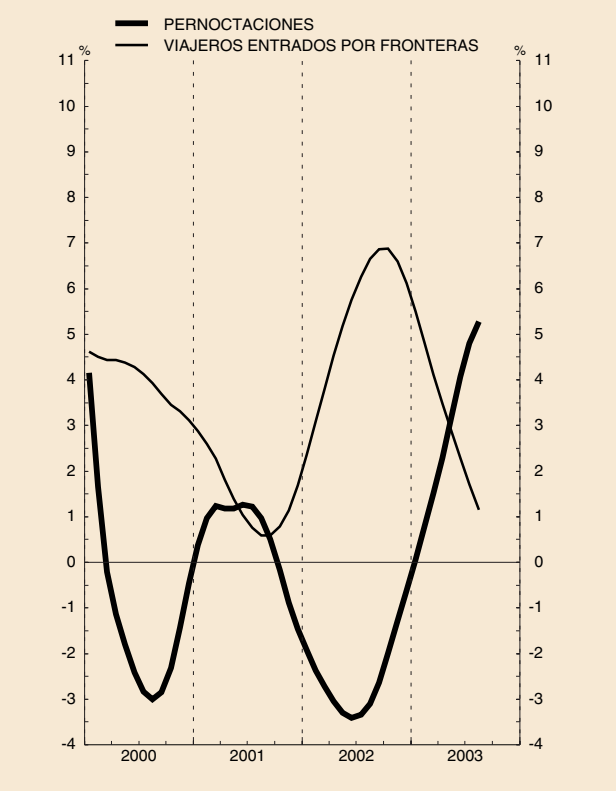
3.7. Diversas estadísticas de turismo y transporte. España

■ Serie representada gráficamente.

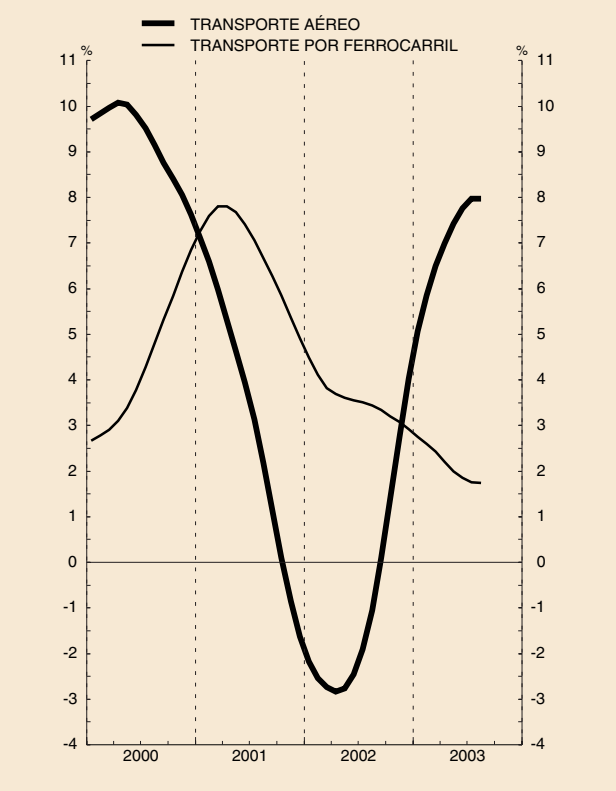
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
									Pasajeros							
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales	Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		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	-0,0	-1,4	-2,6	-5,2	5,3	4,1	7,9	-1,0	-2,2	-0,3	-0,7	4,2	5,0	3,8	2,8
02 *E-A*		-0,6	-2,4	-2,6	-5,3	5,4	4,3	7,4	-2,7	-3,8	-1,9	-3,3	2,5	6,4	3,4	1,9
03 *E-A*	P	3,8	2,5	2,7	1,5	3,1	0,5	8,1	7,4	7,9	7,1	-0,0	...	...	1,5	...
02 *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		-3,2	-5,1	-4,7	-6,5	2,3	1,4	4,7	-4,0	-6,7	-2,4	-0,7	3,6	6,2	0,1	1,8
Jul		0,0	-2,5	-3,3	-6,4	2,4	1,6	4,1	-2,4	-1,6	-2,9	5,4	-0,2	7,8	4,7	7,0
Ago		2,9	0,9	0,4	-3,1	13,4	14,1	12,1	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	-10,6
May	P	4,8	4,1	2,5	1,7	8,7	4,7	17,4	7,3	4,4	9,2	-1,3	0,0	11,0	1,8	1,1
Jun	P	8,9	6,8	5,4	4,2	5,3	0,2	18,2	8,3	11,5	6,5	-2,5	0,4	5,1	3,4	2,2
Jul	P	5,8	4,0	2,7	0,3	2,5	1,0	5,9	7,8	10,2	6,4	-0,7	...	...	1,7	...
Ago	P	3,5	2,7	5,1	4,8	-2,9	-6,8	4,1	10,2	10,0	10,3	-1,5	...	...	0,6	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

(a) 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.

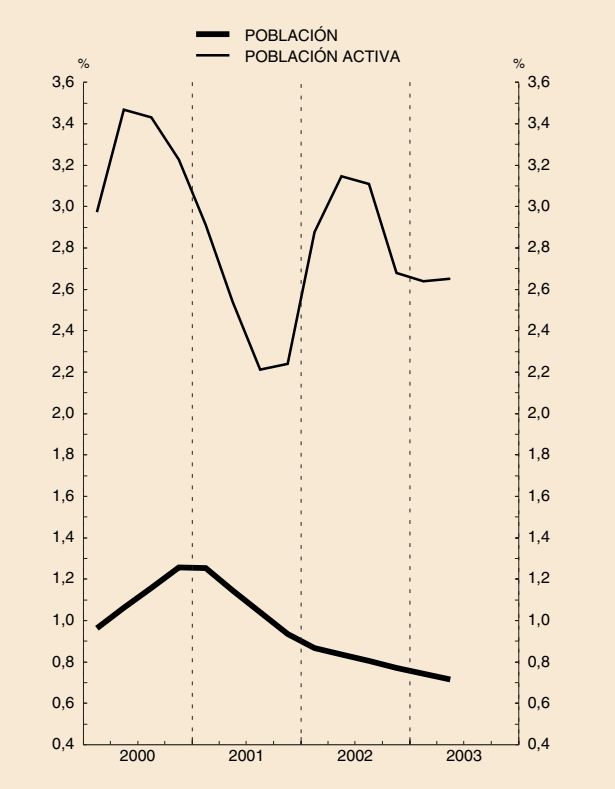
4.1. Población activa. España

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa				
							Variación interanual (b) (c)			
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4 ■	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Total (Miles de personas) ■	Por población (Miles de personas) ■	Por tasa de actividad (Miles de personas) ■	1 T 4 (b) ■
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
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-II*	M	33 901	286	0,9	53,69	18 202	1 064	308	757	3,0
03 *I-II*	M	34 148	247	0,7	54,72	18 683	963	270	692	2,6
00 *IV*		33 486	416	1,3	53,97	18 071	565	224	341	3,2
01 *I*		33 577	415	1,3	52,50	17 629	513	224	289	2,9
II		33 652	381	1,1	52,63	17 710	451	206	245	2,5
III		33 726	348	1,0	53,09	17 907	398	189	208	2,2
IV		33 800	314	0,9	53,29	18 013	405	171	233	2,2
02 *I*		33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9
II		33 933	281	0,8	53,83	18 267	557	151	406	3,1
III		33 997	271	0,8	54,31	18 463	556	147	409	3,1
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
II		34 176	243	0,7	54,87	18 751	484	133	351	2,7

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

(c) Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1.
Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

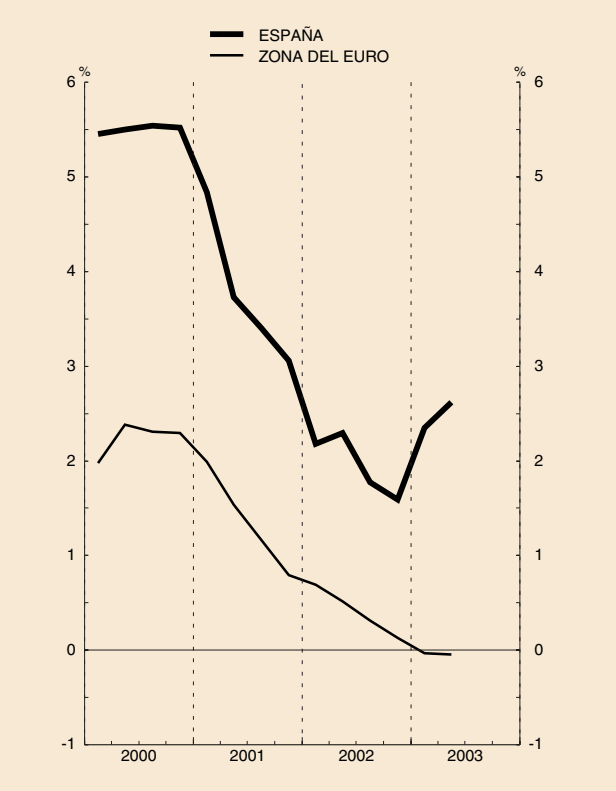
4.2. Ocupados y asalariados. España y zona del euro

■ Serie representada gráficamente.

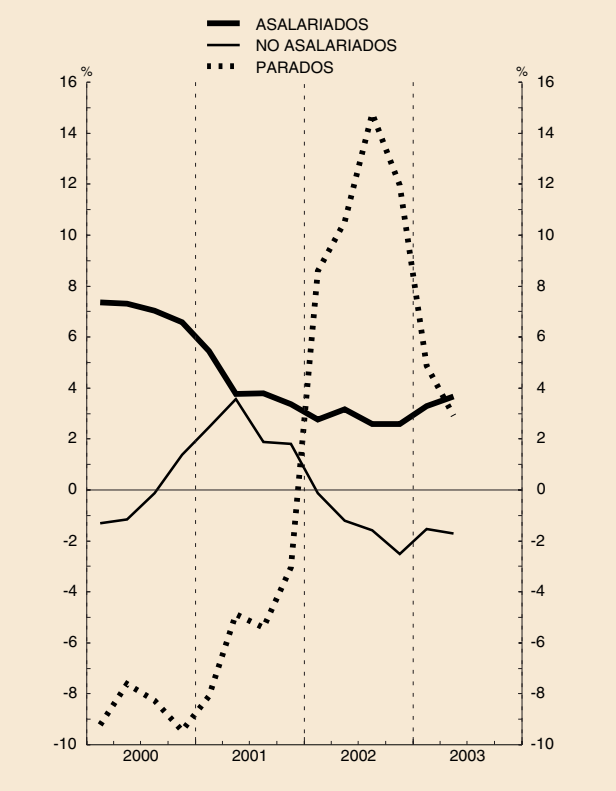
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados				Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados								
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas) (b)	1 T 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		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	1,4	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	8,39
02 *I-II*	M	16 148	353	2,2	13 002	375	3,0	3 146	-21	-0,7	2 054	179	9,5	11,28	0,6	8,27
03 *I-II*	M	16 549	401	2,5	13 454	452	3,5	3 095	-51	-1,6	2 134	80	3,9	11,42	-0,0	8,78
00 *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	2,0	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	1,5	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	1,2	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	0,8	8,11
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	8,34
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	8,45
IV		16 377	256	1,6	13 300	336	2,6	3 077	-80	-2,5	2 118	226	12,0	11,45	0,1	8,58
03 *I*		16 432	377	2,3	13 334	425	3,3	3 098	-48	-1,5	2 183	102	4,9	11,72	-0,0	8,74
II		16 666	425	2,6	13 574	479	3,7	3 092	-54	-1,7	2 085	59	2,9	11,12	-0,0	8,81

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

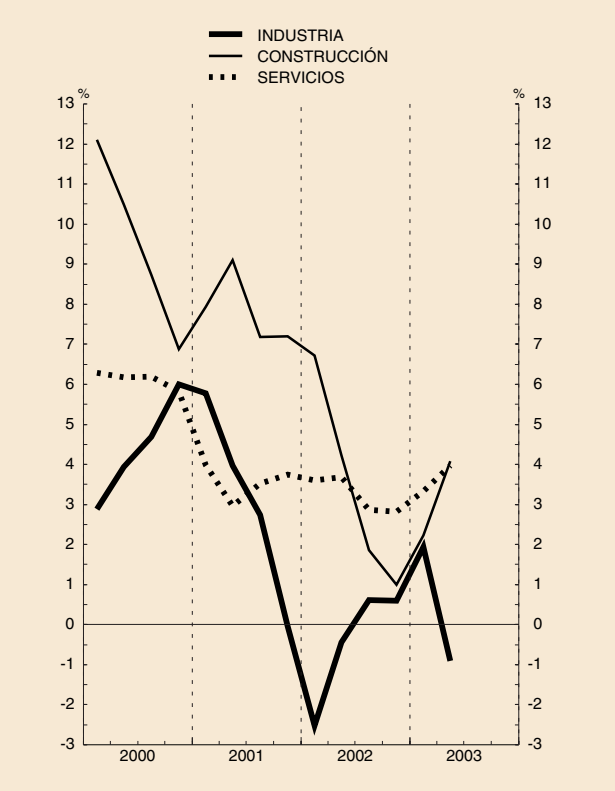
4.3. Empleo por ramas de actividad. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

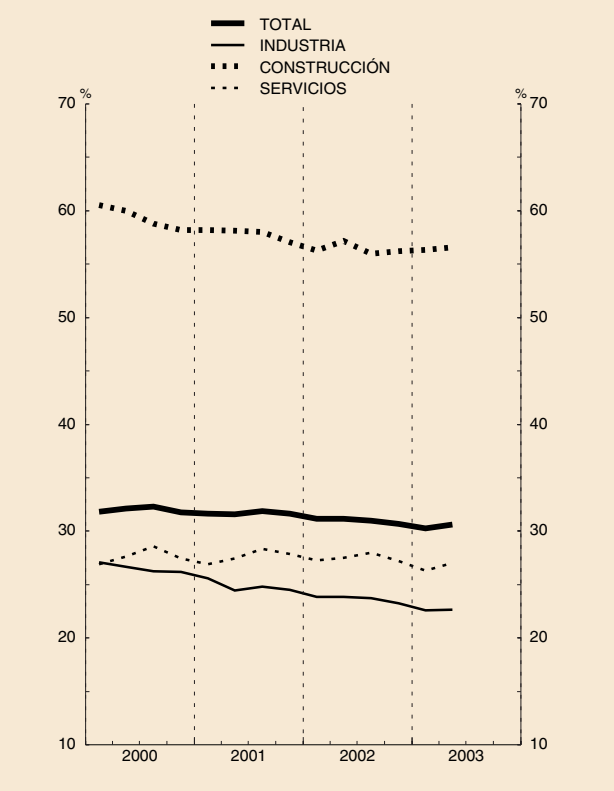
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3 ■	4	5	6	7 ■	8	9 ■	10 ■	11	12 ■	13 ■	14	15 ■	16	17	18
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-II*	M	2,2	3,0	-1,3	-5,1	-5,6	-5,9	-1,5	-1,2	-4,7	5,4	5,2	-2,4	3,6	4,5	0,8	2,9	2,5	3,3
03 *I-II*	M	2,5	3,5	-2,4	-4,5	-2,1	0,4	0,5	0,0	-5,1	3,2	4,4	-0,5	3,7	4,8	-2,6	3,0	2,5	3,5
00 *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
II		2,6	3,7	30,6	-3,0	1,2	57,7	-0,9	-1,5	22,7	4,1	5,5	56,6	4,0	5,2	27,0	3,0	2,5	3,5

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

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

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

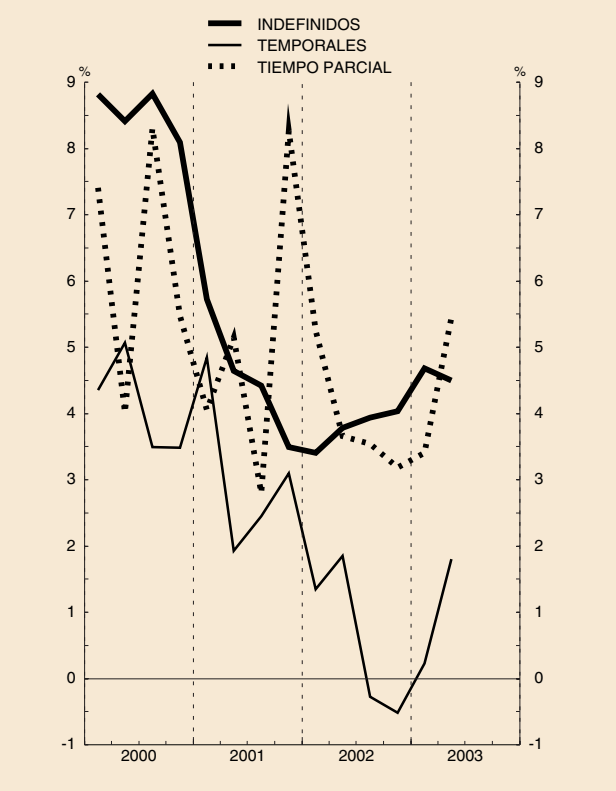
4.4. Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España (a)

■ Serie representada gráficamente.

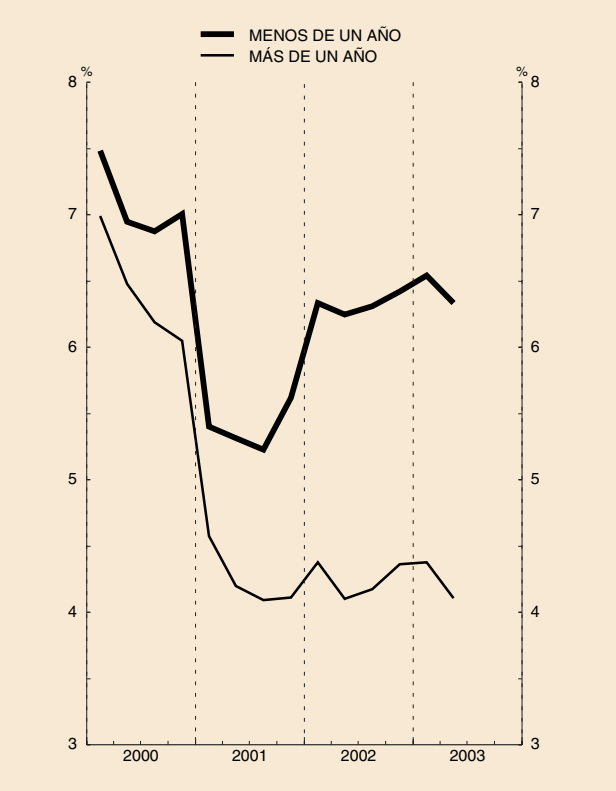
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados						
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)		
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año				
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de tempora-lidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalaria-dos	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4 (b)	Cambio de residen-cia	Menor salario	Menor catego-ría
		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-II*	M	311	3,6	64	1,6	31,17	364	3,1	46	4,4	8,34	6,29	21,0	4,24	-0,4	20,29	44,16	50,06
03 *I-II*	M	411	4,6	41	1,0	30,43	420	3,5	48	4,4	8,42	6,44	5,1	4,24	2,7	20,09	43,18	48,69
00 *IV*		641	8,1	134	3,5	31,74	725	6,7	51	5,5	7,80	7,00	-3,8	6,05	-15,8	23,11	50,66	56,33
01 *I*		466	5,7	184	4,8	31,62	609	5,6	40	4,1	8,14	5,40	-10,7	4,57	-13,3	21,13	45,78	50,81
II		386	4,6	76	1,9	31,56	410	3,6	52	5,1	8,30	5,31	-4,3	4,20	-13,3	20,65	45,80	51,25
III		373	4,4	99	2,5	31,89	444	3,9	28	2,8	7,82	5,23	-5,7	4,09	-13,0	21,21	44,58	49,44
IV		299	3,5	123	3,1	31,66	341	2,9	81	8,3	8,17	5,62	-1,4	4,11	-12,0	20,52	47,31	52,55
02 *I*		293	3,4	54	1,3	31,18	293	2,5	54	5,2	8,34	6,34	20,6	4,38	-1,6	20,91	43,48	49,45
II		329	3,8	74	1,9	31,16	364	3,1	39	3,7	8,34	6,25	21,3	4,10	0,8	19,67	44,84	50,67
III		347	3,9	-12	-0,3	31,00	299	2,5	36	3,5	7,89	6,31	24,5	4,17	5,2	20,56	41,30	47,13
IV		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
II		406	4,5	74	1,8	30,60	420	3,5	60	5,4	8,49	6,34	4,1	4,10	2,7	19,97	43,92	49,45

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

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

(b) Para el calculo 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).

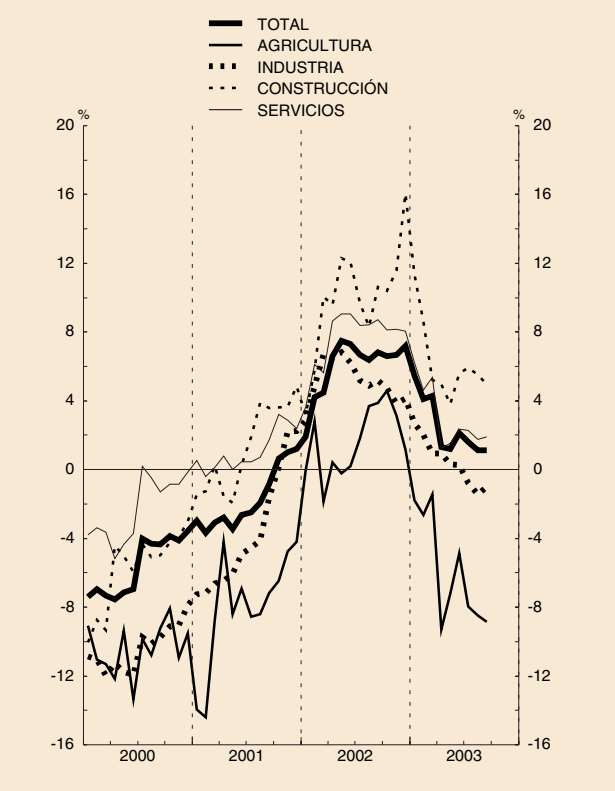
4.5. Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España

■ Serie representada gráficamente.

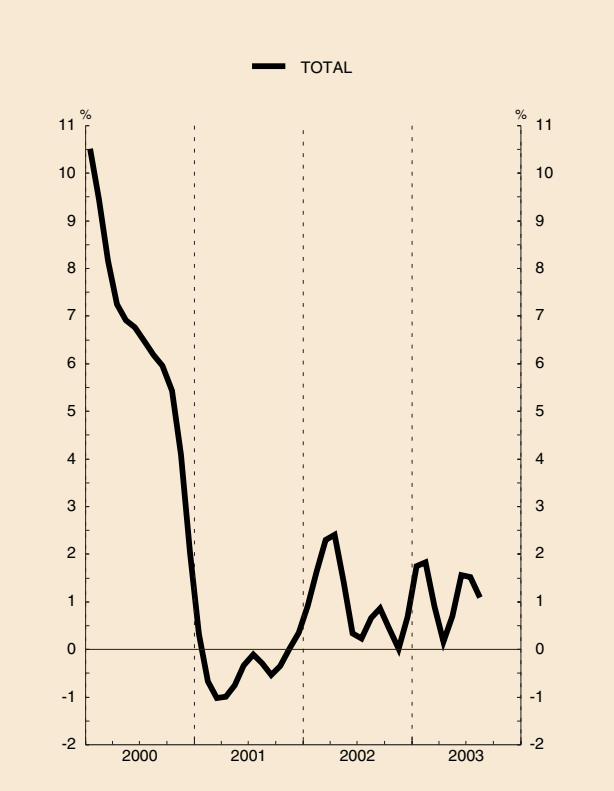
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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	Agricultura ■	No agrícola										
								Total	Industria ■	Construcción ■	Servicios ■							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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-S*	M	1 606	87	5,7	-1,5	7,0	1,1	7,2	5,4	8,9	7,4	1 166	1,9	9,11	20,10	90,89	1 128	1,7
03 *E-S*	M P	1 646	40	2,5	1,4	2,7	-5,8	3,0	0,5	6,2	3,1	...	1,8	8,80	20,46	91,20	...	...
02 *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		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		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		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		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
Jul	P	1 573	25	1,6	0,3	1,9	-8,0	2,2	-0,8	5,9	2,3	1 302	-1,2	7,37	21,93	92,63	1 270	-0,8
Ago	P	1 569	17	1,1	-0,2	1,3	-8,5	1,6	-1,5	5,5	1,8	971	-4,8	6,96	21,02	93,04	953	-3,9
Sep	P	1 608	18	1,1	-0,7	1,4	-8,9	1,7	-1,0	5,0	1,9	1 284	8,2	8,08	22,36	91,92	...	...

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

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

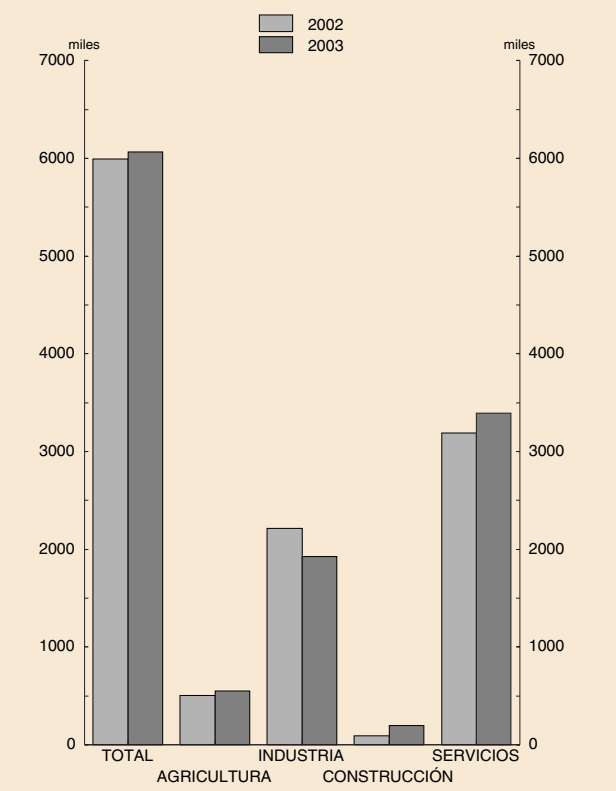
4.6. Convenios colectivos. España

■ Serie representada gráficamente.

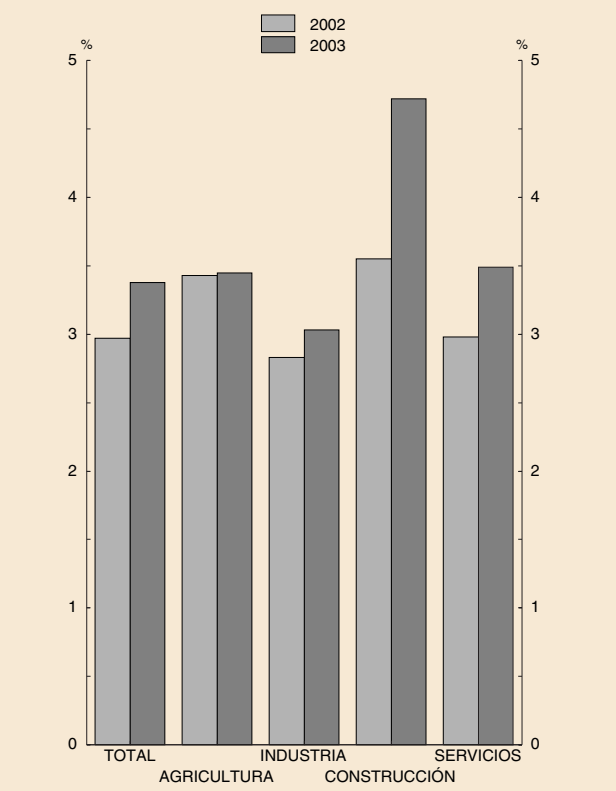
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
			Miles de trabajadores afectados (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	9 513	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
02 *Mar*	8 731	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	9 060	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	9 262	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	9 307	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	9 328	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	9 332	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	9 399	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	9 509	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	9 509	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	9 513	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*	5 583	3,36	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	5 614	3,36	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	5 676	3,35	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	5 912	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	6 051	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
Jun	6 064	3,38	4 598	449	5 048	-514	546	1 498	38	2 966	3,42	3,10	3,39	3,46	3,07	4,09	3,54
Jul	6 066	3,38	4 784	596	5 380	-472	546	1 561	47	3 226	3,39	3,22	3,37	3,46	3,08	3,83	3,49
Ago	6 066	3,38	4 931	1 138	6 069	74	552	1 925	197	3 395	3,43	3,17	3,38	3,45	3,03	4,72	3,49

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-agosto



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-agosto



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

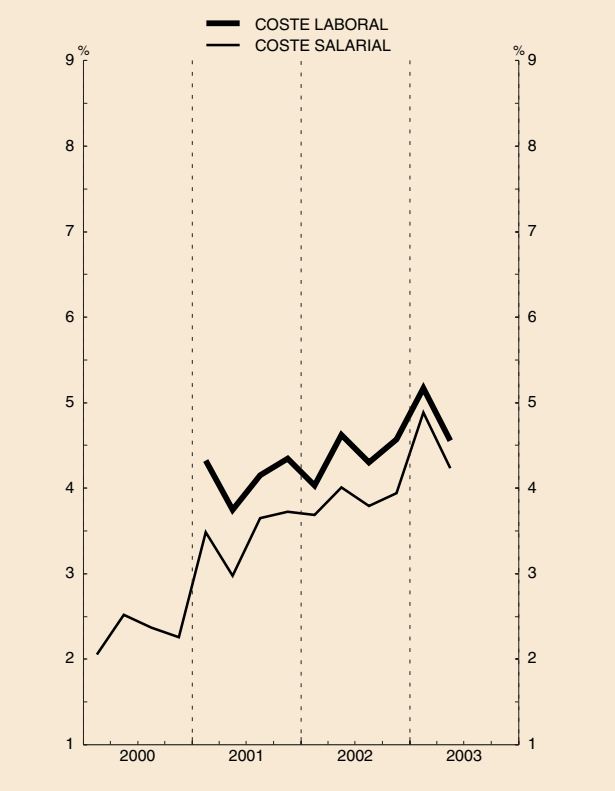
4.7. Índice de costes laborales

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual

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.

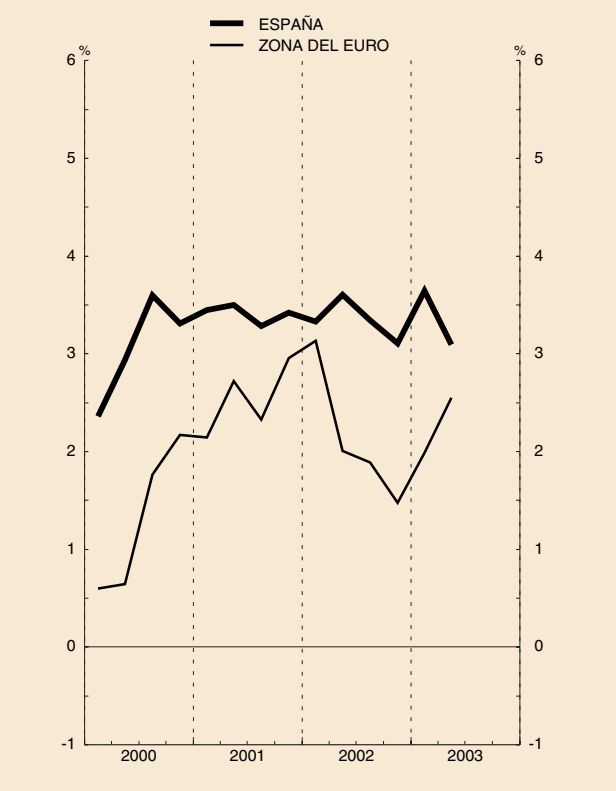
4.8. Costes laborales unitarios. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

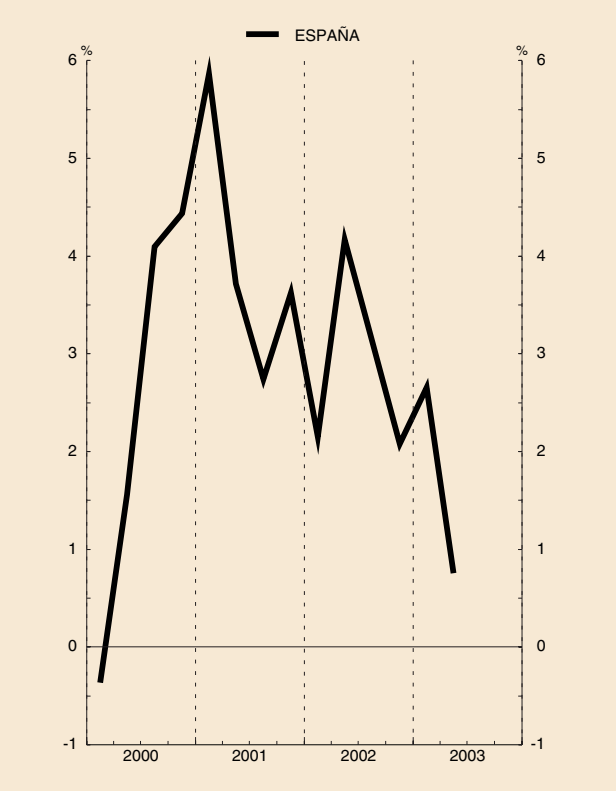
Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

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

(b) Empleo equivalente a tiempo completo.

(c) Ramas industriales.

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

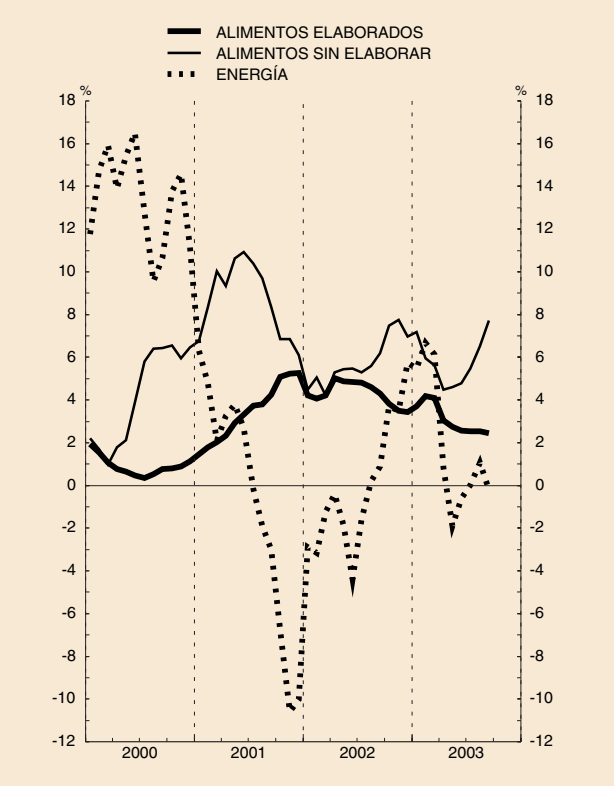
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100 %)				Tasa de variación interanual (T_{12}^{1})						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 1995)	
		Serie original	m 1 (b)	T_{12}^{1} (c)	s/ T dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T_{12}^{1}
		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-S*	M	103,0	0,3	3,4	1,6	5,2	4,6	2,5	-1,6	4,6	3,8	101,2	-3,7
03 *E-S*	M	106,3	0,2	3,2	0,8	5,8	3,1	2,3	1,9	3,7	3,0	...	...
02 *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	110,2	7,5
Jun		106,8	0,1	2,7	1,3	4,8	2,6	2,5	-0,6	3,5	2,9	107,1	6,6
Jul		106,1	-0,6	2,8	0,6	5,5	2,5	2,2	0,0	3,6	2,9	98,4	3,7
Ago		106,6	0,5	3,0	1,1	6,5	2,5	2,0	1,1	3,7	2,8	...	...
Sep		106,9	0,3	2,9	1,4	7,7	2,4	2,1	-0,2	3,5	2,8	...	...

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.

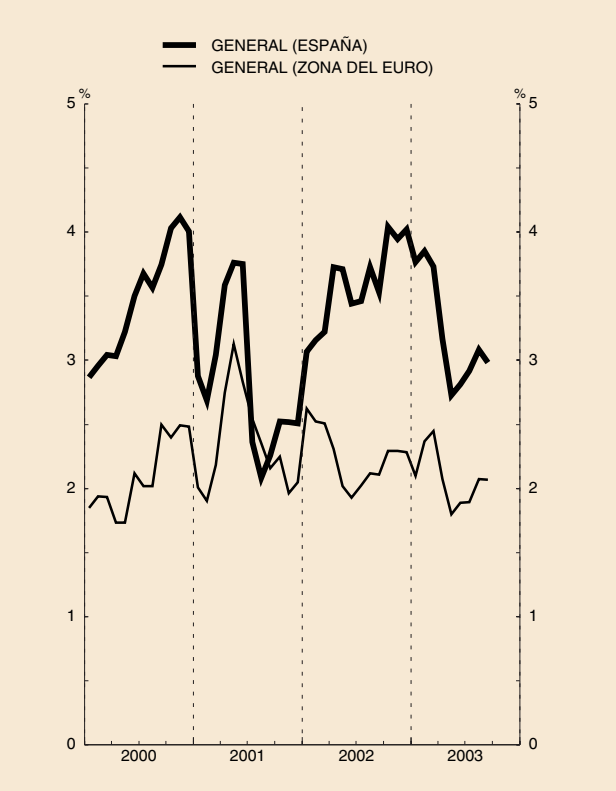
5.2. Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 1996=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

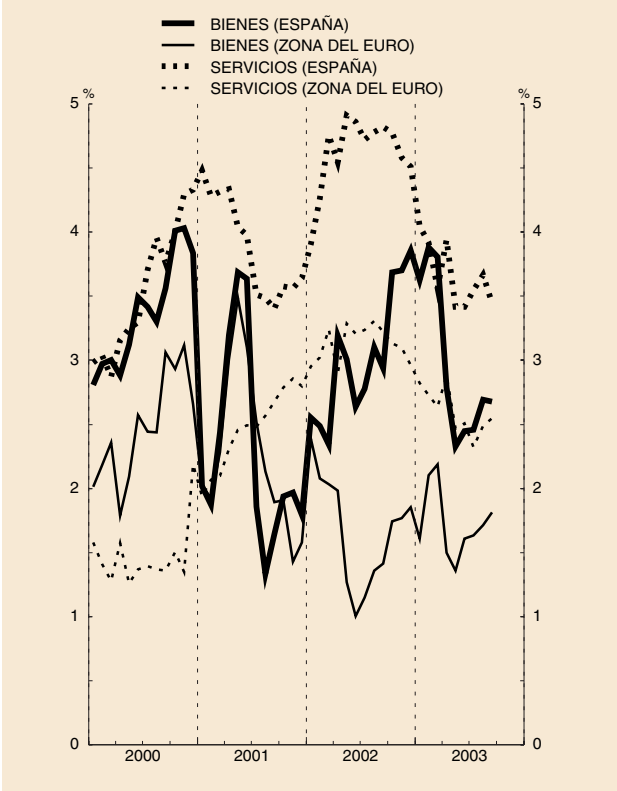
Tasas de variación interanual

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

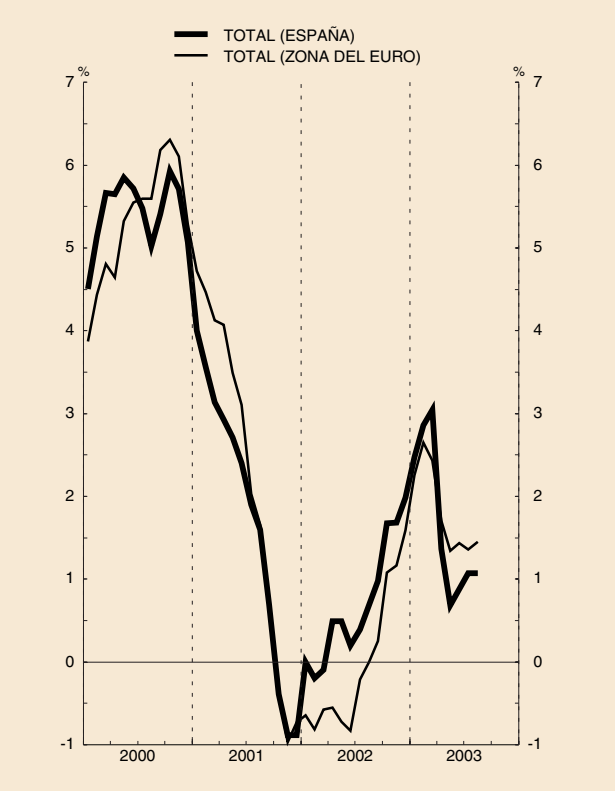
5.3. Índice de precios industriales. España y zona del euro (a)

■ Serie representada gráficamente.

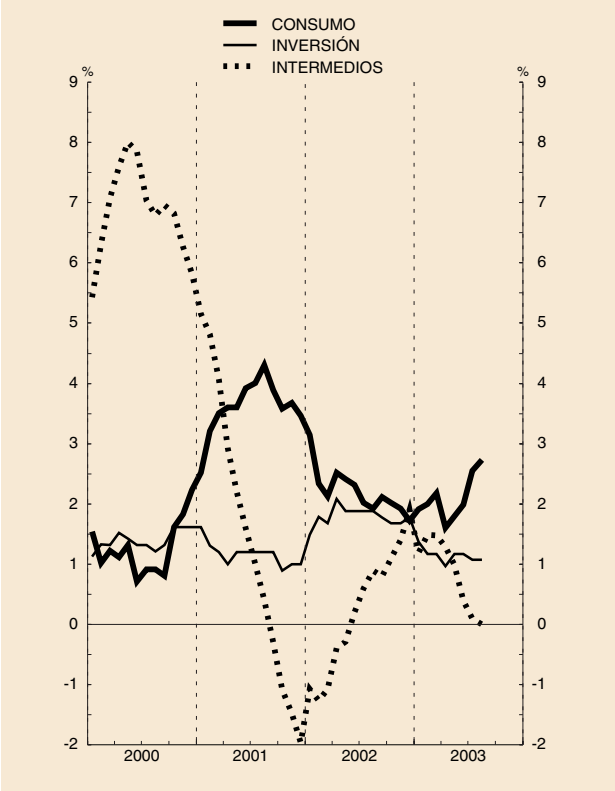
Tasas de variación interanual

		General (100 %)			Consumo (32.1 %)		Inversión (18.3 %)		Intermedios (31.6 %)		Energía (18.0 %)		Pro memoria: zona del euro				
													Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
		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 ■	T/12 ■	T/12	T/12	T/12	T/12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
00	MP	100,0	_	5,4	_	1,3	_	1,4	_	6,8	_	22,7	5,3	1,6	0,6	5,1	17,3
01	MP	101,7	_	1,7	_	3,6	_	1,2	_	1,4	_	-2,0	2,2	2,9	1,0	1,2	3,0
02	MP	102,4	_	0,7	_	2,2	_	1,8	_	0,2	_	-1,3	-0,0	1,3	0,9	-0,3	-1,8
02 *E-A*	MP	102,2	_	0,2	_	2,3	_	1,8	_	-0,3	_	-3,5	-0,5	1,3	1,0	-0,8	-3,6
03 *E-A*	MP	103,9	_	1,7	_	2,1	_	1,1	_	0,9	_	3,0	1,8	1,4	0,4	1,1	4,9
02 *May*	P	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	P	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	P	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	P	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	P	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	P	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	P	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	P	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*	P	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	P	104,4	0,6	2,9	0,4	2,0	0,2	1,2	0,5	1,5	1,3	8,9	2,7	1,4	0,3	1,7	8,3
Mar	P	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	7,4
Abr	P	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	0,4	1,6	3,4
May	P	103,4	-0,5	0,7	0,2	1,8	0,2	1,2	-0,1	1,0	-3,3	-2,3	1,3	1,3	0,4	1,3	1,8
Jun	P	103,3	-0,1	0,9	0,1	2,0	-	1,2	-0,4	0,4	-0,2	-0,9	1,4	1,3	0,4	0,8	3,3
Jul	P	103,5	0,2	1,1	0,6	2,5	-0,1	1,1	-0,3	0,1	0,7	0,2	1,4	1,4	0,4	0,4	3,8
Ago	P	103,7	0,2	1,1	0,4	2,7	-	1,1	-0,1	-	0,9	0,1	1,4	1,3	0,4	0,1	4,5

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.

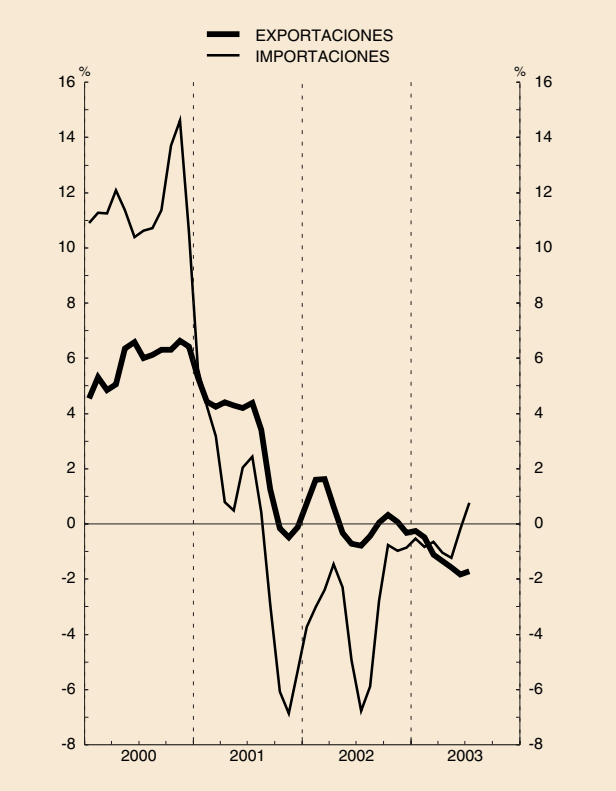
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España

■ Serie representada gráficamente.

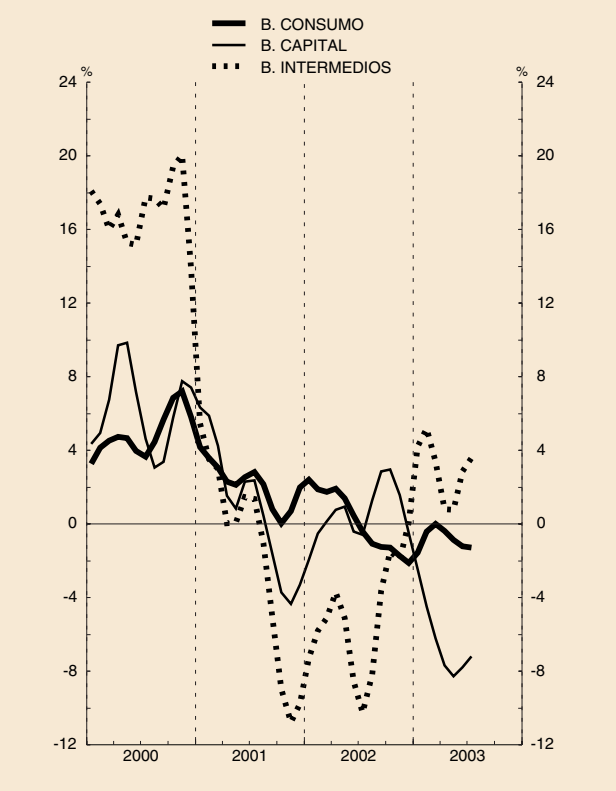
Tasas de variación interanual

	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-J*	0,4	-0,7	18,2	-3,8	-13,3	-2,9	-3,5	1,9	-1,0	-6,6	-13,2	-4,7
03 *E-J*	-1,0	0,2	-10,4	0,9	12,5	-0,5	-0,3	-0,9	-6,4	1,9	7,8	1,5
02 *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	0,3	0,5	-11,3	3,9	30,5	2,6	-5,1	2,7	-8,9	-6,9	28,5	-13,5
Mar	-2,1	-3,5	-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	1,6	-2,0	-2,5	-0,1	-10,9	-0,9	-4,5	0,6
May	-0,9	-2,0	-9,2	2,1	3,0	0,9	-2,0	-1,9	-10,0	0,4	-13,8	4,1
Jun	-3,2	-1,4	-14,7	-0,8	-6,0	-1,4	0,7	-0,6	-7,2	3,7	-9,8	8,3
Jul	-0,9	2,5	-16,0	1,0	9,0	-0,0	-0,0	-3,4	-7,2	3,3	-6,0	5,4

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



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



Fuentes: ME y BE.

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

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

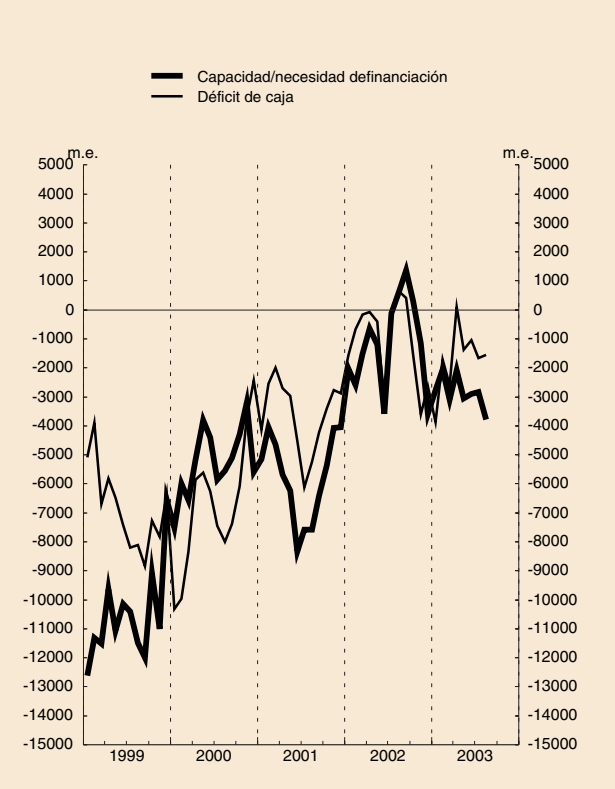
6.1. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional (SEC95). España

■ Serie representada gráficamente.

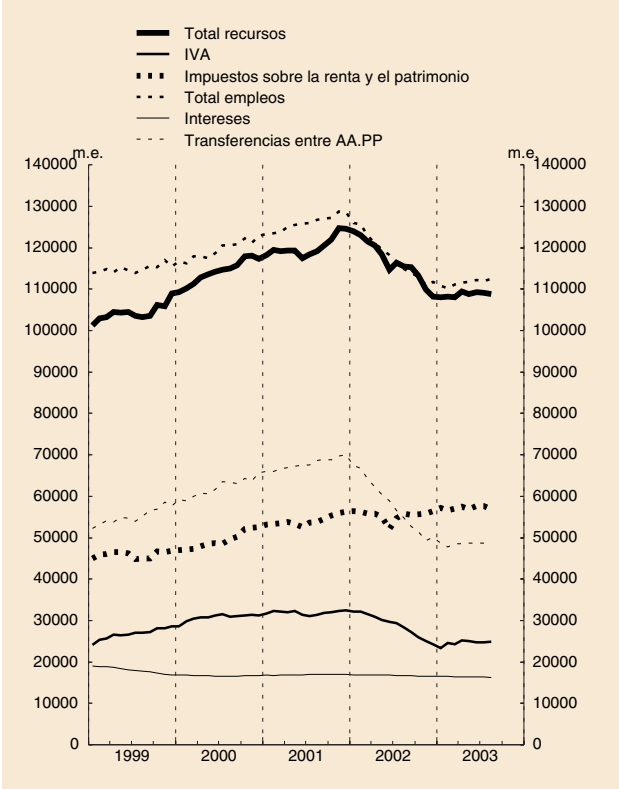
Millones de euros

		Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: Déficit de caja		
			Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
		1=2-8 ■	2=3 a 7 ■	3 ■	4	5	6 ■	7	8=9 a 13 ■	9	10 ■	11 ■	12	13	14=15-16 ■	15	16
99		-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-A*	A	956	68 817	16 663	7 763	3 253	35 216	5 922	67 861	10 896	11 061	31 998	1 213	12 693	-7 087	68 311	75 398
03 *E-A*	A	758	69 354	17 273	7 012	2 969	35 780	6 320	68 596	11 380	10 781	30 849	1 198	14 388	-6 006	68 844	74 850
02 *Ago*	A	-723	6 820	-1 908	953	150	6 909	716	7 543	1 244	1 380	3 456	143	1 320	-874	6 486	7 360
Sep	A	357	9 182	2 342	981	333	2 999	2 527	8 825	1 238	1 350	3 532	1 077	1 628	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
Jun	A	-8 065	2 571	-488	887	343	382	1 447	10 636	2 176	1 323	4 609	212	2 316	-7 123	2 032	9 155
Jul	A	5 176	13 619	3 971	1 134	175	7 818	521	8 443	1 324	1 378	3 868	46	1 827	1 652	14 185	12 533
Ago	A	-1 659	6 484	-1 839	787	314	6 207	1 015	8 143	1 313	1 333	3 657	81	1 759	-765	6 628	7 393

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



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



Fuente: Ministerio de Hacienda (IGAE).

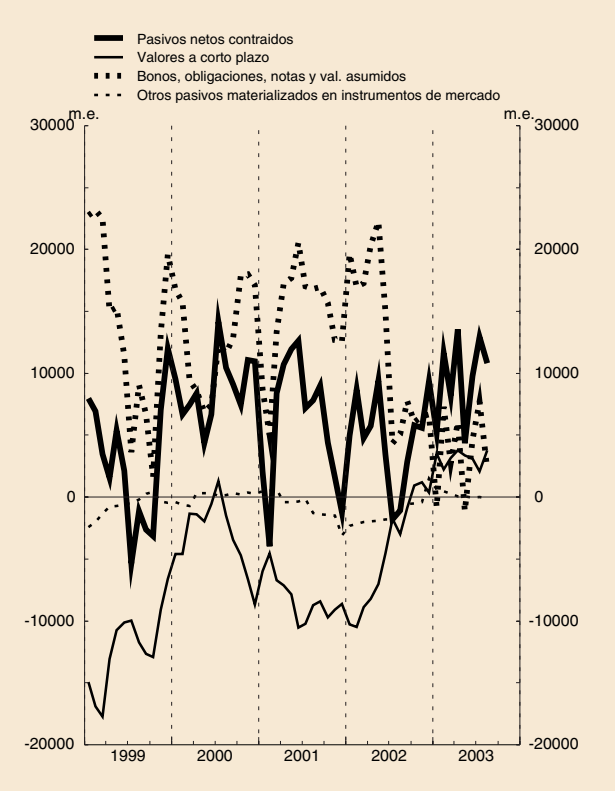
6.2. Estado. Operaciones financieras (SEC95). España

■ Serie representada gráficamente.

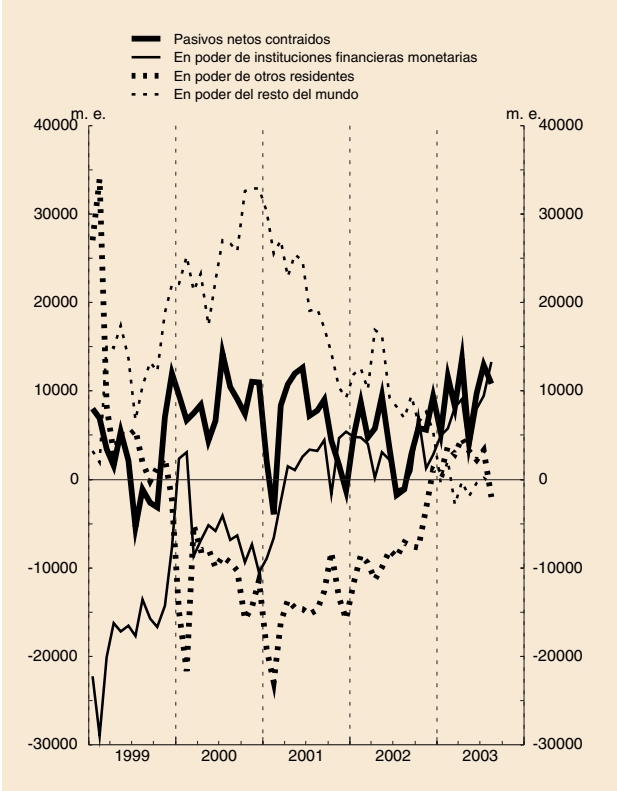
Millones de euros

		Capacidad(+) o necesidad(-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraidos											Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)
						Del cual	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
			Del cual									En poder de sectores residentes			Resto del mundo	
			Total	Depósitos en el Banco de España	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
		1	2	3	4 ■	5	6 ■	7 ■	8	9 ■	10	11	12 ■	13 ■	14 ■	15
99		-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	-893	346	6 655	-486	1 488	1 372	3 907	2 797	1 109	5 468	8 002
02 *E-A*	A	956	-2 651	-95	-3 607	-1 107	-607	-3 482	-	1 244	-763	-4 481	-2 317	-2 164	874	-2 844
03 *E-A*	A	758	-1 398	1	-2 156	-192	2 845	-7 912	-	-337	3 248	2 882	8 133	-5 251	-5 038	-5 404
02 *Ago*	A	-723	-1 025	-3	-302	42	-2 439	2 469	-	36	-368	-1 027	-1 473	446	725	66
Sep	A	357	7 789	5	7 432	100	1 133	6 088	-	111	100	2 543	3 180	-636	4 888	7 331
Oct	A	7 282	8 225	-5	943	36	171	-57	-	35	793	963	-550	1 514	-21	149
Nov	A	-1 734	-1 062	-1	672	37	88	1 490	-	7	-913	1 455	630	825	-783	1 585
Dic	A	-10 437	-6 501	0	3 936	40	-439	2 616	-486	90	2 155	3 426	1 855	1 571	509	1 781
03 *Ene*	A	1 599	-6 789	-0	-8 388	-39	2 994	-10 919	-	-50	-413	-2 204	2 185	-4 390	-6 183	-7 975
Feb	A	7 161	10 026	0	2 865	26	-956	3 177	-	-93	738	1 817	863	954	1 048	2 128
Mar	A	-5 118	-2 705	-1	2 413	-64	603	1 546	-	-103	367	4 098	2 221	1 877	-1 685	2 046
Abr	A	7 391	14 288	-4	6 897	16	745	6 115	-	-114	151	2 285	1 521	763	4 612	6 746
May	A	-5 727	-8 410	4	-2 683	-14	-419	-1 668	-	37	-634	-2 330	-3 052	721	-353	-2 050
Jun	A	-8 065	-3 216	-2	4 849	35	-292	4 617	-	33	491	6 124	5 391	733	-1 275	4 358
Jul	A	5 176	-549	2	-5 725	-113	880	-7 759	-	11	1 143	-4 438	-3 339	-1 099	-1 287	-6 868
Ago	A	-1 659	-4 043	1	-2 384	-39	-710	-3 020	-	-59	1 405	-2 469	2 342	-4 811	85	-3 789

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAIDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma movil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAIDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma movil de 12 meses)



Fuente: BE.

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

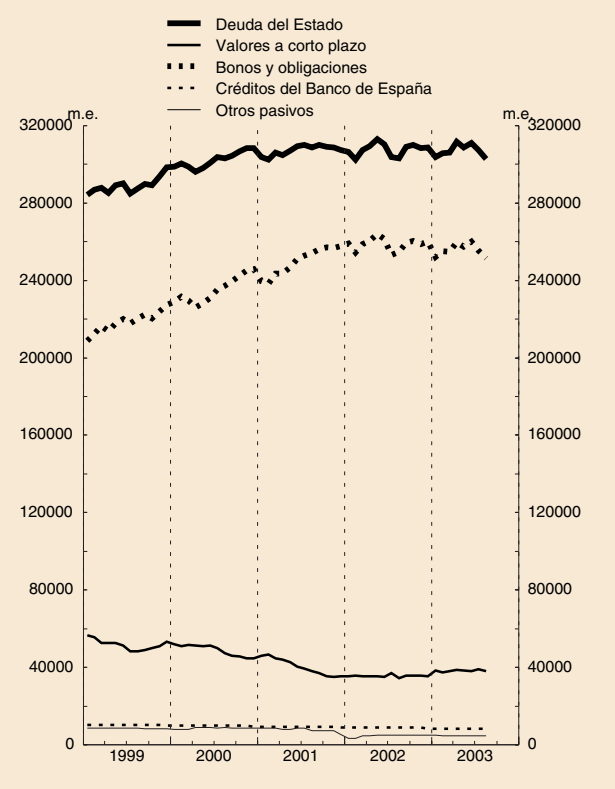
6.3. Estado. Pasivos en circulación. España

■ Serie representada gráficamente.

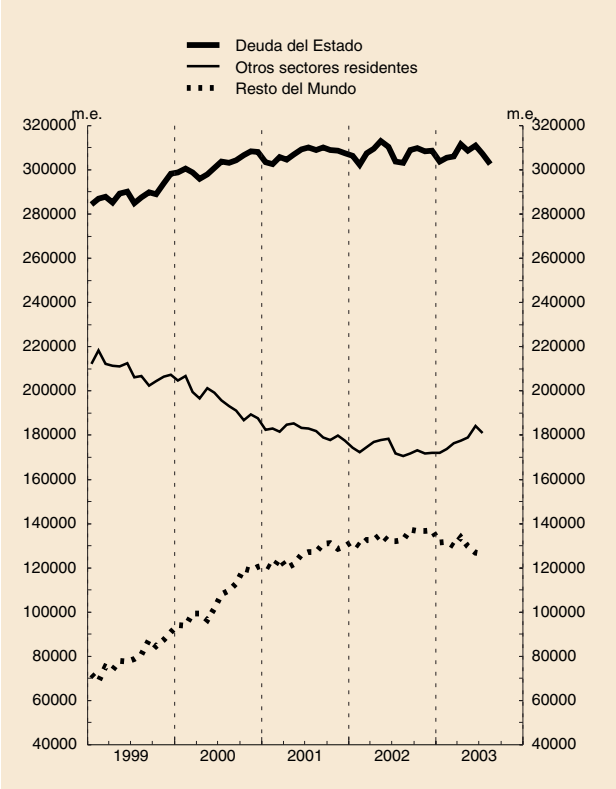
Millones de euros

		Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro Memoria:	
		Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual: En monedas distintas de la peseta/del euro	Por instrumentos: Valores a corto plazo	Por instrumentos: Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Por instrumentos: Créditos del Banco de España	Por instrumentos: Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Por sectores de contrapartida: En poder de sectores residentes: Total	Por sectores de contrapartida: En poder de sectores residentes: Administraciones Públicas	Por sectores de contrapartida: En poder de sectores residentes: Otros sectores residentes	Por sectores de contrapartida: Resto del Mundo	Depósitos en el Banco de España	Avales prestados (saldo vivo)
		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 *Jun*	P	310 315	6 128	35 132	261 495	8 845	4 843	181 535	3 257	178 277	132 038	315	6 071
Jul	P	303 819	6 187	37 019	253 117	8 845	4 838	175 687	3 970	171 718	132 101	303	7 099
Ago	P	303 118	6 206	34 546	254 851	8 845	4 876	174 529	3 970	170 559	132 559	300	7 092
Sep	P	308 928	6 089	35 666	259 554	8 845	4 863	175 609	3 970	171 640	137 288	305	7 063
Oct	A	309 866	6 044	35 795	260 332	8 845	4 893	177 084	3 970	173 115	136 751	300	7 046
Nov	A	308 431	6 011	35 847	258 843	8 845	4 896	177 454	5 713	171 741	136 691	299	6 920
Dic	A	308 792	5 823	35 459	260 060	8 359	4 914	177 561	5 648	171 913	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	185 234	6 309	178 926	129 750	300	6 051
Jun	A	310 980	5 264	38 055	259 999	8 359	4 567	191 317	7 118	184 198	126 782	298	6 079
Jul	A	307 269	5 313	38 895	255 475	8 359	4 540	188 595	7 667	180 927	126 342	299	6 070
Ago	A	302 704	5 597	38 171	251 608	8 359	4 566	...	8 043	...	...	300	6 098

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



Fuente: BE.

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

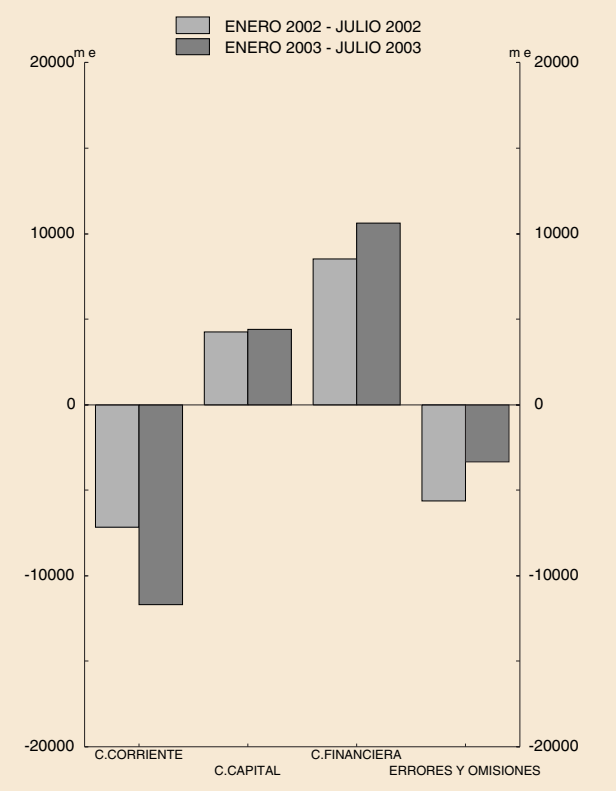
7.1. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo
Resumen y detalle de la cuenta corriente

■ Serie representada gráficamente.

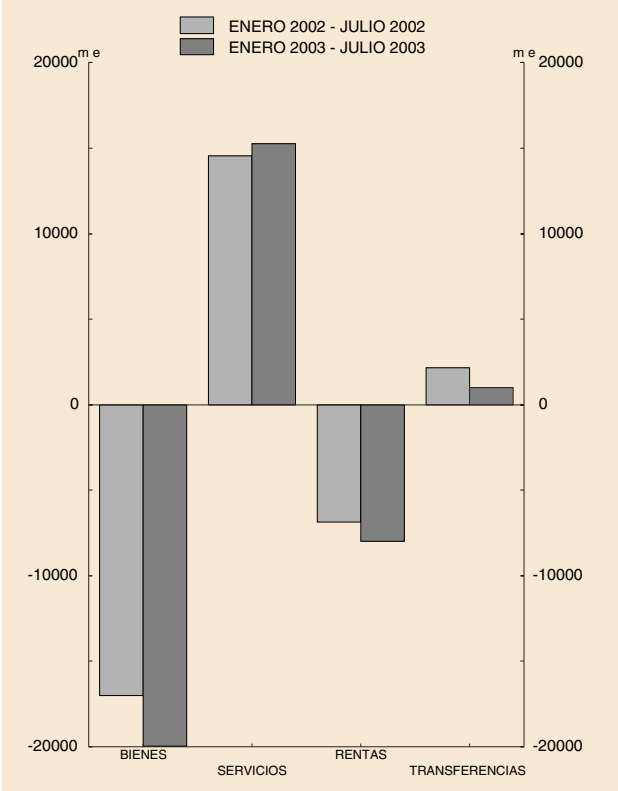
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)																
	Total (saldo)	Bienes			Servicios					Rentas			Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo) (b)	Errores y omisiones
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos					
						Total	Del cual Turismo y viajes	Total	Del cual Turismo y viajes								
	1=2+5+10+13 ■	2=3-4 ■	3	4	5=6-8 ■	6	7	8	9	10=11-12 ■	11	12	13 ■	14 ■	15=1+14	16 ■	17=-(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-J*	-7 167	-16 988	77 725	94 713	14 532	37 303	19 815	22 771	3 856	-6 855	12 368	19 223	2 143	4 263	-2 904	8 515	-5 611
03 *E-J*	P -11 680	-19 953	83 107	103 060	15 250	38 974	20 600	23 725	3 898	-7 969	12 862	20 831	992	4 394	-7 286	10 634	-3 348
02 *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
May	P -964	-2 928	12 581	15 509	2 848	6 080	3 413	3 231	478	-574	1 661	2 235	-310	603	-361	570	-209
Jun	P -1 922	-2 942	12 020	14 962	2 616	6 003	3 373	3 387	610	-1 274	1 700	2 974	-322	1 587	-335	573	-238
Jul	P -2 080	-3 660	11 389	15 049	3 570	7 348	4 461	3 778	794	-1 777	2 228	4 005	-213	359	-1 722	2 030	-308

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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

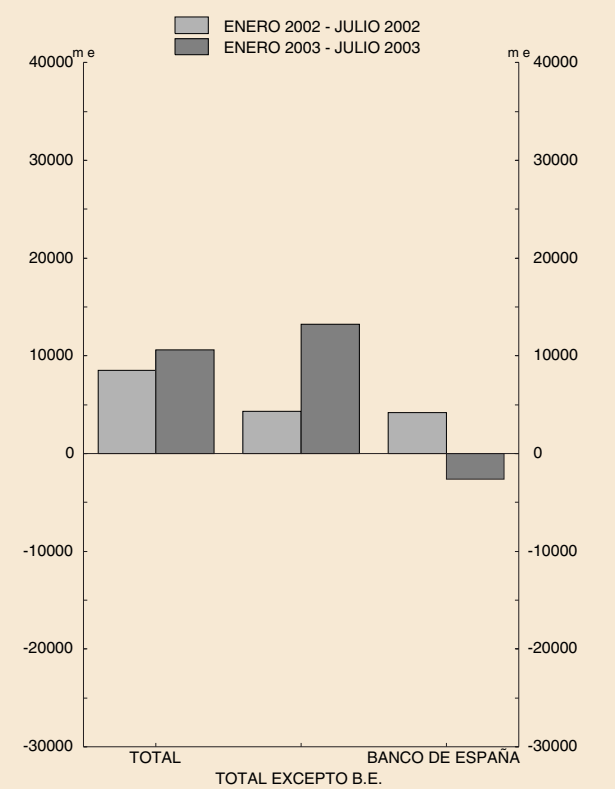
7.2. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo
Detalle de la cuenta financiera (a)

■ Serie representada gráficamente.

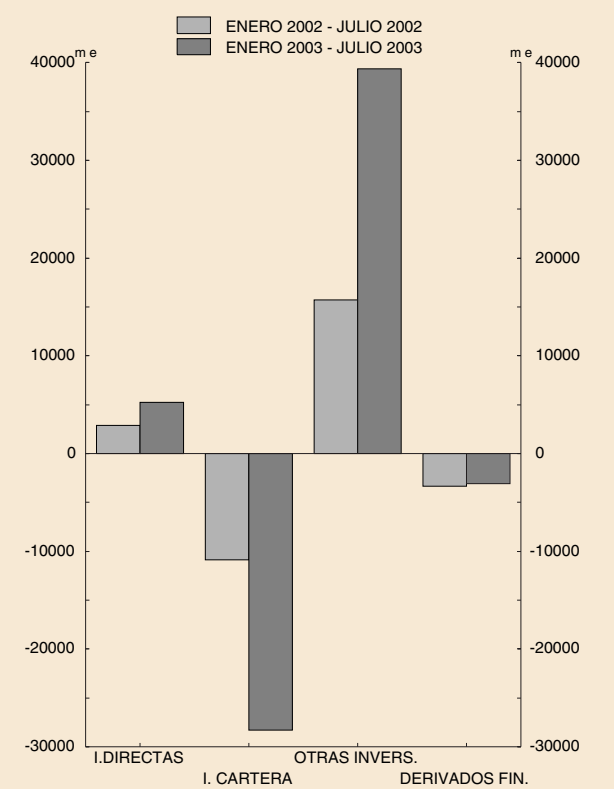
Millones de euros

	Cuenta financiera (VNP-VNA) 1=2+13 ■	Total, excepto Banco de España: Total (VNP-VNA) 2=3+6+9+12 ■	Inversiones directas: Saldo (VNP-VNA) 3=5-4 ■	Inversiones directas: De España en el exterior (VNA) 4	Inversiones directas: Del exterior en España (VNP) (b) 5	Inversiones de cartera: Saldo (VNP-VNA) 6=8-7 ■	Inversiones de cartera: De España en el exterior (VNA) 7	Inversiones de cartera: Del exterior en España (VNP) (c) 8	Otras inversiones (d): Saldo (VNP-VNA) 9=11-10 ■	Otras inversiones (d): De España en el exterior (VNA) 10	Otras inversiones (d): Del exterior en España (VNP) 11	Derivados financieros netos (VNP-VNA) 12 ■	Banco de España: Total (VNP-VNA) 13=14+15+16 ■	Banco de España: Reservas (e) 14	Banco de España: Activos frente al Eurosistema (e) 15	Banco de España: Otros activos netos (VNP-VNA) 16	Pro memoria: Otras inversiones incluído Banco de España (d): De España en el exterior 17	Pro memoria: Otras inversiones incluído Banco de España (d): Del exterior en España 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-J*	8 515	4 337	2 903	9 869	12 772	-10 892	27 628	16 736	15 694	14 109	29 803	-3 368	4 177	-958	4 460	676	9 636	30 466
03 *E-J*	P10 634	13 259	5 259	4 381	9 640	-28 273	46 196	17 923	39 359	3 368	42 727	-3 086	-2 624	7 836	-2 570	-7 890	5 965	41 871
02 *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
May	P 570	3 432	-544	906	362	-2 330	5 431	3 101	7 751	-6 063	1 689	-1 445	-2 862	1 630	-2 711	-1 781	-3 324	1 333
Jun	P 573	-1 099	1 777	766	2 543	-139	1 481	1 342	-3 177	-3 067	-6 243	441	1 672	658	1 602	-588	-4 650	-5 724
Jul	P 2 030	349	-1 074	1 957	883	-11 269	10 961	-308	12 978	1 432	14 410	-286	1 681	3 284	1 546	-3 148	-127	13 992

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

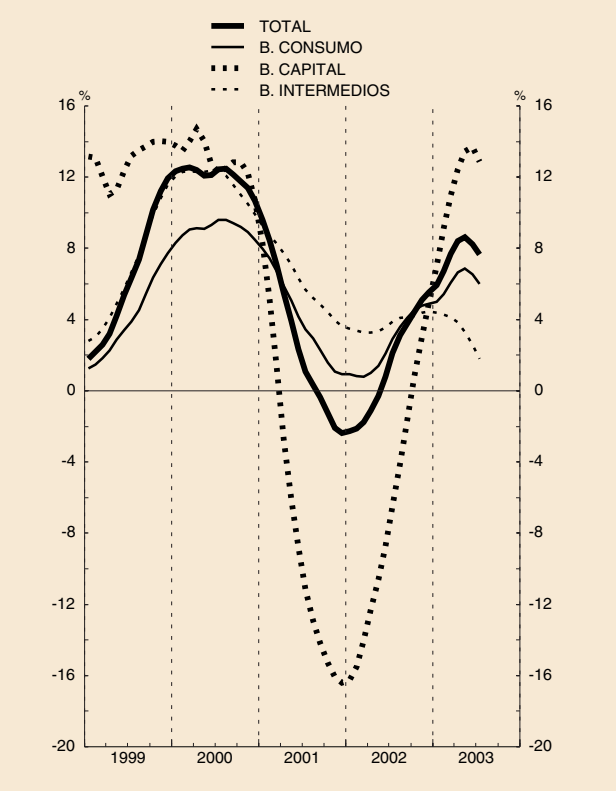
7.3. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo
Exportaciones y expediciones

■ Serie representada gráficamente.

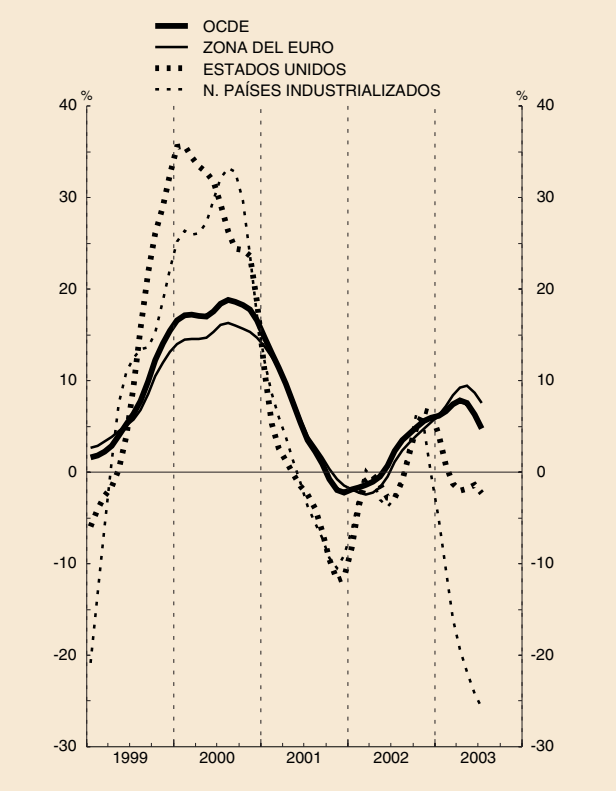
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas)(a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
						Intermedios			OCDE								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea Total	Del cual Zona euro	Estados Unidos de América	Resto OCDE	OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros
	1	2	3 ■	4 ■	5 ■	6 ■	7	8	9 ■	10	11 ■	12 ■	13	14	15	16 ■	17
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	133 268	2,7	2,5	4,4	-10,3	5,1	4,7	4,9	2,9	0,1	1,0	2,4	3,9	10,1	-19,8	5,7	7,6
02 *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	2,3	14,8	1,2	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	4,5	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
May	12 357	10,8	11,8	16,9	18,1	6,1	54,4	5,1	12,9	14,3	17,4	-9,2	14,4	6,2	-1,4	-23,8	4,9
Jun	11 680	9,2	12,8	12,3	35,5	7,0	32,1	6,4	9,2	13,8	13,8	13,5	7,3	-12,9	27,8	-25,5	12,5
Jul	11 431	2,4	3,4	3,5	25,2	-2,2	-6,7	-2,1	4,5	4,4	5,3	-0,8	4,9	-16,8	-9,6	-30,5	1,8

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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



Fuentes: ME y BE.

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

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

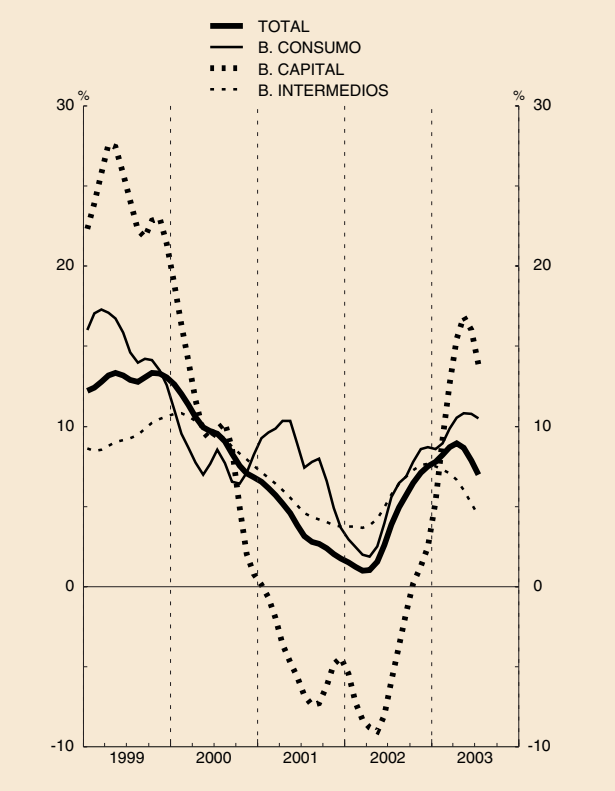
7.4. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo
Importaciones e introducciones

■ Serie representada gráficamente.

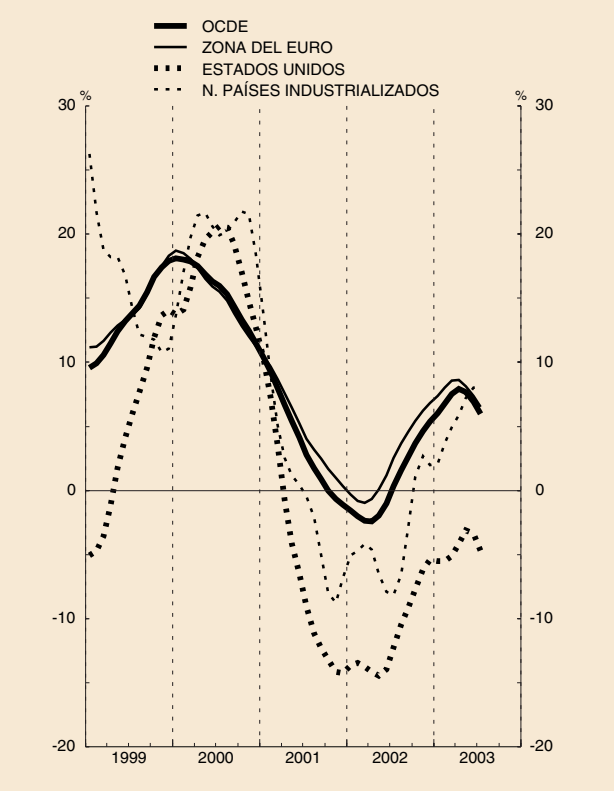
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipo de productos (series deflactadas)(a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
						Intermedios			O C D E								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea Total	Del cual Zona euro	Estados Unidos de América	Resto OCDE	OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros
	1	2	3 ■	4 ■	5 ■	6 ■	7	8	9 ■	10	11 ■	12 ■	13	14	15	16 ■	17
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	175 268	1,2	4,4	5,2	-4,6	6,7	4,8	7,0	0,6	-0,8	1,9	-8,5	1,7	-11,0	5,7	2,4	11,2
02 *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	15,5	16,5	-5,1	19,7	8,1	2,4	7,6	-13,0	11,8	9,1	-16,8	6,5	5,1
Mar	15 667	16,3	13,0	15,8	16,1	11,0	-0,4	12,6	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	16,3	9,2	7,0	9,4	9,5	5,7	11,3	-22,6	13,6	3,8	17,2	-12,2	-2,0
May	16 047	9,9	12,2	12,5	34,0	6,5	2,0	7,0	12,2	9,6	10,3	39,3	11,2	9,0	7,8	8,0	-1,0
Jun	15 426	9,7	8,9	11,0	18,0	5,6	-4,8	6,9	9,1	7,4	8,1	2,9	10,1	0,9	16,4	17,4	15,1
Jul	15 496	7,2	7,2	16,3	18,2	0,8	13,3	-0,7	6,9	2,0	7,3	6,8	8,5	9,3	9,8	5,1	7,3

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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



Fuentes: ME y BE.

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

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

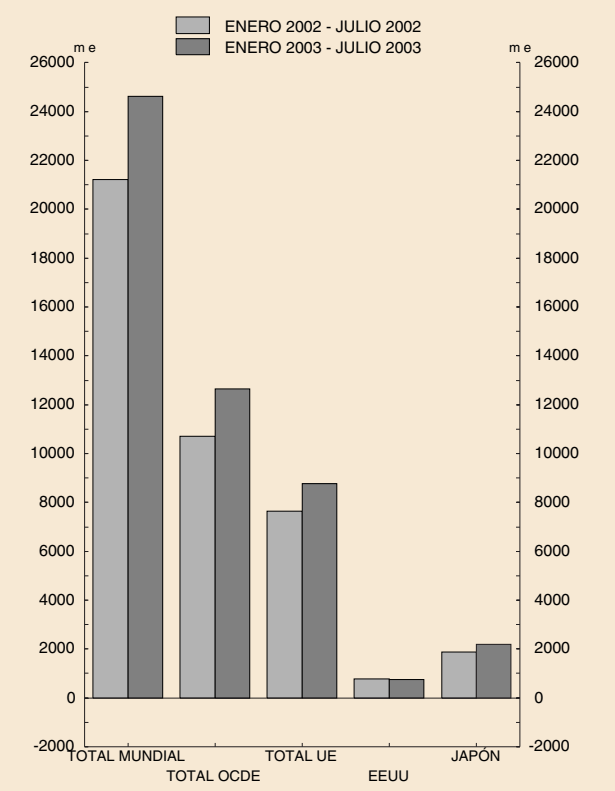
7.5. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo
Distribución geográfica del saldo comercial

■ Serie representada gráficamente.

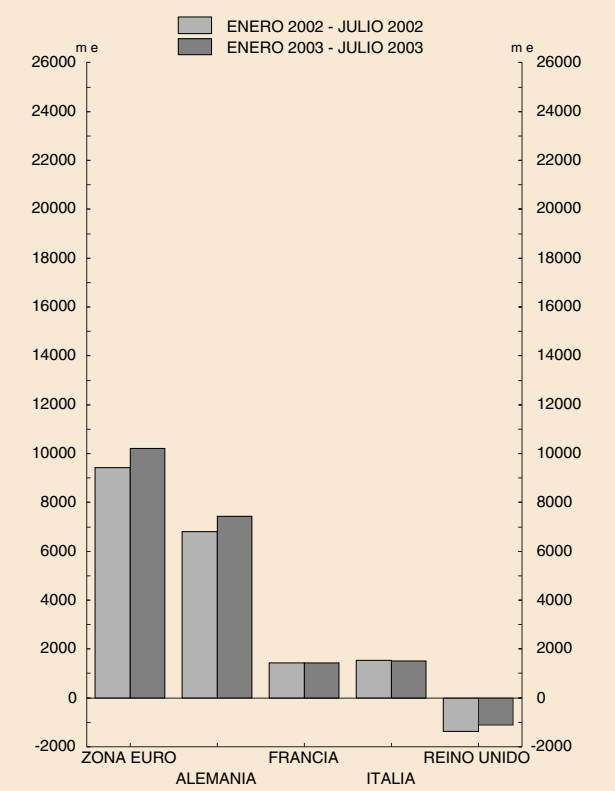
Millones de euros

	Total mundial	OCDE											OPEP	Otros países ameri-canos	Nuevos países indus-trializados	Otros
		Total	Unión Europea							Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE				
			Total	Zona del euro				Reino Unido	Resto UE							
				Total	Del cual											
					Alemania	Francia	Italia									
	1 ■	2 ■	3 ■	4 ■	5 ■	6 ■	7 ■	8 ■	9	10 ■	11 ■	12	13	14	15	16
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	-42 000	-22 665	-17 543	-5 753	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-13 220	-1 416	-3 224	-482	-7 771	-897	-2 176	-8 491
02 *E-J*	-21 217	-10 701	-7 632	-9 417	-6 792	-1 432	-1 544	1 380	405	-787	-1 884	-398	-4 010	-512	-1 222	-4 771
03 *E-J*	-24 619	-12 634	-8 765	-10 217	-7 441	-1 434	-1 505	1 100	352	-751	-2 186	-932	-4 904	-667	-1 531	-4 882
02 *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
May	-3 690	-2 108	-1 348	-1 406	-1 175	-139	-172	1	57	-252	-364	-144	-572	-113	-235	-661
Jun	-3 746	-2 123	-1 579	-1 725	-1 098	-275	-238	118	29	-50	-375	-119	-611	-84	-232	-696
Jul	-4 065	-2 282	-1 732	-2 021	-1 182	-219	-477	239	50	-59	-340	-150	-677	-162	-221	-724

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



Fuente: ME.

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

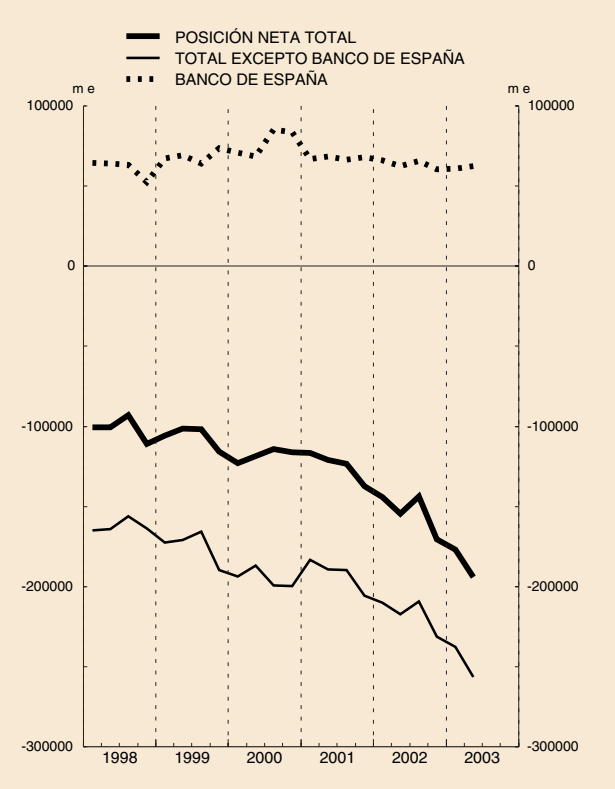
7.6. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo
Resumen

■ Serie representada gráficamente.

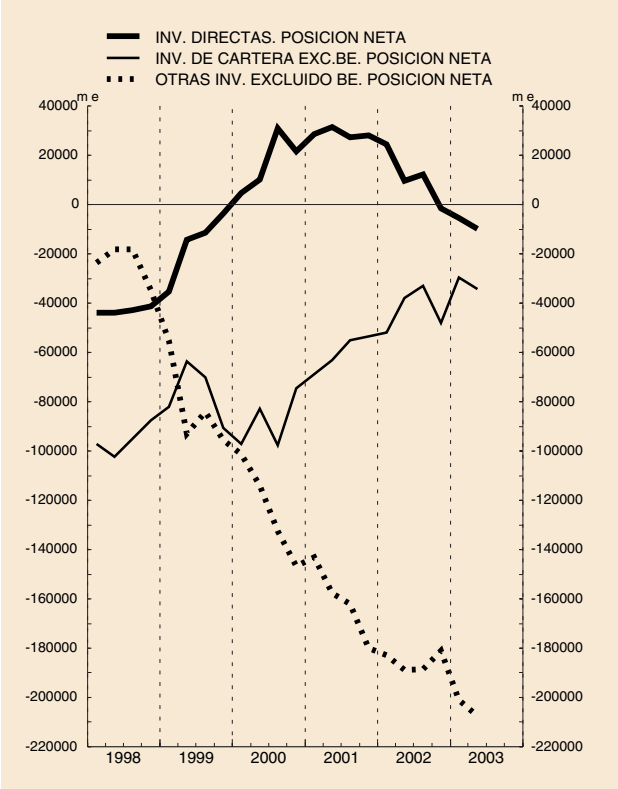
Saldos a fin de periodo en millones de euros

		Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España										Banco de España			
			Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)
				Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)				
		1=2+12 ■	2=3+6+9 ■	3=4-5 ■	4	5	6=7-8 ■	7	8	9=10-11 ■	10	11	12=13a15 ■	13	14	15
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	-111 091	-163 634	-41 178	60 123	101 301	-87 554	69 996	157 550	-34 902	158 775	193 677	52 542	52 095	-	447
99	P	-115 981	-189 724	-3 540	112 261	115 801	-90 568	118 031	208 599	-95 616	148 074	243 689	73 743	37 288	36 028	427
00 *II*	P	-118 494	-186 882	10 092	139 799	129 707	-82 917	144 138	227 055	-114 058	155 048	269 106	68 389	39 354	29 092	-57
III	P	-114 132	-199 234	31 003	167 316	136 313	-97 681	158 576	256 257	-132 556	162 484	295 041	85 101	42 750	42 610	-259
IV	P	-116 342	-199 858	21 480	177 099	155 618	-74 528	186 044	260 572	-146 810	159 493	306 303	83 516	38 234	45 278	4
01 *I*	P	-116 482	-183 484	28 495	189 275	160 780	-68 802	200 135	268 937	-143 177	188 313	331 491	67 002	41 380	27 355	-1 732
II	P	-121 096	-189 498	31 454	209 441	177 987	-63 190	216 662	279 853	-157 761	178 122	335 884	68 402	40 776	28 376	-751
III	P	-123 334	-189 772	27 271	207 656	180 385	-55 080	216 650	271 731	-161 962	170 347	332 310	66 438	39 971	27 762	-1 296
IV	P	-137 408	-205 552	27 985	214 931	186 945	-53 532	235 232	288 764	-180 005	163 426	343 431	68 145	38 865	29 156	123
02 *I*	P	-144 230	-210 279	24 513	218 243	193 730	-51 829	245 624	297 453	-182 964	167 518	350 482	66 050	41 015	26 173	-1 139
II	P	-154 645	-217 134	9 554	205 575	196 020	-37 922	254 047	291 969	-188 766	172 724	361 490	62 489	36 400	26 005	84
III	P	-143 746	-209 396	12 150	211 265	199 115	-33 079	257 602	290 681	-188 467	177 299	365 766	65 651	38 425	27 657	-431
IV	P	-170 633	-231 270	-1 638	206 018	207 656	-48 591	259 863	308 454	-181 041	184 485	365 526	60 637	38 431	22 650	-445
03 *I*	P	-176 767	-237 813	-5 468	209 646	215 115	-31 276	278 955	310 232	-201 068	182 885	383 954	61 046	35 436	24 337	1 273
II	P	-193 977	-256 454	-9 924	207 429	217 353	-38 937	292 510	331 447	-207 592	181 140	388 732	62 477	31 326	26 766	4 384

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



Fuente: BE.

Nota: Se ha procedido a una reordenación de la información del presente cuadro, para adaptarla a la nueva presentación de los datos de la Balanza de Pagos. Las razones de estos cambios, meramente formales, pueden consultarse en las Notas de 17 de abril de 2001 'Modificaciones en los cuadros de presentación de la Balanza de Pagos' y 'Los activos del Banco de España frente al Eurosistema en la Balanza de Pagos', recogidas en la web del Banco de España http://www.bde.es, sección Estadísticas, capítulo de Balanza de Pagos.

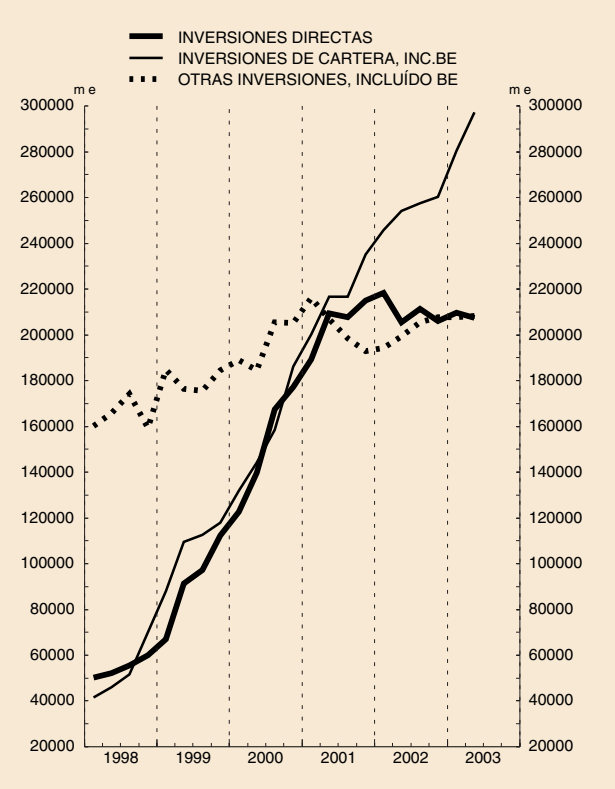
7.7. Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo
Detalle de inversiones

■ Serie representada gráficamente.

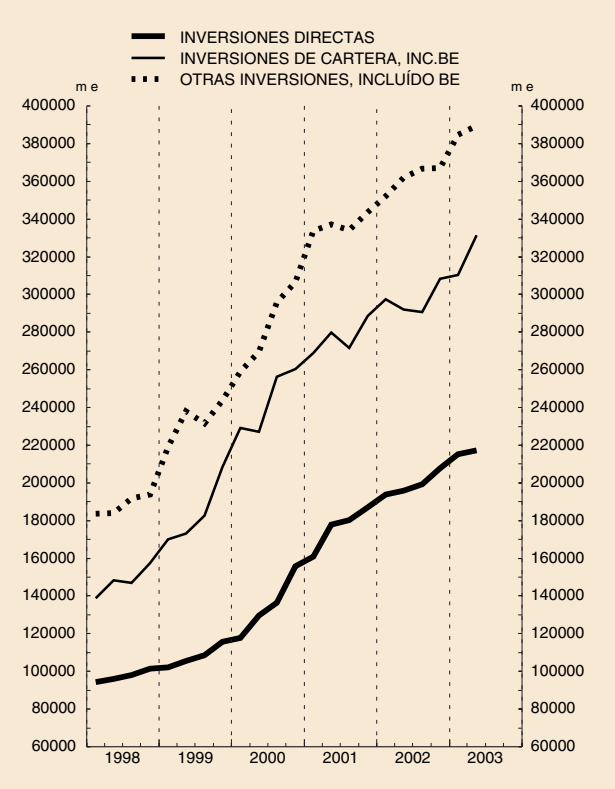
Saldos a fin de periodo en millones de euros

		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			
		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	De España en el exterior ■	Del exterior en España ■
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	52 874	64 947	92 603	159 274	193 729
99	P	104 807	7 454	97 447	18 355	32 910	85 121	86 422	122 177	184 563	243 723
00 *II*	P	131 451	8 347	108 796	20 911	51 679	92 459	90 505	136 549	184 601	269 623
III	P	154 516	12 800	111 991	24 322	58 411	100 165	104 888	151 369	205 535	295 740
IV	P	164 136	12 962	129 955	25 664	76 253	109 792	97 709	162 864	205 229	306 757
01 *I*	P	172 430	16 846	132 506	28 274	78 652	121 483	99 517	169 420	216 093	333 647
II	P	190 730	18 711	144 585	33 402	77 829	138 834	103 951	175 902	206 932	337 068
III	P	187 128	20 528	146 839	33 546	75 104	141 547	88 212	183 518	198 552	334 047
IV	P	194 340	20 590	150 244	36 702	77 090	158 142	100 065	188 699	193 003	343 730
02 *I*	P	197 319	20 924	148 913	44 816	76 792	168 833	103 993	193 461	194 139	352 069
II	P	188 597	16 978	151 710	44 310	74 281	179 766	92 459	199 510	199 177	361 855
III	P	192 560	18 705	152 982	46 133	74 946	182 655	74 960	215 721	205 377	366 618
IV	P	186 608	19 410	157 018	50 638	72 008	188 342	80 626	227 828	207 575	366 897
03 *I*	P	191 028	18 619	165 985	49 130	70 899	209 661	78 366	231 865	207 688	384 751
II	P	189 382	18 047	168 557	48 796	71 713	225 573	88 392	243 055	208 386	389 602

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



Fuente: BE.
Nota: Véase nota del indicador 7.6

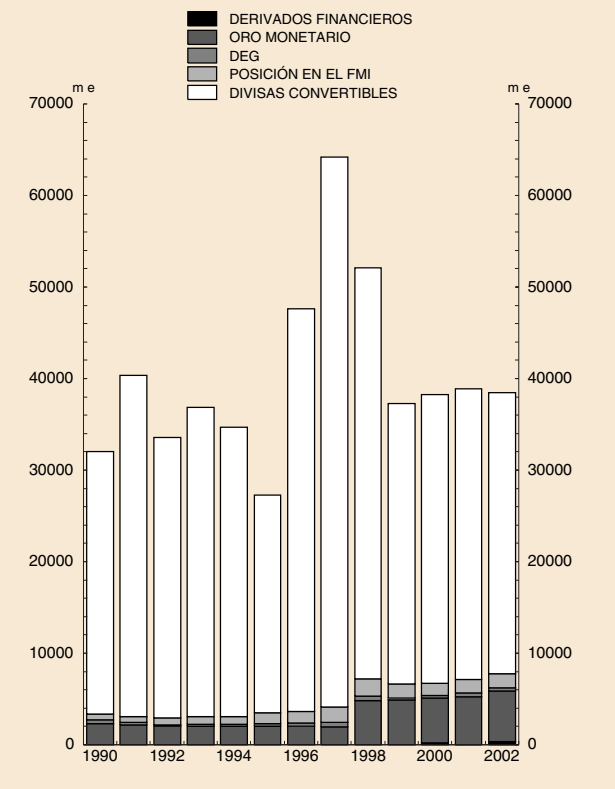
7.8. Activos de reserva de España

■ Serie representada gráficamente.

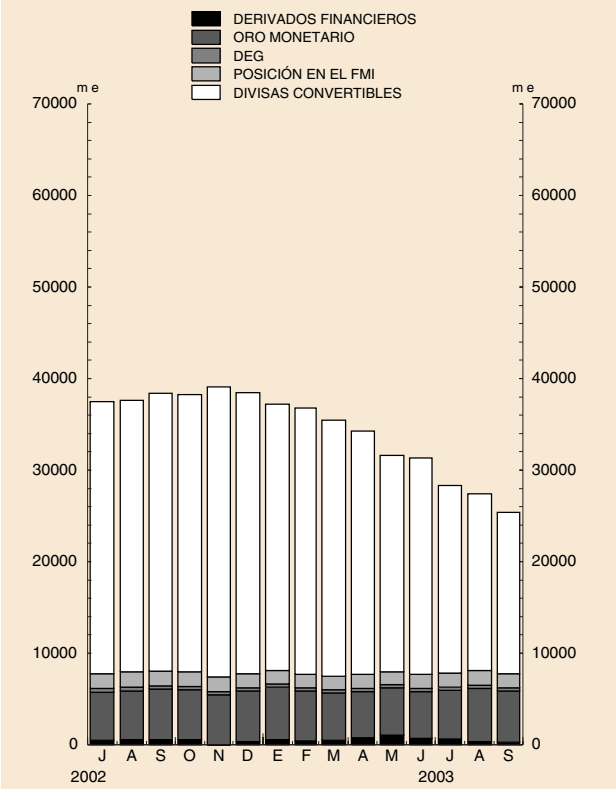
Saldos a fin de periodo en millones de euros

		Activos de reserva						Pro memoria: Oro
		Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
		1	2 ■	3 ■	4 ■	5 ■	6 ■	7
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 *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	1 056	16,8
Jun		31 326	23 650	1 531	330	5 083	731	16,8
Jul		28 307	20 490	1 536	332	5 297	653	16,8
Ago		27 436	19 336	1 625	340	5 763	373	16,8
Sep		25 395	17 626	1 579	330	5 553	306	16,8

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



Fuente: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Operational Guidelines', octubre 1999 (http://dsbb.imf.org/guide.htm). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo
Resumen

Saldos a fin de periodo — *Millones de euros*

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras Instituciones Financieras Monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
02 *IV*	656 376	176 106	1 995	971	163 117	10 022	-	307 437	118	154 007	34 125	119 187
03 *I*	678 010	169 120	2 843	610	155 699	9 969	-	328 487	120	165 842	40 032	122 493
II	695 924	168 504	3 316	166	155 403	9 619	-	340 359	87	170 815	45 717	123 740

7.9.(cont.) Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo
Resumen

Saldos a fin de periodo — *Millones de euros*

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
02 *IV*	1 371	1 371	109 812	2 913	20 141	78	25 560	60 185	438	496	61 650	33 705	27 945
03 *I*	798	798	118 213	2 568	18 998	123	30 604	65 055	435	428	61 393	32 633	28 761
II	870	870	122 924	2 368	17 493	77	36 164	65 967	427	428	63 266	32 759	30 507

Fuente: BE.

8.1.a Balance del Eurosistema. Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas							
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
		Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)			
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15
02 *Abr*	169 916	109 681	60 000	-	6	428	199	32 558	286 051	-12 755	398 780	158 042	3 407	131 012	2 939
May	172 171	112 331	59 999	-	7	121	287	33 501	295 732	-19 717	396 937	154 424	3 510	132 221	2 939
Jun	175 940	115 800	60 000	-	2	324	186	37 197	303 333	-22 305	396 259	152 428	3 390	132 415	2 939
Jul	193 447	134 740	58 912	-	-82	96	219	54 768	315 736	-12 367	360 583	111 982	3 998	131 742	2 939
Ago	191 827	137 363	54 545	-	23	42	145	54 764	323 367	-20 170	359 891	111 458	3 847	130 277	2 939
Sep	192 082	142 620	49 285	-	33	196	53	55 990	324 501	-17 630	363 285	112 403	3 995	129 158	2 939
Oct	193 872	148 869	44 998	-	56	75	127	58 134	330 432	-20 587	371 942	120 232	4 177	128 621	2 939
Nov	191 584	146 571	44 999	-	15	112	112	56 627	335 335	-25 028	372 012	118 331	4 581	128 304	2 072
Dic	224 798	176 656	45 000	1 818	22	1 503	201	85 045	359 811	-16 141	371 043	112 418	4 779	132 945	2 029
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
Feb	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
Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	254 311	209 174	45 000	-	28	434	324	114 625	385 074	10 053	317 476	36 974	5 239	132 418	2 029
Ago	255 246	210 142	44 995	-	25	169	86	116 331	392 180	5 045	315 573	34 679	4 933	131 952	2 029
Sep	262 453	218 091	44 995	-	30	74	738	122 059	392 051	13 425	315 294	31 878	4 982	133 383	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

	Préstamo neto							Contrapartidas									
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España
		Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto		
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	16	17
02 *Abr*	12 763	9 882	2 882	-	-0	-	1	24 352	48 156	5 648	43 258	13 806	-22 862	-22 921	59	11 272	-
May	13 342	10 599	2 742	-	1	-	-	26 119	48 651	6 692	43 218	13 994	-23 670	-23 770	101	10 892	-
Jun	14 739	11 735	3 000	-	4	-	0	27 211	49 879	6 066	43 273	14 540	-23 610	-23 709	99	11 137	-
Jul	18 075	14 120	3 948	-	7	-	0	26 080	51 385	3 703	39 214	10 205	-19 747	-19 849	102	11 742	-
Ago	17 593	14 232	3 347	-	15	-	1	26 376	51 408	4 153	39 198	10 013	-19 928	-20 029	101	11 145	-
Sep	15 980	13 150	2 816	-	14	-	-	26 238	50 834	4 929	39 782	10 257	-21 508	-21 584	76	11 251	-
Oct	14 989	13 132	1 853	-	4	-	0	27 892	51 039	6 659	40 885	11 079	-24 071	-24 127	55	11 168	-
Nov	15 012	13 603	1 408	-	1	-	-	26 708	51 322	6 683	41 878	10 581	-23 566	-23 634	67	11 870	-
Dic	14 968	13 660	1 106	185	5	21	10	26 241	54 148	3 752	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	-
Feb	13 802	12 818	982	-	2	-	0	23 953	52 233	3 482	40 161	8 400	-21 027	-20 511	-515	10 875	-
Mar	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	-
Abr	15 460	14 563	900	-	-3	-	-	28 617	54 799	5 628	37 706	5 897	-24 679	-23 845	-833	11 522	-
May	16 142	15 771	367	-	4	-	-	29 707	54 804	6 792	36 619	4 730	-25 126	-24 535	-591	11 562	-
Jun	17 225	17 096	123	-	6	-	0	31 927	55 832	8 040	35 483	3 538	-26 074	-25 645	-429	11 371	-
Jul	18 096	17 719	410	-	5	-	37	30 278	57 570	5 051	32 508	165	-24 062	-23 644	-418	11 880	-
Ago	30 083	28 880	1 209	-	-5	-	-	30 350	57 898	4 681	29 732	-2 497	-12 216	-11 568	-648	11 949	-
Sep	26 635	25 331	1 311	-	-1	-	6	29 945	57 317	6 077	28 723	-4 726	-16 374	-15 599	-775	13 064	-

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

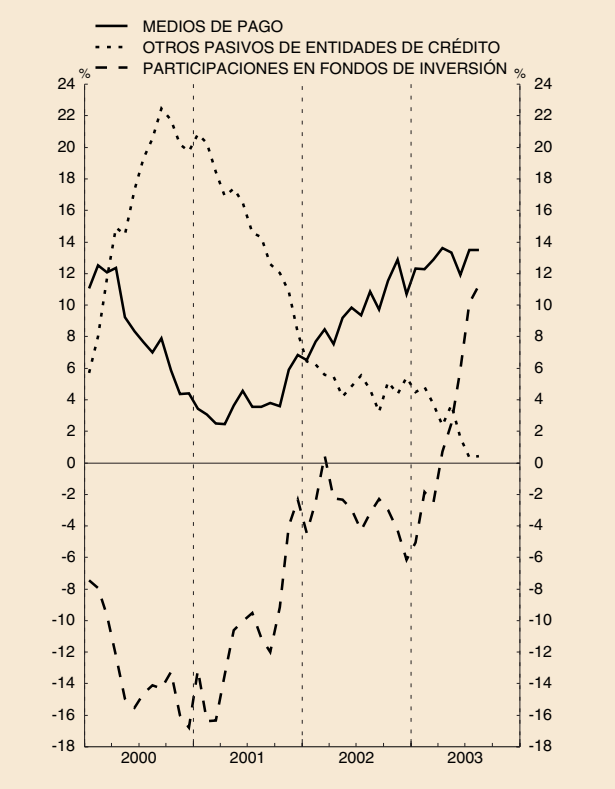
8.2. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

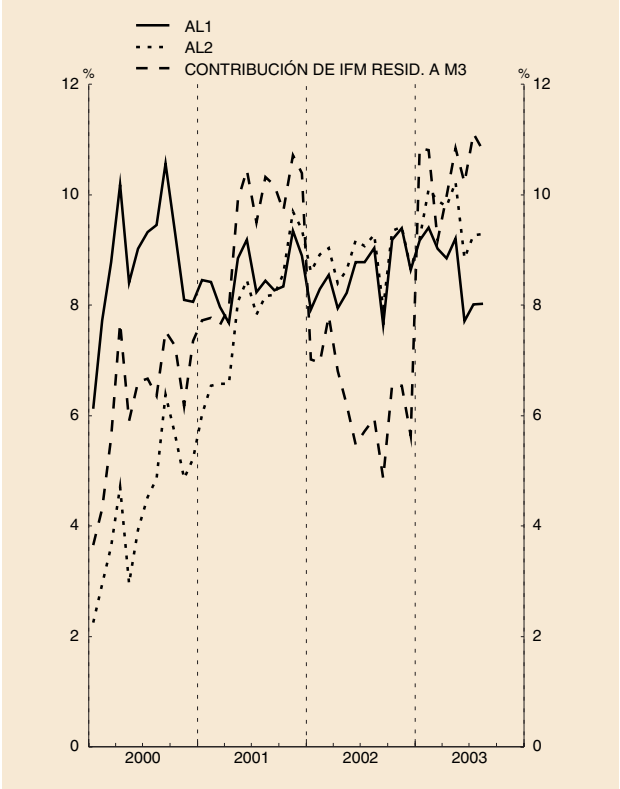
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión					Pro memoria		
	Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12			T 1/12		
			Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de entidades de crédito	Depósitos en sucursales en exterior			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)	Contribución de IFM resid. a M3
	1	2 ■	3	4	5	6	7 ■	8	9	10	11	12 ■	13	14	15	16 ■	17 ■	18 ■
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	10,4
02	322 417	10,7	23,4	10,3	6,5	252 273	5,4	6,9	-1,8	4,6	144 345	-6,1	12,9	9,2	-20,9	8,6	8,7	5,6
02 *May*	292 076	9,2	-13,8	16,0	13,1	246 024	4,2	6,2	6,2	-18,6	150 161	-2,3	28,5	17,7	-18,8	8,2	8,6	6,2
Jun	308 357	9,9	-10,8	16,3	12,7	248 463	4,8	6,2	4,5	-8,5	147 672	-2,9	27,0	17,8	-19,8	8,8	9,2	5,5
Jul	304 731	9,3	-7,3	15,1	11,1	249 325	5,5	7,1	5,6	-11,4	144 771	-4,3	25,8	15,4	-21,7	8,8	9,1	5,7
Ago	303 590	10,9	-5,0	17,0	11,9	251 542	4,6	6,0	3,2	-7,5	145 199	-3,2	24,3	14,3	-19,8	9,0	9,3	5,9
Sep	308 539	9,7	-1,9	14,5	9,8	248 957	3,2	5,1	-1,6	-8,6	142 743	-2,3	20,3	14,5	-18,2	7,6	7,9	4,9
Oct	305 273	11,5	3,2	16,7	9,8	253 146	5,1	7,1	-1,9	-2,9	144 919	-3,0	17,7	12,7	-18,0	9,2	9,3	6,6
Nov	315 449	12,9	8,6	17,8	9,7	252 523	4,4	6,3	-2,3	-4,8	146 234	-4,3	15,3	10,0	-18,5	9,4	9,4	6,5
Dic	322 417	10,7	23,4	10,3	6,5	252 273	5,4	6,9	-1,8	4,6	144 345	-6,1	12,9	9,2	-20,9	8,6	8,7	5,6
03 *Ene*	315 622	12,3	26,5	13,3	6,5	254 073	4,5	6,0	-0,7	-2,2	143 663	-5,1	15,2	9,8	-20,8	9,2	9,2	10,8
Feb	320 036	12,3	26,7	12,8	6,7	254 962	4,8	5,7	-3,3	11,9	147 210	-1,8	16,5	23,6	-20,8	9,4	10,1	10,8
Mar	327 084	12,9	36,5	12,6	5,5	254 335	3,7	4,6	-3,5	9,0	148 862	-2,5	13,1	27,2	-21,7	9,0	9,9	9,2
Abr	327 471	13,6	33,5	13,3	7,1	252 584	2,4	3,8	-3,7	-1,4	151 842	0,7	13,9	28,2	-16,9	8,9	9,8	10,0
May	331 029	13,3	29,0	12,4	8,6	255 063	3,7	5,7	-5,6	-0,0	153 938	2,5	12,7	30,5	-14,1	9,2	10,2	10,8
Jun	345 081	11,9	27,0	9,0	9,6	252 414	1,6	4,2	-7,5	-9,3	156 400	5,9	12,8	32,0	-8,7	7,7	8,9	10,2
Jul P	345 856	13,5	24,8	11,2	11,6	250 170	0,3	2,5	-10,8	-2,6	159 439	10,1	13,4	34,5	-2,2	8,0	9,3	11,1
Ago P	344 519	13,5	23,4	11,9	11,3	252 630	0,4	2,2	-10,4	1,2	161 558	11,3	13,6	34,6	-0,2	8,0	9,3	10,8

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 10 que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

(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.

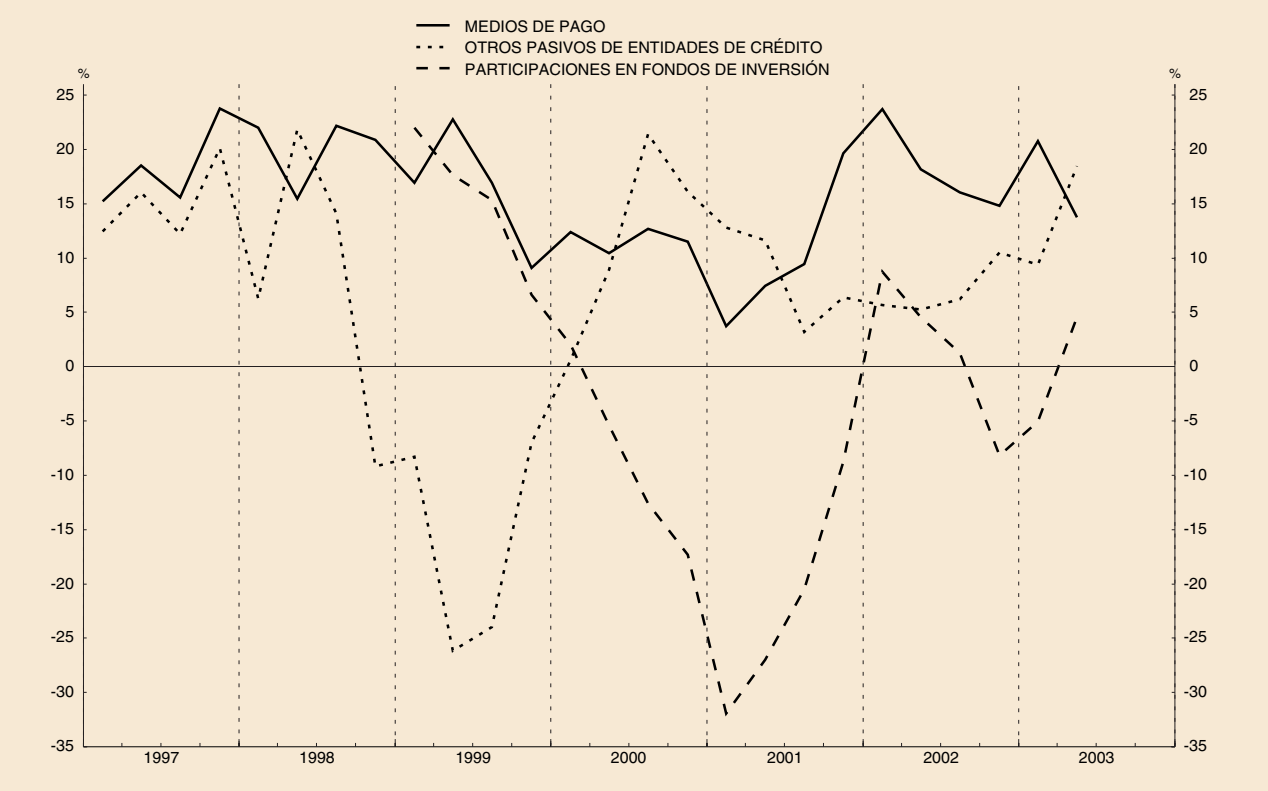
8.3. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de las sociedades no financieras, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual: Efectivo y depósitos a la vista	Tasa interanual: Depósitos de ahorro (b)	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual: Otros depósitos (c)	Tasa interanual: Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual: FIAMM	Tasa interanual: FIM renta fija en euros	Tasa interanual: Resto FIM
	1	2 ■	3	4	5	6 ■	7	8	9	10 ■	11	12	13
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
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
02	76 231	14,8	14,0	39,5	43 839	10,5	19,1	5,1	12 312	-8,2	4,1	8,3	-21,5
01 *I*	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
II	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
III	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
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
02 *I*	65 050	23,7	24,1	13,3	40 431	5,7	13,7	0,8	13 299	8,8	23,1	33,7	-4,9
II	70 875	18,2	18,1	19,6	40 457	5,3	10,1	2,2	12 964	4,6	28,5	26,6	-13,8
III	70 223	16,1	16,1	15,6	40 335	6,2	10,8	3,1	12 504	1,2	16,1	19,7	-14,5
IV	76 231	14,8	14,0	39,5	43 839	10,5	19,1	5,1	12 312	-8,2	4,1	8,3	-21,5
03 *Ene*	74 373	...	...	...	42 704	...	...	...	12 243	...	...	...	...
Feb	74 913	...	...	...	43 262	...	...	...	12 510	...	...	...	...
Mar	78 554	20,8	20,4	31,0	44 215	9,4	16,0	4,9	12 623	-5,1	6,9	24,2	-23,5
Abr	76 510	...	...	...	43 408	...	...	...	12 972	...	...	...	...
May	77 104	...	...	...	48 664	...	...	...	13 252	...	...	...	...
Jun	80 617	13,7	13,5	20,6	47 936	18,5	47,2	-1,1	13 556	4,6	10,1	30,1	-10,0
Jul P	77 582	...	...	...	46 396	...	...	...	13 815	...	...	...	...
Ago P	77 751	...	...	...	47 699	...	...	...	14 000	...	...	...	...

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 8 que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

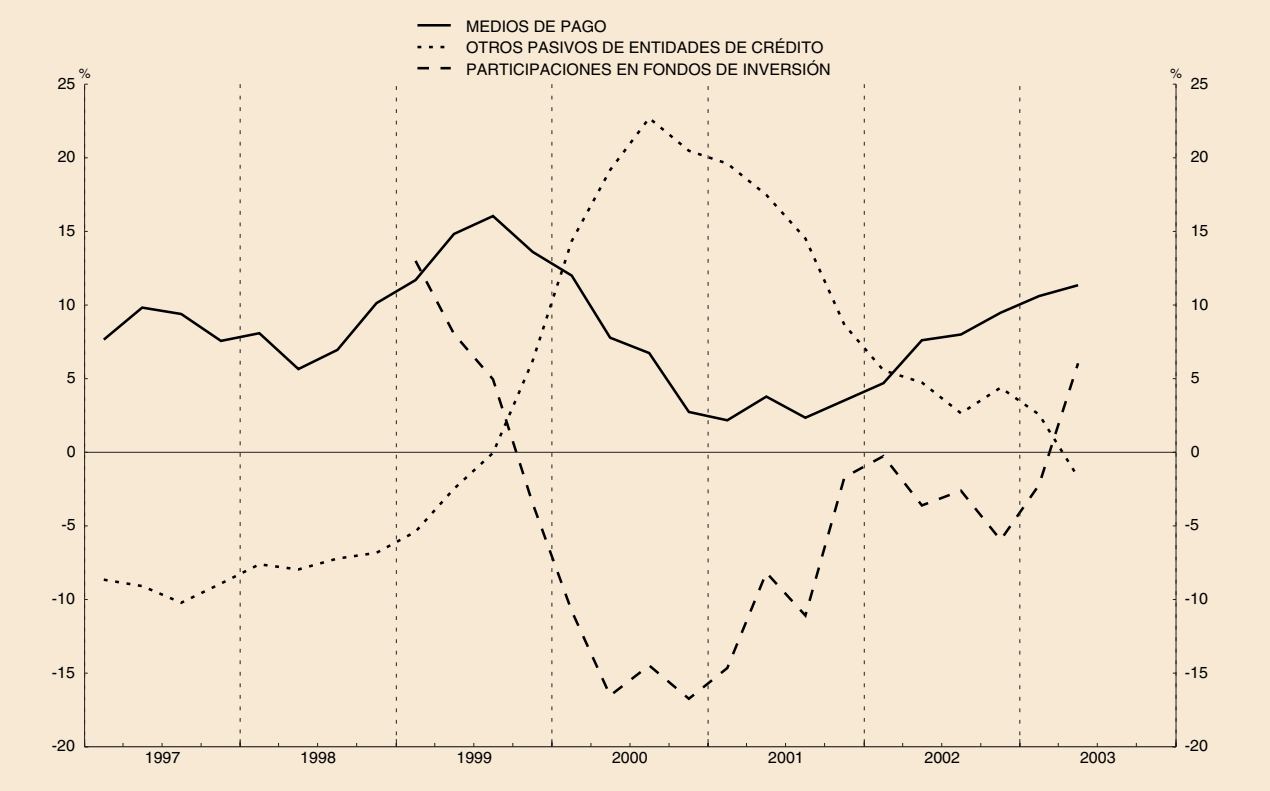
8.4. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión (a) de los hogares e ISFLSH, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

		Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual			Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		
				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
		1	2 ■	3	4	5	6	7 ■	8	9	10	11 ■	12	13	14
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	-22,3	-22,3
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	30,2	30,2
02		246 186	9,5	23,7	6,9	5,9	208 434	4,4	5,8	-5,4	132 033	-6,0	13,9	13,9	13,9
01 *I*		214 555	2,2	-2,3	7,7	1,4	194 041	19,6	24,3	-1,4	139 728	-14,6	-10,1	-10,1	-10,1
II		220 710	3,8	-5,3	10,1	5,0	198 556	17,5	22,4	-5,2	139 720	-8,2	1,9	1,9	1,9
III		220 690	2,3	-9,5	5,4	6,5	203 231	14,5	20,1	-10,6	133 718	-11,1	16,0	16,0	16,0
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	30,2	30,2
02 *I*		224 660	4,7	-24,4	11,4	14,9	204 822	5,6	7,7	-6,5	139 353	-0,3	31,0	31,0	31,0
II		237 482	7,6	-11,3	14,1	12,5	208 006	4,8	5,9	-1,9	134 707	-3,6	26,8	26,8	26,8
III		238 316	8,0	-2,1	12,6	9,7	208 622	2,7	4,6	-9,3	130 239	-2,6	20,9	20,9	20,9
IV		246 186	9,5	23,7	6,9	5,9	208 434	4,4	5,8	-5,4	132 033	-6,0	13,9	13,9	13,9
03 *Ene*		241 250	...	...	...	...	211 369	...	...	...	131 420	...	...	...	...
Feb		245 122	...	...	...	...	211 700	...	...	...	134 701	...	...	...	...
Mar		248 530	10,6	36,9	5,8	5,0	210 120	2,6	3,6	-3,9	136 239	-2,2	13,8	27,5	8,5
Abr		250 960	...	...	...	...	209 176	...	...	...	138 870	...	...	...	...
May		253 925	...	...	...	...	206 398	...	...	...	140 686	...	...	...	...
Jun		264 464	11,4	27,4	4,8	9,3	204 478	-1,7	0,2	-14,1	142 844	6,0	13,1	32,2	7,3
Jul	P	268 274	...	...	...	...	203 774	...	...	...	145 624	...	...	...	...
Ago	P	266 768	...	...	...	...	204 932	...	...	...	147 558	...	...	...	...

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9 que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

(b) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

(c) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

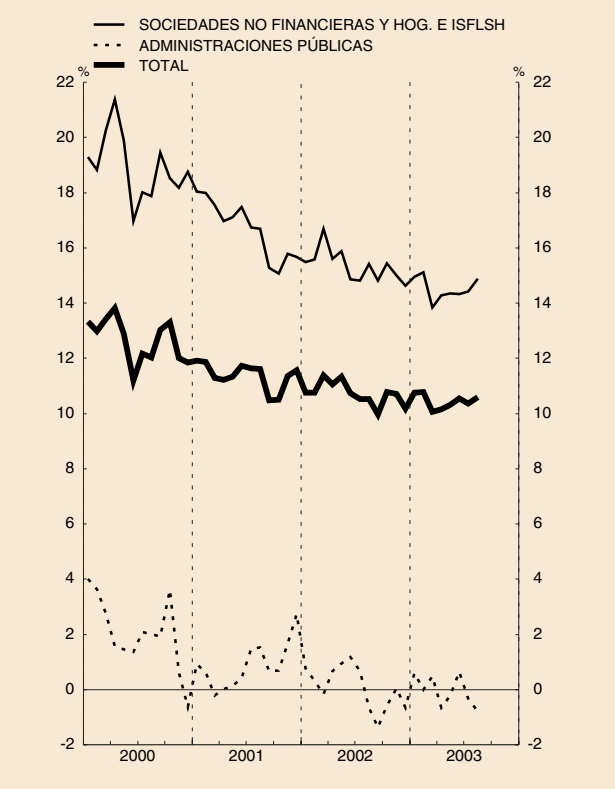
8.5. Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

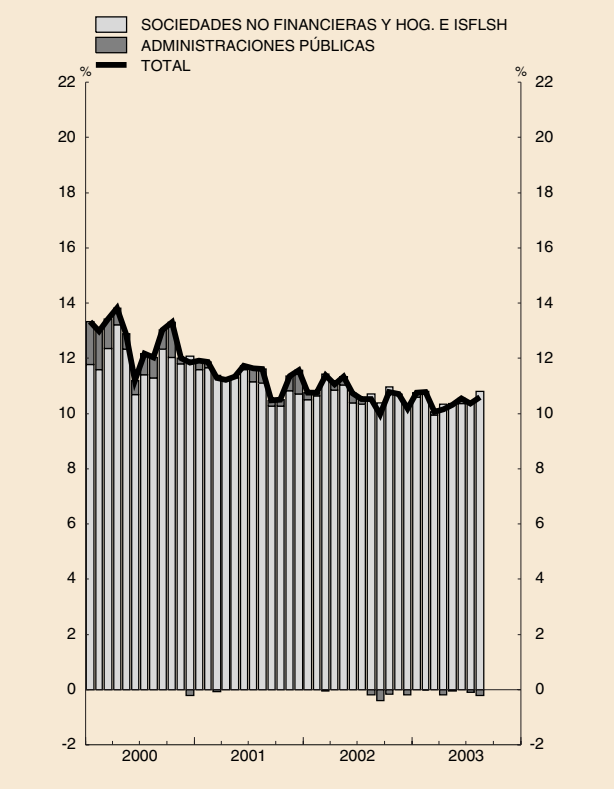
Millones de euros y porcentajes

		Total			Tasa interanual					Contribución a la tasa del total					Pro memoria: fondos de tituliza-ción
		Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Adminis-tracio-nes pú-blicas (b)	Sociedades no financ. y hogares e ISFLSH	Préstamos de enti-dades de crédito y fondos de tituliza-ción	Valores distin-tos de accio-nes	Préstá-mos del exte-rior	Adminis-tracio-nes pú-blicas (b)	Sociedades no financ. y hogares e ISFLSH	Préstamos de enti-dades de crédito y fondos de tituliza-ción	Valores distin-tos de accio-nes	Préstá-mos del exte-rior	
		1	2	3 ■	4 ■	5 ■	6	7	8	9 ■	10 ■	11	12	13	14
00		982 225	103 784	11,8	-0,6	18,8	18,5	-18,5	31,7	-0,2	12,1	10,0	-0,4	2,5	20 345
01		1 097 069	113 703	11,6	2,7	15,7	13,8	8,1	28,4	0,9	10,7	7,9	0,1	2,7	24 568
02		1 204 226	111 731	10,2	-0,6	14,6	14,4	-10,0	19,6	-0,2	10,4	8,4	-0,2	2,2	38 930
02 *May*		1 134 835	11 179	11,3	1,0	15,9	14,9	4,1	22,8	0,3	11,0	8,5	0,1	2,4	26 860
Jun		1 152 596	17 011	10,7	1,2	14,9	14,2	2,3	20,6	0,4	10,4	8,1	0,0	2,2	29 526
Jul		1 166 175	13 852	10,5	0,7	14,8	14,8	-2,3	17,9	0,2	10,3	8,5	-0,0	1,9	30 757
Ago		1 163 971	-3 112	10,5	-0,7	15,4	15,7	-4,3	16,8	-0,2	10,7	9,0	-0,1	1,8	30 888
Sep		1 169 813	5 432	10,0	-1,4	14,8	14,5	-3,5	19,5	-0,4	10,4	8,4	-0,1	2,1	31 381
Oct		1 175 061	8 248	10,8	-0,6	15,4	15,2	-4,5	19,9	-0,2	11,0	8,8	-0,1	2,2	31 894
Nov		1 187 138	12 378	10,7	0,0	15,0	14,8	-10,3	19,8	0,0	10,7	8,7	-0,2	2,2	35 853
Dic		1 204 226	18 847	10,2	-0,6	14,6	14,4	-10,0	19,6	-0,2	10,4	8,4	-0,2	2,2	38 930
03 *Ene*		1 216 383	12 643	10,8	0,6	14,9	15,4	-10,3	16,5	0,2	10,6	8,9	-0,2	1,9	38 426
Feb		1 216 487	-1 123	10,8	-0,0	15,1	15,5	-10,6	16,7	-0,0	10,8	9,1	-0,2	1,9	38 530
Mar		1 232 185	14 860	10,1	0,5	13,8	14,6	-11,0	13,3	0,1	9,9	8,6	-0,2	1,6	40 166
Abr		1 235 454	4 049	10,2	-0,7	14,3	15,6	-13,6	11,8	-0,2	10,3	9,2	-0,2	1,4	41 577
May		1 249 883	13 926	10,3	-0,2	14,3	15,7	-5,0	10,3	-0,1	10,4	9,2	-0,1	1,2	41 449
Jun		1 272 499	21 535	10,5	0,7	14,3	15,6	-6,3	10,7	0,2	10,4	9,2	-0,1	1,2	43 390
Jul	P	1 285 493	13 056	10,4	-0,3	14,4	15,6	-4,7	10,9	-0,1	10,4	9,3	-0,1	1,3	44 535
Ago	P	1 284 820	-608	10,6	-0,8	14,9	15,7	-5,0	13,1	-0,2	10,8	9,4	-0,1	1,5	44 605

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.7 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) Total de pasivos menos depósitos.

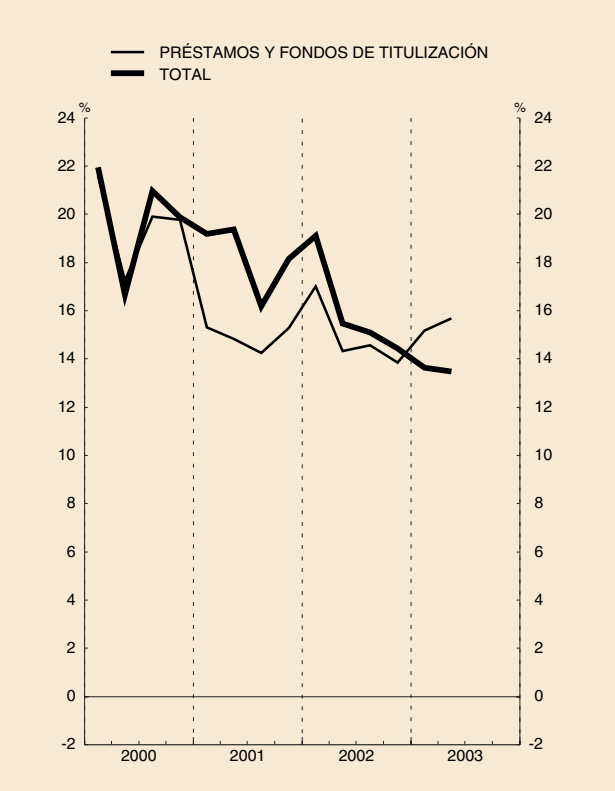
8.6. Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

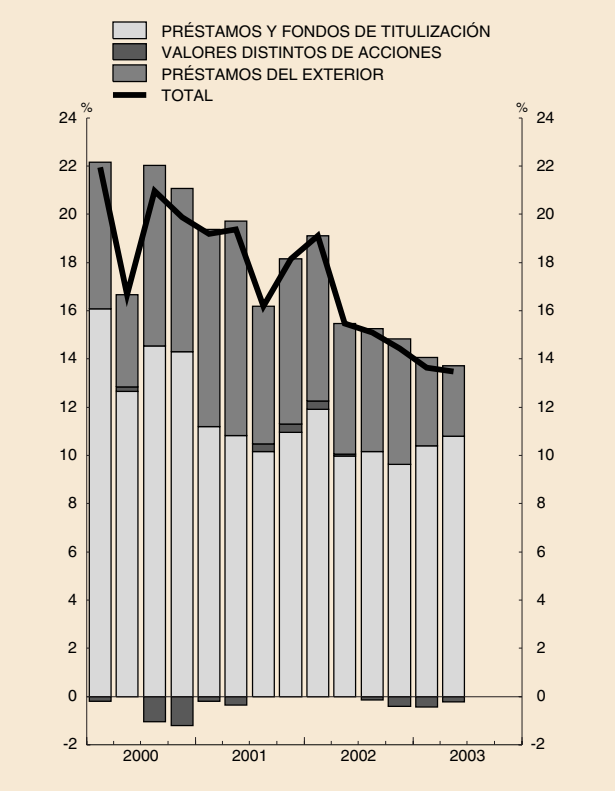
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y fondos de titulización			Valores distintos de acciones			Préstamos del exterior			Pro memoria: fondos de titulización
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual ■	Saldo	Tasa interanual ■	Contribución a la tasa del total ■	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total ■	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total ■	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
00	384 131	63 227	19,9	274 983	19,8	14,3	16 780	-18,5	-1,2	92 368	31,8	6,8	12 419
01	455 456	69 740	18,2	316 517	15,3	10,9	18 142	8,1	0,4	120 797	28,5	6,9	14 395
02	517 246	65 682	14,4	359 570	13,9	9,6	16 335	-10,0	-0,4	141 341	19,6	5,2	25 927
01 *I*	395 699	10 990	19,2	277 446	15,3	11,2	17 036	-3,7	-0,2	101 217	38,0	8,2	13 970
II	420 487	23 624	19,4	292 587	14,8	10,8	17 498	-6,6	-0,4	110 402	41,2	8,9	14 041
III	433 409	12 958	16,2	302 146	14,3	10,2	18 045	7,3	0,3	113 218	23,6	5,7	15 007
IV	455 456	22 167	18,2	316 517	15,3	10,9	18 142	8,1	0,4	120 797	28,5	6,9	14 395
02 *I*	472 864	16 824	19,1	324 087	17,0	11,9	18 373	7,8	0,3	130 404	26,7	6,8	17 318
II	484 982	13 095	15,5	334 019	14,3	10,0	17 899	2,3	0,1	133 063	20,6	5,4	19 606
III	499 512	13 349	15,1	345 627	14,6	10,2	17 418	-3,5	-0,1	136 467	19,5	5,1	21 157
IV	517 246	22 414	14,4	359 570	13,9	9,6	16 335	-10,0	-0,4	141 341	19,6	5,2	25 927
03 *Ene*	521 546	4 759	...	364 504	...	...	16 386	...	...	140 656	...	...	25 912
Feb	525 666	2 876	...	366 018	...	...	16 414	...	...	143 234	...	...	25 886
Mar	534 468	7 925	13,6	372 432	15,2	10,4	16 353	-11,0	-0,4	145 684	13,3	3,7	26 114
Abr	540 837	7 128	...	378 996	...	...	16 048	...	...	145 793	...	...	26 794
May	543 147	1 786	...	380 234	...	...	17 059	...	...	145 854	...	...	26 500
Jun	549 464	5 174	13,5	385 638	15,7	10,8	16 780	-6,3	-0,2	147 047	10,6	2,9	26 487
Jul P	556 944	7 519	...	391 799	...	...	16 760	...	...	148 386	...	...	26 263
Ago P	558 554	1 647	...	392 123	...	...	16 639	...	...	149 793	...	...	26 399

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.7 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.

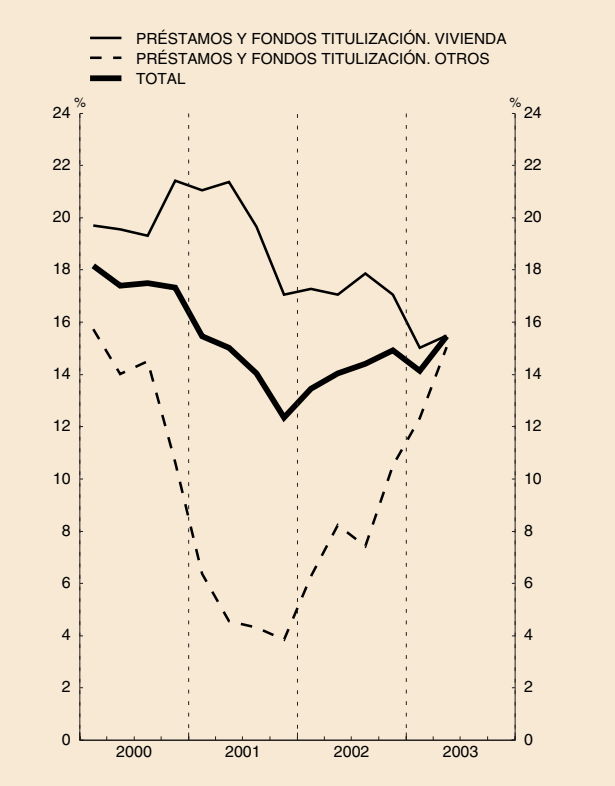
8.7. Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (a)

■ Serie representada gráficamente.

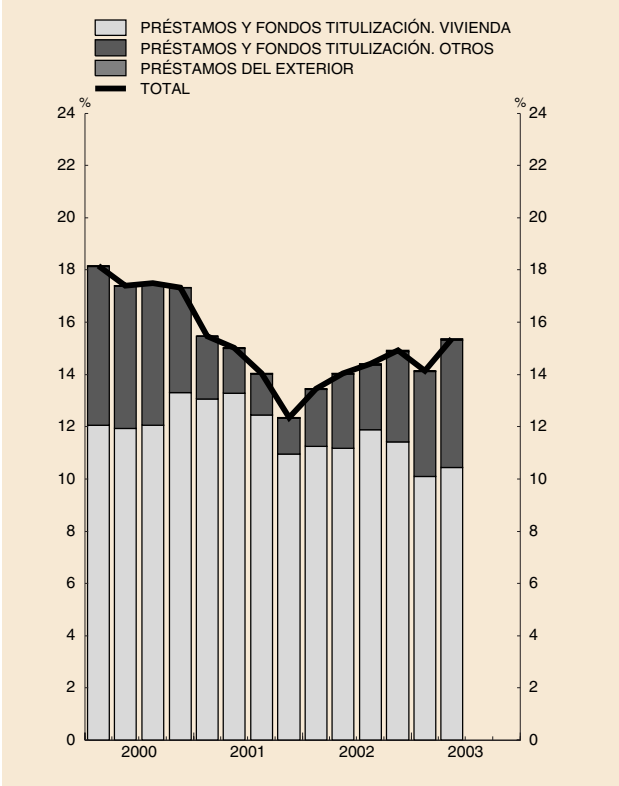
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y fondos de titulización. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y fondos de titulización. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: fondos de titulización	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual ■	Saldo	Tasa inter-anual ■	Contri-bución a la tasa del total ■	Saldo	Tasa inter-anual ■	Contri-bución a la tasa del total ■	Saldo	Tasa inter-anual ■	Contri-bución a la tasa del total ■	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
00	287 430	42 525	17,3	184 578	21,4	13,3	102 448	10,6	4,0	404	4,5	0,0	7 926	-
01	322 472	35 487	12,3	215 775	17,1	11,0	106 237	3,9	1,4	460	13,9	0,0	9 985	188
02	369 902	48 113	14,9	252 108	17,1	11,4	117 184	10,5	3,5	610	32,5	0,0	12 872	131
01 *I*	294 072	6 703	15,5	191 219	21,0	13,0	102 435	6,4	2,4	418	4,1	0,0	8 030	231
II	306 757	12 818	15,0	201 246	21,4	13,3	105 070	4,5	1,7	441	6,8	0,0	7 819	218
III	312 564	5 907	14,0	207 890	19,6	12,5	104 233	4,3	1,6	441	9,0	0,0	9 143	203
IV	322 472	10 059	12,3	215 775	17,1	11,0	106 237	3,9	1,4	460	13,9	0,0	9 985	188
02 *I*	333 159	10 753	13,4	223 966	17,3	11,2	108 693	6,3	2,2	501	19,8	0,0	9 612	174
II	349 389	16 329	14,0	235 282	17,0	11,2	113 588	8,2	2,8	519	17,6	0,0	9 761	159
III	357 126	7 873	14,4	244 748	17,9	11,9	111 820	7,4	2,5	558	26,3	0,0	10 079	145
IV	369 902	13 157	14,9	252 108	17,1	11,4	117 184	10,5	3,5	610	32,5	0,0	12 872	131
03 *Ene*	371 320	1 444	...	252 771	...	...	117 936	...	...	617	...	...	12 382	131
Feb	375 969	4 666	...	255 480	...	...	119 877	...	...	625	...	...	12 513	131
Mar	379 585	3 655	14,1	257 166	15,0	10,1	121 801	12,3	4,0	624	24,7	0,0	12 853	1 199
Abr	386 336	6 770	...	261 648	...	...	124 066	...	...	632	...	...	13 585	1 199
May	392 969	6 654	...	265 945	...	...	126 385	...	...	643	...	...	13 751	1 199
Jun	402 731	9 826	15,5	271 367	15,5	10,4	130 336	15,0	4,9	653	25,8	0,0	15 517	1 387
Jul P	408 168	5 460	...	277 119	...	...	130 386	...	...	663	...	...	16 886	1 387
Ago P	410 048	1 908	...	280 227	...	...	129 148	...	...	673	...	...	16 819	1 387

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

NOTA GENERAL: Los cuadros 8.2 a 8.7 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.

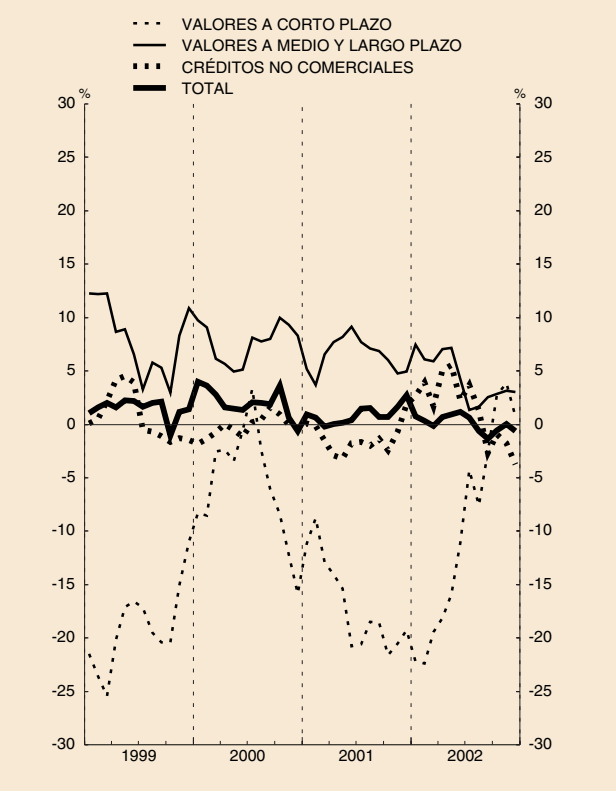
8.8. Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

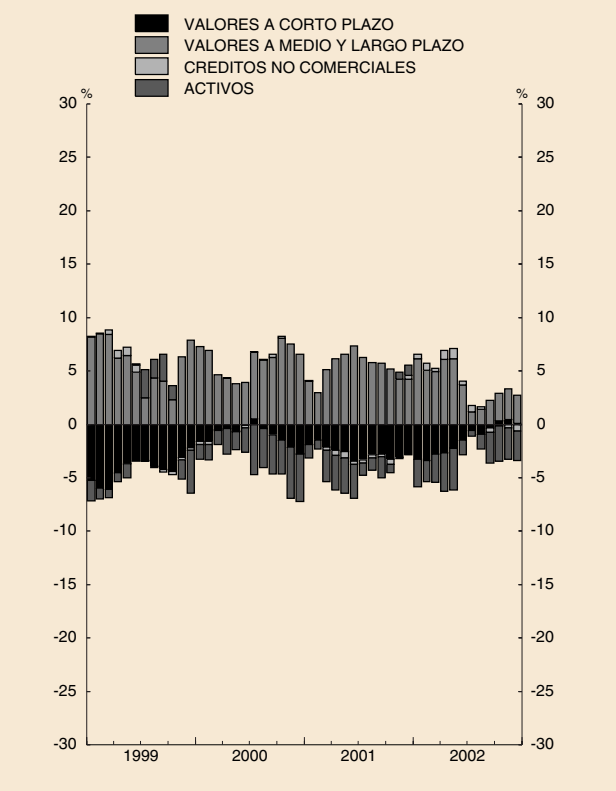
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos					Contribución a T1/12 Total			
					Pasivos				Activos		Pasivos					Pasivos			
		Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores: A corto plazo	Valores: Medio y largo plazo	Créditos no comerciales y resto (a)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (b)	Total	Valores: A corto plazo	Valores: Medio y largo plazo	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores: A corto plazo	Valores: Medio y largo plazo	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos
		1	2	3 ■	4	5	6	7	8	9	10	11 ■	12 ■	13 ■	14	15 ■	16 ■	17 ■	18 ■
00	P	310 665	-1 968	-0,6	11 770	-8 605	20 537	-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	319 141	8 476	2,7	5 420	-8 804	13 223	1 001	-17 158	14 101	1,5	-19,3	4,9	1,9	-5,4	-2,8	4,3	0,3	1,0
02	A	317 077	-2 063	-0,6	6 741	275	8 513	-2 047	1 854	6 950	1,8	0,7	3,0	-3,7	16,5	0,1	2,7	-0,6	-2,8
02 *Mar*	A	316 628	1 726	-0,2	3 641	-60	5 350	-1 650	1 132	783	2,1	-19,5	5,9	1,7	17,2	-2,8	4,9	0,3	-2,6
Abr	A	310 328	-6 300	0,7	4 103	134	2 141	1 827	1 791	8 613	3,6	-18,1	7,1	5,1	20,2	-2,7	6,1	0,9	-3,6
May	A	314 463	4 135	1,0	4 274	21	4 355	-103	-1 179	1 317	4,1	-15,9	7,1	5,6	22,5	-2,2	6,2	0,9	-3,9
Jun	A	318 225	3 762	1,2	-3 554	-157	-2 465	-931	970	-8 286	2,2	-11,0	4,2	2,3	8,1	-1,5	3,7	0,4	-1,4
Jul	A	321 433	3 208	0,7	-3 056	1 972	-6 066	1 038	-2 005	-4 259	1,1	-4,3	1,4	3,7	3,7	-0,5	1,2	0,6	-0,6
Ago	A	318 755	-2 678	-0,7	-2 851	-2 490	1 724	-2 085	215	-388	0,6	-7,6	1,7	1,3	9,1	-0,9	1,4	0,2	-1,4
Sep	A	313 175	-5 580	-1,4	3 880	1 039	4 862	-2 021	1 286	8 174	1,3	-2,5	2,6	-2,7	17,1	-0,3	2,2	-0,5	-2,9
Oct	A	306 909	-6 266	-0,6	2 432	275	1 839	318	-584	9 283	2,3	2,7	2,8	-0,9	16,8	0,3	2,6	-0,2	-3,3
Nov	A	308 121	1 212	0,0	600	219	456	-75	1 136	-1 749	2,5	3,9	3,1	-1,8	14,9	0,5	2,8	-0,3	-3,0
Dic	A	317 077	8 956	-0,6	710	-656	894	472	-2 356	-5 890	1,8	0,7	3,0	-3,7	16,5	0,1	2,7	-0,6	-2,8
03 *Ene*	A	323 517	6 440	0,6	-4 670	3 038	-8 364	657	-1 005	-10 104	0,4	9,8	-0,0	-3,5	-0,6	1,1	-0,0	-0,6	0,1
Feb	A	314 852	-8 665	-0,0	2 088	-850	3 504	-566	-20	10 773	2,1	6,7	3,0	-5,6	14,1	0,8	2,6	-1,0	-2,4
Mar	A	318 131	3 279	0,5	782	443	507	-168	1 625	-4 122	1,3	8,1	1,2	-3,0	5,8	0,9	1,1	-0,5	-1,0
Abr	A	308 282	-9 849	-0,7	6 363	812	5 431	120	504	15 709	1,9	9,9	2,4	-6,0	13,6	1,2	2,2	-1,1	-2,9
May	A	313 767	5 486	-0,2	-2 845	-471	-2 586	212	1 801	-10 132	-0,0	8,6	-0,1	-5,4	0,9	1,0	-0,1	-1,0	-0,2
Jun	A	320 303	6 536	0,7	3 141	-342	3 752	-269	317	-3 712	1,7	8,1	2,1	-4,3	7,6	0,9	1,9	-0,7	-1,4
Jul	A	320 381	77	-0,3	-3 036	702	-3 739	1	-2 876	-237	1,8	4,4	3,0	-6,1	14,4	0,5	2,6	-1,1	-2,4
Ago	A	316 218	-4 163	-0,8	-3 944	-844	-3 271	170	173	45	1,5	9,3	1,2	-2,1	15,2	1,1	1,0	-0,4	-2,5

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

(b) Excluidas las Cuentas de Recaudación.

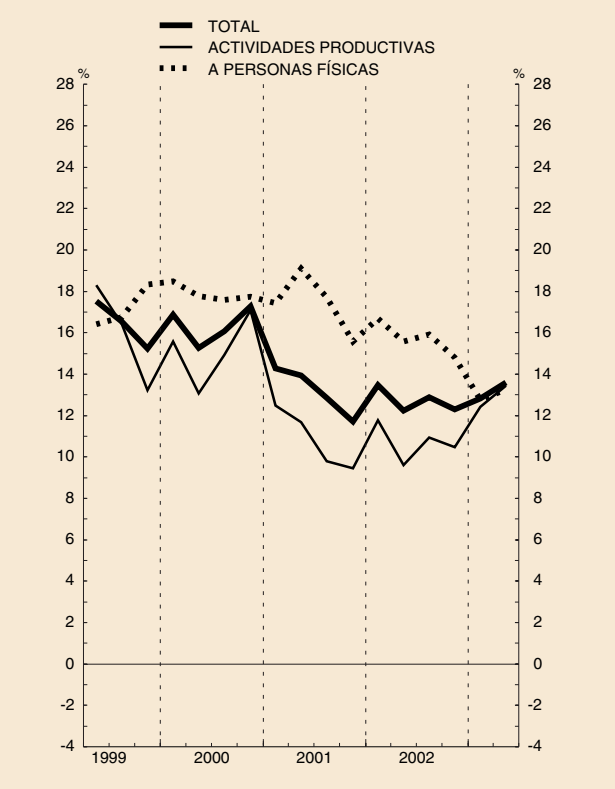
8.9. Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades.

■ Serie representada gráficamente.

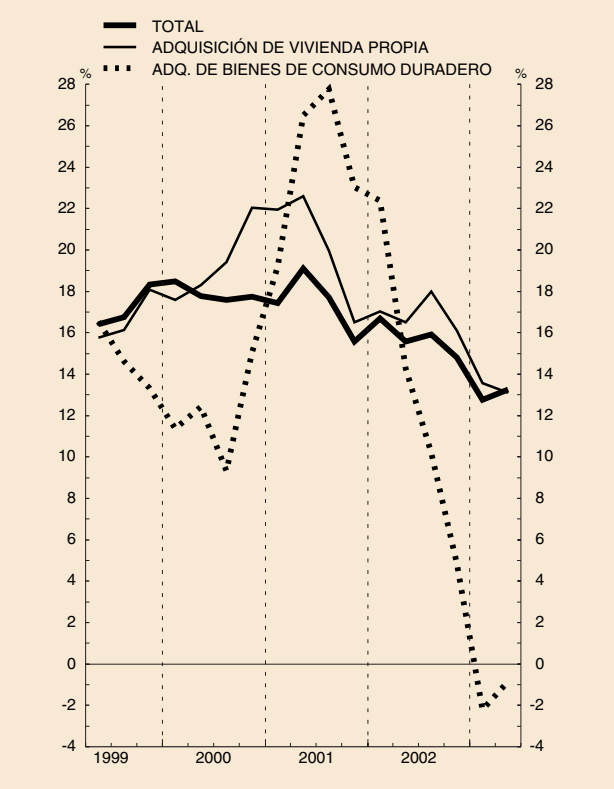
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financiaciones a personas fisicas por funciónes de gasto						Finan-ciación a insti-tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi-ficar
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y Rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero	Resto (b)		
								Total	Adquisición	Rehabilitación				
	1 ■	2 ■	3	4	5	6	7 ■	8	9 ■	10	11 ■	12	13	14
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	365 203	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 *II*	519 659	280 381	12 482	73 280	39 319	155 300	224 163	158 078	151 267	6 811	24 537	41 549	2 477	12 638
III	534 332	288 999	12 952	75 408	41 208	159 431	232 114	165 891	158 848	7 044	24 911	41 312	2 525	10 693
IV	559 407	302 034	13 141	78 588	42 627	167 679	243 837	176 653	169 280	7 372	26 885	40 299	2 342	11 194
01 *I*	564 120	299 581	12 764	76 144	42 368	168 306	251 694	183 189	175 505	7 684	28 331	40 175	2 215	10 629
II	592 071	313 118	12 946	78 850	44 684	176 638	266 945	193 427	185 449	7 978	31 034	42 483	2 264	9 745
III	603 049	317 262	13 215	81 899	44 957	177 191	273 224	198 747	190 559	8 188	31 826	42 651	2 282	10 280
IV	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
02 *I*	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	293 673	214 354	205 404	8 949	34 671	44 648	2 382	9 273
II	664 446	343 191	13 980	81 235	50 770	197 207	308 555	225 521	216 080	9 441	35 466	47 568	2 287	10 413
III	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	316 697	234 668	224 849	9 819	35 072	46 957	2 339	9 820
IV	701 663	365 203	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 *I*	722 204	376 433	15 353	86 662	57 047	217 371	331 141	244 313	233 272	11 041	33 903	52 925	2 285	12 345
II	754 872	389 284	15 744	87 015	59 431	227 095	349 469	255 986	244 394	11 592	35 167	58 316	2 511	13 608

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

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

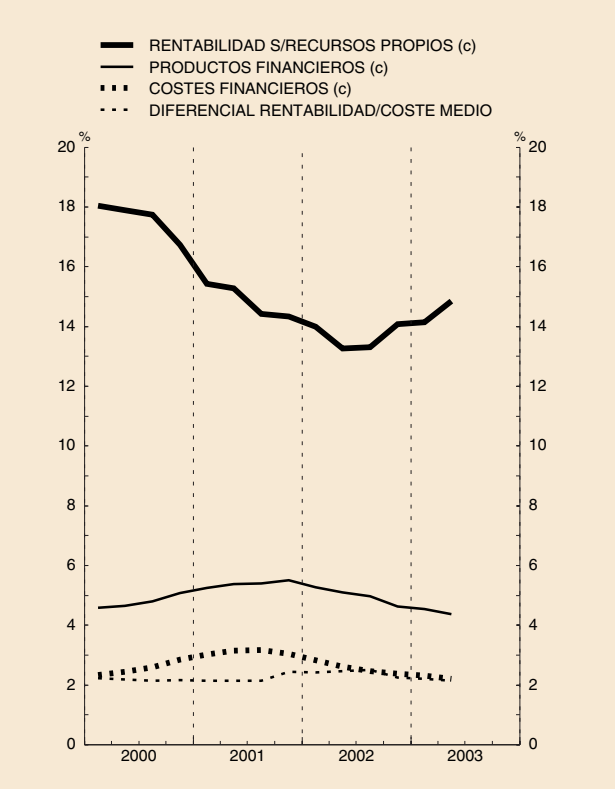
(b) Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisicion de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

8.10. Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de credito, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
	Productos financieros 1 ■	Costes 2	Margen de intermediación 3 ■	Otros ptos. y gastos ordinarios 4	Margen ordinario 5 ■	Gastos de explotación: 6	Del cual de personal 7	Margen de explotación 8 ■	Resto de productos y costes 9	Beneficio antes de impuestos 10 ■	Rentabilidad s/ recursos propios (a) 11 ■	Rentabilidad media de operac. activas (b) 12	Coste medio de operaciones pasivas (b) 13	Diferencia (12-13) 14 ■
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	14,6	5,0	2,7	2,3
00 *II*	4,9	2,7	2,2	0,7	2,9	2,0	1,2	1,0	0,2	1,1	18,5	5,0	2,8	2,2
III	5,0	2,9	2,1	0,9	3,0	1,9	1,2	1,1	-0,1	1,0	15,4	5,2	3,0	2,1
IV	5,7	3,3	2,4	0,8	3,2	2,0	1,2	1,2	-0,5	0,7	11,9	5,5	3,3	2,2
01 *I*	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,1	-0,1	1,0	15,9	5,7	3,5	2,1
II	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,0	0,1	1,1	17,9	5,8	3,7	2,1
III	5,1	3,0	2,1	0,8	2,8	1,8	1,1	1,0	-0,3	0,7	12,0	5,8	3,7	2,1
IV	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4
02 *I*	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4
II	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5
III	4,6	2,4	2,2	0,7	2,9	1,7	1,0	1,2	-0,5	0,7	12,2	5,3	2,8	2,5
IV	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-0,5	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3
03 *I*	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
II	4,0	1,9	2,1	0,8	2,9	1,6	1,0	1,3	-0,2	1,0	17,9	4,7	2,5	2,1

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios s/balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio

Fuente: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadro 89.61.

(a) Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

(b) Para calcular la rentabilidad y el coste medio sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

(c) Media de los cuatro últimos trimestres.

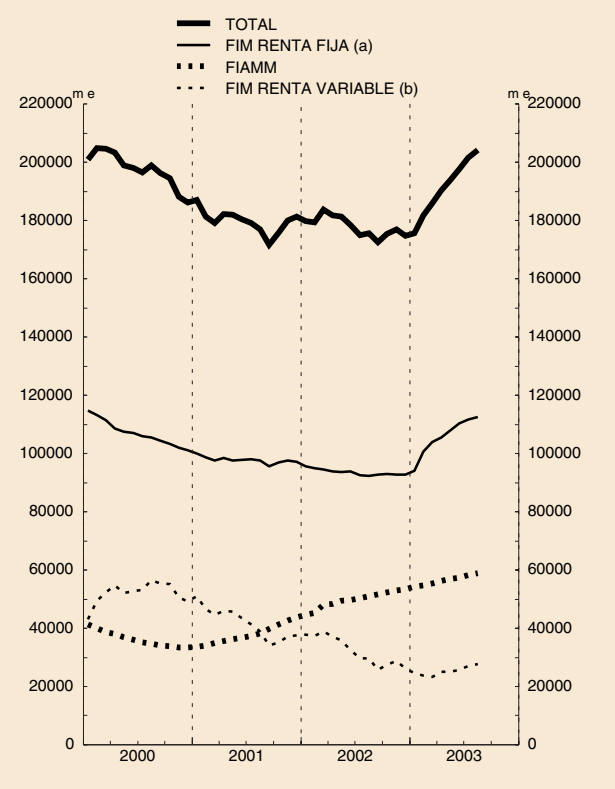
8.11. Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación

■ Serie representada gráficamente.

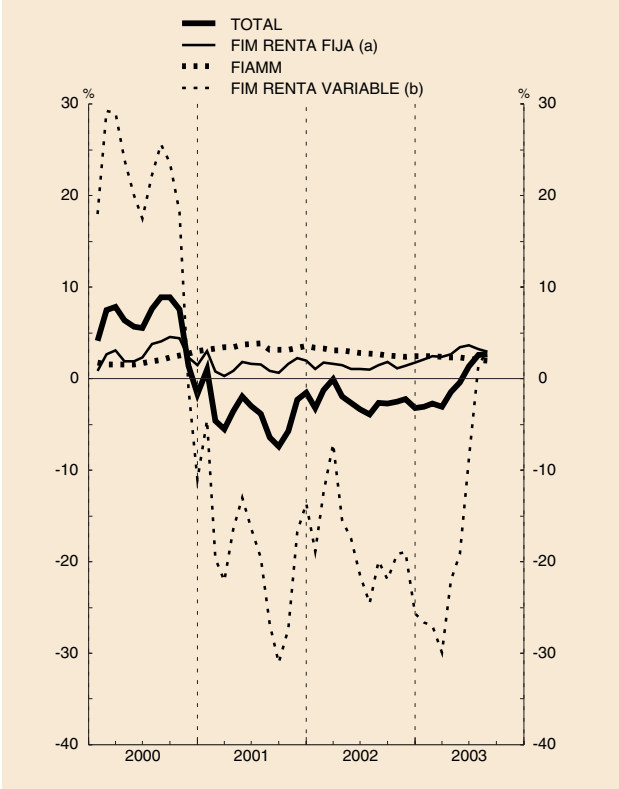
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual: Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual: Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual: Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual: Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
	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 *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	1 417	-3,1	54 341	975	869	2,4	94 158	1 415	1 226	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	4 271	-3,1	55 398	682	607	2,4	103 979	3 331	3 461	2,4	23 347	-291	203	-30,0	3 128
Abr	190 336	4 482	1 927	-1,4	56 235	836	762	2,3	105 580	1 601	1 249	2,7	24 970	1 623	-84	-22,0	3 551
May	193 743	3 408	2 136	-0,4	56 860	625	531	2,3	107 916	2 336	1 669	3,4	25 108	138	-64	-19,2	3 859
Jun	197 665	3 921	2 192	1,3	57 259	399	326	2,2	110 236	2 320	2 052	3,7	25 750	642	-185	-8,8	4 420
Jul	201 537	3 872	2 808	2,6	58 144	885	834	2,1	111 693	1 457	1 704	3,3	26 948	1 198	270	1,5	4 752
Ago P	204 207	2 670	...	2,6	58 977	834	...	1,9	112 595	902	...	3,0	27 642	694	...	3,0	4 993

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



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.

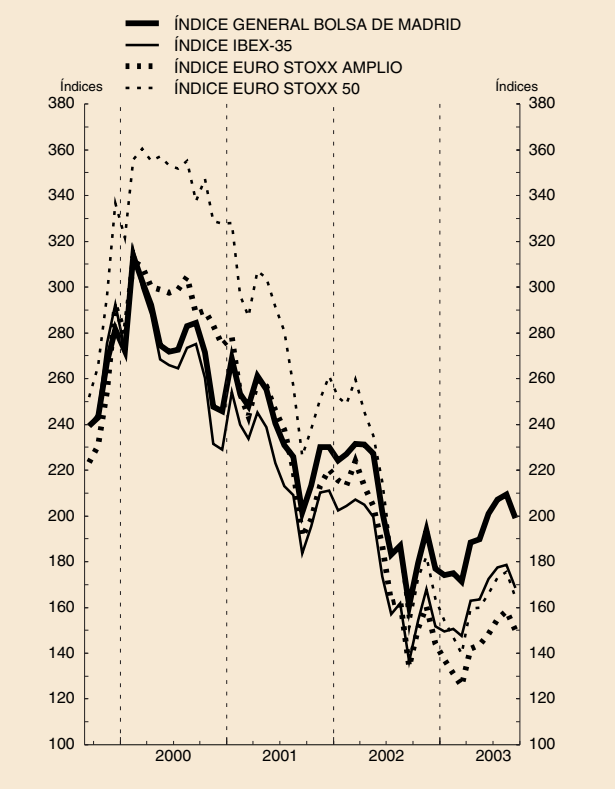
8.12. Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

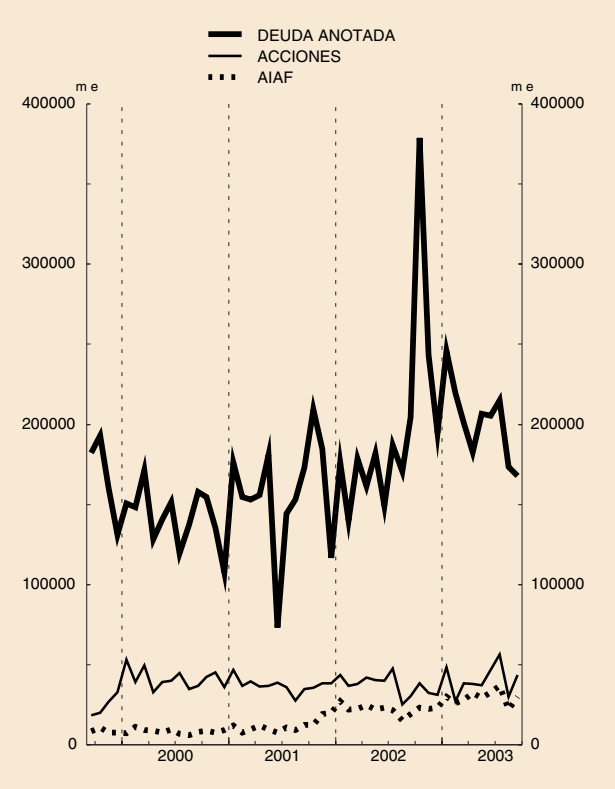
Índices, millones de euros y miles de contratos

		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	*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	206 426	29 077	-	858	0	298
	Jun	719,87	6 862,00	211,91	2 419,51	46 773	5 536	205 541	32 593	-	1 704	0	330
	Jul	742,62	7 061,70	221,19	2 519,79	56 329	6 502	215 046	36 895	-	783	0	309
	Ago	749,89	7 111,30	226,36	2 556,71	30 058	4 883	173 399	21 953	-	561	0	266
	Sep P	713,22	6 703,60	214,34	2 395,87	43 490	6 203	167 990	30 011	-	1 080	0	327

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

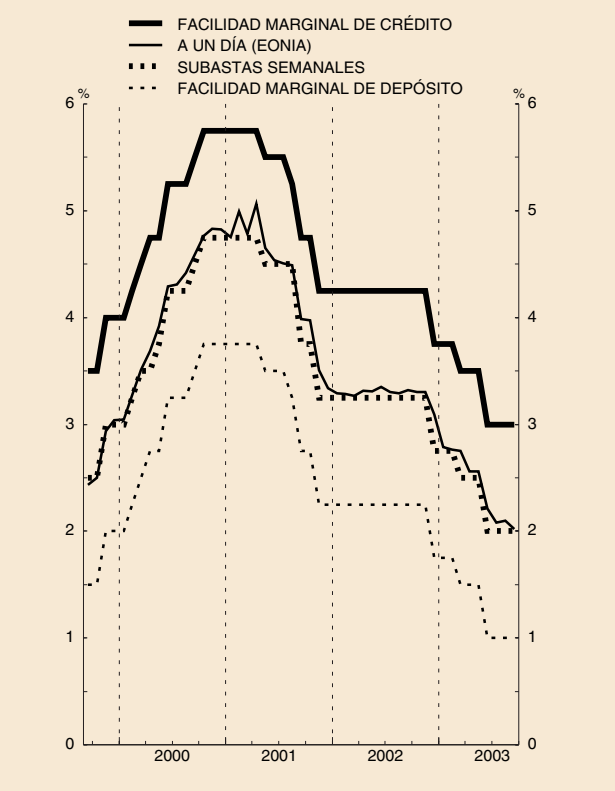
9.1. Tipos de interés. Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español

■ Serie representada gráficamente.

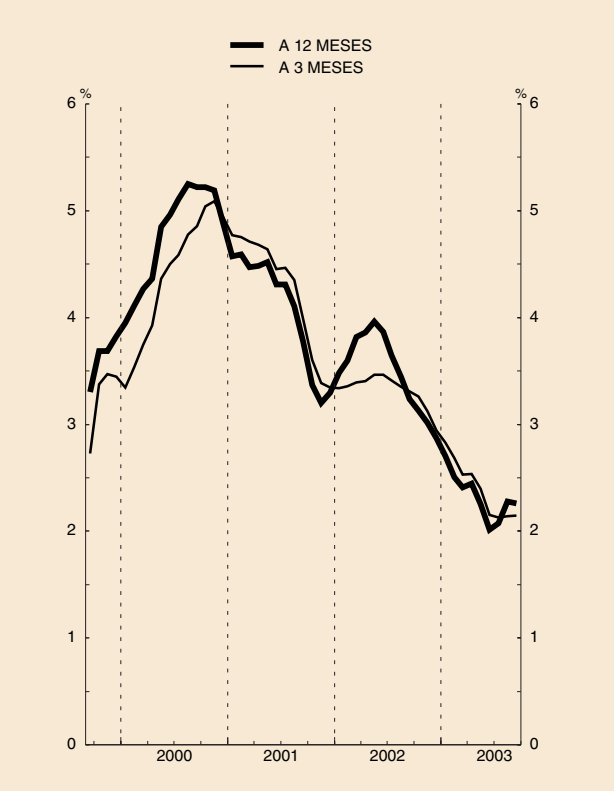
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
					Zona del euro: depósitos (Euribor) (a)					España							
										Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes: De crédito	Facilidades permanentes: De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
	1 ■	2	3 ■	4 ■	5 ■	6	7 ■	8	9 ■	10	11	12	13	14	15	16	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 *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	3,32	3,32	3,31	3,27	3,24	3,30	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
Jul	2,00	2,08	3,00	1,00	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	2,07	2,12	2,13	2,10	2,06	2,26	2,01	-
Ago	2,00	2,12	3,00	1,00	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	2,08	2,11	2,15	2,28	1,96	1,99	2,02	2,20
Sep	2,00	2,10	3,00	1,00	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	2,02	2,12	2,14	2,26	2,02	2,04	2,03	2,25

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



Fuente: BCE (columnas 1 a 8).

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

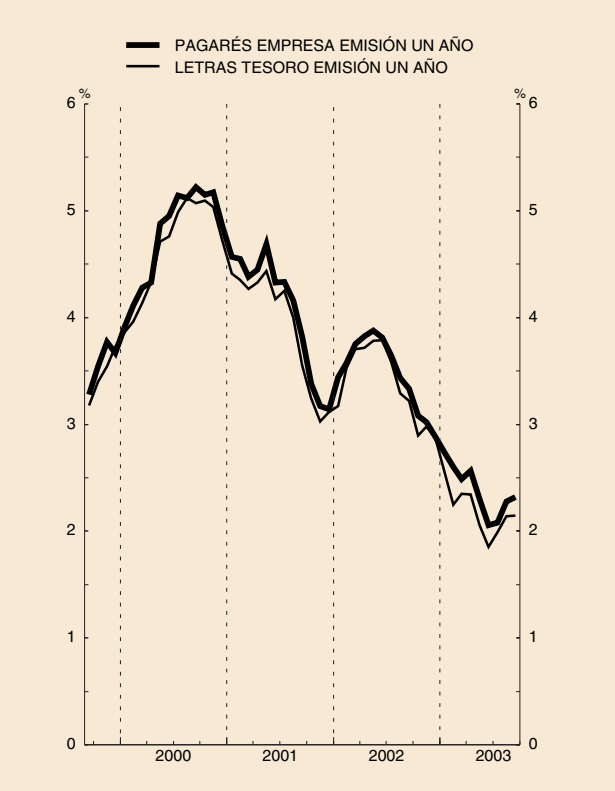
9.2. Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo

■ Serie representada gráficamente.

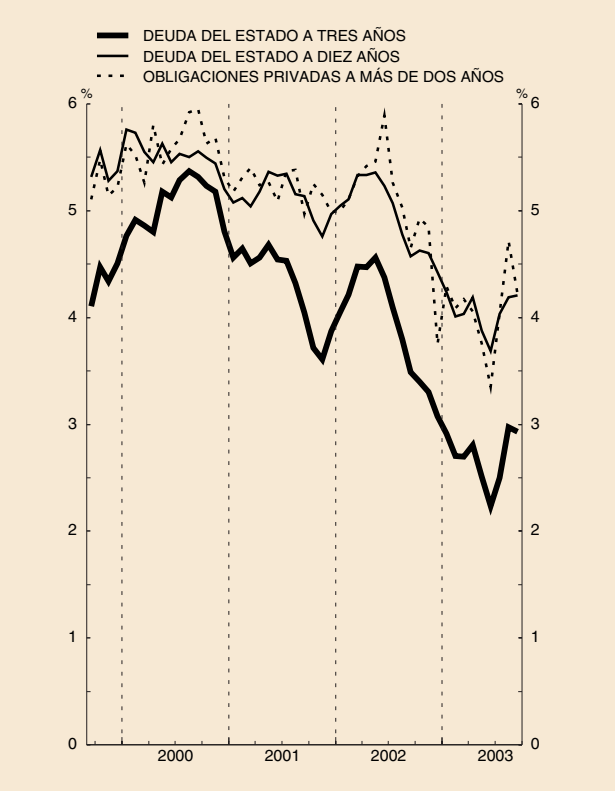
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
	1 ■	2	3 ■	4	5	6	7	8	9	10 ■	11 ■	12 ■
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 *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
Abr	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
Jul	1,99	1,91	2,08	2,12	-	2,85	4,00	4,37	-	2,50	4,03	4,04
Ago	2,14	2,18	2,28	2,29	2,80	-	-	-	-	2,97	4,19	4,72
Sep	2,15	2,22	2,32	2,33	-	3,54	4,39	-	5,07	2,93	4,21	4,22

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

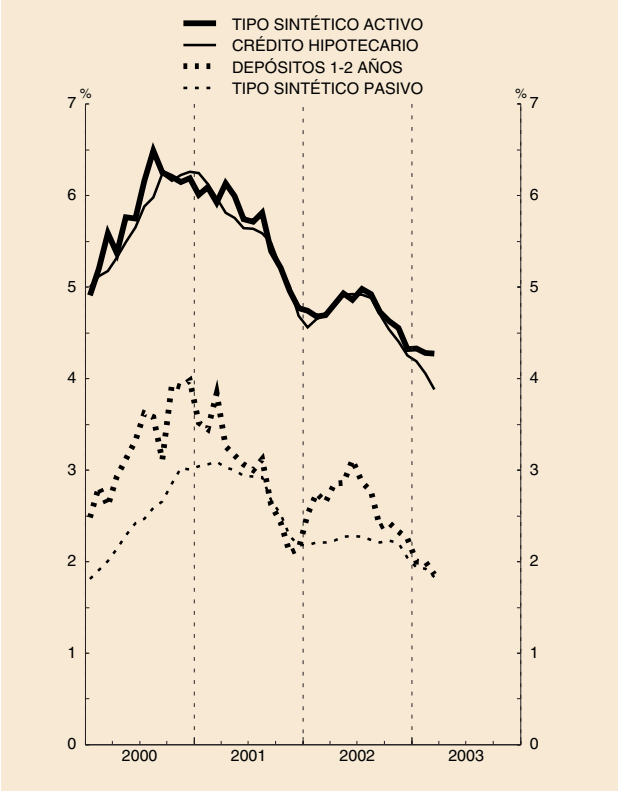
9.3. Tipos de interés: bancos y cajas de ahorros, residentes en España

■ Serie representada gráficamente.

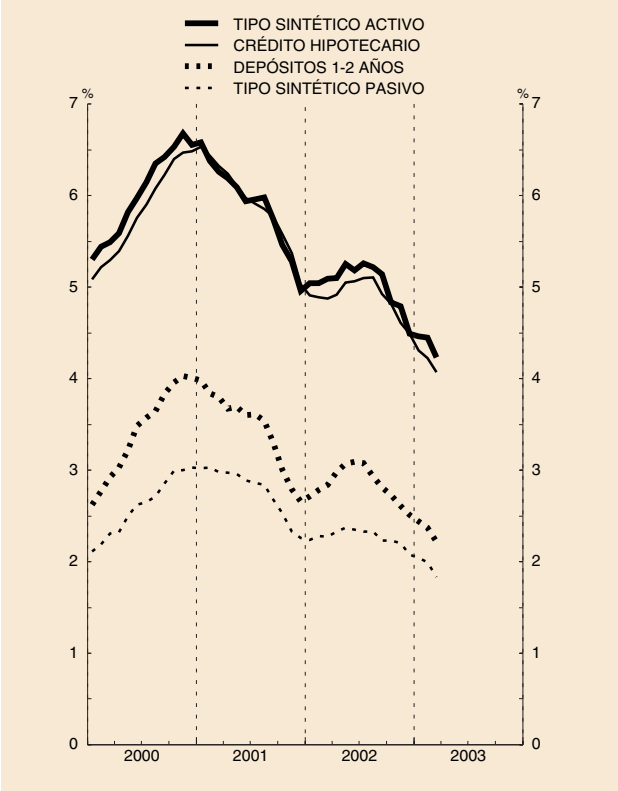
Porcentajes

		Bancos									Cajas de Ahorros							
		Tipos activos					Tipos pasivos				Tipos activos				Tipos pasivos			
		Crédito. Tipo sintético 1 ■	Dto. comerc. hasta 3 meses 2	Ctas. cto. de 1 año a menos de 3 3	Préstamos a 3 años o más 4	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91 5 ■	Acreedores. Tipo sintético 6 ■	Cuentas corrientes 7	Cesión letras hasta 3 meses 8	Depósitos 1 año a menos de 2 9 ■	Crédito. Tipo sintético 10 ■	Ctas. de cto. de 1 a menos de 3 11	Préstamos a 3 años o más 12	Prest. hipot. >3 años Resol. 4.2.91 13 ■	Acreedores. Tipo sintético 14 ■	Cuentas corrientes 15	Cesión letras hasta 3 meses 16	Depósitos de 1 año a menos de 2 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
	Feb	4,68	5,80	5,06	6,70	4,65	2,21	1,97	3,17	2,75	5,04	6,70	7,90	4,89	2,28	1,89	3,13	2,78
	Mar	4,69	5,66	4,96	6,61	4,70	2,21	1,96	3,14	2,65	5,09	7,05	7,74	4,87	2,27	1,85	3,11	2,84
	Abr	4,81	5,70	4,85	6,69	4,80	2,23	1,94	3,16	2,85	5,10	7,00	7,87	4,92	2,33	1,87	3,11	2,98
	May	4,93	5,71	4,93	6,88	4,92	2,27	2,04	3,13	2,86	5,25	7,08	7,75	5,05	2,37	1,88	3,17	3,07
	Jun	4,86	5,66	5,03	6,66	4,93	2,28	2,06	3,22	3,11	5,18	6,83	7,78	5,06	2,35	1,87	3,24	3,09
	Jul	4,98	5,64	5,25	6,85	4,92	2,27	2,02	3,20	2,87	5,26	6,69	7,48	5,10	2,33	1,86	3,23	3,08
	Ago	4,92	5,58	5,12	7,15	4,88	2,24	2,03	3,19	2,77	5,22	6,94	7,87	5,10	2,33	1,88	3,23	2,93
	Sep	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
	Oct	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
	Nov	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
	Dic	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
	Feb	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
	Mar	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

BANCOS



CAJAS DE AHORROS



Fuente: BE.

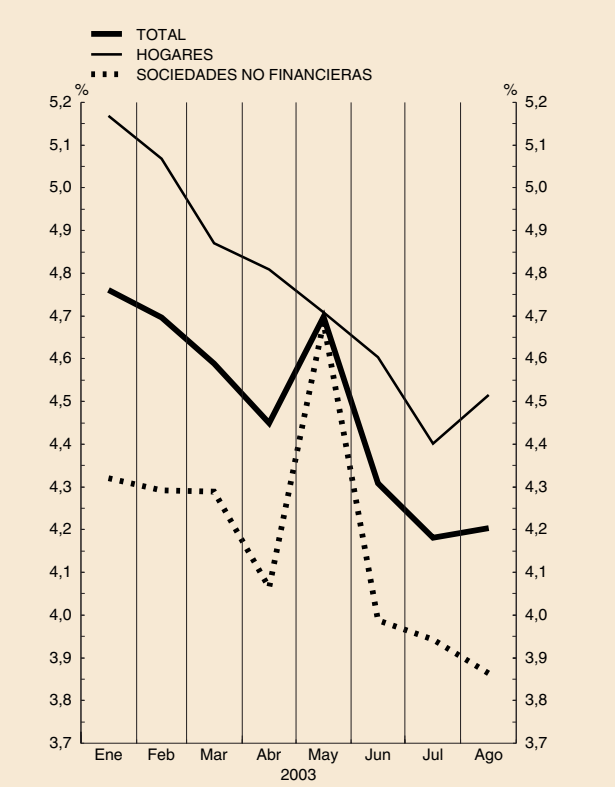
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadros 18.3 y 18.4.

9.3. bis Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito.

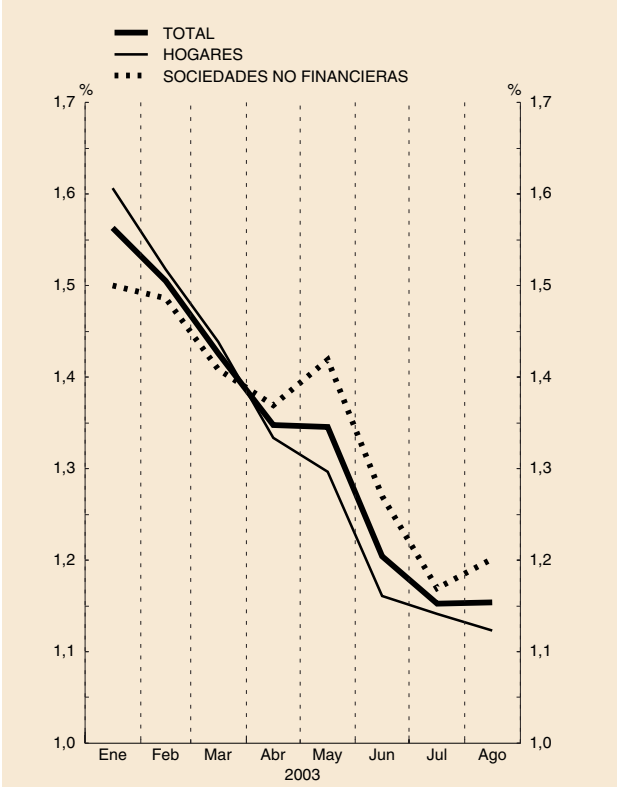
Porcentajes

		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	Vivienda	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	4,76	5,17	4,30	6,94	4,32	5,07	3,67	1,56	1,61	0,53	2,66	2,66	1,50	0,82	2,62	2,69
Feb	P	4,70	5,07	4,18	6,87	4,29	4,96	3,72	1,50	1,52	0,54	2,47	2,61	1,49	0,82	2,54	2,71
Mar	P	4,59	4,87	4,04	6,55	4,29	4,84	3,86	1,43	1,44	0,53	2,34	2,60	1,41	0,78	2,44	2,62
Abr	P	4,45	4,81	3,90	6,64	4,06	4,80	3,45	1,35	1,33	0,51	2,16	2,48	1,37	0,76	2,36	2,52
May	P	4,70	4,71	3,82	6,50	4,68	4,69	4,68	1,35	1,30	0,48	2,13	2,45	1,42	0,78	2,33	2,51
Jun	P	4,31	4,60	3,72	6,36	3,99	4,48	3,64	1,20	1,16	0,44	1,94	2,19	1,27	0,77	2,03	2,16
Jul	P	4,18	4,40	3,52	6,19	3,94	4,39	3,60	1,15	1,14	0,42	1,93	2,05	1,17	0,66	1,92	2,05
Ago	P	4,20	4,52	3,45	6,72	3,86	4,47	3,36	1,15	1,12	0,42	1,89	2,02	1,20	0,69	1,98	1,97

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTETICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTETICOS



(a) TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones

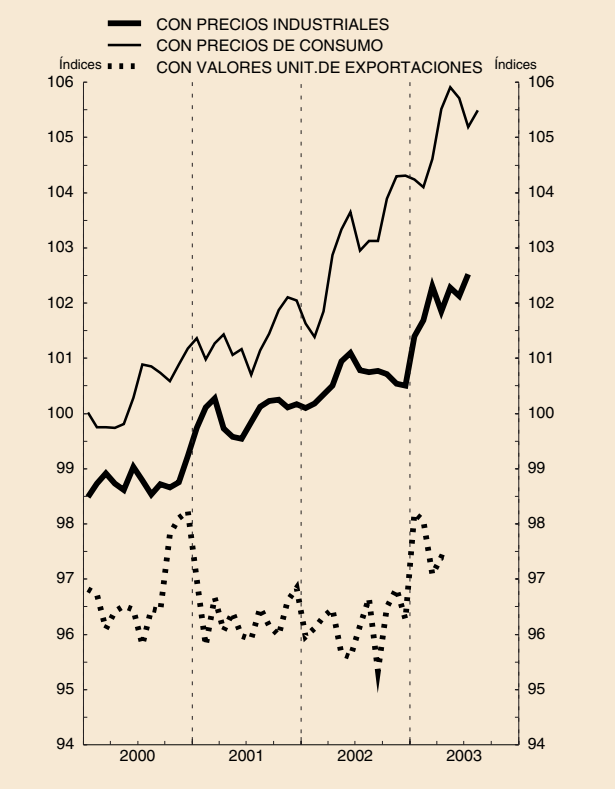
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la zona del euro.

■ Serie representada gráficamente.

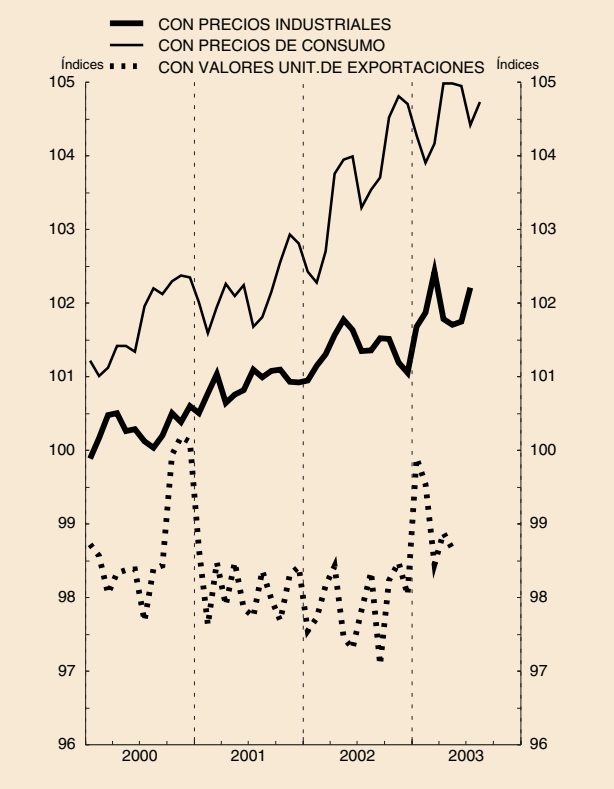
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea									Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)							
	Con precios industriales 1 ■	Con precios de consumo 2 ■	Con costes laborales unitarios de manufacturas 3	Con valores unitarios de las exportaciones 4 ■	5	Con precios industriales 6	Con precios de consumo 7	Con costes laborales unitarios de manufacturas 8	Con valores unitarios de las exportaciones 9	Con precios industriales 10 ■	Con precios de consumo 11 ■	Con costes laborales unitarios de manufacturas 12	Con valores unitarios de las exportaciones 13 ■
00	98,8	100,4	101,6	96,8	98,5	100,2	101,9	103,1	98,3	100,3	101,7	102,9	98,8
01	100,0	101,4	103,9	96,3	99,0	101,0	102,4	105,0	97,3	100,9	102,2	104,8	98,1
02	100,6	103,0	105,2	96,2	99,1	101,6	104,0	106,2	97,1	101,4	103,6	106,0	97,9
01 *III*	100,1	101,1	103,8	96,2	99,0	101,1	102,2	104,9	97,2	101,1	101,9	104,7	98,0
IV	100,2	102,0	104,1	96,5	99,0	101,2	103,0	105,2	97,4	101,0	102,8	105,1	98,1
02 *I*	100,2	101,6	103,5	96,1	98,8	101,4	102,9	104,8	97,3	101,1	102,5	104,7	97,8
II	100,9	103,3	105,3	95,9	99,1	101,8	104,3	106,3	96,8	101,7	103,9	106,2	97,7
III	100,8	103,1	106,1	96,1	99,2	101,6	103,9	107,0	96,8	101,4	103,5	106,7	97,8
IV	100,6	104,2	105,9	96,5	99,2	101,4	105,0	106,7	97,3	101,3	104,7	106,5	98,2
03 *I*	101,8	104,3	105,6	97,8	99,8	102,0	104,5	105,8	98,0	102,0	104,1	105,7	99,3
II	102,1	105,7	106,6	...	100,3	101,8	105,4	106,2	...	101,7	105,0	105,8	...
02 *Dic*	100,5	104,3	...	96,3	99,3	101,2	105,0	...	97,0	101,1	104,7	...	98,0
03 *Ene*	101,4	104,2	...	98,2	99,6	101,8	104,7	...	98,6	101,7	104,3	...	99,9
Feb	101,7	104,1	...	98,1	99,8	101,9	104,3	...	98,3	101,9	103,9	...	99,5
Mar	102,3	104,6	...	97,1	100,0	102,3	104,6	...	97,1	102,4	104,2	...	98,5
Abr	101,9	105,5	...	97,4	100,1	101,7	105,4	...	97,3	101,8	105,0	...	98,9
May	102,3	105,9	...	97,3	100,5	101,8	105,4	...	96,8	101,7	105,0	...	98,7
Jun	102,1	105,7	...	...	100,3	101,8	105,4	...	...	101,7	104,9	...	...
Jul	102,5	105,2	...	...	100,3	102,2	104,9	...	...	102,2	104,4	...	...
Ago	...	105,5	...	...	100,3	...	105,2	...	...	...	104,7	...	...
Sep	...	...	...	...	100,2	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



Fuente: BE.

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

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

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

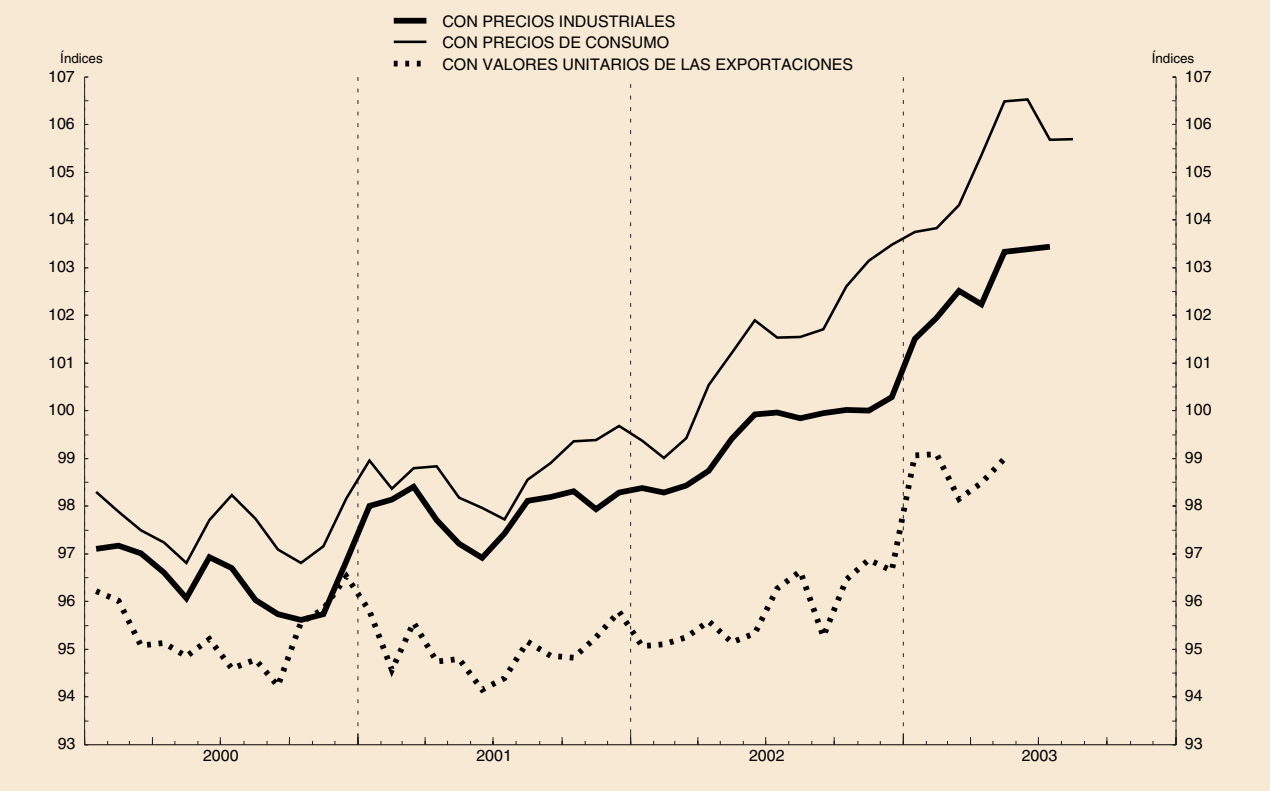
9.5. Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

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

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.
Informe trimestral de la economía española	Abr	9
La inversión productiva en el último ciclo	Abr	57
Cambios metodológicos en la EPA en 2002	Abr	67
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 2001	Abr	79
Regulación financiera: primer trimestre de 2002	Abr	135
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados	May	9
Evolución reciente de la economía española	May	23
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2002	May	37
Una estimación de la carga financiera de los hogares españoles	May	45
Las implicaciones económicas del envejecimiento de la población. Una primera aproximación a los retos y respuestas de política económica	May	55
Variabilidad del crecimiento económico y la importancia de la gestión de existencias en EEUU	May	71
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	Jun	17
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2002	Jun	31
Evolución reciente de la estructura de negocio de las entidades bancarias españolas	Jun	43
La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los costes y precios del área	Jun	55
Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
Patrones históricos en la evolución del tipo de interés real	Jul-Ago	57
Hacia la convergencia a través de la integración. Un análisis comparado entre Europa y América Latina	Jul-Ago	63
La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana	Jul-Ago	73
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	83
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2001	Jul-Ago	93
Regulación financiera: segundo trimestre de 2002	Jul-Ago	109
Evolución reciente de la economía española	Sep	9
Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2002	Sep	23
La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2002	Sep	35
El endeudamiento de los hogares españoles: una comparación internacional	Sep	43
El mercado de la vivienda en España	Sep	51

2002	Mes	Pág.
Futuros sobre acciones: demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable	Sep	63
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	Oct	9
Informe trimestral de la economía española	Oct	13
Estimación de los *stocks* de capital productivo y residencial para España y la UE	Oct	65
Creación de valor en los procesos de fusión empresarial en la economía europea	Oct	73
El desarrollo financiero en América Latina en perspectiva	Oct	83
Las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)	Oct	91
Las entidades de tasación: actividad en 2001	Oct	107
Regulación financiera: tercer trimestre de 2002	Oct	119
Evolución reciente de la economía española	Nov	9
Resultados de las empresas no financieras en 2001 y hasta el tercer trimestre de 2002	Nov	23
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2002	Nov	39
El endeudamiento de los hogares españoles: evolución y factores explicativos	Nov	47
La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos microeconómicos para el período 1985-2001	Nov	55
Los sistemas bancarios en Asia y Europa: una comparación de su evolución	Nov	61
Evolución reciente de la economía española	Dic	9
Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE	Dic	23
¿Qué relevancia tienen los desequilibrios de balanza de pagos en los países industrializados? El caso de la UEM y de Estados Unidos	Dic	35
Ajustes de precios y estructura de mercado en una unión monetaria	Dic	45
La evolución de la composición de las carteras de los fondos de inversión españoles	Dic	53
La adhesión a la Unión Europea: convergencia real y nominal	Dic	61
El seguimiento coyuntural de los servicios de mercado	Dic	73

2003	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Ene	9
Los efectos de las modificaciones de las condiciones financieras sobre el comportamiento de las empresas españolas	Ene	61
El contenido informativo de los derivados crediticios	Ene	67
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002	Ene	75

2003	Mes	Pág.
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en el Círculo Financiero de Barcelona	Feb	9
Evolución reciente de la economía española	Feb	17
La evolución del empleo y del paro durante el año 2002, según la Encuesta de Población Activa	Feb	31
La importancia de la composición sectorial en la evolución reciente de las bolsas	Feb	39
La crisis argentina, un año después	Feb	45
La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro	Feb	53
Evolución reciente de la economía española	Mar	9
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2002 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21
La industria manufacturera española en el contexto europeo	Mar	33
¿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
Evolución reciente de la economía española	May	9
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2003	May	23
La nueva reforma del IRPF. Principales modificaciones y análisis de sus efectos	May	31
Un análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM	May	45
Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España	May	55
Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXX Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados	Jun	17
Evolución reciente de la economía española	Jun	25
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2003	Jun	39
Transformaciones estructurales, precios y márgenes en el sector de distribución al por menor de alimentos	Jun	51
Similitudes y diferencias internacionales en los ciclos económicos	Jun	63
La posición de inversión internacional de España en el período 1992-2002	Jun	69
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2002	Jun	83
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 202	Jun	97
Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
La evolución del mercado de trabajo español en el entorno europeo	Jul-Ago	63
Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España	Jul-Ago	71
Estado actual de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional	Jul-Ago	79
Inversión, progreso técnico y empleo	Jul-Ago	95
La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas	Jul-Ago	99
Regulación financiera: segundo trimestre de 2003	Jul-Ago	105
Evolución reciente de la economía española	Sep	9
Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2003	Sep	23
La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2003	Sep	35
Informe semestral de economía latinoamericana	Sep	43
Encuesta sobre préstamos bancarios: segundo trimestre de 2003	Sep	59
El precio de la vivienda en España	Sep	65
Los factores determinantes de la competitividad y sus indicadores para la economía española	Sep	73
Las entidades de tasación: actividad en 2002	Sep	87
Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2002	Sep	99
Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	Oct	9
Informe trimestral de la economía española	Oct	15
La formación de precios en la UEM desde una perspectiva sectorial	Oct	67
Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda	Oct	73
Evolución reciente y perspectivas de la economía japonesa	Oct	83
Regulación financiera: tercer trimestre de 2003	Oct	93

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 DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA (diario) (⅄)

BOLETÍN DE OPERACIONES (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)

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 Mª 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). (⅄)
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

0310 ANDREW BENITO: The capital structure decisions of firms: is there a pecking order? (⅄)

0311 FRANCISCO DE CASTRO: The macroeconomic effects of fiscal policy in Spain. (⅄)

0312 ANDREW BENITO E IGNACIO HERNANDO: *Labour demand, flexible contracts and financial factors: new evidence from Spain.* (⅄)

0313 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: *The daily market for funds in Europe: what has changed with the EMU?* (⅄)

0314 JAVIER ANDRÉS Y RAFAEL DOMÉNECH: *Automatic stabilizers, fiscal rules and macroeconomic stability.* (⅄)

DOCUMENTOS OCASIONALES

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. (⅄)

0305 ALICIA GARCÍA HERRERO Y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU. (⅄)

EDICIONES VARIAS (1)

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. (⅄)

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

Las señaladas con (⅄) están disponibles en versión electrónica.

(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

PERIÓDICOS

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

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

II. DIFUSIÓN ESTADÍSTICA

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 del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página *web)*
Boletín de operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página *web)*

III. LEGISLACIÓN FINANCIERA Y REGISTROS OFICIALES

Circulares a entidades de crédito
Circulares del Banco de España (recopilación) (cuatrimestral)
Registros de entidades (anual)

IV. FORMACIÓN

Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos

BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe anual, Boletín mensual y Otras publicaciones.

INFORMACIÓN, SUSCRIPCIÓN Y VENTA

Todas las publicaciones que el Banco de España edita actualmente, a excepción de Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se hacen simultáneamente en impresión y en formato electrónico, disponible en esta página *web,* desde donde pueden ser descargadas GRATUITAMENTE, así como un elevado número de publicaciones anteriores. La relación de las publicaciones descargables puede ser consultada en el Catálogo.

PUBLICACIONES IMPRESAS

Todas las publicaciones, a excepción del *Boletín estadístico,* Central de Balances: estudios de encargo, Circulares (recopilación), Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la Unidad 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.

El Banco de España admite la incorporación a las listas de distribución gratuita de las siguientes publicaciones: *Boletín económico, Boletín Mensual del Banco Central Europeo,* Documentos de Trabajo, *Estabilidad financiera* y *Notas de estabilidad financiera,* 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 dichas listas deberán solicitarlo a la Unidad de Publicaciones, mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página, siendo incluidas en un fichero informatizado, al que le es de aplicación la LOPD. El Banco de España no cede estos datos a terceros.

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				

(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.

Los interesados en suscribirse o en adquirir alguna de las publicaciones periódicas 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 mediante 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, bien por correo o por fax (91 338 6488); si eligen el pago mediante cheque, deberán remitirlo a Banco de España, Unidad de Publicaciones, Alcalá, 522, 28027 Madrid. En todos los casos, deberán indicar: nombre, dirección postal y publicación a la que desean suscribirse o que desean adquirir, siendo incluidos en un fichero informatizado al que le es de aplicación la LOPD. El Banco de España no cede estos datos a terceros.

Información: Banco de España, Unidad de Publicaciones, Alcalá, 522, 28027 Madrid. Teléfonos 91 338 6363 y 91 338 6364. Fax 91 338 6488.
e-mail: publicaciones@bde.es

Información más detallada en: www.bde.es