

BOLETÍN ECONÓMICO

7-8/2004

BANCO DE ESPAÑA



BOLETÍN ECONÓMICO JULIO-AGOSTO 2004

**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, 2004
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, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INEM	Instituto Nacional de Empleo
BE	Banco de España	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPC	Índice de Precios de Consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Producción Industrial
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCLL	Corporaciones Locales	IPSEBENE	Índice de Precios y Servicios de Bienes Elaborados no Energéticos
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CEM	Confederación Española de Mutualidades	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OBS	Obra Benéfico Social
CNE	Contabilidad Nacional de España	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OM	Orden Ministerial
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAA	Organismos Autónomos
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGT	Dirección General de Tráfico	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OSR	Otros Sectores Residentes
EC	Entidades de Crédito	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB	Producto Interior Bruto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	PNB	Producto Nacional Bruto
EPA	Encuesta de población activa	RD	Real Decreto
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SME	Sistema Monetario Europeo
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	TAE	Tasa Anual Equivalente
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE	Unión Europea
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UEM	Unión Económica y Monetaria
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FSE	Fondo Social Europeo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNA	Variación Neta de Activos
ICO	Instituto de Crédito Oficial	VNP	Variación Neta de Pasivos
IFM	Instituciones Financieras Monetarias		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
DE	Alemania	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PT	Portugal	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra sterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
me	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
-	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

BOLETÍN ECONÓMICO JULIO-AGOSTO 2004

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 20
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 25
- 4 La economía española 40
- 5 Evolución financiera 62

El consumo privado en la UEM 75

- Algunas simulaciones con el modelo macroeconómico trimestral del Banco de España 87**
- Una valoración de las perspectivas a medio plazo para América Latina 99**
- Las entidades de tasación: actividad en 2003 111**
- Regulación financiera: segundo trimestre de 2004 125**

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Rasgos básicos

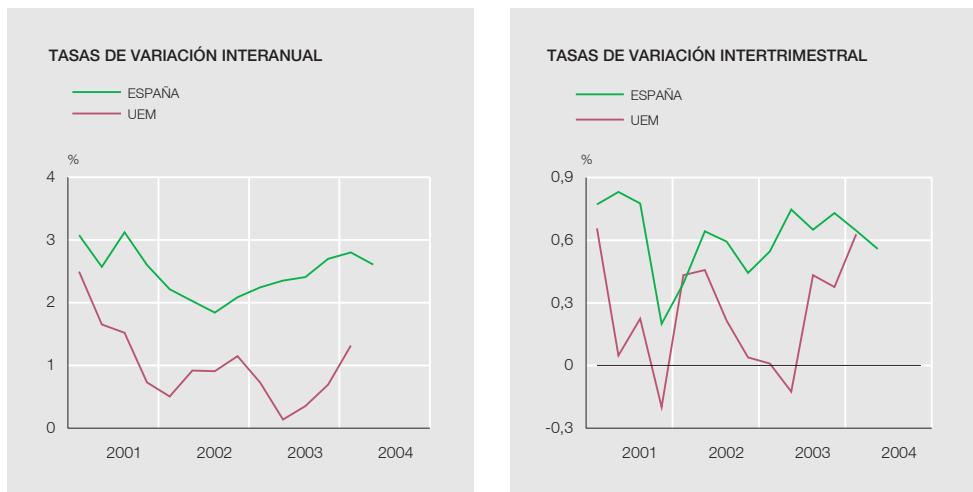
El crecimiento de la economía mundial ha tendido a generalizarse a medida que transcurre el año 2004. El impulso procedente de Estados Unidos y otras regiones del centro y este de Asia ha ido extendiéndose, de manera gradual, a la mayoría de los países europeos y a América Latina, a pesar de que las tensiones geopolíticas, el alza del precio del crudo de petróleo y los desequilibrios que arrastran algunas economías crean alguna incertidumbre sobre la continuidad e intensidad de este proceso, en un momento en el que se han producido los primeros síntomas de un cambio de signo en el tono de la política monetaria norteamericana.

En este entorno, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento que no difiere sustancialmente del avanzado por el INE para el primer trimestre del año. En concreto, se estima que la tasa de aumento del producto interior bruto (PIB) real durante el segundo trimestre de 2004 ha sido del 0,6%, en términos intertrimestrales, igual que en el período inmediatamente precedente, mientras que la tasa interanual se ha desacelerado modestamente, hasta el 2,6%, dos décimas menos que en los tres primeros meses del año. Ha sido la demanda exterior neta real la que ha moderado el ritmo de crecimiento interanual del producto, al restarle 1,4 puntos porcentuales (pp), casi medio punto más que en el primer trimestre del ejercicio. La demanda interna, por su parte, sigue dando muestras de una notable estabilidad. De hecho, si se excluye la variación de existencias, su ritmo de crecimiento interanual durante el segundo trimestre podría repetir el valor del 3,5% registrado tres meses antes, cifra que no difiere, apenas, de la alcanzada en el promedio de 2003 (3,3%). Si se tiene en cuenta la variación de stock, el incremento de la demanda interna en el segundo trimestre de 2004 se habría acentuado ligeramente. Lo más relevante en la evolución de este agregado ha sido el cambio que comienza a percibirse en su composición, con un mayor vigor de la inversión en bienes de equipo que no resta protagonismo a la fortaleza de la inversión en construcción y del consumo, esta última algo más atenuada. El escaso dinamismo de las exportaciones de mercancías ha hecho que la recuperación de la actividad industrial no alcance la intensidad esperada, mientras que es posible que el empleo haya moderado en una o dos décimas su tasa de avance, en línea con los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA), que acaba de conocerse. El incremento de los precios de consumo, en fin, se situó, el pasado mes de junio, en el 3,5%, siguiendo el tirón de los precios de la energía y de los alimentos elaborados, principalmente. Esta cota, que debería tender a moderarse en los próximos meses, ha situado el diferencial con la zona del euro en 1,1 pp.

Lo más señalado en el panorama internacional reciente —además de la extensión del clima expansivo ya mencionado— ha sido el aumento experimentado por los tipos de interés en Estados Unidos, el pasado mes de junio. Con la subida del tipo objetivo hasta el 1,25%, la Reserva Federal ha puesto fin a un largo período de descensos continuados en los tipos de los fondos federales. Aunque ni la magnitud del cambio —de 25 puntos básicos (pb)— ni el nivel de los tipos de interés (los tipos reales siguen siendo considerablemente negativos) suponen un giro sustancial en las condiciones monetarias de la economía norteamericana, la decisión fue recibida por los mercados como una señal de que, en un contexto de crecimiento elevado y olvidados ya los riesgos deflacionistas, los tipos de interés deberían ir adaptándose, paulatinamente, a las nuevas circunstancias de la economía. El aumento de tipos se trasladó a los plazos más largos, con mayor intensidad, al principio, y de forma algo más atenuada, después, en respuesta a algunos datos menos favorables sobre la evolución de la economía, en la que, en realidad, no se aprecian cambios sustanciales.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)

GRÁFICO 1



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

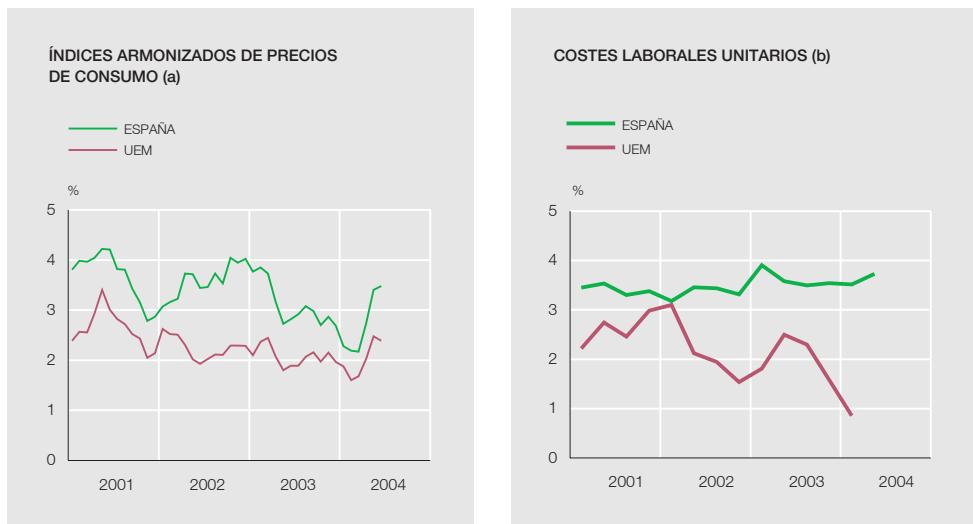
a. Series ajustadas de estacionalidad.

Los datos sobre la evolución del empleo, que es una de las variables que se sigue con mayor atención, parece que se mantienen firmes y el aumento de la productividad continúa siendo elevado, lo que atenúa el riesgo de que lleguen a producirse tensiones inflacionistas, a pesar de que la tasa de aumento de los precios de consumo se ha situado en el 3,3%, en respuesta, sobre todo, a la presión de los precios energéticos. Este aumento de la inflación puede haber restado algún dinamismo a los indicadores de consumo. El tipo de cambio del dólar, por último, se ha mantenido estable, con ligeras fluctuaciones, aunque en las últimas semanas se ha producido un movimiento depreciatorio más pronunciado.

La zona del centro y este de Asia es uno de los mayores focos de expansión en la actual coyuntura internacional, aunque su impacto se reparte con distinta intensidad entre los mercados. Japón es una de las economías más favorecidas, con lo que su crecimiento se ha revisado al alza, sin que acaben de desaparecer las tendencias deflacionistas. La economía china, por su parte, se ha desacelerado ligeramente, como consecuencia, quizás, de las políticas adoptadas para tratar de encauzar un ritmo de crecimiento excesivo, que estaba desencadenando numerosos desequilibrios.

La mayoría de países del este de Europa, incluidos los de reciente incorporación a la UE, participan de este clima expansivo, así como de algunos de los desequilibrios inflacionistas. Lo mismo ocurre en América Latina, que se ha visto favorecida, en algún caso, por las alzas que habían experimentado los precios de las materias primas. Estas, sin embargo, han empezado a remitir, con la excepción de los productos petrolíferos. Las condiciones de estabilidad financiera en la que se desenvuelven los mercados internacionales y las altas tasas de crecimiento que han llegado a registrar muchas economías latinoamericanas han permitido que revierta el notable repunte que estaban experimentando los diferenciales de la deuda soberana al comienzo del trimestre, al hilo de las expectativas de subidas de tipos de interés en Estados Unidos.

Los datos recientes sobre la evolución de las economías de la zona del euro resultan esperanzadores, aunque no acaban de despejar las dudas sobre la firmeza que pueda alcanzar la fase de recuperación actual. Después de los resultados tan favorables de las cuentas nacionales del primer trimestre, los indicadores últimos proporcionan señales diversas, aunque se espera que la tasa de crecimiento del segundo trimestre sea del orden del 0,5%, en términos intertri-



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

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

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

mestrales. A pesar del bajo nivel de los tipos de interés, el escaso dinamismo del empleo, la relativa atonía de las bolsas de valores y el reducido nivel de confianza de los consumidores limitan el aumento del consumo, sobre todo en algunas economías que, como la alemana, siguen basando su incipiente expansión en la notable aportación de la demanda externa. Otros países, sin embargo, no acaban de verse favorecidos por la recuperación de los flujos comerciales, dado el bajo tono que aún mantiene el comercio intracomunitario. Las principales dudas se extienden al comportamiento de la inversión empresarial. Los datos del primer trimestre se vieron condicionados por los malos resultados del sector de la construcción y no se dispone, por el momento, de información más precisa. En cualquier caso, resulta significativo que mientras que la financiación recibida por los hogares ha estado aumentando a un ritmo relativamente sostenido, la dirigida a las empresas no financieras no ha dejado de desacelerarse en los meses más recientes.

La tasa de inflación del conjunto de la zona del euro se situó en el 2,4% el pasado mes de junio, esperándose que su ritmo de variación tienda a moderarse en los próximos meses, una vez que vayan remitiendo en intensidad las alzas que han experimentado los precios de los productos energéticos. De hecho, las medidas de la inflación que descuentan los componentes más variables —energía y alimentos no elaborados, que también han aumentado de forma significativa— conservan un tono más contenido. En realidad, el IPSEBENE se ha mantenido ligeramente por encima del 2% desde el comienzo del año. La desaceleración en el ritmo de variación de los precios se verá favorecida, además, por la evolución reciente de los costes laborales unitarios, que han atenuado su tasa de aumento de modo notable.

En esta situación, el tono de la política monetaria practicada por el BCE se ha mantenido estable, ante la ausencia de riesgos significativos para la estabilidad de los precios a medio plazo. No obstante, el BCE deberá permanecer vigilante ante posibles variaciones en la evolución de la actividad económica de la zona o en el grado de moderación salarial que puedan modificar esta valoración. En todo caso, los cambios en los tipos de interés que esperan los mercados en los próximos meses son muy modestos. En cuanto a la política fiscal, la principal novedad

ha sido la Sentencia del Tribunal Europeo de Justicia sobre el recurso de anulación presentado por la Comisión a las Conclusiones del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003, sobre la aplicación del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) a Alemania y Francia. Esta Sentencia, al otorgar la razón a la Comisión sobre la falta de competencia del Consejo para suspender unilateralmente el PDE, y para adoptar recomendaciones al margen de las propuestas de la Comisión, refuerza la vigencia de los mecanismos actuales de disciplina fiscal de la UEM.

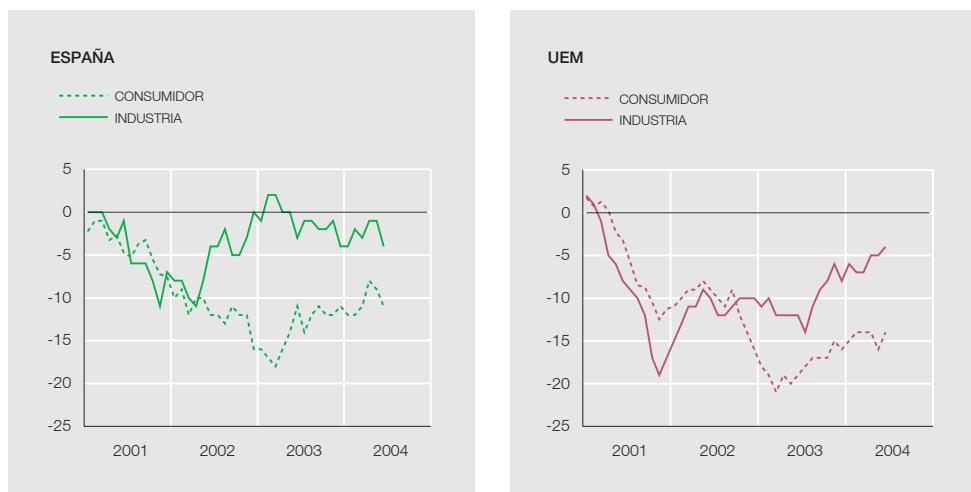
La economía española se encuentra, por tanto, a medida que avanza el año 2004, en un entorno internacional favorable —solo ensombrecido por los aumentos de los precios de los productos petrolíferos— y sigue beneficiándose de unas condiciones monetarias holgadas que estimulan el gasto de los agentes privados. Los datos sobre ejecución presupuestaria se limitan al Estado y a las operaciones de la Seguridad Social, y su interpretación es todavía compleja como consecuencia de los cambios en el calendario de algunos tributos y de los movimientos de transferencias entre las distintas Administraciones, de las que no se dispone de información, prácticamente, sobre la ejecución de sus presupuestos. En conjunto, el tono de la política fiscal podría resultar moderadamente expansivo en 2004.

En esta situación, que no difiere, apenas, de la que empezaba a definirse al comienzo del año, no se aprecian variaciones sustanciales en las pautas que marcan la evolución de las principales variables macroeconómicas, que avanzan, en muchos casos, con una notable inercia. Sin embargo, parecen vislumbrarse los primeros síntomas de algunos cambios que, de confirmarse, irían modificando la composición del crecimiento de la economía española en los próximos trimestres, a medida que los impulsos monetarios tiendan a remitir, la construcción atenúe su expansión y el crecimiento de la inversión se consolide.

El gasto de las familias, en consumo y en vivienda, ha vuelto a aumentar de forma apreciable en el segundo trimestre de 2004. La mayoría de los indicadores así lo confirman, aunque en casi todos se aprecia una tendencia hacia la moderación. La financiación recibida por los hogares continúa, no obstante, creciendo a tasas muy elevadas, sobre todo el crédito para la compra de viviendas, que alcanzó en el pasado mes de mayo un máximo del 23%; la financiación dirigida a otras actividades se encuentra, sin embargo, estabilizada en tasas relativamente elevadas. El crecimiento de la renta disponible de las familias, aunque está siendo considerable y puede que supere, incluso, al del año pasado, se ha visto recortado por el repunte de los precios de consumo y, en mucha menor medida, por la ligera desaceleración del empleo. No se espera que la tasa de ahorro vaya a recuperarse en el promedio del año, por lo que la capacidad de financiación de las familias —dado el vigor de la inversión en viviendas— puede acabar situándose en unos niveles muy reducidos. De hecho, el nivel de endeudamiento ha seguido aumentando, aunque la situación patrimonial de los hogares sigue siendo sólida, en parte como consecuencia de que el aumento de la riqueza no financiera ha compensado los movimientos facilantes de la Bolsa.

En todo caso, el crecimiento del endeudamiento y el elevado porcentaje del ahorro que debe dedicarse al servicio de la deuda podrían condicionar en el medio plazo la expansión del consumo y la inversión del sector de los hogares, sobre todo si se produjeran aumentos significativos del coste de financiación o correcciones sustantivas en el valor de sus activos. En este sentido, los datos recientes sobre la evolución del precio de la vivienda indican el mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas, aunque se ha producido una ligera desaceleración.

El dato más positivo de los últimos meses ha sido, sin duda, la recuperación de la inversión en bienes de equipo. Se espera que su tasa de aumento interanual supere el 5% en el segundo trimestre y que su fortaleza se vaya afianzando en el transcurso del año. La situación de las



FUENTE: Comisión Europea.

empresas, una vez que parece haber concluido el proceso de saneamiento que habían emprendido algunas grandes compañías, y las expectativas favorables sobre la evolución de los beneficios son factores estimulantes que deben favorecer la recuperación. El crecimiento de la financiación concedida a las empresas se ha estabilizado y se aprecian considerables desigualdades entre los distintos sectores: el mayor dinamismo se registra en las actividades de construcción e inmobiliarias y el menor en el sector industrial. En cualquier caso, a pesar del aumento de la carga financiera que soporta el sector, esta permanece en un nivel moderado.

El comportamiento reciente de las exportaciones de bienes y servicios no se corresponde con la recuperación de los mercados internacionales. El incremento real que han registrado las exportaciones de bienes en los cinco primeros meses del año ha sido, según la información de Aduanas, del 3,8%, la mitad, aproximadamente, del aumento esperado para los mercados de exportación en el conjunto del año. Este resultado ha estado condicionado por distintos factores, como el crecimiento sorprendentemente elevado de los datos de la primera mitad del pasado ejercicio y el escaso dinamismo, hasta ahora, del mercado europeo, el destino prioritario de los productos españoles, pero no cabe descartar la presencia de algunos indicios de pérdidas de competitividad. Con todo, hay que esperar que, en los próximos meses, las exportaciones alcancen una mayor fortaleza, que aporte un empuje sostenido a la actividad y el empleo industrial, que no terminan de despegar. El modesto crecimiento previsto para las exportaciones de bienes en el segundo trimestre se ha visto acentuado, además, por los datos sobre el turismo, que han estado afectados, sin duda, por el impacto de los atentados del 11 de marzo. El notable vigor de las importaciones responde, por su parte, al impulso de la demanda y a la composición de la misma, por lo que son las compras de bienes de consumo y de equipo las que registran incrementos más abultados.

La firmeza en el ritmo de crecimiento del empleo es una de las características más destacadas de la evolución reciente de la economía española. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre confirman que se mantiene el dinamismo en la creación de puestos de trabajo, aunque de forma algo más atenuada. La desaceleración en la tasa de variación de los ocupados, según la EPA, se ha extendido a, prácticamente, todas las ramas, aunque se ha creado empleo en la industria en el segundo trimestre, lo que no ha evitado que la variación interanual siga siendo considerablemente negativa. La continuidad en el aumento del empleo es fundamental para que las decisiones de gasto de las familias y su capacidad para hacer frente a los



FUENTE: Banco de España.

- 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.
- Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Datos acumulados de cuatro trimestres.

niveles de endeudamiento se asienten en unas bases sólidas y en unas expectativas favorables sobre su futuro. Para ello, entre otros factores, los costes laborales unitarios deberían retomar el proceso de desaceleración que parece haberse interrumpido, y que ha abierto el diferencial con los países de la zona del euro de forma muy significativa, tal como refleja el gráfico 2. Los resultados de la negociación colectiva están siendo, en general, positivos, pero es importante, una vez más, que los aumentos transitorios en la tasa de inflación no se trasladen a los incrementos salariales y que estos se acomoden a los incrementos de la productividad. A su vez, dichos incrementos han de basarse en la inversión y en la eficiencia en la utilización de unos factores productivos de calidad.

En cuanto al comportamiento de los precios, el IPC alcanzó en el pasado mes de junio un incremento interanual del 3,5%, igual que el índice armonizado (IAPC). Han sido la energía y los alimentos no elaborados los que han ido marcando el comportamiento de los precios de consumo a lo largo del año y, en consonancia, la evolución del diferencial con el conjunto de países de la UEM, que está fluctuando en torno al punto porcentual. Las previsiones apuntan a una desaceleración de las tasas de variación interanual del IPC en los próximos meses, pero, para doblegar el reciente brote inflacionista, es necesario que la desaceleración se consolide y alcance la intensidad suficiente, a pesar de que puede que los precios de importación no tengan un comportamiento tan favorable como en los últimos meses —el tipo de cambio ha contribuido a atenuar, en parte, los aumentos de los precios del petróleo importado— y de que las repercusiones de las alzas en los precios energéticos no hayan acabado de transmitirse a otros sectores de la economía.

Para alcanzar una corrección permanente del diferencial que mantiene la economía española con los países de la zona del euro, los costes laborales unitarios han de desacelerarse, de forma que, como ya se ha dicho, los aumentos salariales y el crecimiento de la productividad discurran por sendas paralelas. También se deben emprender las reformas necesarias en el funcionamiento de los mercados que permitan que se modere el crecimiento de los precios de los servicios, que han estabilizado su tasa de avance, desde hace varios años, en unos niveles, superiores al 3,5%, que resultan incompatibles con la estabilidad de precios. Estas reformas habrían de extenderse, además, a los mercados de distribución de productos alimenticios, cuyos precios llevan cuatro años creciendo por encima del 4%.

2 El entorno exterior del área del euro

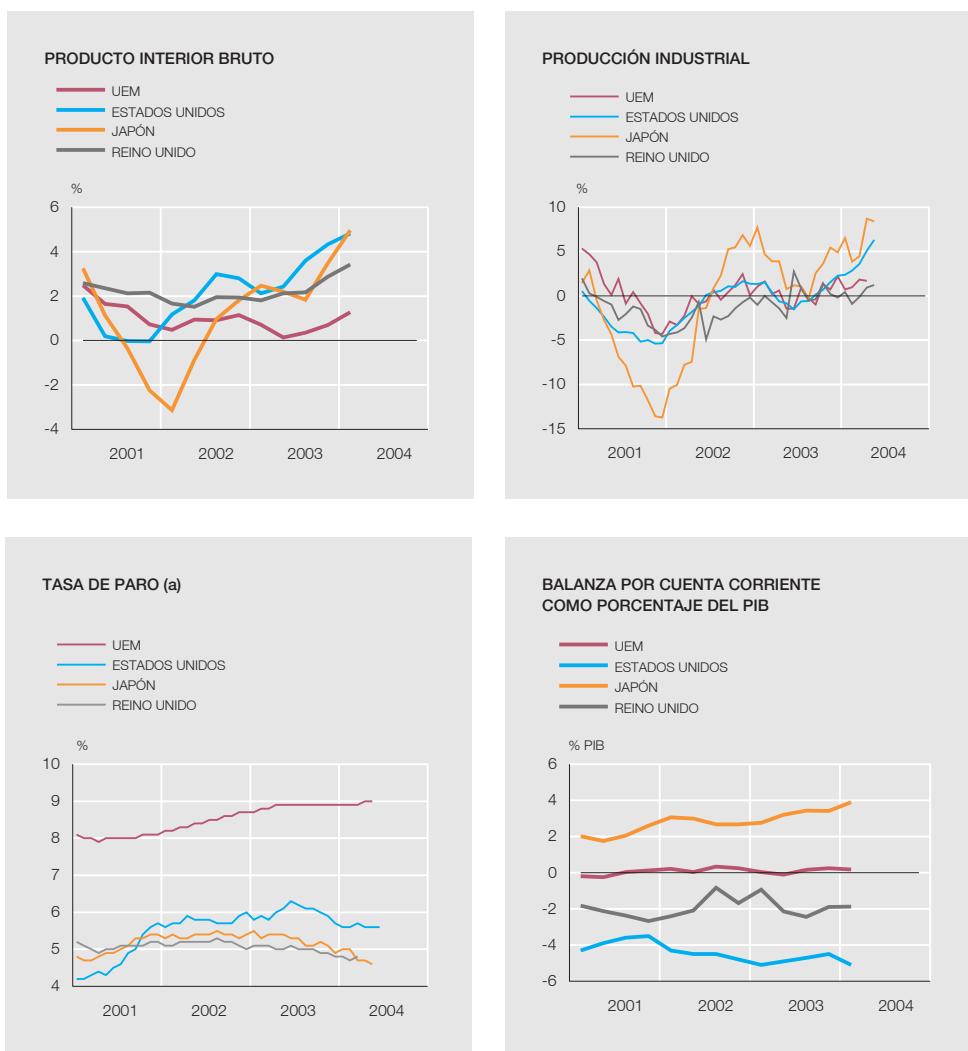
La elevación de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en 25 pb el día 30 de junio supuso un punto de inflexión en el tono de la política monetaria en dicho país, tras un ciclo de reducciones de los tipos oficiales que se ha prolongado más de tres años. Esta decisión había sido ampliamente descontada por los mercados financieros en los meses precedentes, lo que generó durante el trimestre un incremento significativo y generalizado, aunque particularmente acusado en Estados Unidos, de los tipos de interés a largo plazo, si bien se partía desde unos niveles muy reducidos. Posteriormente, en la primera mitad del mes de julio, se registró un moderado descenso en los tipos de interés a largo plazo en los países industrializados y un ligero retroceso en los principales índices bursátiles. En las economías emergentes el ajuste de las expectativas se tradujo en un nivel reducido de emisiones de deuda y en una ampliación de los diferenciales soberanos, aunque a partir de la segunda mitad del trimestre se revirtieron una buena parte de los incrementos anteriores. En los mercados de cambios, el dólar fluctuó alrededor de 1,20 dólares por euro durante el segundo trimestre. Después de una depreciación significativa frente al euro a partir de la primera semana de julio, el dólar retornó a finales de ese mes a niveles por debajo de 1,21 dólares por euro. Por otro lado, en contraste con la caída del precio de los productos agrícolas, el precio del petróleo mantuvo una tendencia al alza en el trimestre y, tras un ligero descenso durante junio, el petróleo tipo Brent superó los 39 dólares por barril al final del mes de julio.

En Estados Unidos, tras la revisión a la baja de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre, del 4,4% al 3,9%, el ritmo de actividad pareció moderarse algo hacia el final del segundo trimestre, a la vista de los indicadores de empleo, consumo privado y producción industrial. En el mercado de trabajo, durante junio se crearon 112.000 empleos netos, cifra menor que la esperada. A pesar de esto, la tasa de paro se mantuvo en el 5,6% en junio y desde marzo se han creado algo más de un millón de empleos netos. Por lo que respecta al consumo privado, en junio se produjo una fuerte caída de las ventas al por menor, del 1,1% mensual, aunque durante el conjunto del segundo trimestre crecieron un 7,7% en tasa interanual. No obstante, la confianza del consumidor continuó aumentando. Los datos de inversión privada de los últimos meses también fueron desfavorables, con dos caídas consecutivas de los pedidos de bienes duraderos en abril y mayo, que no fueron compensadas con el aumento del 0,7% en junio. Por el lado de la oferta, la producción industrial cayó un 0,3% mensual en junio, tras la aceleración al inicio del trimestre, aunque las encuestas de directores de compras, pese a retroceder en junio, siguen en niveles elevados. En cuanto al sector exterior, tras haber alcanzado en abril un nuevo máximo histórico, el déficit comercial se redujo ligeramente en mayo, con un aumento mensual de las exportaciones del 2,9% (17,6% interanual), superior al de las importaciones, del 0,4% (15,9% interanual). En cuanto a los precios, durante el segundo trimestre se produjo una notable aceleración: el IPC creció hasta un 3,3% interanual en junio, debido en buena parte al incremento de los precios de la energía, mientras que la tasa subyacente se situó en el 1,9%.

En Japón, los indicadores de oferta, demanda y del mercado de trabajo del segundo trimestre tienden a confirmar la consolidación de la recuperación tras la aceleración del ritmo de crecimiento del PIB hasta el 5,6% interanual en el primer trimestre. Desde la óptica de la oferta, la producción industrial creció un 4,6% interanual en mayo y también destacaron el crecimiento de los pedidos de maquinaria y la recuperación de la confianza empresarial. Respecto a los indicadores de demanda, la renta personal y el gasto de las familias crecieron en mayo, lo que contrastó con la reducción de las ventas al por menor. El mercado de trabajo generó

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

320.000 empleos netos entre marzo y mayo, lo que redujo la tasa de paro al 4,6%. Sin embargo, a pesar del dinamismo económico y del aumento de los precios energéticos —que llevó a un incremento de los precios al por mayor en junio del 1,4% interanual—, durante el trimestre el IPC volvió a consolidarse en territorio negativo: la tasa de inflación fue de -0,5% interanual en mayo y la inflación subyacente el -0,3%.

En el Reino Unido, la economía siguió dando signos de fortaleza. La estimación preliminar del PIB para el segundo trimestre, con un crecimiento interanual del 3,7%, mostró que el ritmo de expansión se mantuvo tras el crecimiento del 3,4% en el primer trimestre. Asimismo, las ventas al por menor crecieron un 7,2% interanual en junio, mientras que las encuestas de pedidos siguieron registrando aumentos. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en mínimos históricos del 4,8% de media en los tres meses que van hasta mayo y los salarios siguieron creciendo. Por el lado de la oferta, la producción industrial aumentó por segundo mes consecutivo en mayo, un 0,5% mensual (1,2% interanual). El déficit comercial se amplió en mayo, por el crecimiento de las importaciones (0,5% mensual) y la caída de las exportaciones (-0,7%). En cuanto a los precios, durante el trimestre el incremento del índice armonizado de



FUENTE: Banco de España.

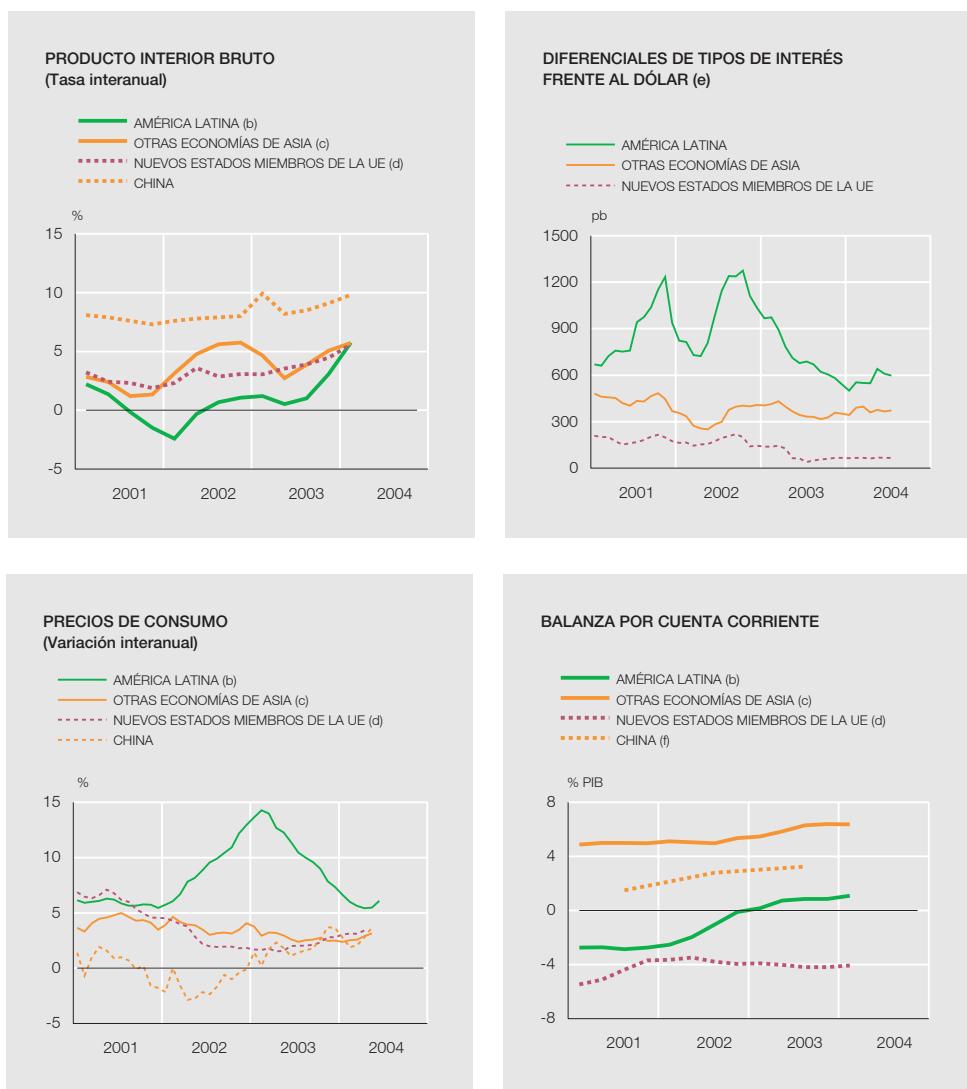
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

precios de consumo pasó del 1,1% interanual registrado en marzo al 1,6% en junio, aunque esta cifra sigue siendo inferior al objetivo del 2%. El Banco de Inglaterra decidió mantener en julio el tipo de interés oficial del 4,5% que fijó en su reunión de junio, en línea con lo esperado por los mercados.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, continuó la aceleración de la actividad en el primer trimestre de 2004, destacando especialmente el crecimiento muy elevado de los países bálticos y Polonia, de más del 6% interanual. Los indicadores del segundo trimestre siguieron mostrando fuertes aumentos de las ventas al por menor, de la producción industrial y de las exportaciones en los principales países de la región. En cuanto a los precios, se observó un notable repunte, debido en parte a la liberalización de algunos precios administrados y la subida de impuestos indirectos como consecuencia de la entrada en la UE. En este contexto, se produjeron durante el segundo trimestre aumentos de los tipos de interés oficiales en Polonia (del 5,25% al 5,75%) y en la República Checa (del 2% al 2,25%), mientras que en Eslovaquia se redujeron del 5% al 4,5% para contener la apreciación del tipo de cambio. El 27 de junio se produjo la entrada en el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo (ERM II) de Eslovenia,

**ECONOMÍAS EMERGENTES:
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)**

GRÁFICO 7



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, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. 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 los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

Estonia y Lituania, con unas bandas de fluctuación del $\pm 15\%$, aunque estos dos últimos países mantuvieron sus cajas de conversión frente al euro como compromisos unilaterales. Por último, el Consejo de la UE decidió a inicios de julio la apertura del procedimiento de déficit excesivo para seis países (la República Checa, Polonia, Hungría, Eslovaquia, Malta y Chipre).

En las principales economías del Sudeste asiático, luego de crecer a ritmos interanuales de entre el 5% y el 6% en el primer trimestre, los indicadores disponibles de exportaciones y actividad para los meses de mayo y junio mostraron que el dinamismo de la región prosigue, al tiempo que los relativos a ventas al por menor mejoraron en la mayoría de los países (salvo en Corea del Sur), apuntando a una gradual recuperación del consumo privado. Por otro lado, las tasas de inflación interanual se elevaron paulatinamente durante los meses de mayo y ju-

nio, impulsadas principalmente por los precios de la energía. En China, el PIB real registró un crecimiento interanual del 9,6% en el segundo trimestre, solo dos décimas por debajo del alcanzado en el primer trimestre, pero sensiblemente inferior a las previsiones por encima del 10%, lo cual apuntaría a que las políticas destinadas a reducir la inversión, y moderar así el crecimiento económico, empezaron a mostrar sus efectos. Sin embargo, el sector exterior siguió registrando un gran dinamismo, pues tanto las exportaciones como las importaciones se aceleraron en junio, con un crecimiento interanual superior al 45%. La tasa de inflación interanual aumentó hasta el 5% en junio (4,4% en mayo), pese a las políticas restrictivas y a la moderada desaceleración de la oferta monetaria.

En América Latina, el fuerte ritmo de expansión de la actividad en el primer trimestre se habría consolidado en el segundo, a la vista de los indicadores conocidos en los últimos meses. En particular, destacó la confirmación de la reactivación de la demanda interna, como muestran las ventas al por menor, cuyo crecimiento se está acelerando en muchos países de la región. La contrapartida a este mayor dinamismo de la actividad fueron unas mayores presiones inflacionistas, derivadas también de las alzas en los precios de las materias primas y de las depreciaciones cambiarias de los meses anteriores. El repunte de la inflación —que alcanzó el 6% interanual en el conjunto del área— está complicando el logro de los objetivos de inflación en muchos países, y ha desembocado en una mayor cautela de la política monetaria. Tras un volátil inicio del segundo trimestre, los mercados financieros en la región se estabilizaron a partir de junio, a raíz de la moderación de las perspectivas de subidas de tipos de interés en Estados Unidos y de las mejores perspectivas de actividad en la zona. Esta normalización permitió en las últimas semanas el retorno de las emisiones internacionales de deuda —concentradas en Brasil—, tras un trimestre de poca actividad en la región. Por último, destacaron los últimos avances en los distintos procesos de integración económica y comercial en el área, como los producidos en la reciente cumbre de Mercosur, donde se aceptó la incorporación de México y Venezuela como miembros asociados.

La información disponible sobre la evolución económica del área del euro referida al segundo trimestre confirma la prolongación de la fase de mayor dinamismo de la actividad observada desde finales del año pasado gracias a la pujanza de la economía mundial y, en menor medida, de la demanda interna. Sin embargo, el modesto empuje del consumo privado en este período siembra alguna duda sobre la consecución de un ritmo de avance sostenido de la demanda interna. Además, la heterogeneidad en la composición del crecimiento de los países del área impide la identificación de una pauta de recuperación económica generalizada. En cuanto a la evolución de los precios, en los últimos meses han repuntado las tasas de crecimiento del IAPC, principalmente a raíz de las fuertes alzas en los precios de la energía. No obstante, la recuperación de la productividad en un contexto de moderación salarial apoya las expectativas de una reducción de la tasa de inflación en la segunda mitad del año, siempre que no se reanude una escalada alcista del precio del petróleo.

Las condiciones monetarias y financieras han continuado siendo holgadas a lo largo del segundo trimestre, de forma que no han constituido un obstáculo para la recuperación de la economía. Por lo que se refiere a la política fiscal, pese a la mejoría de la actividad, parece evidente que los objetivos presupuestarios contenidos en la mayor parte de los programas de estabilidad se incumplirán en 2004 y, según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, seis países superarán nuevamente el límite del 3% establecido en el Tratado de la Unión Europea. Dadas las dificultades para preservar el rigor presupuestario en la UEM, la Comisión, cuyo papel en los procedimientos de disciplina ha quedado reforzado por una reciente Sentencia del Tribunal Europeo de Justicia, está preparando algunas sugerencias encaminadas a perfeccionar la aplicación de los mecanismos vigentes.

3.1 Evolución económica

Según la segunda estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM, el PIB del área creció un 0,6% en el primer trimestre de 2004 en relación con el período anterior, dos décimas por encima de la tasa intertrimestral media registrada en la segunda parte de 2003 (véase cuadro 1). El mayor vigor del producto vino determinado por el comportamiento del sector exterior, cuya contribución al crecimiento intertrimestral fue de 0,3 pp, tras haber sido negativa, en casi medio punto, en el trimestre previo. Este cambio en la aportación de la demanda externa a la expansión del PIB obedeció en gran medida a la notable mejora de las exportaciones, consecuencia de la pujanza del entorno exterior, a pesar de la apreciación acumulada por el euro en los últimos tres años (véase recuadro 1). Por su parte, la demanda interna —excluidas existencias— contribuyó 0,4 pp a la expansión del producto, una magnitud similar a la de los trimestres anteriores. Dentro de la demanda interna, es destacable la aceleración del consumo privado, que contrasta con el notable deterioro que registró el consumo público. La inversión experimentó un crecimiento muy moderado, frente al dinamismo del trimestre anterior; ello se debió al retroceso de la inversión en construcción —influída por factores de carácter presumiblemente transitorios—, ya que la inversión en equipo aumentó un 0,6%. Finalmente, la variación de existencias tuvo una aportación nula al crecimiento del producto (véase gráfico 8).

El desglose por países de la Contabilidad Nacional revela una aceleración de la actividad económica en la mayor parte de ellos, aunque con diferencias relativamente importantes en su intensidad y composición. Entre las economías de mayor tamaño del área, Francia y España, con tasas de variación intertrimestral del 0,8% y 0,6%, respectivamente, experimentaron un crecimiento más robusto que Alemania e Italia —que había registrado un estancamiento en el período anterior—, cuyo producto se expandió un 0,4%. Por lo que se refiere a la composición

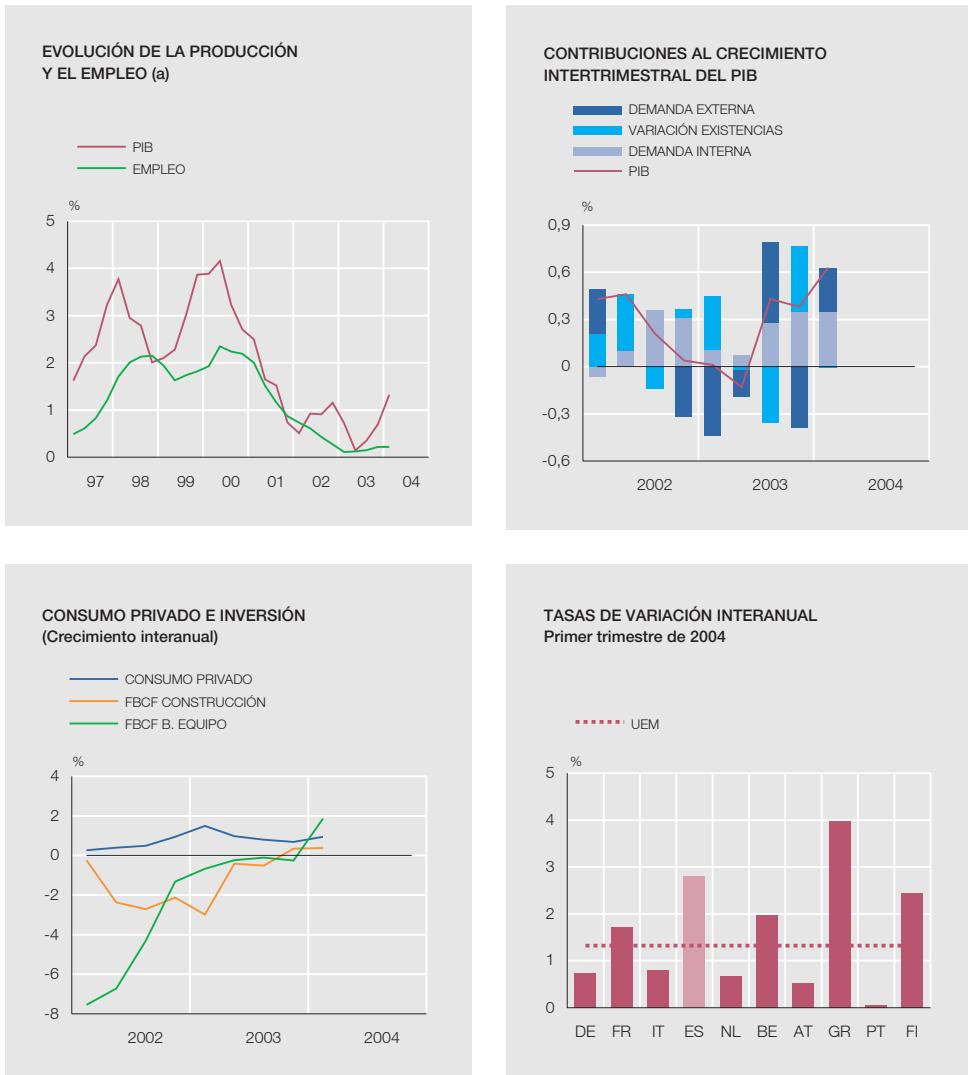
		2002		2003		2004			
		IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR (a)	III TR (b)
PIB	Crecimiento interanual	1,1	0,7	0,1	0,4	0,7	1,3		
	Crecimiento intertrimestral	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,6		
	Previsiones de la Comisión Europea (c)						(0,3; 0,7)	(0,3; 0,7)	
IPI (d)		1,1	1,0	-0,6	-0,2	1,4	1,2	2,7	
Sentimiento económico		92,4	90,5	91,4	94,2	97,8	98,7	100,0	
Confianza industrial		-10,0	-11,0	-12,0	-11,4	-7,3	-6,7	-4,7	
PMI manufacturas		49,0	49,3	47,1	49,1	52,0	52,8	54,4	
Confianza servicios		-4,3	-5,7	-2,0	5,3	10,3	10,7	11,4	
PMI servicios		50,5	48,9	47,9	51,9	56,7	56,0	55,2	
Tasa de paro		8,6	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	
Confianza consumidores		-14,0	-19,3	-19,3	-17,3	-16,0	-14,3	-14,7	
IAPC (d) (e)		2,3	2,4	1,9	2,2	2,0	1,7	2,4	
IPRI (d) (e)		1,3	2,3	1,3	0,9	0,9	0,4	2,4	
Precio del petróleo en \$ (e)		28,2	30,3	27,6	27,1	29,9	33,8	35,3	
Préstamos al sector privado (d) (e)		4,8	4,7	4,6	4,9	5,5	5,4	5,6	
Rendimiento bonos a diez años UEM		4,5	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM		-0,51	-0,22	-0,32	0,09	-0,05	-0,11	0,28	
Tipo de cambio dólar/euro (e)		1,049	1,090	1,143	1,165	1,263	1,222	1,216	
Apreciación / Depreciación del euro (e)		19,0	3,9	9,0	11,1	20,4	-3,2	-3,8	
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)		-34,5	-12,9	2,9	4,1	18,1	1,9	3,7	

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
- b. Información disponible hasta el día 20 de julio de 2004.
- c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.
- d. Crecimiento interanual.
- e. Datos de fin de período. Para la variación del tipos de cambio y la bolsa, son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

del crecimiento, las discrepancias más notables se han originado entre Alemania y el resto de países grandes. Así, la aportación de la demanda interna al PIB alemán fue negativa, ya que a la crónica debilidad del consumo privado se sumaron el retroceso del consumo público y la contracción de la inversión —especialmente la de la construcción—. De hecho, la inversión en el área del euro excluida la construcción en Alemania se aceleró moderadamente, alcanzando una tasa del 0,5% en términos intertrimestrales. En cambio, este país obtuvo una contribución muy positiva de la demanda exterior neta como resultado del dinamismo de las exportaciones. Por el contrario, Francia, Italia y España experimentaron una expansión vigorosa del consumo privado, que se tradujo en una aportación muy positiva de la demanda interna al PIB, mientras que el sector exterior neto registró una contribución ligeramente negativa.

Por ramas de producción, la aceleración del valor añadido de la economía del área en el primer trimestre se debió, en concordancia con el desglose del producto por el lado de la demanda, a un mayor ritmo de expansión de la industria, del comercio y de la intermediación financiera, mientras que la construcción y los servicios proporcionados por la Administración ralentizaron su tasa de avance. En el mercado de trabajo, el empleo continuó aumentando lentamente, lo que, en un contexto de aceleración de la actividad económica, permitió una expansión de la productividad del 1% en términos interanuales. Sin embargo, este resultado esconde diferencias importantes en el comportamiento de los distintos sectores de la economía. Así, en la industria y en la construcción, continuó la destrucción de empleo, mientras que en el sector servicios se aceleró suavemente la creación de puestos de trabajo. Por último, la tasa de paro se mantuvo en mayo en el 9%, una décima por encima del registro de marzo.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

Por lo que concierne al segundo trimestre del año, los indicadores de oferta disponibles apuntan al mantenimiento de un ritmo de avance vigoroso aunque, por el lado de la demanda, las señales de mejora son menos concluyentes, especialmente en lo relativo a la evolución del consumo privado (véase gráfico 9). En general, los indicadores de actividad industrial y de la construcción han dado señales positivas. En este sentido, el índice de producción industrial registró una evolución favorable en los meses de abril y mayo. Análogamente, los datos más recientes (hasta junio) del índice de confianza industrial de la Comisión Europea arrojaron un resultado alejador, caracterizado por mejoras en todos sus componentes, lo que supuso, en media trimestral, un avance respecto al primer trimestre. Por su parte, la encuesta de directores de compras relativa a la industria manufacturera también señala en términos medios trimestrales un claro incremento de la actividad en el sector. Finalmente, el indicador de confianza de la construcción aumentó en el segundo trimestre en comparación con el primero y los indicadores de confianza del sector servicios se mantuvieron relativamente estables en el segundo trimestre en relación con el período anterior.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles apuntan, en general, a una evolución poco satisfactoria del consumo privado, mientras que el sector exterior revela un ma-

EL COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE LA UEM Y SUS DETERMINANTES EN EL PERÍODO DE APRECIACIÓN DEL EURO

RECUADRO 1

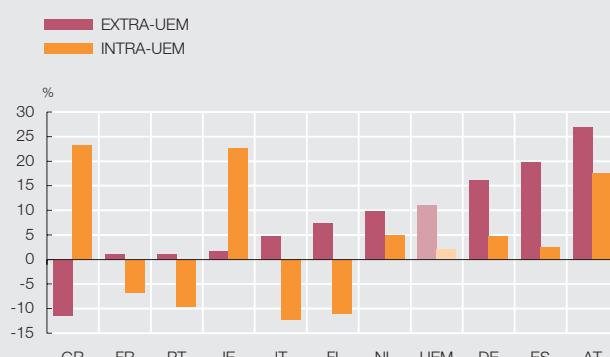
Desde finales de 2000 el euro ha seguido una senda alcista frente a las monedas de sus principales socios comerciales, que ha llevado a su tipo de cambio efectivo nominal a acumular una apreciación superior al 30% hasta el primer trimestre de 2004. En ese mismo período, las exportaciones de la UEM dirigidas fuera del área han aumentado algo más de un 10%, por debajo del crecimiento de los mercados mundiales. Por países, la evolución de las ventas al exterior dirigidas hacia fuera del área ha sido muy distinta. En el gráfico 1 se observa cómo Grecia ha sido el único país en el que se han reducido las exportaciones, mientras que en el resto han experimentado un crecimiento positivo, aunque en magnitudes diversas. Este comportamiento diferencial de las ventas al exterior de la mayor parte de los integrantes de la UEM responde a la confluencia de otros factores determinantes, además del tipo de cambio, que se analizan a continuación.

Por el lado de la oferta, es posible que las empresas exportadoras europeas hayan podido intentar compensar la apreciación del euro y, por tanto, la pérdida de competitividad mediante reducciones de los precios de exportación denominados en la moneda común, comprendiendo así los márgenes de beneficios por unidad vendida a cambio del mantenimiento de la cuota de mercado. El grado en el que los precios de exportación hayan sido reducidos depende del poder de

mercado que tenga cada país en la determinación de sus precios, es decir, de hasta qué punto se fijan en función de los costes interiores o de los precios de exportación de los competidores. En el gráfico 2 se presentan unas estimaciones realizadas en el Banco de España, a partir de un modelo de oferta y demanda, de los pesos de estos dos factores en la determinación de los precios de exportación de la mayor parte de los países de la UEM. Según dichas estimaciones, se puede apreciar que existen diferencias notables entre los países, que varían desde Finlandia, que fija sus precios de acuerdo con sus costes domésticos en aproximadamente un 60%, hasta Irlanda, que los establece en su totalidad según los precios de sus competidores. En un punto intermedio se encuentran tres de los grandes países del área —España, Francia e Italia—, que establecen sus precios en un 70% de media de acuerdo con los precios de sus competidores, mientras que Alemania presenta, según estas estimaciones, un mayor poder de mercado que los anteriores.

En el gráfico 3 se muestra la variación de los precios en euros de las exportaciones extra-UEM para la mayor parte de los países del área en el período de reciente apreciación de la moneda única. Se observa que la compresión de los precios ha sido en todos los casos muy inferior a la apreciación del euro, lo que indica que los exportadores solo han compensando parcialmente el efecto de la

**1. EXPORTACIONES DE BIENES
(VARIACIÓN OCTUBRE 2000-FEBRERO 2004)**



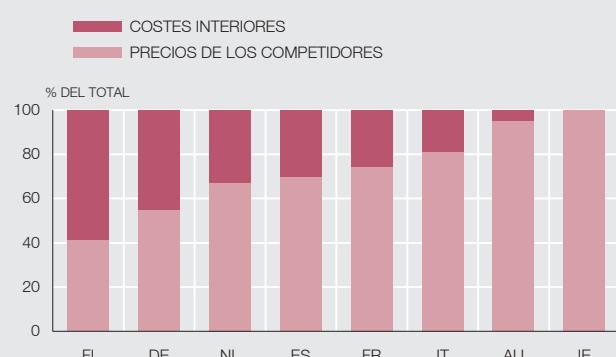
**3. PRECIOS DE EXPORTACIÓN EXTRA-UEM
(VARIACIÓN OCTUBRE 2000-FEBRERO 2004)**



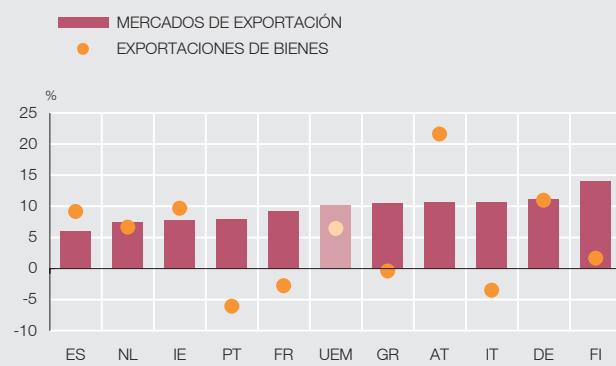
FUENTES: Eurostat, OCDE y Banco de España.

- a. De acuerdo con las estimaciones realizadas considerando las exportaciones intra y extra-UEM.
- b. Variación octubre 2000-febrero 2004.
- c. Variación IV 2000- IV 2003.

2. PESO DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN (a)



**4. MERCADOS DE EXPORTACIÓN (b)
Y EXPORTACIONES DE BIENES TOTALES (c)**



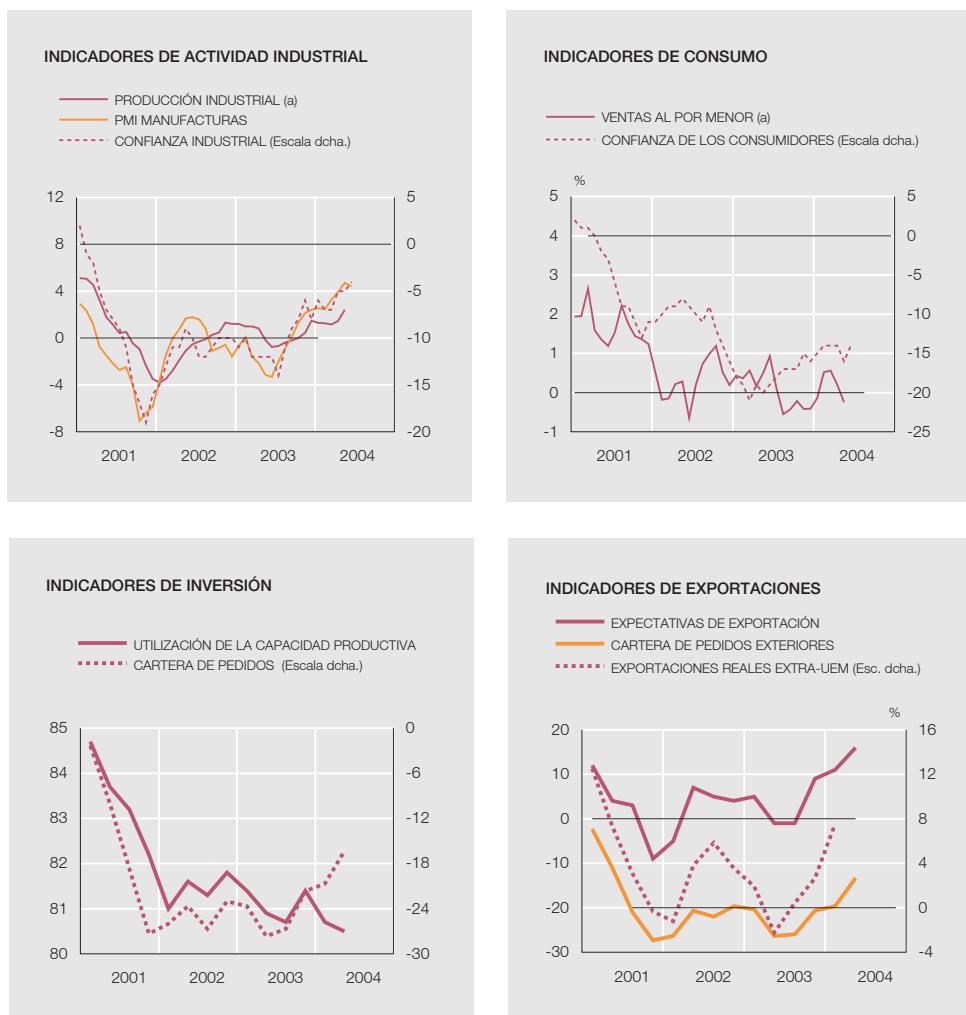
evolución cambiaria con una reducción de sus márgenes. Asimismo, no se detecta una relación clara entre los gráficos 2 y 3, por lo que otros factores de composición y de demanda pueden haber sido muy relevantes.

Por el lado de la demanda, existen múltiples variables que afectan las ventas al exterior de la UEM. Así, el volumen de exportaciones ha podido evolucionar de forma diferente en cada país según la intensidad del proceso apreciatorio de su propio tipo de cambio efectivo nominal, según la situación cíclica de las áreas de destino y según la reacción de sus competidores, ya que parece razonable pensar que estos hayan aprovechado también la apreciación del euro para aumentar sus precios en sus respectivas monedas e incrementar sus

márgenes, amortiguando parcialmente la pérdida de competitividad de los exportadores europeos. Por último, la evolución de los mercados de exportación de los respectivos países puede haber sido distinta, ejerciendo, por tanto, un efecto diferenciado sobre los flujos de ventas al exterior de cada Estado miembro. En el gráfico 4 se presenta el crecimiento de esta variable calculada por la OCDE. Aunque incluye los mercados interiores de la UEM además de los externos, es un buen indicador de la demanda exterior a la que se enfrenta cada país. Se observan comportamientos muy diferenciados a lo largo del período considerado, lo que sugiere que la composición del comercio por áreas ha sido también una variable importante para justificar las notables divergencias en la evolución de las exportaciones en los últimos años entre los países integrantes de la UEM.

yor dinamismo. Así, en el segundo trimestre del año en curso, los indicadores de confianza de los consumidores y de los minoristas se estabilizaron, en promedio, en el nivel registrado en los primeros meses del año, por encima del dato del último trimestre de 2003. Además, las ventas minoristas retrocedieron en la media de los meses de abril y mayo en relación con el primer trimestre del año. Por el contrario, las matriculaciones de turismos avanzaron de forma sensible. En relación con los indicadores referidos a la inversión, cabe destacar la tendencia creciente de las carteras de pedidos de la industria y los favorables resultados procedentes de la encuesta semestral de inversión del sector manufacturero, realizada entre marzo y abril. Esta última ha supuesto una revisión al alza de las expectativas de aumento de la inversión para 2004 hasta el 3% en términos reales, desde el 2% previsto en la encuesta semestral de octubre-noviembre de 2003. Este resultado también contrasta con el gasto en inversión finalmente declarado por las empresas en 2003, que cayó un 7%. Por último, los indicadores de opinión referidos a las exportaciones mejoraron notablemente en el segundo trimestre —la cartera de pedidos de la industria proveniente del exterior y las expectativas de exportación—, en consonancia, según la balanza comercial, con la expansión de las exportaciones hasta abril.

La positiva evolución de los indicadores de actividad ha supuesto una mejora en las perspectivas de crecimiento para el resto del año. En este sentido, por el lado de los determinantes de la evolución de la demanda, el aumento de los mercados de exportación exteriores, el ligero repunte en el ritmo de creación de empleo y de la renta disponible, junto con las holgadas condiciones financieras tanto para las empresas como para las familias, conforman un escenario propicio para el mantenimiento de la senda de recuperación. Por ello, las previsiones de crecimiento de los principales organismos internacionales, tanto para el segundo trimestre como para el año en su conjunto, parecen alcanzables. En concreto, la Comisión Europea prevé que la tasa de variación del PIB en el segundo y tercer trimestre se sitúe entre el 0,3% y el 0,7%, en términos intertrimestrales, lo cual permitiría lograr un aumento del PIB cercano al 2% en media anual. No obstante, la ausencia de signos claros de mejora en el consumo en el segundo trimestre, y la posible persistencia de los retrocesos experimentados por el consumo público y por la inversión en construcción en el primer trimestre arrojan alguna duda sobre la intensidad de la recuperación de la economía europea. Por último, la incertidumbre sobre la evolución en los próximos meses de los precios del petróleo supone, lógicamente, un factor de riesgo adicional.

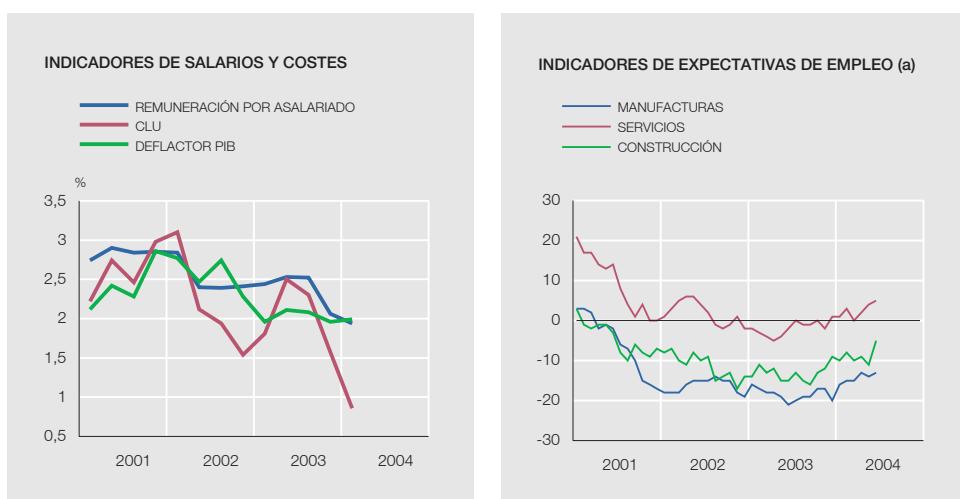


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

En junio, el IAPC creció un 2,4% en tasa interanual, siete décimas más que en marzo. Detrás de esta aceleración progresiva de los precios se encuentra, en su mayor parte, la escalada del precio del crudo en abril y mayo y su consiguiente impacto sobre el componente del índice que recoge los precios de la energía, que crecieron un 5,9% en junio, muy por encima de la tasa del -2% registrada en marzo (véase gráfico 11). El resto de componentes del IAPC se ha mantenido relativamente estable a lo largo del segundo trimestre del año, de forma que la tasa de incremento del indicador que agrupa los precios de los servicios y de los bienes no energéticos (IPSEBENE) ha permanecido relativamente estable en el período de análisis, ligeramente por encima del 2%. Desde el punto de vista de los precios de producción, desde mediados de 2003, se observa un encarecimiento de las materias primas no energéticas, en línea con el aumento de la demanda mundial, lo que ha incidido, junto con el alza de los precios de la energía, en la evolución del índice de precios industriales, cuya tasa de variación interanual, un 2,4% en mayo, muestra una tendencia creciente desde febrero, mes en el que registró un crecimiento nulo.

En la vertiente de la formación de precios por el lado de la oferta, la evolución de los costes laborales unitarios se moderó hasta el 0,9% en el primer trimestre de 2004 en tasa interanual, seis décimas por debajo del dato del trimestre anterior, gracias al repunte de la productividad,



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea.

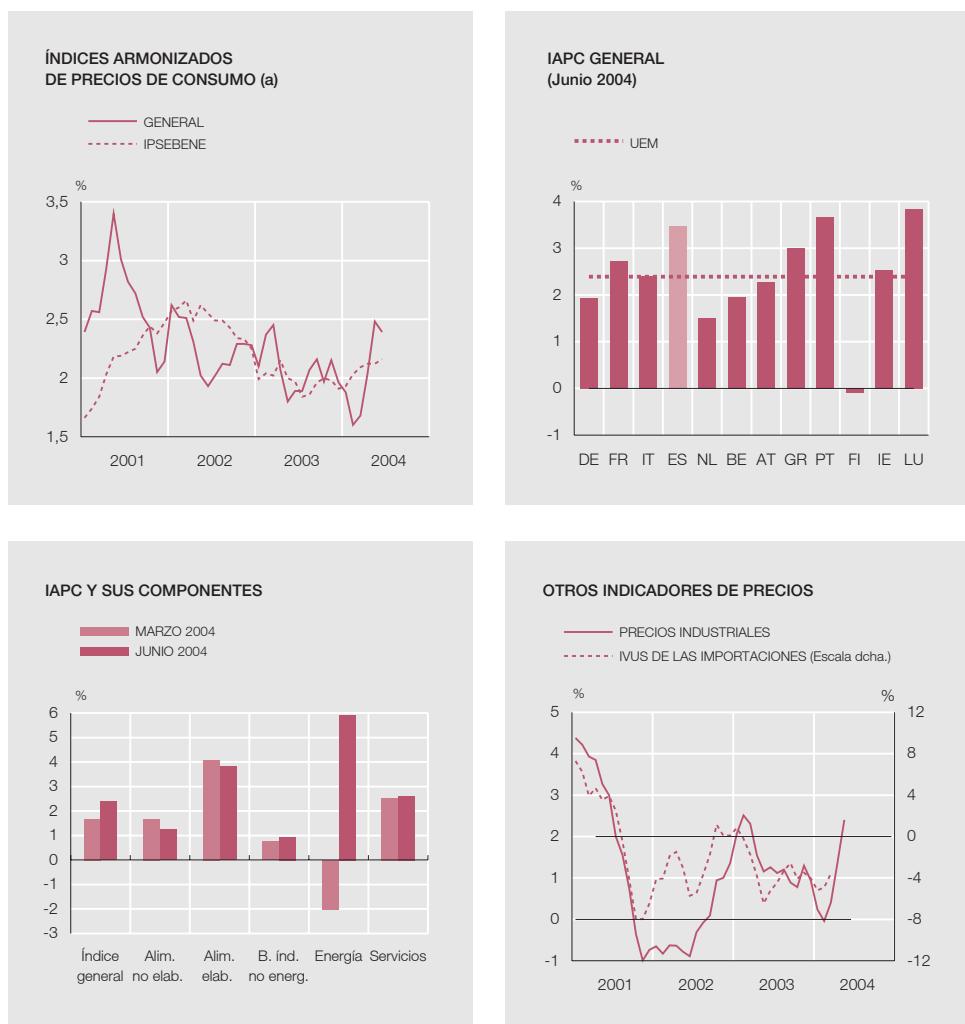
hasta alcanzar un aumento del 1%, ya que la remuneración por ocupado aumentó un 2%, la misma tasa que el trimestre anterior. El deflactor del PIB también creció en el primer trimestre un 2%, en línea con los incrementos de los trimestres precedentes, con los que la desaceleración de los costes laborales unitarios ha supuesto una notable ampliación de los márgenes (véase gráfico 10). Dada la gradual recuperación de la actividad económica y la escasa destrucción de puestos de trabajo en la fase bajista del ciclo económico, cabe esperar que la creación de empleo sea modesta, lo que facilitará el mantenimiento de la moderación salarial y un aumento cíclico de la productividad, con la consiguiente tendencia de los costes laborales unitarios a experimentar incrementos reducidos. No obstante, según las encuestas de confianza de la UE, las expectativas de inflación de los consumidores, aunque todavía se sitúan en niveles bajos, se elevaron significativamente en los meses de mayo y junio, como consecuencia de los repuntes habidos en el precio del crudo, lo que constituye un posible factor de riesgo para la moderación salarial.

En cuanto a la evolución del sector exterior, se dispone de información de la balanza de pagos referida al mes de abril, de forma que solo puede hacerse una valoración muy provisional del segundo trimestre. En términos de los saldos acumulados en los cuatro primeros meses de cada año, en la balanza por cuenta corriente de la UEM, los flujos netos arrojaron un superávit de 14 mm de euros en 2004, lo que contrasta con el déficit de 4,5 mm de euros en 2003. La mejora de este saldo fue el resultado del aumento del superávit de bienes, que pasó de 23,4 mm de euros el año pasado a 39,1 mm de euros en este año, gracias a una expansión de las exportaciones del 6,2% interanual en términos nominales y del 1,7% en el caso de las importaciones. La balanza básica, que recoge los resultados por cuenta corriente y los saldos netos de la inversión directa y en cartera, registró un déficit de 19,3 mm de euros, frente al superávit de 28,7 mm de euros del pasado año, como consecuencia de las salidas netas de inversión directa.

La evolución reciente de las finanzas públicas en los países de la UEM indica que no se cumplirán tampoco en este año, a nivel agregado, los objetivos presupuestarios trazados en los programas de estabilidad, a pesar de que, salvo algunas excepciones, se espera que el crecimiento económico no se desvíe sustancialmente de las estimaciones contenidas en esos documentos. Según

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 11



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001.

las previsiones de primavera de la Comisión Europea, el año se cerrará, como en 2003, con un déficit del 2,7% del PIB, cuatro décimas por encima del que resulta de la agregación de los objetivos de los programas (véase cuadro 2). Además, según esas previsiones, un total de seis Estados miembros podrían registrar déficit superiores al 3% del PIB en 2004.

Las notificaciones realizadas en el mes de marzo en el marco del procedimiento de déficit excesivo dieron lugar a algunas novedades. Así, el descenso del déficit portugués en 2003 por debajo de la cota del 3% del PIB implicó el cumplimiento de este país con la Recomendación del Consejo formulada en noviembre de 2002, lo que condujo a la derogación, el 11 de mayo de 2004, del procedimiento de déficit excesivo de Portugal. En este país, la evolución del déficit en el primer cuatrimestre del año ha estado en línea con lo esperado, pues la mayor recaudación por impuestos directos ha permitido contrarrestar el fuerte crecimiento de las transferencias a las familias. Por otro lado, en los Países Bajos, tras la notificación por parte de las autoridades holandesas de que el déficit público había superado el 3% del PIB en 2003, la Comisión inició el correspondiente procedimiento, que llevó al Consejo ECOFIN a decidir, el 2 de junio, que existía un déficit excesivo en este país y a recomendar su corrección antes de 2005, así como la adopción, antes del próximo 2 de octubre, de medidas discrecionales en una

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO
SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)**

CUADRO 2

	% del PIB					
	2000	2001	2002	2003	2004 (b)	2004 (c)
Bélgica	0,1	0,3	0,0	0,2	-0,5	0,0
Alemania	-1,2	-2,8	-3,5	-3,9	-3,6	-3,3
Grecia	-2,0	-1,9	-1,5	-3,0	-3,2	-1,2
España	-1,0	-0,4	-0,1	0,3	0,5	0,0
Francia	-1,4	-1,6	-3,1	-4,1	-3,7	-3,6
Irlanda	4,4	1,1	-0,4	0,2	-0,8	-1,1
Italia	-1,9	-2,7	-2,4	-2,5	-3,2	-2,2
Luxemburgo	6,3	6,3	2,7	-0,1	-2,0	-1,8
Holanda	1,5	0,0	-1,6	-3,2	-3,6	-2,3
Austria	-2,0	0,1	-0,4	-1,3	-1,3	-0,7
Portugal	-3,2	-4,4	-2,7	-2,9	-3,5	-2,8
Finlandia	7,1	5,2	4,3	2,1	1,8	1,7
PRO MEMORIA: UEM						
Saldo primario	3,1	2,4	1,5	0,8	0,7	
Saldo total	-1,0	-1,7	-2,3	-2,7	-2,8	-2,3
Deuda pública	70,4	69,4	69,3	70,5	71,0	

FUENTES: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y Banco de España.

a. En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Previsiones de primavera de 2004 de la Comisión Europea.

c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

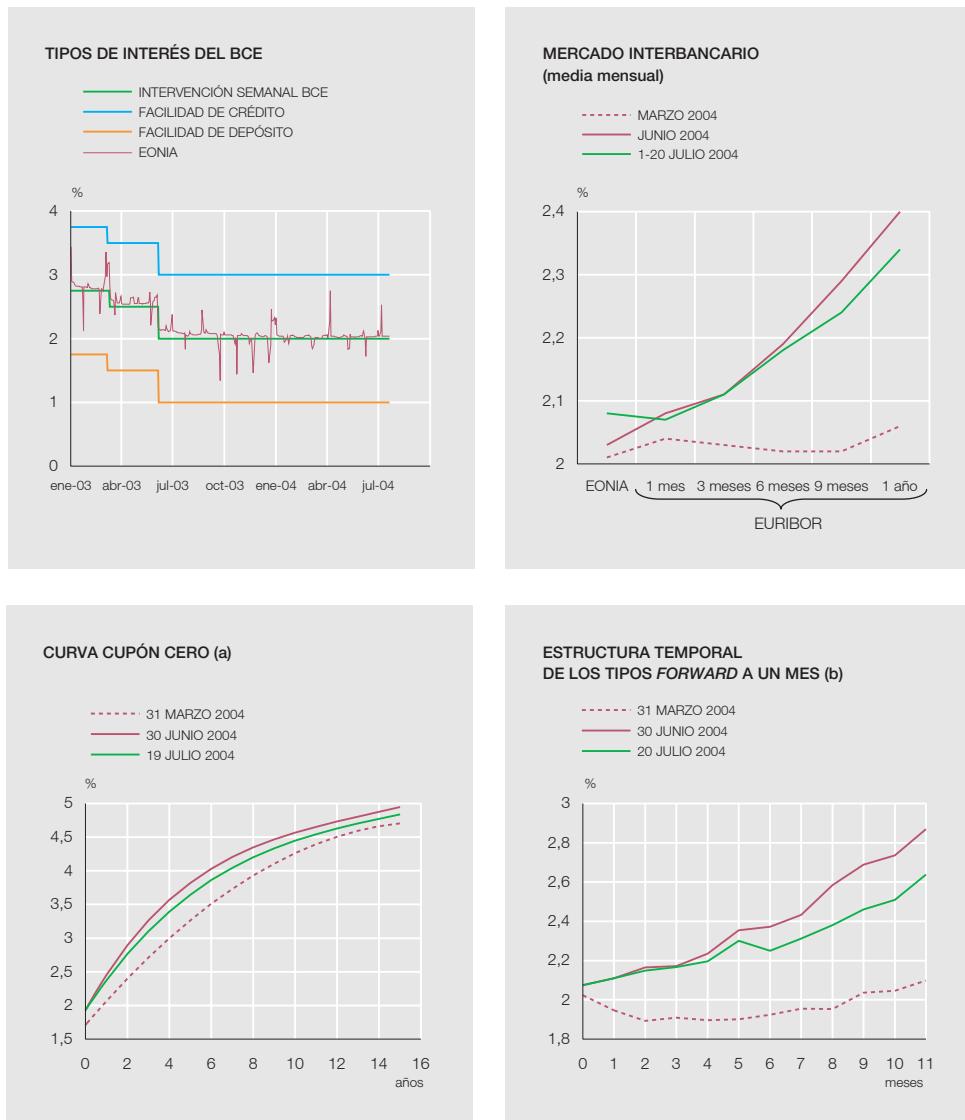
cuantía del 0,5% del PIB en términos ajustados de ciclo. Las autoridades han adoptado ya un paquete de medidas de consolidación fiscal en una cuantía estimada del 0,6% del PIB.

Además, puesto que las previsiones de primavera de la Comisión Europea anticipaban la posibilidad de que el déficit italiano alcanzara el 3,2% del PIB en 2004, esta institución determinó recomendar al Consejo la emisión de una alerta temprana a las autoridades de este país. A la luz del plan presentado por las autoridades italianas, que debería permitir reducir el déficit en un 0,6% del PIB este año, el ECOFIN decidió, el 5 de julio, rechazar la propuesta de la Comisión. En todo caso, incluso los objetivos revisados podrían tropezar con dificultades para su cumplimiento, ya que descansan sobre supuestos ambiciosos acerca de los ingresos procedentes de las ventas de activos reales y de la capacidad de las autoridades locales para controlar su gasto. Por último, el Consejo ECOFIN estimó, en esa misma reunión, que existía un déficit excesivo en Grecia, y solicitó a las autoridades helenas que pongan fin a esta situación antes de finales de 2005 y que presenten las medidas precisas para ello con anterioridad al 5 de noviembre del presente año. En este país, las perspectivas para 2004 son muy inciertas, ya que, a la provisionalidad de los resultados referidos a 2003, cabe añadir que el fuerte desbordamiento de los objetivos de gasto en los cuatro primeros meses del año, a raíz de la expansión de los capítulos de transferencias e inversión pública, solo ha sido compensado parcialmente por la evolución favorable de la recaudación impositiva.

Entre los demás países con elevados déficit, en Alemania la ejecución presupuestaria ha arrojado resultados desfavorables en el primer cuatrimestre como consecuencia de la evolución adversa de los ingresos impositivos, cuya caída ha superado las estimaciones formuladas en el otoño de 2003. Ello se ha debido a la composición del crecimiento económico, que, al

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Estimación con datos del mercado de swaps.
- Estimados con datos del EURIBOR.

descansar, sobre todo, en la demanda externa, no ha contribuido a la expansión de las bases impositivas y, por tanto, de la recaudación. Por el contrario, el crecimiento del gasto ha sido muy modesto, evolucionando en línea con las previsiones, gracias a la reducción del número de empleados públicos, a la moderación de su crecimiento salarial y a los recortes en las transferencias (principalmente, debido a la reforma del sistema sanitario). Por último, en Francia, la ejecución presupuestaria en los primeros meses del año ha estado en línea con las previsiones, ya que el impacto positivo de la evolución favorable de la actividad ha permitido contrarrestar los efectos de las decisiones discrecionales de aumento del gasto adoptadas (que incluyen medidas de estímulo al consumo y la anulación parcial de la decisión previa de endurecer las condiciones de acceso a las prestaciones por desempleo).

El pasado 13 de julio, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas decidió anular las Conclusiones del Consejo ECOFIN del 5 de noviembre de 2003 relativas al procedimiento de déficit excesivo abierto a Francia y Alemania. Esta anulación se asienta básicamente

En las últimas décadas se ha venido constatando un creciente grado de consenso sobre las ventajas de alcanzar y mantener unas finanzas públicas saneadas. En particular, se comprueba que la estabilidad presupuestaria facilita el logro de los objetivos de la política monetaria y propicia unas condiciones financieras más favorables para la inversión y el empleo y, por tanto, para lograr un crecimiento económico sostenido. Además, el equilibrio de las cuentas públicas proporciona un margen de maniobra para estabilizar las fluctuaciones cíclicas y permite que la política fiscal pueda afrontar desde una posición de partida más confortable perturbaciones de diversa naturaleza, como la que supone el envejecimiento de la población. En una unión monetaria hay argumentos adicionales que subrayan la importancia de la disciplina fiscal y la necesidad de reglas para garantizarla. Al compartir varios países una misma moneda, los incentivos a la disciplina se reducen, en parte porque los efectos de los desequilibrios fiscales nacionales deben ser soportados por el resto de Estados miembros —pues pueden afectar a variables que les son comunes, como el tipo de cambio— y en parte porque los mercados financieros pueden no imponer restricciones suficientes para evitar esas desviaciones. En el caso europeo, por ejemplo, se observa que los diferenciales de tipos de interés en los mercados de deuda pública guardan cierta relación con la ratio de deuda pública —y, en menor medida, con el déficit—, aunque el tamaño de los diferenciales es reducido, por lo que no proporcionan por sí mismos incentivos suficientes para asegurar la estabilidad presupuestaria (véase el gráfico 1). En una unión monetaria, el cumplimiento de unas normas de disciplina fiscal facilita, además, la coordinación necesaria entre la política monetaria única y las políticas presupuestarias nacionales.

En el caso de la UEM, el marco de disciplina fiscal acordado se encuentra recogido en el Tratado de la UE (que data de 1992) y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aprobado en 1997. El Tratado establece los principios generales que gobiernan ese marco de disciplina y los límites al déficit (3% del PIB) y a la deuda pública (60% del PIB), así como el procedimiento para la vigilancia y la corrección del déficit excesivo (PDE). El PEC aclara y hace operativas

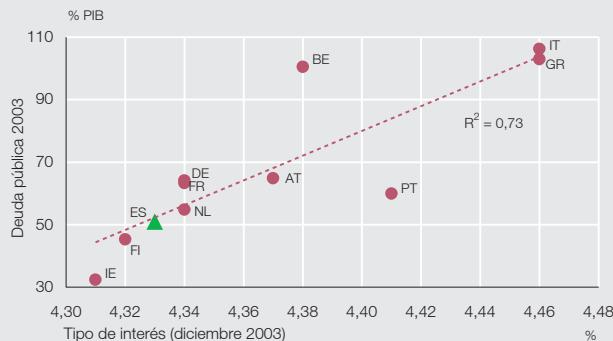
algunas de las disposiciones del Tratado, además de incorporar el compromiso de los Estados miembros de mantener un equilibrio o superávit presupuestario en el medio plazo.

Las normas vigentes han propiciado que numerosos países de la UEM que, hasta mediados de los años noventa, habían presentado un déficit presupuestario elevado y una ratio de deuda pública creciente redujeran considerablemente sus desequilibrios fiscales con anterioridad al comienzo de la Unión Monetaria (véase gráfico 2). Tras el cumplimiento de los criterios de Maastricht, el esfuerzo para continuar saneando las cuentas públicas decayó a pesar de la favorable situación cíclica. Esto provocó que la desaceleración económica iniciada en 2001 diera lugar a un significativo deterioro de la situación fiscal en algunos países, que incurrieron en un déficit excesivo. La aplicación del PDE en ese contexto de debilidad ha sido controvertida y ha dado lugar a conflictos entre el Consejo ECOFIN y la Comisión Europea. El más importante fue el que tuvo lugar en noviembre de 2003, cuando el ECOFIN rechazó las recomendaciones de la Comisión para que Francia y Alemania corrigieran sus déficit excesivos siguiendo el procedimiento marcado en el Tratado, suspendió el PDE respecto a esos países y aprobó en su lugar unas conclusiones que recogían los compromisos de las respectivas autoridades nacionales para corregir el déficit público excesivo. En julio de 2004, el Tribunal de Justicia de la UE ha determinado que, si bien el Consejo tiene la potestad de rechazar las recomendaciones de la Comisión, las conclusiones aprobadas son nulas porque abren un proceso de vigilancia de las políticas presupuestarias nacionales distinto del legalmente establecido y sin contar con la necesaria intervención de la Comisión.

El debate abierto por la aplicación del PEC ha dado lugar a diversos análisis y discusiones sobre las vías de mejora del actual marco de disciplina fiscal. La sentencia del Tribunal de Justicia de la UE, aunque recalca que la Comisión es el órgano que debe llevar la iniciativa en el proceso, también pone de manifiesto que es necesario alcanzar un consenso sobre la forma de aplicar las normas y su contenido.

UEM. TIPOS DE INTERÉS, DEUDA Y DÉFICIT PÚBLICO

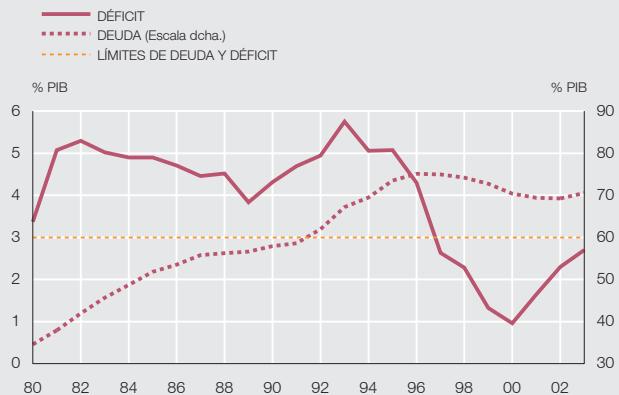
1. TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a) Y RATIO DE DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a. Tipo de interés de la deuda pública a diez años.

2. DEUDA Y DÉFICIT PÚBLICOS EN LA UEM



Recientemente, la Comisión Europea ha recogido en su informe *Public Finances in EMU-2004* algunas ideas para aclarar y reforzar la aplicación del PEC. Determinadas propuestas buscan reducir la asimetría de las normas fiscales a lo largo del ciclo, de modo que los países tengan suficientes incentivos para realizar una política presupuestaria prudente en las etapas de alto crecimiento. Otras aspiran a introducir una mayor flexibilidad en la aplicación del PEC, permitiendo, en determinadas circunstancias, desviaciones de la cláusula de equilibrio o superávit presupuestario en el medio plazo o teniendo en cuenta las condiciones económicas nacionales a la hora de fijar el grado de exigencia en la corrección de los desequilibrios. También se aboga por otorgar un mayor énfasis al criterio de deuda pública, dada su mayor vinculación con la sostenibilidad de las finanzas públicas. Algunas de estas propuestas pueden instrumentarse sin modificar las normas legales vigentes, mientras que otras pueden exigir cambios en el PEC.

En cualquier caso, aunque tiene sentido estudiar el posible perfeccionamiento del contenido o la aplicación práctica de las reglas actuales, la mayor dificultad estriba en la limitada efectividad de los mecanismos disponibles para asegurar su cumplimiento, pues los Gobiernos nacionales son a la vez juez y parte en este proceso, al ser el

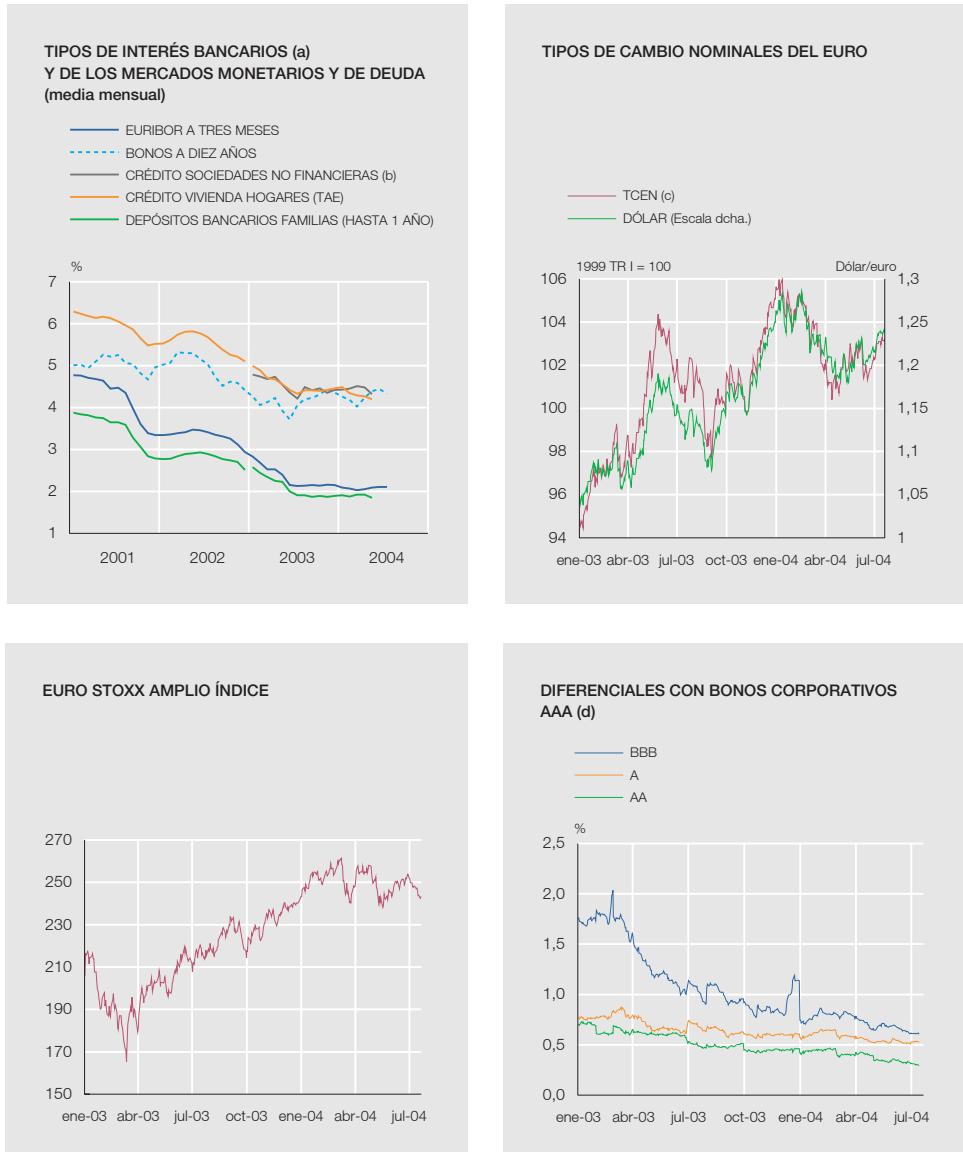
Consejo ECOFIN quien toma las decisiones finales sobre ese procedimiento. Una hipotética aplicación más flexible de las reglas existentes que persiga acomodarse en mayor grado a las circunstancias particulares de cada país, según las líneas descritas más arriba, parece justificable desde el punto de vista de la racionalidad económica. Sin embargo, presenta el posible inconveniente de tender a atenuar el carácter vinculante de las reglas actuales, al hacer que su aplicación sea menos automática. Por este motivo, el reforzamiento de los poderes de la Comisión Europea en el proceso de vigilancia parece un complemento imprescindible para cualquier aplicación de las reglas más adaptada a las circunstancias nacionales específicas. El Tratado Constitucional acordado en el Consejo Europeo de junio de 2004 constituye un modesto avance en esta dirección, al introducir dos pequeñas modificaciones con respecto al marco contenido en el Tratado actualmente vigente. En primer lugar, el texto confiere a la Comisión la potestad de dirigir una «alerta temprana» a un Estado miembro en riesgo de padecer una situación de déficit excesivo. En segundo lugar, una propuesta de la Comisión acerca de la existencia de déficit excesivo en un país solo podrá ser rechazada por unanimidad por el Consejo, en tanto que el Tratado actual exige que una mayoría cualificada del Consejo respalde la iniciativa de la Comisión.

en dos razones. Por un lado, las Conclusiones contienen una suspensión del procedimiento ajena a los supuestos contenidos en el Tratado. Por otro lado, la modificación por el Consejo de las recomendaciones que previamente haya adoptado solo puede realizarse a iniciativa de la Comisión. No obstante, la sentencia rechaza la pretensión de la Comisión de que el Consejo debiera haber aprobado su recomendación estableciendo que estos dos países no han instrumentado medidas adecuadas para reducir sus déficit. Por el contrario, el Tribunal destaca la potestad del Consejo para respaldar o rechazar las iniciativas de la Comisión.

Esta sentencia mantiene la vigencia de los mecanismos de vigilancia y disciplina fiscal contenidos en el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al mismo tiempo, las dificultades experimentadas en los últimos años para preservar la disciplina presupuestaria en la UEM ponen de relieve la necesidad de perfeccionar la aplicación de los procedimientos establecidos (véase recuadro 2). A este respecto, la Comisión Europea ha comenzado a esbozar algunas sugerencias, que combinan la búsqueda de incentivos a un comportamiento más disciplinado en períodos de elevado crecimiento con la posible introducción de algunos elementos de mayor flexibilidad en la fase baja del ciclo. Además, la Comisión Europea ha apuntado la concesión de un papel más preponderante a los niveles de deuda y a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo como otra posible vía de evolución de los mecanismos de vigilancia existentes.

3.2 Evolución monetaria y financiera

En sus reuniones celebradas a lo largo del segundo trimestre de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE ha considerado que el tono vigente de la política monetaria seguía siendo adecuado para la consecución del objetivo de la estabilidad de precios a medio plazo, al tiempo que no constituía un obstáculo para el desenvolvimiento de la actividad económica. Por tanto, los tipos

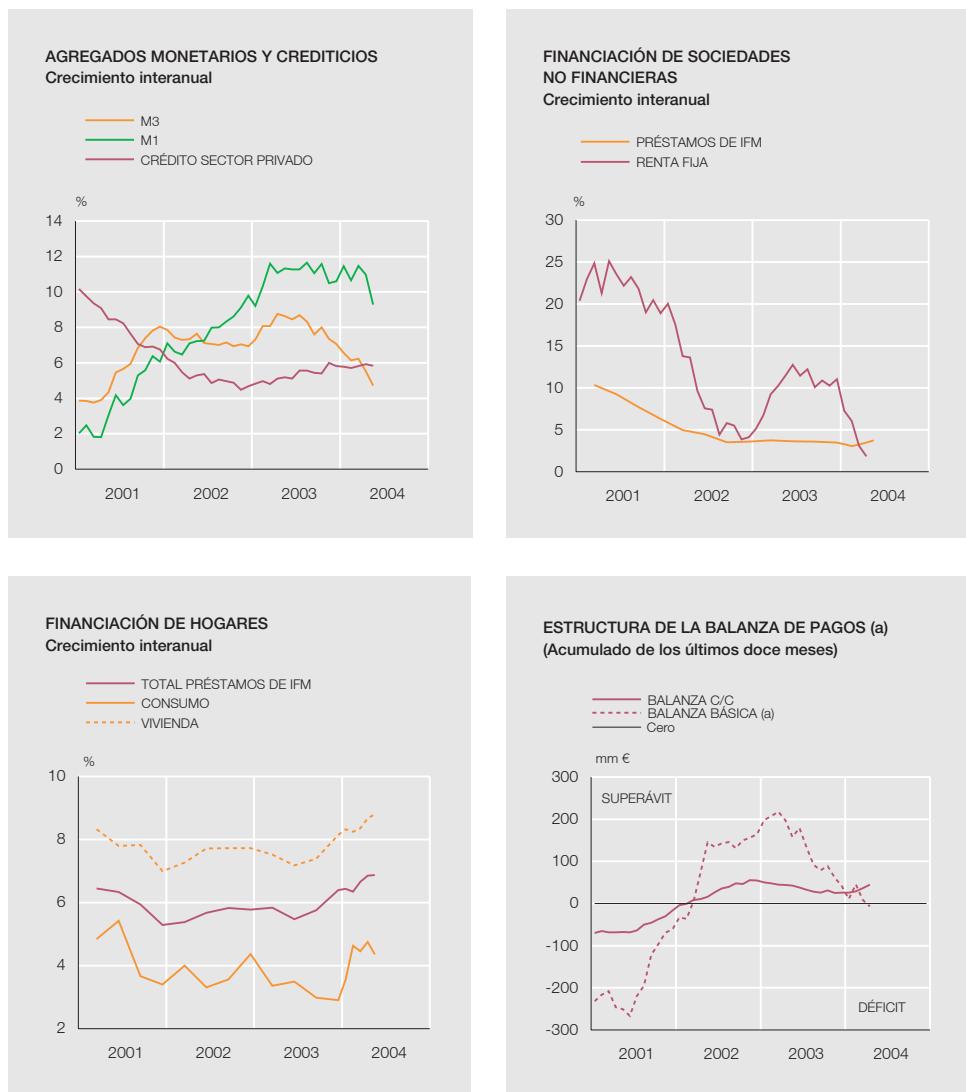


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a. Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
- b. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
- c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.
- d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se han mantenido en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente (véase gráfico 12).

En el transcurso del segundo trimestre, los tipos de interés del mercado monetario comenzaron a subir en los plazos iguales o superiores a los tres meses, como consecuencia de las perspectivas de progresivo fortalecimiento de la actividad económica y de las incertidumbres sobre la evolución futura del precio del crudo y su potencial efecto inflacionista, de tal forma que han ido incorporándose expectativas de una posible elevación, aunque moderada, de los tipos de interés oficiales hacia finales de año. En esta línea, las curvas de los tipos *forward* a un mes han recogido también movimientos análogos. En la evolución de los tipos de interés a largo plazo en los mercados internacionales de deuda pública se han observado en el



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.

último trimestre dos fenómenos destacados: en primer lugar, desde el mes de marzo y hasta principios de julio se ha registrado un proceso de alzas significativas en los rendimientos de la deuda pública a diez años tanto en la zona del euro como, especialmente, en EEUU; en segundo lugar, tras un largo período en que los tipos a largo plazo norteamericanos se situaron en niveles inferiores a los europeos, el incremento más acusado de los tipos en EEUU en el segundo trimestre de 2004 ha hecho que el diferencial entre estos rendimientos y los de la UEM haya pasado a ser positivo. Por último, según la información disponible hasta mayo, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo se mantuvieron estables, en términos generales. El tipo de interés de los créditos destinados a la adquisición de vivienda tendió a estabilizarse en el 4,3% en mayo (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro, tras la moderada depreciación del primer trimestre, se apreció ligeramente en los meses sucesivos, hasta situarse algo por encima de 1,2 dólares por euro, en línea con las cotizaciones observadas a comienzos de año. En

términos efectivos nominales, la moneda europea se ha mantenido relativamente estable en el período transcurrido de abril a julio.

A lo largo del trimestre, las cotizaciones de los mercados de renta variable de la UEM mostraron oscilaciones sin una tendencia definida. En este sentido, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio ha retrocedido considerablemente en la primera mitad de julio, hasta perder prácticamente en su totalidad las ganancias acumuladas en el año (véase gráfico 13). Los sectores que registraron avances más significativos durante el segundo trimestre fueron el energético, el de materias primas y el de las industrias de red, mientras que las caídas más fuertes se concentraron en el sector tecnológico, el de telecomunicaciones y el financiero.

En los meses de abril y mayo, el ritmo de avance del agregado monetario M3 se redujo de forma acusada, siguiendo la tendencia observada desde mediados de 2003 (véase gráfico 14). En mayo, la tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 4,7%, casi un punto y medio por debajo de la observada en marzo. Como novedad, la demanda de los componentes más líquidos de M3 también se desaceleró bruscamente en este período, si bien continuó aumentando a tasas más elevadas que el agregado más amplio, en la medida en que el coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos sigue siendo reducido. El ritmo de avance interanual del crédito al sector privado se mantuvo estable durante abril y mayo, en línea con la tendencia mostrada en los meses anteriores. El crédito a las sociedades no financieras se aceleró ligeramente en abril y mayo respecto al primer trimestre, hasta alcanzar tasas de variación cercanas al 4%. En cambio, el aumento de la financiación bancaria a las familias se mantuvo estable, ya que el dinamismo en la concesión de créditos para la adquisición de vivienda se compensó con una ligera desaceleración de la financiación de bienes de consumo. En España, el crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares ha seguido registrando tasas muy superiores a las de la zona del euro en su conjunto.

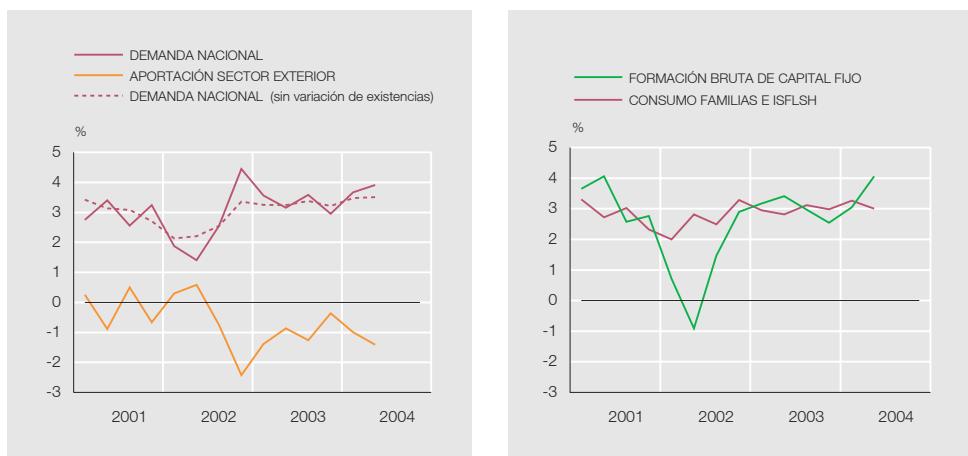
4 La economía española

Como se ha comentado en los epígrafes anteriores, durante el primer semestre de 2004 el contexto económico internacional estuvo determinado por la consolidación de la expansión en Estados Unidos y en los países asiáticos, al mismo tiempo que los indicios de recuperación en la zona del euro tendieron a reforzarse. En este contexto, y tras registrar un avance interanual del 2,8% en el primer trimestre del año, se estima que el PIB de la economía española se incrementó un 2,6%¹, en términos reales, en el segundo trimestre, dos décimas por debajo del del trimestre anterior (si bien, en tasa intertrimestral, el crecimiento se habría mantenido en el 0,6%). El menor crecimiento interanual del segundo trimestre —que, no obstante, habrá vuelto a superar al del promedio de la eurozona— fue consecuencia de la mayor aportación negativa de la demanda exterior (tres décimas de punto porcentual más negativa que en el primer trimestre), en tanto que la demanda nacional tendió a estabilizar su ritmo de crecimiento o a incrementarlo ligeramente (véase gráfico 15). Dentro de la demanda nacional, cabe destacar el mayor avance interanual de la formación bruta de capital —impulsada por la inversión en bienes de equipo y por la contribución de la variación de existencias—, parcialmente compensado por la desaceleración del consumo privado, si bien este agregado ha seguido creciendo a un ritmo sostenido, apoyado en la generación de empleo. Por el lado del sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios se desaceleraron en el segundo trimestre del año en curso, aunque las importaciones experimentaron una desaceleración menor.

Desde la óptica del valor añadido, la moderada desaceleración del PIB en el segundo trimestre de 2004 habría sido el resultado de un comportamiento menos expansivo de los servicios de mercado (que pudiera recoger, entre otras cosas, algún impacto de los atentados del 11 de marzo en Madrid sobre las actividades relacionadas con el turismo) y de un comportamiento más estable de la actividad en la construcción y en la industria, aunque aparecieron algunos signos de debilidad en esta última rama. Por otra parte, se estima que el empleo creció a tasas próximas al 2% durante el segundo trimestre de 2004, recortando en unas décimas su incremento del primer trimestre. En la economía de mercado el empleo alcanzó tasas ligeramente más elevadas que en el conjunto de la economía, aunque compartiendo el perfil de ligera desaceleración; esta evolución habría sido compatible con una recuperación de la productividad aparente del trabajo, tras el comportamiento contractivo mostrado en 2003 en las actividades de mercado.

La recuperación de la productividad del trabajo ha sustentado la desaceleración de los costes laborales por unidad de producto en los primeros meses de 2004, que se estima que se ha prolongado durante el segundo trimestre, a pesar de que la CNTR siguió mostrando un crecimiento elevado de la remuneración por asalariado. Cabe señalar que, al contrario que en el primer trimestre, en el segundo la reducción de las presiones inflacionistas internas no se ha visto acompañada por una evolución favorable de los precios de importación. Estos han reflejado las tensiones de los mercados de crudo y otras materias primas, en un contexto de mayor estabilidad del tipo de cambio del euro, y han tendido a repuntar. En parte como consecuencia de ello, los precios finales experimentaron una intensa aceleración en el segundo trimestre de 2004, y la tasa de inflación, medida por la tasa interanual del IPC, aumentó desde el 2,1% con que finalizó el primer trimestre hasta el 3,5%, en el mes de junio.

1. Tasas calculadas, salvo que se indique lo contrario, sobre las series de CNTR corregidas de estacionalidad u efectos de calendario.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

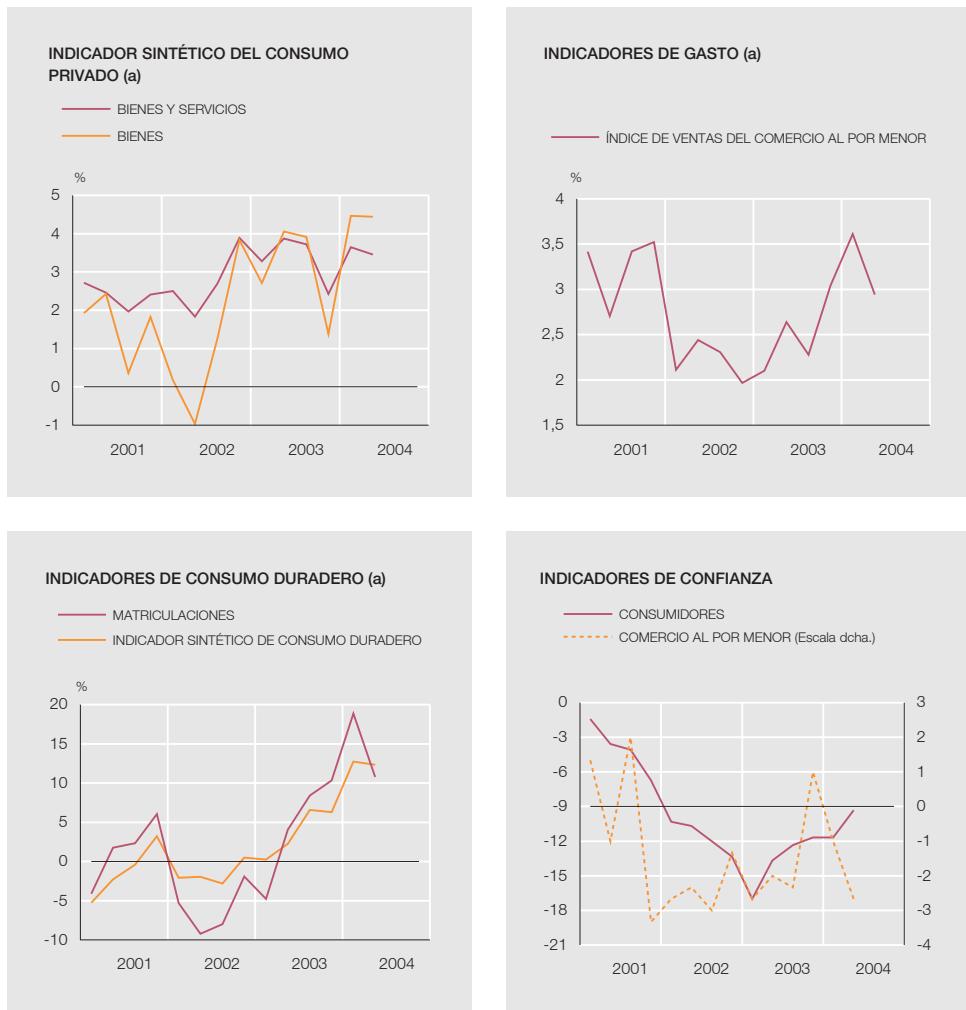
4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares se aceleró en el primer trimestre de 2004, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 3,3%, en términos reales. La información más actualizada indica que el consumo mantuvo su fortaleza en el segundo trimestre, aunque con un ritmo de crecimiento algo más moderado. La firmeza del consumo privado en la primera mitad del año ha estado asentada en el crecimiento de la renta disponible de las familias y en las nuevas ganancias de riqueza real neta obtenidas por este sector, en un contexto de condiciones financieras holgadas y de mejora en la percepción de la situación económica por parte de los consumidores.

Los indicadores disponibles apuntan, de forma casi general, hacia una ligera desaceleración del consumo en el segundo trimestre (véase el gráfico 16). El nuevo indicador sintético de consumo de bienes y servicios² refleja este perfil de forma muy tenue, debido al comportamiento sostenido del componente de bienes. En particular, los bienes de consumo duradero han continuado creciendo a una tasa elevada, si bien la matriculación de automóviles moderó su ritmo de expansión en el segundo trimestre. El índice general de ventas del comercio al por menor registró también una desaceleración en abril y mayo, manteniendo el componente de bienes no alimenticios un mayor dinamismo. En ese mismo sentido, el indicador de confianza del comercio al por menor reflejó un menor optimismo en el segundo trimestre y el indicador de confianza de los consumidores mostró un deterioro a partir de mayo, aunque en la media del trimestre haya registrado una mejora, basada en la percepción sobre la situación económica general y sobre la probabilidad de ahorrar de los hogares.

En cuanto a los determinantes del gasto de consumo, se estima que la renta disponible de los hogares, en términos reales, sigue creciendo de forma sostenida y podría superar en 2004 el aumento experimentado en 2003, a pesar de la merma de poder adquisitivo que supone el repunte de la inflación registrado en los últimos meses. La aportación de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta estaría siendo más expansiva que en 2003, a pesar del agotamiento del impacto positivo de la reforma del IRPF que se produjo en ese año, debido al crecimiento de las prestaciones sociales. A esta evolución de la renta hay que añadir el incremento del patrimonio inmobiliario de los hogares, debido tanto al crecimiento del

2. El indicador sintético de bienes y servicios de consumo es un nuevo indicador elaborado en el Banco de España, cuya metodología se presentará en un próximo artículo del Boletín Económico.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

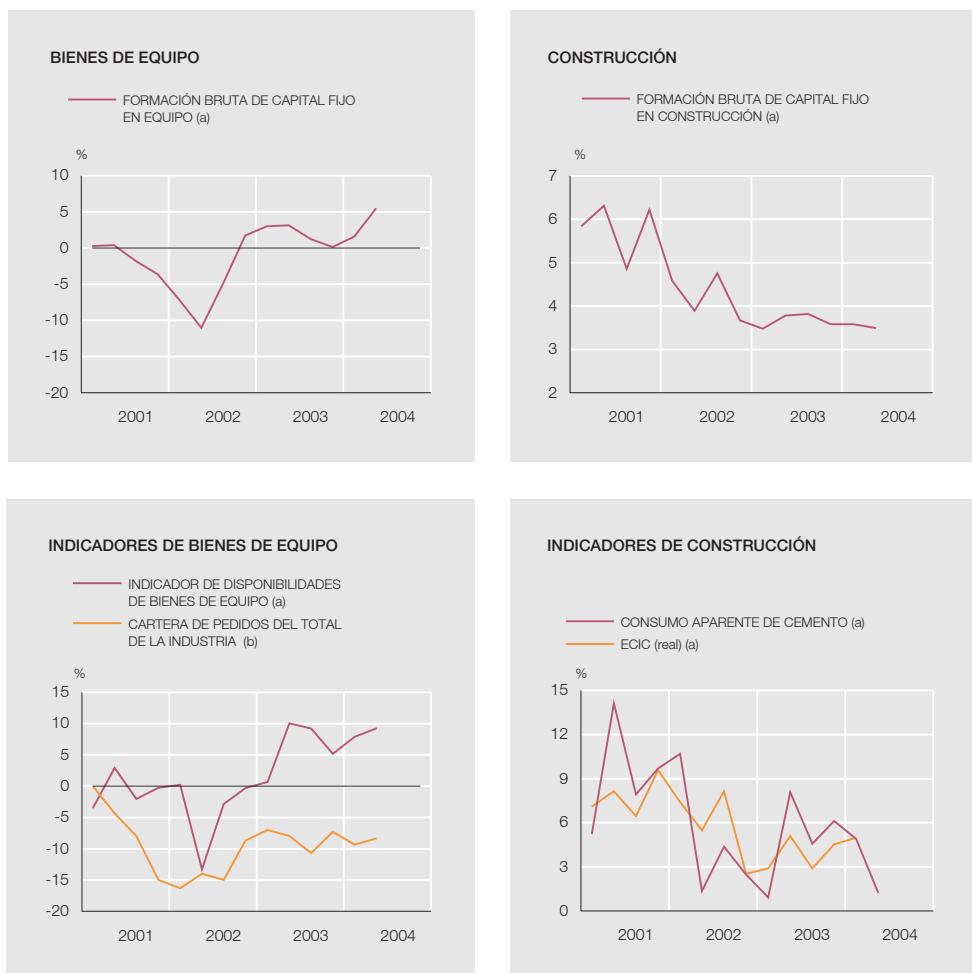
precio de la vivienda como a la propia expansión del *stock* de capital residencial. Asimismo, la riqueza financiera de las familias se ha beneficiado de la revalorización bursátil de la primera mitad del año.

En el primer trimestre de 2004, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un fuerte crecimiento, del 4,7%, en tasa interanual, una décima menos que en el último trimestre de 2003. La información coyuntural disponible, todavía muy incompleta, apunta hacia una desaceleración de este agregado en el segundo trimestre, basada en una contención tanto de los gastos de personal como de los otros gastos de consumo final, de acuerdo con los datos de ejecución presupuestaria del Estado.

Por otra parte, la formación bruta de capital fijo experimentó una aceleración en el primer trimestre de 2004, alcanzando una tasa interanual del 3%, en términos reales, cinco décimas por encima de la observada en el último trimestre de 2003. Esta aceleración se debió al mayor dinamismo registrado por la inversión en bienes de equipo, que aumentó un 1,6% interanual, y, en menor medida, por la inversión en otros productos, que se incrementó un 3,8%. La inversión en construcción mantuvo su tasa de crecimiento interanual en el 3,6%. Los indicadores coyunturales disponibles para el segundo trimestre apuntan hacia una nueva aceleración

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



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

- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Nivel, serie original.

de la formación bruta de capital fijo, que se apoyaría, principalmente, en el avance de la inversión en equipo.

La información sobre sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances (CBBE) y disponible hasta el primer trimestre de 2004, además de confirmar la recuperación de la actividad en ese período, apoyada en el comportamiento de las ramas de servicios, muestra que la situación financiera de las empresas representadas ha seguido mejorando y constituye un punto de partida favorable para respaldar el crecimiento de la inversión. Las empresas de la CBBE han continuado obteniendo altas rentabilidades, al moderar sus gastos de personal en un contexto de reducción de los gastos financieros. De esta forma, el resultado económico bruto creció un 7,2% en el primer trimestre de 2004 respecto del mismo período del año anterior, al tiempo que el resultado ordinario neto lo hacía un 17,4%.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo señalan, por su parte, un aumento del ritmo de crecimiento de este tipo de inversión en el segundo trimestre de 2004 (véase gráfico 17). En particular, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información todavía incompleta para ese período, muestra tasas de crecimiento superiores a las del primer trimestre, apoyado en una contribución muy positiva de las importaciones de

este tipo de bienes. Entre los indicadores más representativos de las condiciones de demanda se ha registrado también una mejora. Así, tanto las opiniones sobre la cartera de pedidos de la industria como las referidas a la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo mejoraron en el segundo trimestre, a pesar del pequeño retroceso en el indicador de clima industrial de bienes de equipo. El aumento de la utilización de la capacidad productiva en la industria y la menor suficiencia de la capacidad productiva instalada son indicativos, asimismo, de un clima más favorable al repunte de la inversión.

En cuanto a la inversión en construcción, en el primer trimestre de 2004 su crecimiento se cifró en el 3,6%, tasa idéntica a la del trimestre anterior, si bien más moderada que el ritmo observado en los trimestres centrales de 2003. Parte de la información coyuntural más reciente sobre la construcción apuntaría, de hecho, hacia una reanudación del proceso de suave desaceleración de este componente de la formación bruta de capital: los indicadores de empleo en el sector —afiliados a la Seguridad Social y número de parados— experimentaron un debilitamiento en el segundo trimestre, en relación con el primero, aunque su evolución es más positiva que la registrada en la última parte del año 2003; asimismo, los indicadores de producción y consumo de materiales para la construcción reflejaron un deterioro en los dos primeros trimestres de 2004. En cualquier caso, la encuesta coyuntural de la industria de la construcción (ECIC) confirmó que el crecimiento del valor real de los trabajos realizados por las empresas del sector se incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2004, debido, principalmente, al comportamiento de la obra civil.

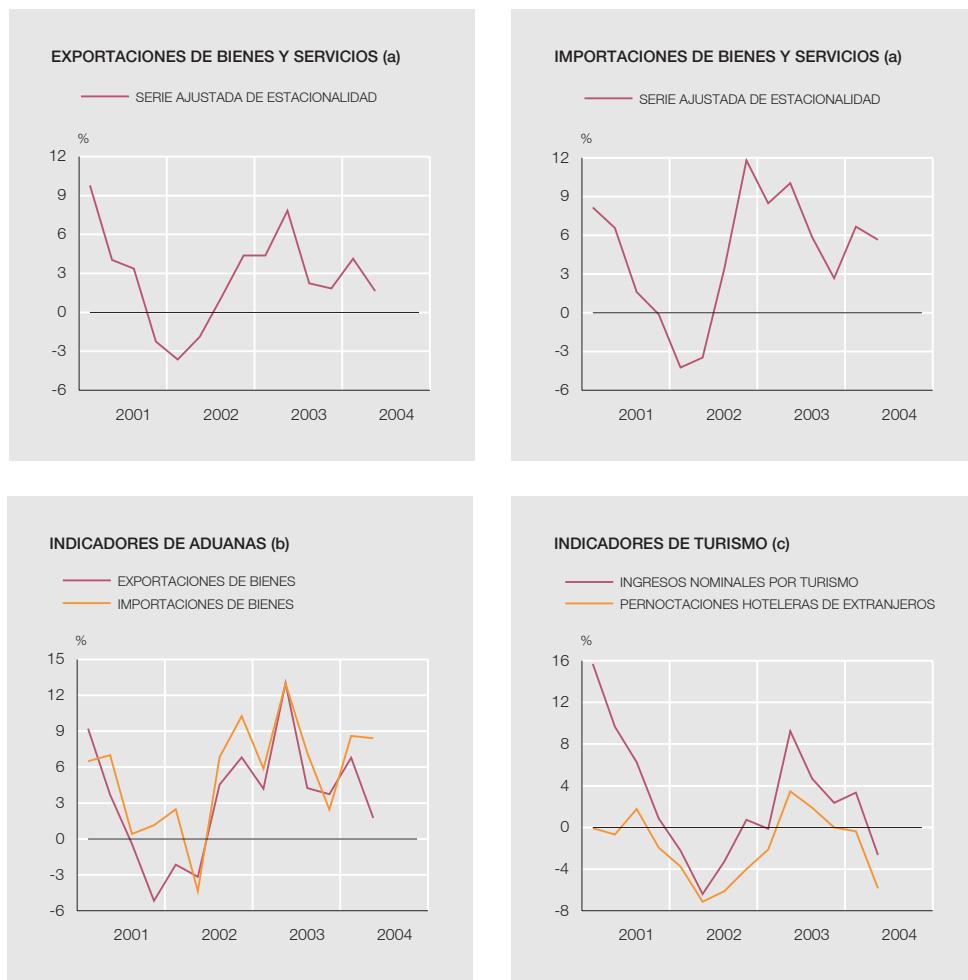
Además, los indicadores relacionados con las iniciaciones de obras avalarían el mantenimiento de un ritmo de avance sostenido en la construcción, ya que el aumento de la nueva superficie a construir —obtenido a partir de los visados de dirección de obra firmados principalmente en 2003— proyecta la continuidad de un ritmo elevado de edificación residencial durante el año 2004, aunque el tramo no residencial estaría registrando un crecimiento más moderado. La ralentización de las iniciaciones de edificación residencial en el primer trimestre de 2004 estaría anticipando, por su parte, una desaceleración de la inversión en el próximo año. En el caso de la obra civil, el valor de la licitación realizada por las Administraciones Públicas y por las Entidades Públicas del Estado del Grupo Fomento experimentó un notable avance en el primer trimestre de 2004, de modo que cabe esperar un crecimiento significativo de este tipo de inversión en los próximos trimestres.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva de dos décimas al crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre de 2004. En el segundo trimestre, la información que proporciona la encuesta de coyuntura industrial sería compatible con una menor acumulación de stocks de productos terminados, en relación con el trimestre precedente. No obstante, la desaceleración intertrimestral de la variación de existencias habría sido compatible con una nueva mejora de su aportación al crecimiento interanual del PIB.

Como se ha señalado, la demanda exterior neta detrajo un punto porcentual del crecimiento interanual del producto en el primer trimestre de 2004, frente a una contribución de -0,4 pp en el trimestre precedente. Esta evolución fue el resultado de una aceleración de las exportaciones de bienes y servicios, cuya tasa interanual fue del 4,1%, y de un crecimiento más intenso de las importaciones, que alcanzaron una variación interanual del 6,7% (véase gráfico 18). El avance de las ventas exteriores en ese período estuvo en línea con el crecimiento del comercio mundial, que se expandió a tasas próximas al 7%, prolongando el perfil de aceleración que venía registrando desde la segunda mitad de 2003. Los mercados más expansivos fueron los del Sudeste asiático, países del centro y este de Europa y algunos de los prin-

COMERCIO EXTERIOR
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 18



Fuentes: INE, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.

- Datos de la CNTR a precios constantes.
- Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- Series ajustadas de estacionalidad.

cipales países latinoamericanos, impulsados por el importante crecimiento de las economías de Estados Unidos y Japón. Sin embargo, los países de la zona del euro, nuestros principales socios comerciales, registraron tasas de avance todavía moderadas. Esta evolución ha supuesto, no obstante, la consolidación del aumento de la participación de las exportaciones españolas en el comercio mundial que se produjo en 2003, a pesar de la intensa pérdida de competitividad de los productos españoles derivada de la fortaleza del euro durante este período. La información disponible para el segundo trimestre apunta a una aportación aún más contractiva de la demanda exterior neta, ya que las ventas exteriores se desaceleraron, reflejando, en parte, la comparación con los elevados niveles alcanzados en el mismo período del año 2003, mientras que las importaciones continuaron creciendo a un ritmo elevado, aunque también registraron cierta desaceleración. Este comportamiento no es coherente con la evolución del diferencial entre la demanda interna y externa, por lo que podría denotar indicios de problemas de competitividad.

Según la CNTR, las exportaciones de bienes crecieron un 6,2% interanual en el primer trimestre de 2004, mostrando una reactivación en relación con el ejercicio anterior. La información de Aduanas correspondiente a los meses de abril y mayo indica que esta reactivación se ha-

bría interrumpido en el segundo trimestre, al registrar las ventas exteriores de bienes un retroceso de -0,9%, en términos reales. Dada la volatilidad que caracteriza a los flujos de comercio, la valoración de estos datos requiere cierta cautela, si bien cabe señalar que este debilitamiento sería coherente con la lentitud de la recuperación en la zona del euro y con la pérdida de competitividad acumulada frente al resto de mercados. En el conjunto del período enero-mayo, las exportaciones de bienes se incrementaron un 3,8%, frente al 6,2% en el promedio del ejercicio anterior. En ese período, las ventas destinadas a los mercados comunitarios se desaceleraron hasta el 3,5%, en términos reales, destacando la atonía de las dirigidas a Francia, Alemania e Italia, mientras que se fortalecieron las destinadas a Portugal. Las exportaciones extra-comunitarias, por su parte, continuaron avanzando a un ritmo relativamente elevado, del 7,6% en términos reales, aunque también reflejaron una ralentización. Las ventas a los principales países de reciente incorporación a la UE-25 mostraron un gran dinamismo, así como las realizadas a China y Marruecos, mientras que continuó la debilidad de las exportaciones a los NIC y a Estados Unidos. Atendiendo a la desagregación por grupos de productos, las exportaciones que más avanzaron en el período enero-mayo fueron las de bienes de equipo (11%), mientras que las de bienes de consumo se desaceleraron, debido, fundamentalmente, a la desfavorable evolución de las ventas de automóviles y del resto de bienes duraderos; las ventas de bienes intermedios no energéticos experimentaron cierta recuperación en los primeros meses de 2004.

Los ingresos reales por turismo prolongaron, en el primer trimestre de 2004, el ligero avance que venían mostrando desde la segunda mitad del año anterior. Sin embargo, los indicadores turísticos, tanto nominales como reales, que habían reflejado una importante recuperación durante los dos primeros meses del año, se frenaron notablemente a partir del mes de marzo. En el segundo trimestre se ha registrado una acusada debilidad en cuanto a los viajeros extranjeros alojados en hoteles y, especialmente, en relación con sus pernoctaciones, el indicador más próximo al gasto turístico real, que en el conjunto de los seis primeros meses del año han alcanzado tasas interanuales acumuladas del 0,3% y -3,3%, respectivamente. El número de turistas entrados por fronteras, que había mostrado cierta recuperación en mayo, registró un mal comportamiento en junio, situando su crecimiento acumulado en los seis primeros meses del año en el 2,2%. Por países de procedencia, cabe señalar la desaceleración del turismo británico, la atonía del mercado alemán y la intensa recuperación del turismo procedente de Portugal. Es probable que estos datos estén reflejando, en parte, efectos coyunturales relacionados todavía con el impacto de los atentados del 11 de marzo en Madrid y con la adversa climatología en torno a la temporada de Semana Santa. En este contexto, la gradual mejora de la confianza de los consumidores europeos en los últimos meses y las expectativas de reactivación de su demanda interna durante el segundo semestre del año deberían favorecer una próxima recuperación de la demanda turística extranjera. Sin embargo, el retorno a una senda de mayor dinamismo dependerá de la capacidad del sector para fortalecer su posición competitiva, y, en este sentido, el reciente empeoramiento del indicador de clima turístico, que incorpora unas perspectivas negativas de cara a la temporada veraniega, estaría mostrando precisamente la necesidad de avanzar en estos aspectos. Por otra parte, los servicios no relacionados con el turismo prolongaron su comportamiento negativo en el primer trimestre de 2004, aunque con un menor ritmo de caída que en el trimestre anterior, según muestra la evolución del indicador nominal de Balanza de Pagos.

En cuanto a las importaciones, su tasa de aumento se acentuó considerablemente en el primer trimestre, llegando a alcanzar un valor del 7,9%, desde el 4,2% del trimestre anterior. Los datos de Aduanas indican que esta evolución se prolongó en abril y mayo (con un aumento del 6% en los dos meses). El crecimiento ha sido el resultado de un intenso avance de las compras de bienes de consumo no alimenticio y, asimismo, del fuerte crecimiento de los bienes de equipo.

Durante los cinco primeros meses del año las importaciones que registraron un avance más intenso en relación con el promedio del año anterior fueron las compras de bienes de consumo (17,3%) y las de bienes de equipo (14,1%). Finalmente, las importaciones de servicios aumentaron un 0,7%, en términos reales, durante el primer trimestre de 2004, truncando el perfil descendente que habían registrado en la segunda mitad del año precedente. Dentro de ellas, el turismo tuvo un crecimiento muy elevado (20,2%), mientras que las importaciones de servicios no turísticos continuaron descendiendo, aunque ralentizando su ritmo de caída, en línea con el perfil de mejora que mostró el indicador nominal de Balanza de Pagos.

4.2 Producción y empleo

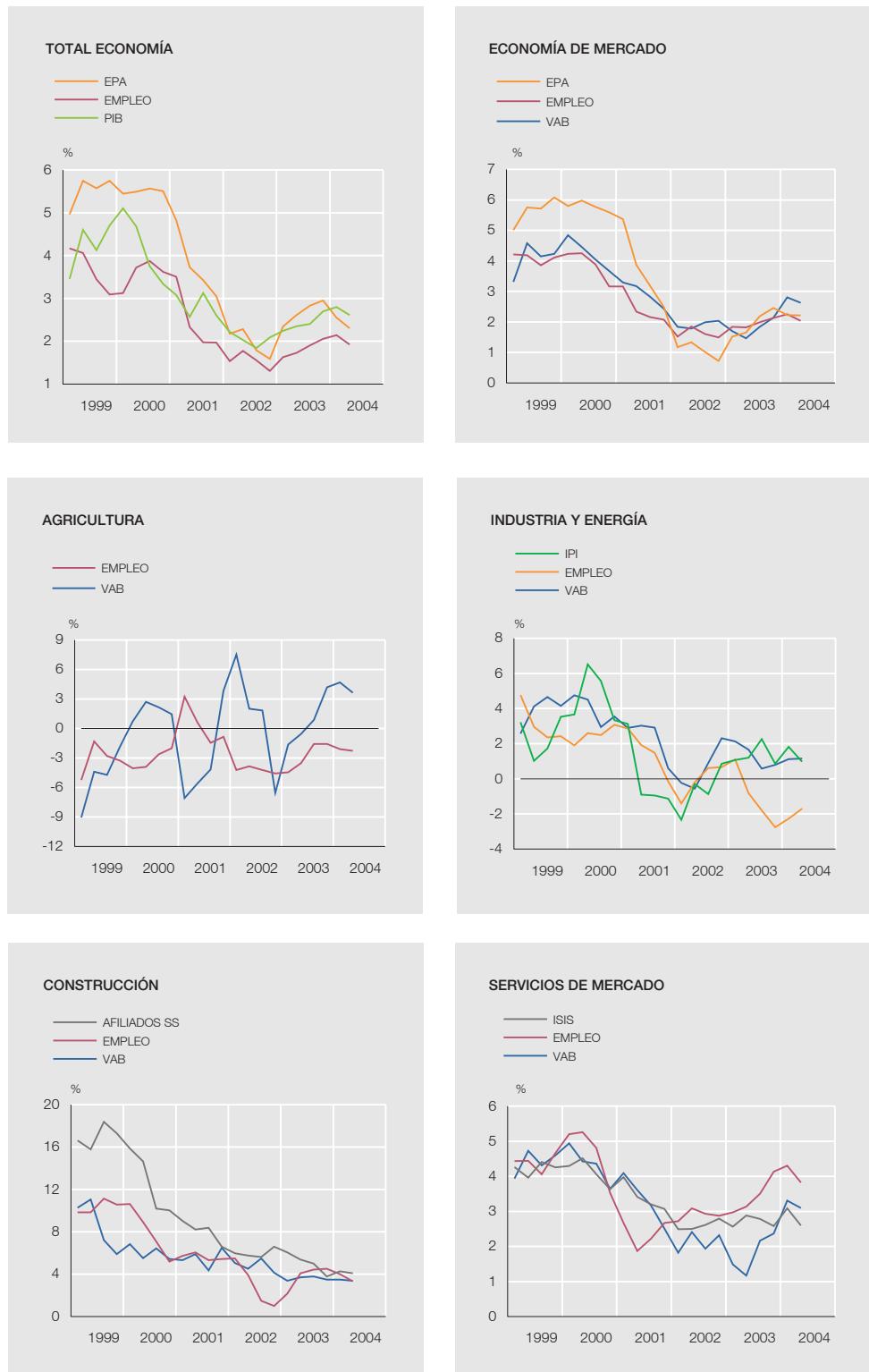
Como se ha señalado al inicio de este epígrafe, en el primer trimestre de 2004 se produjo una recuperación de la actividad en las principales ramas productivas, con la excepción de la construcción; este avance se habría moderado ligeramente en el segundo trimestre del año (véase gráfico 19). Las ramas pesquera y agraria iniciaron el año 2004 con un gran dinamismo, dando continuidad a la senda de aceleración que habían mostrado durante el año 2003. La producción animal se revitalizó en los primeros meses del año, tras la desaceleración registrada en 2003, y también lo hizo la producción vegetal. Las perspectivas en este segundo caso han mejorado sustancialmente desde el informe anterior, dada la abundante pluviosidad registrada en los meses primaverales, sobre todo en abril y mayo, cuando se superó en un 9% el nivel medio histórico; en junio, por el contrario, hubo escasez de lluvias. No obstante, la evolución de los distintos cultivos ha sido dispar: mientras que la campaña de cereales está siendo buena, las frutas han experimentado recortes en su producción, que en algunos casos, como el de la almendra, están siendo muy severos.

La situación de progresiva atonía que caracterizó a la rama de industria y energía desde el segundo trimestre de 2003 se interrumpió en el primer trimestre de 2004, período en el que el valor añadido se aceleró ligeramente, hasta crecer un 1,1% interanual, animado por el mayor empuje de la demanda, tanto interna como externa. Sin embargo, este repunte de la actividad industrial ha tendido a frenarse en el transcurso del segundo trimestre, en un contexto de mayor debilidad de la demanda externa. Aunque el indicador de confianza del sector experimentó una ligera mejoría en el conjunto del segundo trimestre, favorecido por el aumento de la cartera de pedidos, en el mes de junio se observó un deterioro; también el índice de directores de compras retrocedió en los meses más recientes. El IPI, por su parte, tendió a desacelerarse en abril y mayo, registrando un crecimiento interanual inferior al observado en el primer trimestre. A la pérdida de dinamismo de este índice de producción contribuyeron todos sus componentes —tanto la producción de bienes intermedios y de inversión como la de bienes de consumo—, si bien estos mantienen ritmos de crecimiento dispares. La evolución del empleo industrial continuó siendo negativa, aunque el ritmo de descenso ha sido inferior al del primer trimestre.

En los primeros meses de 2004, la actividad constructora mantuvo el dinamismo mostrado en el último trimestre de 2003, con un crecimiento interanual de su valor añadido del 3,5%, de modo que continuó siendo la rama de actividad más dinámica, en línea con la pauta de los últimos años. En el segundo trimestre la construcción habría mantenido un tono próximo al del primero, según la información coyuntural disponible. Aunque los indicadores de consumos intermedios —el consumo aparente de cemento y la producción de materiales para la construcción— se desaceleraron en abril y mayo, esta evolución pudo estar motivada por las abundantes lluvias de esos meses, ya comentadas al hablar de las ramas agrarias, que dificultaron la realización de las obras: de hecho, en opinión de los constructores, las condiciones climatológicas han aumentado su importancia como factor limitativo de la producción. Los indicadores de empleo también se desaceleraron durante la primavera, si bien el paro registrado moderó su crecimiento notablemente en el mes de junio, coincidiendo con el final del período de climatología adversa. Por su parte, el indicador de confianza que publica la Comisión Europea

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 19



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro de trimestre.

se recuperó en el segundo trimestre, mientras que la información proveniente de los indicadores adelantados proyecta una evolución relativamente expansiva para este período.

La actividad en las ramas de los servicios se aceleró en los primeros meses de 2004, continuando el proceso iniciado en el segundo semestre de 2003. El crecimiento interanual estimado por la CNTR para el primer trimestre fue del 3,4%, siete décimas más que en el cuarto trimestre de 2003, resultado de movimientos contrapuestos en sus dos componentes. Los servicios no de mercado se desaceleraron en cuatro décimas porcentuales, de modo que su ritmo de avance quedó en el 3,5%, interrumpiendo con ello la senda de continua aceleración que les caracterizó durante el año 2003. Sin embargo, los servicios de mercado incrementaron su tasa de variación en nueve décimas, alcanzando un crecimiento del 3,3%. No obstante, esta aceleración de la actividad no ha tenido continuidad en el segundo trimestre, a la vista de la información más reciente. El indicador sintético integral para los servicios de mercado (ISIS) registró una pérdida de pulso en ese período, mientras que, en abril y mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social experimentó un ritmo de crecimiento interanual inferior al observado en los tres primeros meses. Únicamente el indicador de confianza del sector ofreció un perfil ascendente entre abril y junio. La desaceleración fue bastante general entre las actividades que componen los servicios de mercado. En la rama de comercio y reparación el dinamismo de la actividad se redujo, según señalarían las afiliaciones a la Seguridad Social y el índice de ventas del comercio al por menor. La rama de hostelería también experimentó una pérdida de dinamismo, que quedó reflejada en la desaceleración de los afiliados y en los indicadores de turismo, que ya se han mencionado. En cambio, las ramas de transporte, almacenamiento y comunicaciones dieron síntomas de un cierto impulso en el segundo trimestre, como apuntan los indicadores de transporte de viajeros. Por último, las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales mantuvieron el dinamismo alcanzado tres meses antes, según se desprende de las afiliaciones a la Seguridad Social, que aumentaron también en el sector de informática e I+D.

Como es sabido, el empleo estabilizó su tasa de crecimiento durante el primer trimestre de 2004, en el 2,1% —en términos de puestos de trabajo equivalentes—, interrumpiendo, así, la senda de aceleración observada durante el año 2003. En consecuencia, la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía creció un 0,6%, en línea con el incremento registrado en 2003. En la economía de mercado el ritmo de avance de los ocupados se incrementó ligeramente en el primer trimestre, lo que, no obstante, fue compatible con una recuperación de la productividad, que avanzó un 0,5% interanual, debido a la aceleración del valor añadido bruto. El sostenimiento del empleo que recogen las cifras de la CNTR en el primer trimestre de 2004 no se corresponde, sin embargo, con la evolución de los ocupados de la Encuesta de Población Activa (EPA), cuyo ritmo de avance se situó en el 2,6%, cuatro décimas por debajo del registrado en el último trimestre de 2003; por el contrario, las afiliaciones a la Seguridad Social sí mantuvieron la tasa de variación de finales de 2003 (2,9%). Una panorámica más amplia de la evolución reciente del mercado de trabajo en España, en comparación con el resto de países europeos, se presenta en el recuadro 3.

A partir de la información disponible, se estima que en el segundo trimestre del año en curso el empleo registró un crecimiento interanual algo inferior al del trimestre precedente, permitiendo una ligera recuperación de las ganancias de productividad, a pesar de la pequeña desaceleración de la actividad. Los resultados de la EPA para el segundo trimestre avalan dicha evolución, ya que según esta encuesta el número de ocupados se incrementó un 2,3% en ese período, tres décimas menos que en el primer trimestre. También las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron una desaceleración en el segundo trimestre, hasta el 2,6%, mientras que la estadística de contratación del INEM mantuvo la aceleración que había registrado el trimestre anterior, con un avance interanual próximo al 14%.

En este recuadro se realiza un análisis de la evolución reciente del mercado de trabajo en España, en comparación con el resto de países europeos, a partir de los resultados de la encuesta de fuerza laboral (EFL), y completa, con datos actualizados del año 2003, el artículo sobre este tema publicado en el Boletín de este mismo mes del pasado año. En primer lugar, se describe el comportamiento relativo que España ha mostrado en términos de las tasas de actividad, ocupación y desempleo frente al agregado de los países de la Unión Europea (UE)¹ y, en segundo lugar, se analizan algunas de las principales diferencias que España mantiene con los países de su entorno, en cuanto a las características del empleo.

Entre 1997 y 2002 España estrechó el diferencial que mantenía con el resto de países de la Unión Europea en términos de tasas de actividad, de ocupación y paro, especialmente en este último caso². Así, las brechas negativas que mantenía en 1997 en términos de la tasa de actividad y ocupación, de 6,2 pp y 12,5 pp, respectivamente, se redujeron hasta los 4,2 pp y 6,5 pp en 2002. En relación con la tasa de desempleo, el diferencial positivo era de 11,2 pp en 1997, mientras que en 2002 se había reducido a 3,8 pp. La evolución del mercado de trabajo en España durante 2003 ha permitido mantener este proceso de convergencia y estrechar algo más estos diferenciales. Debe tenerse en cuenta que, en 2003, los mercados de trabajo eu-

ropeos se vieron afectados por la debilidad de la actividad económica y la creación de empleo fue prácticamente nula, mientras que en España tuvo lugar un repunte en la creación de empleo, tras la desaceleración observada en 2002.

Durante el pasado año, la tasa de ocupación se elevó 1,2 pp en España, hasta el 59,6% de la población en edad de trabajar, mientras que en la UE se estabilizó en el 64,9%. Dado que la tasa de ocupación se puede descomponer en el producto de la tasa de actividad y la inversa de la tasa de desempleo, estas estadísticas muestran que dicha evolución fue el resultado, principalmente, del mayor crecimiento de la tasa de actividad en España durante este año, aunque también se observó un menor crecimiento de la tasa de desempleo. En concreto, durante 2003 la tasa de actividad creció 1,3 pp en España, hasta el 67,1%, mientras que en la UE dicha ratio se elevó en 0,4 pp, hasta el 70,4%, reduciéndose así el diferencial hasta los 3,3 pp. Por su parte, la tasa de desempleo creció muy levemente en España (0,1 pp, hasta el 11,2%), mientras que se observó un peor comportamiento en el resto de países de la UE, con un crecimiento de 0,4 pp, hasta el 7,7%. Esta evolución contrasta con lo ocurrido en el año 2002, cuando el desempleo creció en España, por primera vez desde 1997, en mayor medida que en el resto de países europeos.

Por colectivos, la aproximación entre las tasas de ocupación, observada en 2003, tuvo lugar con más intensidad entre las mujeres y los más jóvenes, aunque el mejor comportamiento relativo en España fue bastante generalizado. En concreto, entre las mujeres, aunque se mantiene una brecha negativa de 11,4 pp en la tasa de ocupación, durante 2003 esta se redujo en 1,6 pp, fruto tanto del mayor aumento de la tasa de actividad femenina como del mejor compor-

EVOLUCIÓN DEL MERCADO LABORAL EN ESPAÑA Y LA UE (a)

	1997	2002	2003		1997	2002	2003
Tasa de ocupación (%)				Tasa de actividad (%)			
España	49,1	58,4	59,6	España	62,1	65,8	67,1
UE sin España	61,6	64,9	64,9	UE sin España	68,3	70,0	70,4
Tasa de ocupación femenina (%)				Tasa de paro (%)			
España	34,4	44,0	45,9	España	21,0	11,1	11,2
UE sin España	52,5	57,0	57,3	UE sin España	9,8	7,3	7,7
Tasa de ocupación masculina (%)				Incidencia del PLD (%)			
España	64,0	72,8	73,1	España	51,8	34,3	33,9
UE sin España	70,8	72,9	72,5	UE sin España (b)	47,8	41,2	42,6
Tasa de ocupación menores de 30 años (%)				Ratio de temporalidad (%)			
España	36,9	47,7	48,6	España	33,7	31,2	30,6
UE sin España	50,7	53,2	52,1	UE sin España	10,3	11,1	10,8
Tasa de ocupación entre 30 y 44 años (%)				Ratio de temporalidad, menores de 30 años (%)			
España	64,4	72,9	73,9	España	75,3	64,8	63,8
UE sin España	77,5	80,1	80,0	UE sin España	32,0	34,8	34,8
Tasa de ocupación de 45 años o más (%)				Ratio de parcialidad (%)			
España	47,0	53,5	54,6	España	8,0	7,9	8,1
UE sin España	56,0	59,6	60,5	UE sin España	17,3	18,8	19,4

Fuente: EUROSTAT.

a. Encuesta de fuerza laboral. Población de entre 15 y 64 años, salvo que se indique lo contrario.

b. No incluye Holanda.

tamiento relativo del desempleo en España. Entre los hombres, cabe destacar que en 2003 la tasa de ocupación se situó en el 73,1%, 0,6 pp por encima de la media del resto de países comunitarios. Por edades, entre los menores de 30 años el diferencial en la tasa de ocupación se situó en el año 2003 en los 3,5 pp, 2 puntos menos que el año anterior. Sin embargo, esta brecha se estrechó de forma muy modesta entre los trabajadores de más edad, mayores de 45 años, para los que la tasa de ocupación se situó en el 54,6%, 5,9 pp por debajo de la media comunitaria, dando lugar a un recorte del diferencial de solo 0,2 pp. Esta escasa mejora relativa refleja los progresos obtenidos en el resto de países europeos en este colectivo, ya que fue el grupo de edad cuya tasa de ocupación aumentó el pasado año.

Con respecto a la incidencia del paro de larga duración (proporción de desempleados que llevan más de un año en paro), en 2003 se observó una nueva reducción en España, que mantuvo así la tendencia mostrada desde 1997. Dicha evolución permitió situar esta ratio en el 33,9% de los desempleados, 8,7 pp por debajo de la media comunitaria. Las políticas de fomento del empleo indefinido están teniendo al colectivo de parados de larga duración como uno de los principales beneficiarios de las mismas, lo que parece haber

incidido notablemente en la reducción de su peso dentro del total de desempleados.

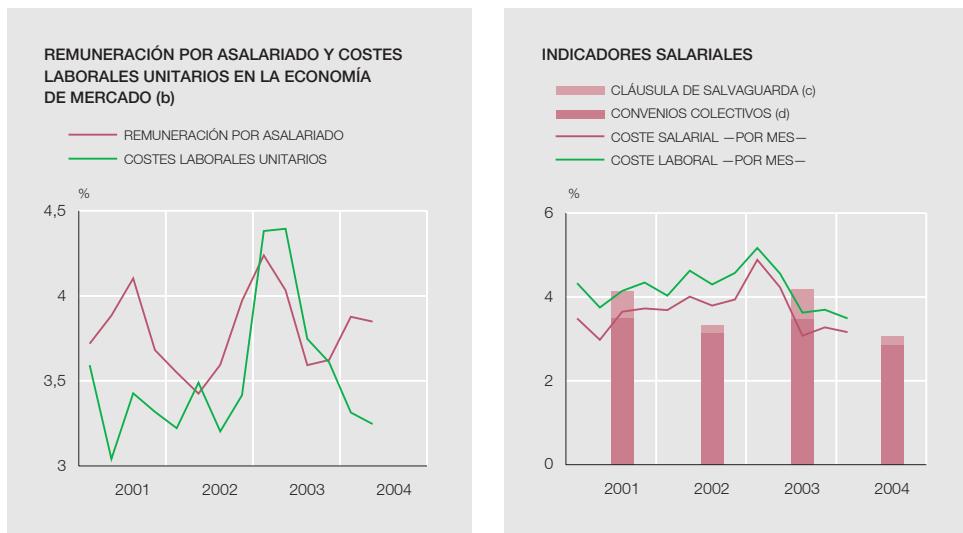
Finalmente, en cuanto a las características más relevantes de los puestos de trabajo, en el año 2003 se ampliaron las diferencias entre España y el resto de países comunitarios en cuanto al peso del empleo a jornada parcial, y se produjo un nuevo, aunque leve (0,3 pp), acercamiento en materia de temporalidad. No obstante, las diferencias son todavía muy elevadas en esta materia y la ratio de temporalidad en España prácticamente triplica la media del resto de países europeos. El acercamiento observado en 2003 fue fruto de la reducción que tuvo lugar en España dentro del colectivo con mayores tasas de eventualidad, los jóvenes menores de 30 años, al reducirse la ratio en un punto en España, mientras que en la UE aumentó ligeramente. En cualquier caso, para esa franja de edades la brecha se cifró en el último año en 29 pp. En cuanto al empleo a tiempo parcial, siguió sin despegar en España, ya que, aunque aumentó en dos décimas en 2003, su peso en el total de la ocupación (8,1%) es prácticamente idéntico al que presentaba en 1997. En términos comparados, como en este año la ratio de parcialidad en el resto de países comunitarios experimentó un alza de 0,6 pp, el diferencial con nuestro país volvió a incrementarse ligeramente, hasta los 11,3 pp.

Por ramas de actividad, los datos de las cuentas nacionales del primer trimestre marcaron, en algunos casos, una interrupción de las tendencias que venían presentando anteriormente (véase gráfico 19). Así, el empleo industrial continuó cayendo, pero moderó la intensidad de su descenso, hasta el -2,3%, beneficiándose de la evolución algo más positiva del valor añadido; en el segundo trimestre, según la EPA, la caída del empleo industrial siguió moderándose. En la construcción, el empleo acabó reflejando la ralentización de la actividad observada a finales de 2003, rebajando en medio punto su tasa de variación interanual, que se situó en el 4% en los primeros meses de 2004; esta tendencia se prolongó en el segundo trimestre. En la agricultura, por su parte, el ritmo de descenso de los ocupados se intensificó a lo largo de la primera mitad de 2004. Por último, en el conjunto de ramas terciarias el empleo creció a un ritmo del 3,5% en el primer trimestre, por encima del aumento registrado en el período precedente. La evolución no fue homogénea entre los servicios de mercado y los de no mercado: en los primeros, la ocupación prolongó la senda de recuperación del año 2003, con un aumento interanual del 4,3%, mientras que en los servicios no de mercado se produjo un pequeño recorte de la tasa de variación (1,7%). Durante el segundo trimestre, el empleo en los servicios se desaceleró.

En cuanto al empleo asalariado, su modesta desaceleración del primer trimestre —al crecer un 2,4%— resultó similar a la recogida por la EPA, aunque con menor intensidad. El no asalariado, en cambio, alcanzó tasas de variación positivas (1%), tras haber caído los dos años anteriores. Estas tendencias contrapuestas se observaron también en el segundo trimestre, según la EPA. Atendiendo a la duración del contrato, la desaceleración del empleo por cuenta ajena se trasladó tanto al colectivo de empleados con contrato fijo como a los que cuentan con un contrato temporal. La tasa de variación interanual de estos últimos fue un 1,4%, casi un punto por debajo del avance del primer trimestre. El número de trabajadores con contrato indefinido creció, a su vez, un 2,6%, lo que supone un recorte de cuatro décimas respecto al

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS Y COSTES LABORALES (a)

GRÁFICO 20



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y Banco de España.

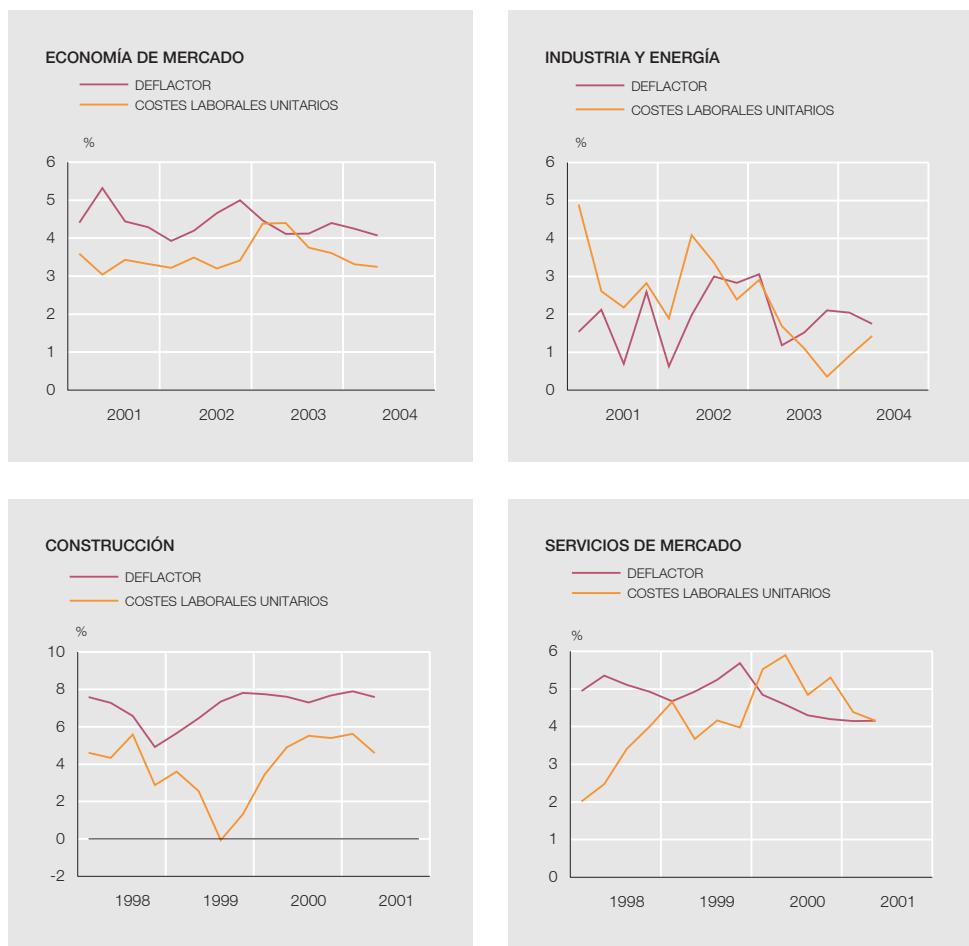
- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- d. Incremento acumulado.

trimestre anterior. Como resultado de ello, la ratio de temporalidad registró un descenso de dos décimas en relación con el segundo trimestre de 2003, situándose en el 30,4% entre abril y junio de 2004. La información de contratos del INEM coincide parcialmente con la anterior, pues muestra que, en el segundo trimestre, aumentaron tanto la contratación indefinida como la de duración determinada, lo que fue compatible con un mayor peso de los contratos indefinidos en el total. Sin embargo, la menor proporción de contratos temporales no se tradujo en un descenso de la rotación laboral; ello podría estar reflejando un acortamiento en la duración efectiva de los contratos de duración indeterminada.

La población activa registró una desaceleración en los dos primeros trimestres de 2004, aunque continuó manteniendo un crecimiento elevado. En términos interanuales creció un 2,1% entre abril y junio, una décima menos que en el trimestre anterior y cinco por debajo del crecimiento alcanzado en 2003. En consecuencia, la tasa de actividad moderó su ritmo de avance durante el primer semestre, situándose en el 55,7%, tasa que, en cualquier caso, es ocho décimas superior al nivel del año anterior. La tasa de actividad calculada sobre la población menor de 65 años presentó una evolución similar, estabilizándose en el 69%. En el colectivo de mujeres, la tasa de participación se situó en el 44,5% y volvió a registrar un mejor comportamiento relativo que la masculina, aunque con una apreciable moderación en su ritmo de avance. Entre los hombres, la tasa de participación creció de forma más moderada, situándose en el 67,6%. Finalmente, dada la evolución de la población activa y del empleo, la tasa de desempleo se situó en el 10,9%, dos décimas por debajo de la correspondiente a la primavera de 2003, suavizando así su descenso interanual. De hecho, el número de desempleados creció un 0,4% en relación con su nivel de un año antes. El paro registrado en las oficinas del INEM experimentó una aceleración en el segundo trimestre, mostrando un crecimiento interanual del 2,4%, si bien los datos de junio han supuesto una moderación importante del crecimiento del número de parados.

4.3 Costes y precios

Con datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2004 el crecimiento del coste laboral por unidad de valor añadido se mantuvo estable en el 3,5%, en el conjunto de la economía. Esta evolución fue el resultado de un aumento del 4,2% de la remuneración por asalariado, similar



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

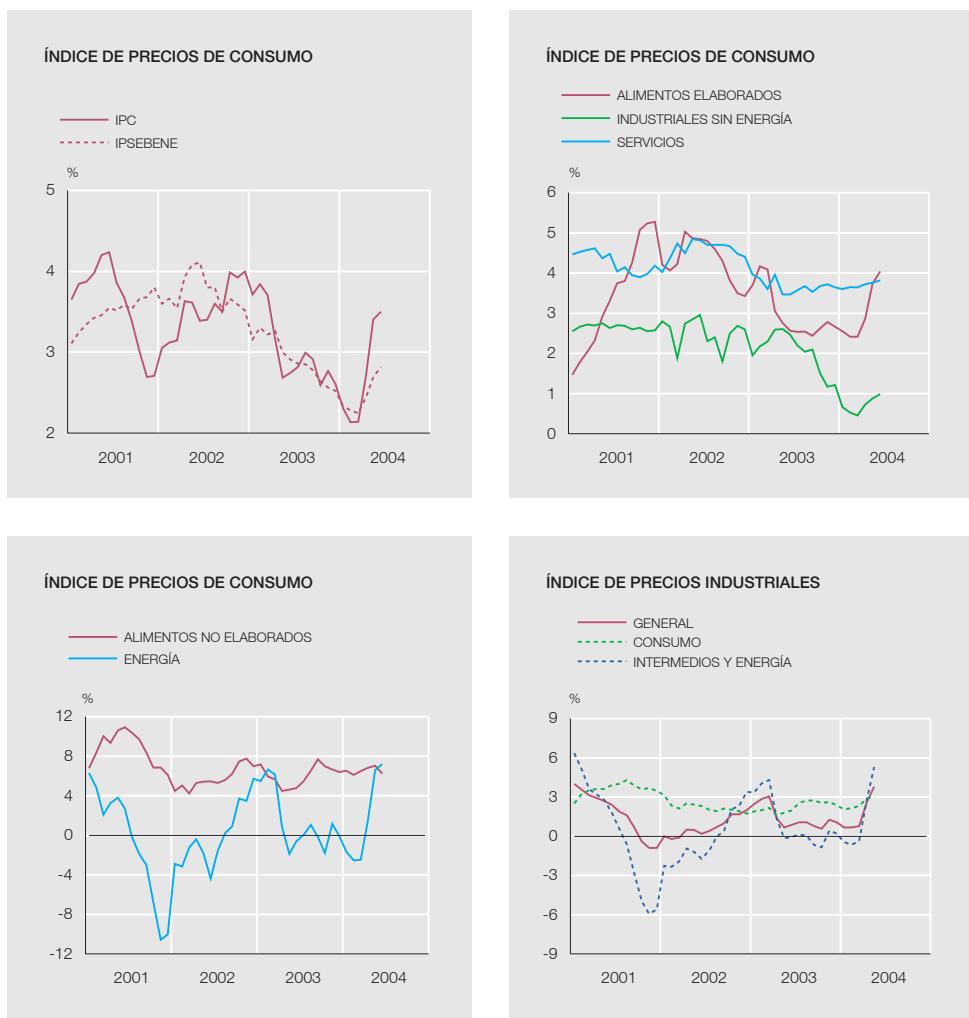
a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

al del trimestre precedente, y un avance de la productividad —calculada sobre el PIB— de la misma magnitud que en los tres últimos meses de 2003 (0,6%). En la economía de mercado, sin embargo, el coste laboral unitario se desaceleró al comienzo de 2004, pues la recuperación de la productividad aparente del trabajo compensó plenamente la aceleración que, según la CNTR, experimentó la remuneración por asalariado (véase gráfico 20). En el segundo trimestre, se estima que el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios en la economía de mercado continuó reduciéndose, favorecido por un nuevo avance de la productividad aparente del trabajo y, posiblemente, por una cierta flexión a la baja en el crecimiento de la remuneración.

En la información procedente de la encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) se aprecian algunos rasgos diferenciados. De acuerdo con esta encuesta, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó el 3,5% en el primer trimestre de 2004, dos décimas porcentuales menos que en el trimestre anterior. Este resultado afectó tanto al componente salarial como al resto de los costes, de modo que se mantiene la diferencia entre las tasas de crecimiento de ambas partidas: 3,2% y 4,4%, respectivamente. Por ramas de actividad, los costes laborales se desaceleraron tanto en la construcción como en los servicios de mercado, al crecer un 6% y un 2,9%, respectivamente. En la industria, por el contrario, se observó una aceleración hasta el 4,3%, frente al 3,9% del trimestre anterior.

**INDICADORES DE PRECIOS (a)
España**

GRÁFICO 22



FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Los datos sobre convenios colectivos registrados hasta el pasado 31 de mayo incorporaban un incremento medio de las tarifas salariales del 2,9%, seis décimas menos que el incremento observado en 2003 —antes de incluir las cláusulas de salvaguarda—. Estos convenios afectan ya a más de 4,7 millones de trabajadores, de los cuales la mayoría está sujeta a convenios revisados. En los convenios de nueva firma, cuyo número experimentó un avance en mayo, el crecimiento salarial pactado fue del 3%, dentro de las pautas compatibles con el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, renovado en 2004.

Aunque los costes laborales estabilizaron su crecimiento en el primer trimestre de 2004, el deflactor del PIB —una medida de las presiones internas de costes sobre los precios finales— se desaceleró dos décimas porcentuales, avanzando un 4%, mientras que, en la economía de mercado, el deflactor del valor añadido reducía también su tasa de crecimiento, hasta situarse en el 4,2%. De esta manera, el excedente por unidad de producto en el conjunto de actividades orientadas al mercado continuó ampliándose (véase gráfico 21). Como se aprecia en este gráfico, el comportamiento de los márgenes unitarios sectoriales está siendo desigual. En la industria, se estima que el margen por unidad de producto ha seguido ampliándose en la primera mitad de 2004, si bien con menor intensidad que a finales de 2003,

en un contexto de desaceleración del deflactor del valor añadido y de aceleración del coste laboral unitario. En la construcción, en cambio, el deflactor ha avanzado a un ritmo elevado y estable, prologando así la ampliación del margen unitario. Finalmente, el crecimiento del deflactor y del coste laboral unitario en los servicios de mercado ha tendido a converger, poniendo fin a la etapa de estrechamiento del excedente por unidad de producto, que tuvo lugar en trimestres anteriores.

El deflactor de las importaciones, que, a su vez, recoge las presiones exteriores sobre los precios, mantuvo una evolución moderada en el primer trimestre, reanudando la senda de caídas que le caracterizaron en los meses centrales del pasado año, favorecida por la apreciación del euro; sin embargo, en el segundo trimestre, los precios de importación repuntaron, en un contexto de mayor estabilidad del tipo de cambio y de renovadas tensiones en el mercado de crudo. Por su parte, el deflactor de la demanda final ralentizó su ritmo de avance interanual en el primer trimestre en tres décimas, hasta el 2,9%, acelerándose ligeramente en el segundo trimestre en respuesta a las mayores tensiones de precios exteriores.

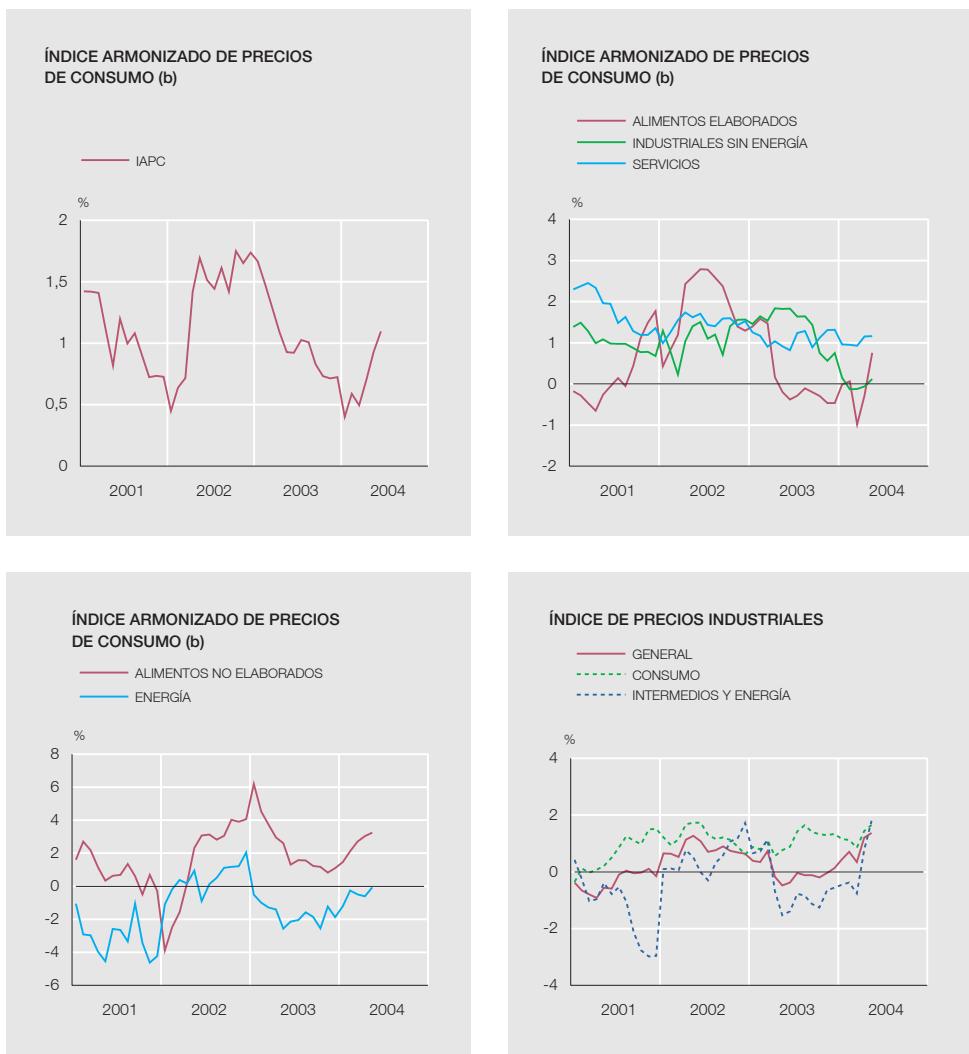
Entre los componentes del deflactor de la demanda final, el deflactor del consumo privado se desaceleró en tres décimas en el primer trimestre del año y avanzó un 2,7%, en tasa interanual, lo que supone un comportamiento menos moderado que el mantenido en ese mismo período por el IPC, principal indicador de estos precios. En efecto, el IPC redujo su ritmo de avance interanual hasta el 2,2%, en el conjunto de los tres primeros meses del año, frente al 2,7% del trimestre anterior. Sin embargo, este indicador retomó una senda de mayor dinamismo en el segundo trimestre del año en curso, durante el que se produjo un acusado aumento de su tasa interanual, que se situó en el 3,5% en junio. Este deterioro fue el resultado del mayor ritmo de avance de los precios de los alimentos y, especialmente, de los precios energéticos (véase gráfico 22). Por ello, la aceleración observada en el IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— fue más moderada que la del índice general, situándose su tasa interanual en el 2,6%, a finales del segundo trimestre, sólo una décima por encima de la registrada en marzo.

Por el contrario, los precios de la energía se aceleraron significativamente; pasaron de una caída interanual del -2,5% en marzo a un incremento del 7,2% en junio, reflejando las tensiones sobre el precio del crudo en los mercados internacionales, que llegó a alcanzar cotizaciones muy cercanas a los 40 dólares por barril. La reducción del precio del gas, al inicio del segundo trimestre del año, apenas pudo compensar el fuerte aumento del precio de los combustibles y carburantes. Por otra parte, el efecto sobre la tasa interanual de estos aumentos resultó amplificado por la comparación con las caídas de los precios energéticos registradas en la primavera del año anterior. También se produjo una aceleración de los precios alimenticios, en especial de los alimentos elaborados, debido, fundamentalmente, al incremento del precio del tabaco y del aceite. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados volvieron a mostrar un comportamiento más dinámico, tras la pausa del primer trimestre, permaneciendo su tasa interanual en un nivel elevado, próximo al 7%. Respecto a los precios de los bienes industriales no energéticos, hay que señalar que elevaron moderadamente su tasa de variación, que se situó en el 1% en junio. También los precios de los servicios registraron una ligera aceleración, aunque en este caso el nivel de la tasa interanual es mucho más elevado, pues quedó situada en el 3,8% en junio.

En línea con el IPC, la inflación española medida por el IAPC repuntó en nueve décimas, en el segundo trimestre del año, que finalizó en el 3,5%. En el conjunto de la UEM el repunte hasta un 2,4%, en tasa interanual, fue de menor cuantía, de modo que se produjo una notable ampliación del diferencial de inflación, que se situó en 1,1 pp, al término del segundo trimestre del año.

INDICADORES DE PRECIOS
Diferenciales con la UEM (a)

GRÁFICO 23



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.

en curso (véase gráfico 23). Este empeoramiento del diferencial de inflación se manifestó de forma generalizada en todos los componentes, siendo mayor la ampliación del diferencial en el caso de los alimentos no elaborados, al haberse acelerado sus precios en España y ralentizado el crecimiento en la UEM. En los casos de la energía y alimentos elaborados, el deterioro del diferencial también fue considerable, convirtiéndose en desfavorable para la economía española, debido a la mayor aceleración de precios en España. Por último, la ampliación del diferencial fue menor en los precios de los bienes no energéticos y en los de los servicios, como resultado de la ligera aceleración observada en España y la estabilidad que presentaron en la UEM.

El crecimiento del índice de precios industriales (IPRI) repuntó de forma acusada a lo largo del segundo trimestre del año, elevándose su tasa de variación interanual hasta el 4% en el mes de junio. Esta aceleración fue debida, en parte, a la desfavorable evolución de los precios de producción de la energía, a lo que hay que añadir un efecto base derivado de las considerables caídas registradas un año antes. En otros componentes se apreció también un notable deterioro, especialmente en los bienes de consumo y en los productos intermedios no energéticos. En la zona del euro, la evolución de los precios de producción resultó desfavorable, aunque

	me y %					Liquidación		
	Liquidación 2003	Variación porcentual 2003/2002	Presupuesto 2004	Variación porcentual 2004/2003	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual	2003 ENE-JUN	2004 ENE-JUN	Variación porcentual 8=7/6
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	
1. Ingresos no financieros	109.655	1,1	110.496	0,8	0,6	48.031	47.670	-0,8
Impuestos directos	56.510	1,8	58.087	2,8	-9,1	20.427	19.337	-5,3
IRPF	32.824	1,7	31.974	-2,6	-13,0	15.742	13.608	-13,6
Sociedades	21.912	2,3	24.109	10,0	...	3.915	4.587	17,2
Otros (a)	1.774	-3,7	2.004	13,0	30,5	770	1.142	48,4
Impuestos indirectos	39.084	2,8	39.836	1,9	3,4	20.948	21.385	2,1
IVA	27.130	5,5	27.490	1,3	3,8	15.352	15.214	-0,9
Especiales	9.787	-5,4	9.996	2,1	-1,3	4.556	4.960	8,9
Otros (b)	2.167	10,6	2.350	8,4	18,1	1.040	1.211	16,4
Otros ingresos	14.061	-5,6	12.573	-10,6	23,3	6.656	6.948	4,4
2. Pagos no financieros	113.787	2,4	117.260	3,1	-1,1	54.924	54.407	-0,9
Personal	18.450	5,1	19.486	5,6	4,1	9.186	9.511	3,5
Compras	2.996	5,4	2.740	-8,6	49,0	1.351	1.789	32,4
Intereses	19.788	4,9	19.047	-3,7	-20,7	9.491	7.638	-19,5
Transferencias corrientes	58.078	-0,4	58.859	1,3	6,2	28.526	29.123	2,1
Fondo de contingencia	...	...	2.345	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.535	7,0	7.611	1,0	-9,0	3.374	3.310	-1,9
Transferencias de capital	6.940	7,5	7.172	3,3	6,2	2.996	3.036	1,3
3. Saldo de caja (3=1-2)	-4.132	...	-6.764	...	...	-6.892	-6.737	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Ingresos no financieros	110.449	1,9	...	...	-4,5	49.280	48.007	-2,6
Pagos no financieros	112.566	0,7	...	...	5,0	52.068	53.174	2,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-2.117	...	-3.470	...	...	-2.788	-5.167	...

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.

con menor intensidad. La tasa de variación interanual del índice general se elevó hasta el 2,4% en el mes de mayo, desde el crecimiento nulo que experimentó en febrero. Por otra parte, el indicador de precios en origen de los alimentos frescos mostró cierto deterioro en el segundo trimestre del año, respecto a los tres meses anteriores. Por último, los precios hoteleros se mantuvieron relativamente moderados, situando su tasa interanual en el 1,1% en junio.

4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de junio de 2004, elaboradas con la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran un déficit de 5.167 millones de euros (un 0,7% del PIB), frente a los 2.788 millones de euros (un 0,4% del PIB) registrados en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). En el recuadro 4 se comenta la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social. Los ingresos atenuaron su caída en el segundo trimestre, que en términos acumulados se situó en el 2,6%, mientras que los gastos se desaceleraron y acabaron la primera mitad del año con un crecimiento del 2,1%. Hay que señalar, sin embargo, que las comparaciones con las cifras de 2003 se encuentran condicionadas por algunas circunstancias que afectan de manera distinta a ambos años. Por un lado, en el primer semestre de 2004 se produjo un importante adelanto de las devoluciones tanto del IVA como del IRPF. Por otro lado, y respecto a este último impuesto, hay que señalar

que las retenciones del trabajo se vieron afectadas por la modificación del calendario de ingresos procedentes de las Administraciones Públicas y por el hecho de que la rebaja motivada por la reforma del impuesto no incidió sobre la recaudación de los dos primeros meses del año 2003.

En cuanto a los datos de caja, correspondientes a la ejecución presupuestaria del Estado en la primera mitad de 2004, muestran un ligero descenso del déficit, que quedó situado en 6.737 millones de euros, frente a los 6.892 millones de euros de déficit acumulado en el período enero-junio de 2003. Esta reducción del déficit de caja contrasta con el aumento presupuestado para el conjunto del año y se debió a que los gastos disminuyeron algo más que los ingresos. Por otra parte, la diferente evolución del saldo en términos de caja respecto a la registrada con la metodología de la Contabilidad Nacional responde principalmente al ajuste debido al diferente criterio de contabilización de los intereses pagados.

Por el lado de los ingresos, y dada la cesión parcial de algunos impuestos a las Administraciones Territoriales, el análisis de la ejecución de caja que se realiza a continuación tiene en cuenta la totalidad de la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales, cifras que, sin embargo, no están incluidas en el cuadro 3. Así, en términos agregados, el IRPF disminuyó un 5,3% en el primer semestre con respecto al mismo período del año anterior. Esta caída, afectada por la última reforma del impuesto y, probablemente, por un mayor volumen de devoluciones, resultó algo menor que la observada en el primer trimestre, al diluirse los efectos de calendario en relación con las retenciones del trabajo. Por el contrario, la recaudación del impuesto de sociedades experimentó un gran dinamismo hasta junio. Los impuestos indirectos, por su parte, mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al del primer trimestre, aunque con una evolución divergente entre sus principales componentes. El IVA se desaceleró significativamente en el segundo trimestre y creció por debajo de la previsión presupuestaria, debido a su componente de operaciones interiores, mientras que los impuestos especiales se aceleraron hasta alcanzar un crecimiento muy superior al presupuestado, destacando el del impuesto sobre labores del tabaco. Cabe añadir, finalmente, que los ingresos no impositivos registraron una notable desaceleración respecto al primer trimestre, debido a las transferencias recibidas, si bien su evolución sigue sostenida por el fuerte incremento de los recursos procedentes de los fondos de la UE.

Por el lado del gasto, se mantiene en el primer semestre la caída con respecto al mismo período del año anterior. Dicha reducción del gasto se debió fundamentalmente al capítulo de pagos por intereses que, como consecuencia del calendario de vencimientos de la deuda pública, disminuyó un 19,5% hasta junio (véase cuadro 3). Por el contrario, los capítulos de transferencias corrientes y, sobre todo, compras, pese a haberse desacelerado en el segundo trimestre, continúan registrando tasas de variación superiores a las presupuestadas. Por su parte, los gastos de personal y las transferencias de capital también registraron una desaceleración y sus tasas de crecimiento resultan muy moderadas. Finalmente, las inversiones reales atenuaron su caída en los últimos meses, acercándose a la previsión presupuestaria.

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

En el primer cuatrimestre de 2004 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 7.016 millones de euros, superior en 3.120 millones de euros al observado en el mismo período del ejercicio anterior (véase cuadro 4). Este resultado se explica, fundamentalmente, por el notable deterioro del déficit por cuenta corriente, que ascendió a 8.740 millones de euros, y, en menor medida, por la disminución que experimentó el superávit de las operaciones de capital. La desfavorable evolución de la cuenta corriente vino determinada por el fuerte incremento del déficit de mercancías y la disminución del superávit

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.871 millones de euros hasta abril de 2004, superior en 619 millones de euros (un 9,9%) al registrado en el mismo período del año precedente, y en contraste con el descenso del 9,7% del superávit previsto en el presupuesto inicial del 2004 (véase cuadro adjunto). Este resultado se debió a que los ingresos crecieron más que los pagos y que lo previsto en el presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales se incrementaron un 7,2% hasta abril. Este ritmo de crecimiento durante el primer cuatrimestre del presente año supone una cierta desaceleración respecto a la evolución seguida a lo largo del año 2003, a pesar del aumento de tipos en algunos regímenes especiales para financiar la mayor cobertura de la incapacidad temporal. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,8% hasta junio de 2004, solo ligeramente por debajo del 3% de crecimiento registrado en los dos años anteriores.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró hasta abril un ritmo de crecimiento del 6,4%, inferior al presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones

contributivas siguió una evolución muy moderada, con un incremento del 0,8% hasta abril, ligeramente por debajo de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal experimentó un aumento del 13,1% en este primer cuatrimestre.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 7,5% en enero, por encima del 6,6% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 7% en enero, frente al 21,4% que establecía la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del INEM destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 9,1% hasta junio de 2004, frente al incremento del 5,9% en el conjunto del año 2003. Esta evolución vendría determinada por un incremento de la tasa de cobertura, que se situó en el 73,4% en abril, bastante por encima del nivel con que terminó 2003. Por lo tanto, el número de beneficiarios creció un 6% en el primer cuatrimestre de 2004, frente al 3,2% de crecimiento medio en el año anterior, mientras que el paro registrado aumentó un 2,7% hasta junio de 2004, prácticamente igual que en el promedio del año 2003.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a comunidades autónomas (b)

Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

me y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2003 1	2004 2	% variación 3=2/1	2003 4	2004 5	% variación 6=5/4
1 Ingresos no financieros	77.096	82.221	6,6	26.900	28.895	7,4
Cotizaciones sociales (c)	72.174	76.753	6,3	25.130	26.932	7,2
Transferencias corrientes	4.294	4.672	8,8	1.566	1.688	7,8
Otros (d)	628	797	26,8	204	275	34,7
2 Pagos no financieros	73.187	78.691	7,5	20.648	22.024	6,7
Personal	1.811	1.907	5,3	550	579	5,2
Gastos en bienes y servicios	1.403	1.497	6,7	348	370	6,2
Transferencias corrientes	69.525	74.775	7,6	19.711	21.027	6,7
Prestaciones	69.524	74.774	7,6	19.710	21.026	6,7
Pensiones contributivas	60.024	64.307	7,1	16.911	17.999	6,4
Incapacidad temporal	4.623	5.312	14,9	1.376	1.556	13,1
Resto	4.877	5.155	5,7	1.423	1.471	3,4
Resto transferencias corrientes	1	1	-8,1	0	0	—
Otros (e)	448	512	14,3	39	48	25,2
3 Saldo no financiero	3.909	3.530	-9,7	6.252	6.871	9,9

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

		Millones de euros	
		ENERO-ABRIL	
		2003	2004
INGRESOS	Cuenta corriente	80.365	82.340
	Mercancías	47.052	48.393
	Servicios	19.346	19.460
	<i>Turismo</i>	9.353	9.569
	<i>Otros servicios</i>	9.993	9.891
	Rentas	7.316	7.525
	Transferencias corrientes	6.651	6.961
	Cuenta de capital	2.220	1.969
Cuentas corriente + capital		82.585	84.309
PAGOS	Cuenta corriente	86.128	91.079
	Mercancías	57.439	62.005
	Servicios	13.093	13.859
	<i>Turismo</i>	2.015	2.430
	<i>Otros servicios</i>	11.077	11.428
	Rentas	10.554	9.966
	Transferencias corrientes	5.043	5.250
	Cuenta de capital	352	245
Cuentas corriente + capital		86.480	91.324
SALDOS	Cuenta corriente	-5.763	-8.740
	Mercancías	-10.387	-13.612
	Servicios	6.253	5.602
	<i>Turismo</i>	7.338	7.138
	<i>Otros servicios</i>	-1.085	-1.537
	Rentas	-3.237	-2.441
	Transferencias corrientes	1.609	1.712
	Cuenta de capital	1.868	1.724
Cuentas corriente + capital		-3.895	-7.016

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

de servicios. La reducción del saldo negativo en la balanza de rentas y la ligera mejora del superávit por transferencias corrientes apenas compensaron el deterioro del resto de componentes de la balanza por cuenta corriente.

En el período enero-abril de 2004, el déficit de la balanza comercial se amplió en 3.224 millones de euros respecto al nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, situándose en 13.612 millones de euros. En tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 31%, retomando el perfil de intenso deterioro que le había caracterizado durante los tres primeros trimestres del ejercicio anterior. El vigor que mostraron los flujos reales de importaciones en los cuatro primeros meses de 2004, muy superior al experimentado por el volumen de exportaciones, y el ligero empeoramiento que reflejó la relación real de intercambio explican esta desfavorable evolución del desequilibrio comercial.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en los cuatro primeros meses del año se situó en 5.602 millones de euros, 651 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior. Este empeoramiento se tradujo en un descenso interanual del 10,4%, que se explica por el retroceso del 2,7% que experimentó el superávit turístico, así como por el deterioro

del 41,7% registrado por el déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos frenaron en marzo y abril la reactivación de los primeros meses del año, de modo que redujeron su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,3%, en el conjunto del primer cuatrimestre, en línea con la desfavorable evolución que presentaron tanto los turistas entrados por fronteras como, especialmente, las pernoctaciones hoteleras. Por su parte, los pagos turísticos repuntaron hasta el 20,6%, en el conjunto del primer cuatrimestre de 2004, intensificando su perfil de aceleración, en un contexto de mejora de la confianza de los consumidores españoles y de apreciación del euro.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 2.441 millones de euros, en el conjunto de los cuatro primeros meses de 2004, experimentando una corrección de 796 millones de euros en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. Los ingresos aumentaron un 2,9%, debido al dinamismo de los correspondientes al sector privado no financiero, mientras que continuaron disminuyendo en el resto de sectores, afectados por el descenso de los beneficios de las inversiones en el exterior, así como por el propio recorte de las inversiones que ha tenido lugar en los años recientes. Los pagos, por su parte, se redujeron un 5,6%, debido a la evolución decreciente de los realizados por el sector privado no financiero, en línea con la menor captación de inversiones directas procedentes del exterior que viene observándose desde el año anterior.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.712 millones de euros, en el período enero-abril de 2004, lo que supone un aumento de 103 millones de euros en relación con el nivel observado en el mismo período de 2003. Los ingresos aumentaron un 4,7%, fruto del incremento que experimentaron los flujos recibidos por el sector público, especialmente los procedentes de la UE, en concepto de Fondo Social Europeo, mientras que los fondos comunitarios dirigidos al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía mostraron un ligero descenso. Los pagos, por su parte, crecieron un 4,1%, debido al aumento de los destinados a las arcas comunitarias en concepto de Recurso PNB y de Recursos propios tradicionales, y al vigor que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.724 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2004, 144 millones por debajo del observado en igual período del año anterior. Este deterioro (caída del 7,7%, en tasas interanuales) se explica por el retroceso que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE en concepto de FEDER, los cuales suelen mostrar retrasos en los primeros meses del año. No obstante, se produjeron aumentos en las transferencias comunitarias destinadas al FEOGA-Orientación y al Fondo de Cohesión.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

Durante el segundo trimestre de 2004, la evolución de las condiciones de financiación del sector privado vino condicionada, en primer lugar, por el comportamiento de los tipos de interés del mercado monetario del área del euro y de la deuda pública, que registraron ascensos moderados. Así, el EURIBOR a un año aumentó 34 pb y las rentabilidades de los bonos españoles a diez años lo hicieron en una cuantía similar (38 pb). Esto determinó que, a pesar de la ligera reducción observada en las primas de riesgo crediticio (véase gráfico 24), se produjera un cierto ascenso de los costes de financiación con valores de renta fija de las empresas no financieras, que no obstante continúan en niveles relativamente reducidos. Por su parte, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a hogares y sociedades no mostraron variaciones significativas.

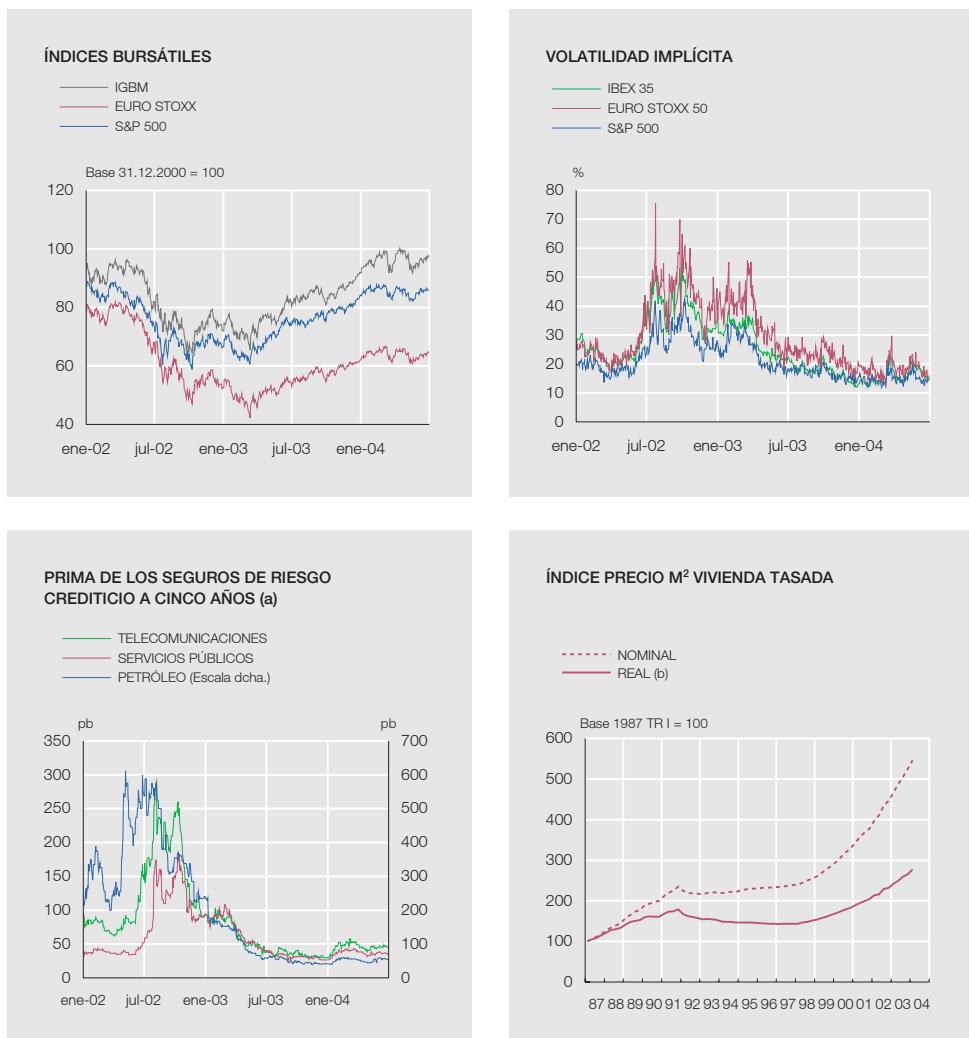
En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, se observaron, durante el mes de mayo, descensos en las cotizaciones y aumentos en las volatilidades, fenómeno que estuvo ligado a la evolución alcista del precio del petróleo. No obstante, estos movimientos se corrigieron posteriormente, de forma que, a finales de junio, los principales índices se situaban en niveles ligeramente superiores a los del final del primer trimestre, al tiempo que las volatilidades habían recuperado los registros de dicho período. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) acumulaba en el primer semestre una revalorización del 5,3%, por encima de la que mostraban el EURO STOXX amplio de las bolsas del área del euro (3,7%) y el S&P 500 de los mercados norteamericanos (2,6%). Desde comienzos del mes de julio y hasta la fecha de cierre de este artículo, sin embargo, se vienen registrando retrocesos en los tres índices.

Por otra parte, en el mercado de la vivienda los precios siguieron aumentando a un ritmo elevado durante el primer trimestre de 2004, aunque experimentaron una ligera desaceleración que situó su tasa de crecimiento interanual en el 17,2%. Esta suave moderación se observó tanto en las viviendas nuevas como en las usadas y fue más significativa en el caso de las primeras (casi un punto y medio porcentual).

En este contexto, la financiación a empresas y familias mantuvo durante el primer trimestre del año elevados ritmos de expansión y, de hecho, la concedida a hogares se aceleró. Los fondos continuaron dirigiéndose principalmente a financiar la actividad del sector inmobiliario. Así, los préstamos para la adquisición de vivienda alcanzaron en marzo una tasa interanual cercana al 23% y el avance anual de los destinados a la promoción inmobiliaria se situó en torno al 40%. La información provisional para el segundo trimestre de 2004 apunta a un sostenimiento de las tasas de avance de los créditos obtenidos por los hogares y las sociedades.

El continuado recurso a la financiación ajena por parte de las familias determinó nuevos ascensos de sus ratios de endeudamiento. En línea con este aumento, se registró, por segundo trimestre consecutivo, un incremento de la carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) del sector. Además, aunque su ahorro financiero se recuperó ligeramente, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 1% del PIB, el ahorro no destinado al servicio de la deuda se mantuvo en niveles muy reducidos. Por otra parte, su riqueza neta aumentó como resultado del importante avance del precio de los activos inmobiliarios. La información provisional para el segundo trimestre del año apunta a un mantenimiento de estas tendencias.

En el caso de las sociedades, los indicadores de posición financiera mostraron, en términos generales, una evolución favorable. Así, aunque las ratios de endeudamiento agregadas con-



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade y Banco de España.

- a. Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.2003 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. Deflactado con el IPC.

tinuaron aumentando, la carga financiera por intereses se redujo ligeramente y los indicadores sintéticos que miden el impacto de la situación patrimonial sobre la inversión reflejaron una ligera mejoría. Igualmente, la brecha de financiación presentó una nueva reducción y las expectativas de beneficios a largo plazo de las empresas cotizadas empezaron a mostrar signos de recuperación entre abril y junio en la mayoría de sectores.

En conjunto, los indicadores agregados disponibles sobre la posición financiera de empresas y familias sugieren que esta no debe, en principio, actuar como freno en el corto plazo para que la inversión consolide su recuperación y el consumo mantenga su dinamismo. No obstante, algunos desarrollos recientes, relacionados fundamentalmente con los niveles de endeudamiento alcanzados y el notable peso relativo entre las deudas de las contraídas a tipos de interés variables, plantean ciertos riesgos a un horizonte más dilatado. En particular, estos desarrollos han propiciado una mayor vulnerabilidad de las decisiones de gasto ante posibles aumentos en los tipos de interés y, especialmente en el caso de las familias, se han traducido en una reducción del margen para recurrir a incrementos adicionales de la financiación para sustentar nuevas decisiones de gasto.

	% del PIB									
	1999	2000	2001	2002	I TR	II TR	III TR	IV TR	2004	I TR
Economía nacional	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-2,0	-2,3	-2,0	-2,1	
Sociedades no financieras y hogares e IPSFLSH	-0,3	-2,3	-3,4	-3,0	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	
Sociedades no financieras	-2,3	-3,4	-4,5	-4,5	-4,6	-4,0	-4,7	-4,6	-4,8	
Hogares e IPSFLSH	2,0	1,1	1,1	1,5	1,0	0,5	1,1	0,8	1,0	
Instituciones financieras	0,5	0,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5	
Administraciones Públicas	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	

FUENTE: Banco de España.

5.2 El sector de hogares

Pese al comportamiento ligeramente alcista de las rentabilidades en el mercado monetario del área del euro, los tipos de interés crediticios aplicados por las entidades a los hogares mostraron en el segundo trimestre de 2004 reducciones con respecto a los niveles de marzo. En concreto, el coste de los préstamos para adquisición de vivienda alcanzó en mayo el 3,25%, 14 pb por debajo del nivel de marzo, mientras que el de los créditos al consumo y otras finalidades descendió 8 pb, hasta el 6,12%.

Las condiciones holgadas de financiación favorecieron que, nuevamente, los hogares presentasen un elevado recurso a la financiación externa, que incrementó su ritmo de expansión interanual hasta un nivel cercano al 20% durante el primer trimestre de 2004 (véase cuadro 6). La nueva deuda asumida por el sector representó, en términos acumulados de doce meses, el 9,9% del PIB, 0,4 pp más que en el trimestre anterior. Esta evolución resultó de la aceleración del crédito para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento se situó en marzo cercana al 23%, el valor más elevado observado durante los últimos años, y el mantenimiento de la expansión de la financiación dirigida a consumo y otros fines. La información provisional para el segundo trimestre del año apunta a un mantenimiento de este elevado ritmo de avance de la deuda de las familias.

En cuanto a sus decisiones de cartera, la inversión en activos se incrementó en algo más de medio punto porcentual en relación con el PIB, en términos acumulados de doce meses, y alcanzó el 10,9%. Por instrumentos, se observó un cierto desplazamiento hacia los activos más arriesgados. Así, la inversión en acciones aumentó y se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 0,9% del PIB. También la inversión en FIM mantuvo una tendencia ascendente, hasta alcanzar durante el primer trimestre del año los valores máximos desde principios de 1999. En términos anuales acumulados supuso el 2,3% del PIB, medio punto porcentual por encima del registro de finales de 2003. Este ascenso fue igual al retroceso observado en los FIAMM, de forma que la inversión total en fondos de inversión no experimentó variaciones significativas. Por otra parte, se observó un aumento de 0,3 pp en la rúbrica «Otros depósitos y valores de renta fija», gracias, fundamentalmente, a la inversión en depósitos a plazo.

El notable avance de la financiación obtenida por los hogares determinó un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector en términos de su RBD, que se situó a finales del primer trimestre de 2004 en torno al 95% (véase gráfico 26). La carga financiera asociada, también en relación con su RBD, se incrementó igualmente (por segundo trimestre conse-

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, IPSFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 6

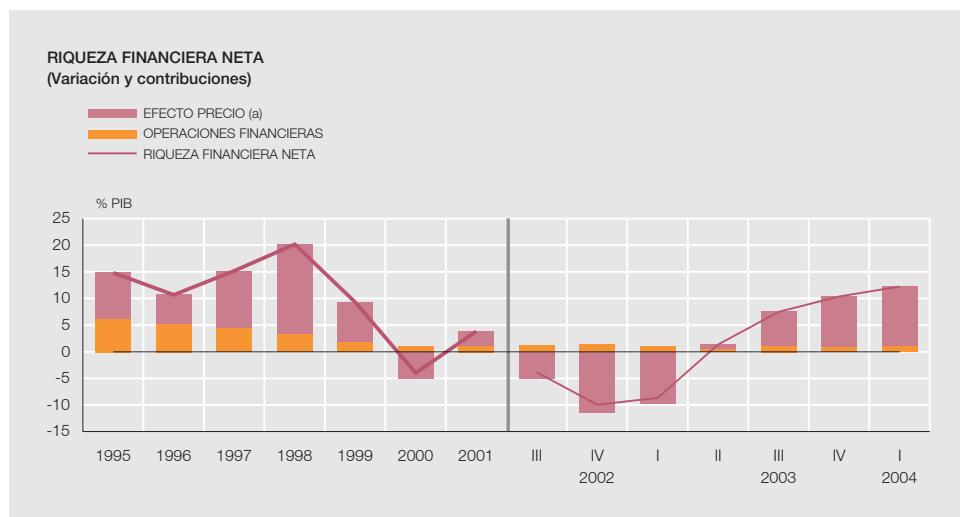
% del PIB	2000	2001	2002	2003		2004
				III TR	IV TR	
HOGARES E IPSFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,6	7,8	8,8	9,2	10,3	10,9
Medios de pago	0,9	1,2	3,8	3,9	4,4	4,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,1	3,4	1,5	-0,2	-0,2	0,1
Acciones y otras participaciones (b)	1,5	-0,2	0,8	0,4	0,7	0,9
Fondos de inversión	-3,3	0,8	0,2	2,0	2,3	2,4
FIAMM	-1,2	1,3	0,7	0,9	0,6	0,1
FIM	-2,0	-0,5	-0,5	1,2	1,8	2,3
Reservas técnicas de seguros	3,5	2,7	2,6	2,5	2,1	2,0
De las cuales:						
De vida	2,1	1,5	1,5	1,4	0,7	0,7
De jubilación	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1
Resto	0,9	0,0	-0,1	0,6	1,0	1,2
Operaciones financieras (pasivos)	8,6	6,8	7,4	8,2	9,5	9,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,0	5,4	7,2	8,2	9,4	10,0
Créditos para adquisición de vivienda (c)	5,4	4,8	5,2	5,6	7,2	7,8
Créditos para consumo y otros fines (c)	1,6	0,6	2,1	2,5	2,1	2,1
Resto	1,6	1,3	0,1	0,0	0,1	-0,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	26,3	16,4	16,4	17,6	17,2	15,6
Medios de pago	0,9	1,7	1,6	1,4	0,9	0,6
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,7	1,7	1,7	1,5	0,5
Acciones y otras participaciones	14,1	6,1	6,9	7,1	6,8	5,4
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	10,5	4,6	5,1	5,6	4,6	3,2
Resto	10,1	7,9	6,2	7,4	8,0	9,1
Operaciones financieras (pasivos)	29,7	21,0	20,9	22,3	21,7	20,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,5	6,5	6,3	7,0	7,1	7,2
Préstamos exteriores	3,5	4,0	3,0	2,7	2,8	2,4
Valores de renta fija (a)	-0,9	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,0
Acciones y otras participaciones	12,8	5,3	6,0	6,5	5,1	3,8
Resto	6,8	5,2	5,9	6,4	6,8	7,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (d)	18,1	15,6	14,3	14,9	16,1	16,3
Hogares e IPSFLSH	17,3	12,3	15,6	16,6	18,7	19,6
Sociedades no financieras	18,7	18,1	13,3	13,7	14,2	13,9

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados.
- d. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

HOGARES E IPSFLSH
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 25



FUENTE: Banco de España.

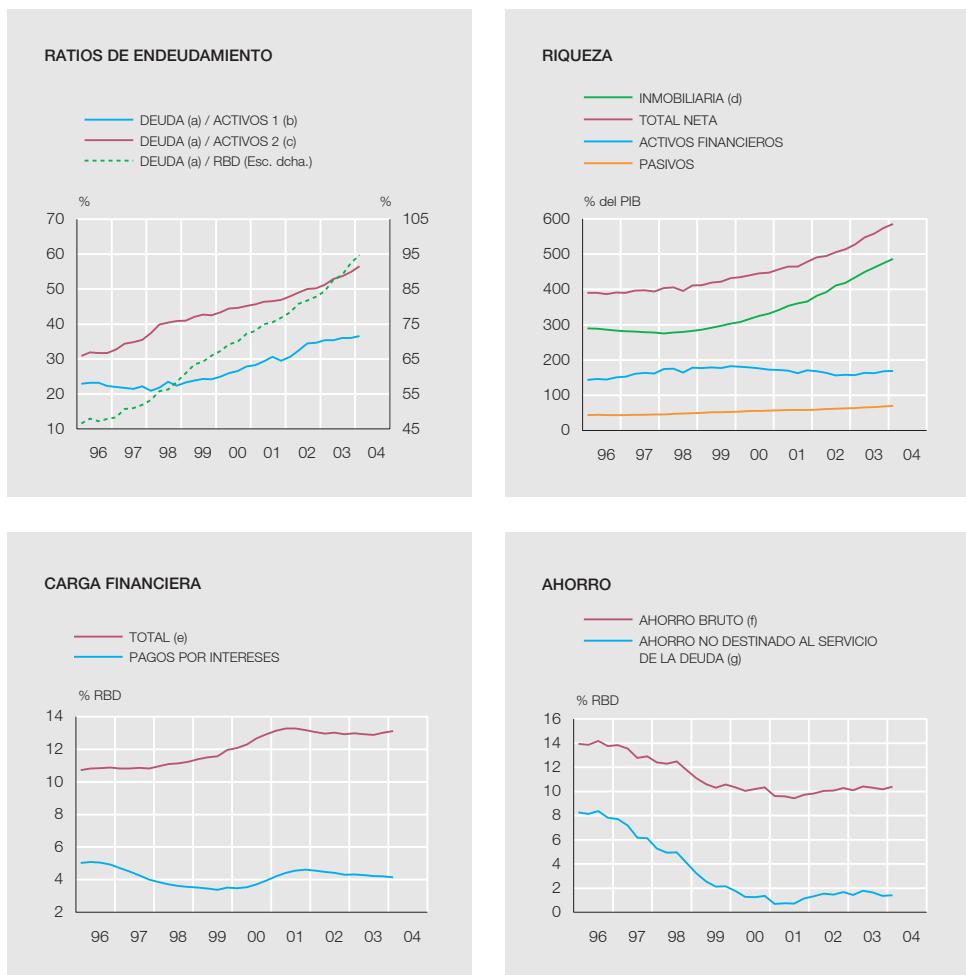
a. Incluye revalorización y otras variaciones en volumen.

cutivo), a pesar de la reducción de la fracción correspondiente al pago de intereses. Por otra parte, aunque el ahorro financiero del sector aumentó ligeramente (en términos acumulados de cuatro trimestres alcanzó el 1% del PIB, como muestra el cuadro 5), el ahorro no destinado al servicio de la deuda se mantuvo en niveles reducidos, similares a los de finales de 2003. Por el lado positivo, la información microeconómica más reciente disponible, correspondiente a la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, reflejó un cierto aumento en el porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro, así como también una reducción en la proporción de familias que tienen dificultades importantes para llegar a fin de mes. Asimismo, la riqueza del sector mostró un nuevo avance, aunque gracias solo a la revalorización de la vivienda, ya que la riqueza financiera neta se mantuvo estable (véanse gráficos 25 y 26).

En consecuencia, los indicadores disponibles sugieren que las condiciones financieras de los hogares no deben suponer un obstáculo para el dinamismo del consumo y la inversión residencial del sector en el corto plazo. No obstante, el reducido nivel del ahorro no destinado al servicio de la deuda ofrece un margen limitado para absorber posibles perturbaciones adversas. El impacto que dichas perturbaciones podrían tener sobre sus decisiones de gasto se ha visto incrementado en los últimos años debido al importante ascenso registrado por los pasivos del sector, aunque este puede ser explicado en su mayor parte por la evolución de sus determinantes habituales, como los tipos de interés, la renta o la riqueza (véase recuadro 5). Adicionalmente, la información desagregada disponible refleja una elevada dispersión en la posición financiera del sector, por lo que para un cierto porcentaje de hogares esta sería menos sólida de lo que reflejan los indicadores agregados, de modo que sus decisiones de consumo o inversión serían comparativamente más vulnerables ante posibles cambios desfavorables, como, por ejemplo, un aumento en los tipos de interés.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades continuaron siendo holgadas entre abril y junio. Así, los tipos de interés crediticios se mantuvieron en torno a los reducidos niveles del trimestre anterior. Por su parte, las primas de riesgo exigidas a la financiación empresarial en los mercados de deuda se redujeron, aunque en cuantía inferior al aumento de la rentabilidad de la deuda pública, por lo que el coste medio de financiación de las empresas con valores de



FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y titulización.
- b. Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica «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.

renta fija creció ligeramente, si bien se sitúa todavía en valores moderados. Por último, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable no experimentaron, en el conjunto del período, modificaciones significativas, dado que a finales del segundo trimestre las cotizaciones y sus volatilidades se situaban en niveles similares a los marzo.

Las operaciones de pasivo de las sociedades no financieras alcanzaron en marzo, en términos acumulados de doce meses, el 20,4% del PIB, 1,3 pp menos que en el cuarto trimestre de 2003 (véase cuadro 6). Por componentes, la financiación ajena con coste mantuvo un ritmo de expansión en el entorno del 14%, que, de acuerdo con la información provisional disponible, se habría sostenido en el segundo trimestre del año. Los recursos obtenidos por esta vía representaron el 9,6% del PIB. La composición por instrumentos mostró algunas diferencias en relación con el trimestre anterior. Así, se observó una nueva amortización de valores de renta fija a corto plazo, pero, en cambio, para los valores a largo plazo se registró, en términos acumulados de doce meses, una emisión neta positiva, en contraste con lo que venía observándose desde el año 2000. En conjunto, los recursos netos captados mediante valores de renta fija se

El crédito permite a las familias suavizar el consumo a lo largo de su ciclo vital, así como también adquirir bienes de consumo duradero o viviendas, cuyos servicios se prolongan en el tiempo y requieren un desembolso inicial de fondos relativamente elevado. Sin embargo, un incremento en la financiación supone una mayor carga financiera y puede limitar el acceso a nuevos fondos y elevar la sensibilidad de las decisiones de gasto ante cambios en las condiciones de financiación¹. Así, una mayor deuda tiende a reducir la capacidad de reacción del sector ante una evolución desfavorable en su renta, el valor de su riqueza o los tipos de interés, consideraciones especialmente relevantes si los préstamos son a tipo de interés variable. Por esta razón, un nivel elevado de endeudamiento podría, en determinadas circunstancias, contribuir a intensificar los efectos contractivos de la fase baja del ciclo o limitar el alcance de una recuperación económica.

Para contrastar el efecto que un endeudamiento excesivo podría tener sobre las decisiones de gasto, se ha estimado un modelo vectorial de corrección de error (VECM) para el caso de las familias españolas². Este modelo proporciona relaciones de largo plazo (o sendas de equilibrio) para el consumo y el crédito de los hogares en función de su renta, su riqueza y el coste de la financiación. Además, esta aproximación permite contrastar cómo se producen los ajustes

1. Sobre este último aspecto, véase Malo de Molina y Restoy (2004), «Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas», Banco de España, Documento Ocacional n.º 0402. 2. Véase Martínez Carrascal y del Río (2004): «Household Borrowing and Consumption in Spain: a VECM Approach», Banco de España, mimeo.

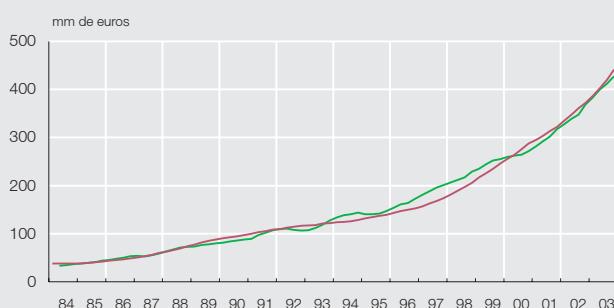
cuando las variables de interés se alejan de sus niveles de equilibrio estimados.

De acuerdo con los resultados, las desviaciones del endeudamiento respecto a sus determinantes de largo plazo implican cambios no solo en el crédito sino también en otras variables. De este modo, como se muestra en la tabla adjunta, cuando el nivel de crédito se sitúa un 1% por encima (debajo) de su senda de equilibrio, la correspondiente corrección se lleva a cabo, primeramente, mediante un ajuste en el propio volumen de préstamos. Más concretamente, en el trimestre inmediatamente posterior la deuda disminuiría (crecería) un 0,15%, y seguiría haciéndolo a este ritmo —una décima y media por cada punto porcentual de desequilibrio— en los trimestres sucesivos, hasta cerrar la brecha. Pero, además, tendrían lugar también reducciones (aumentos) en el consumo, cuya tasa de variación sería de 1,1 décimas por cada punto porcentual de desnivel.

La estimación muestra también que el incremento de los pasivos de los hogares españoles en los últimos años es coherente con los cambios experimentados por sus determinantes fundamentales de largo plazo (véase gráfico adjunto). Por lo tanto, en el momento actual no parece que el nivel de endeudamiento alcanzado esté ejerciendo un efecto contractivo significativo sobre el consumo. No obstante, si, una vez agotados los efectos de los cambios en sus determinantes, se mantiene la tendencia de los últimos años, la deuda asumida por el sector puede terminar afectando de manera perceptible a la propensión de las familias a acometer nuevos gastos.

1. CRÉDITO A HOGARES

— SENDA DE LARGO PLAZO ESTIMADA
— NIVEL OBSERVADO

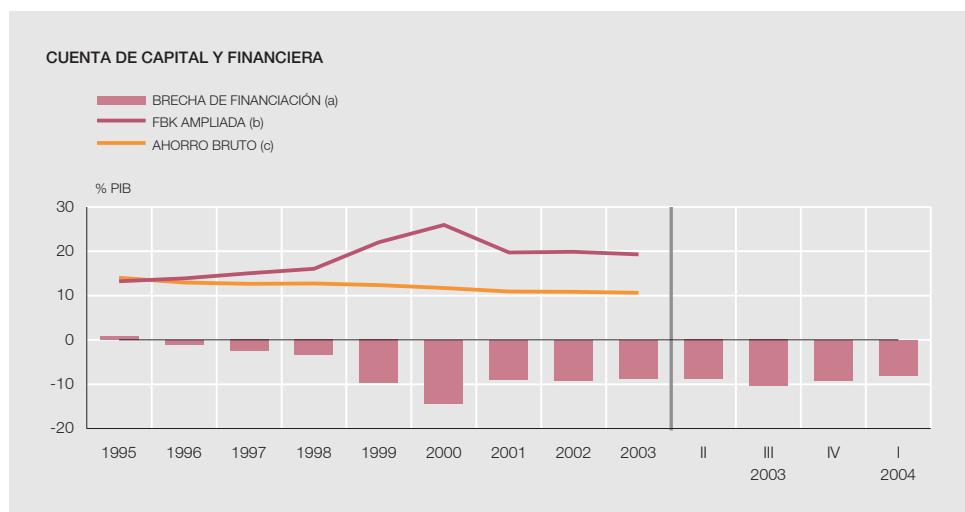


FUENTE: Banco de España.

a. Cambios porcentuales, en un trimestre, en las distintas variables ante una desviación positiva de un 1% del consumo o crédito respecto a su senda de equilibrio.

2. AJUSTES ANTE DESVIACIONES DEL CRÉDITO Y CONSUMO DE SU SENDA DE EQUILIBRIO (a)

Variable que se ajusta	Variable que no está en equilibrio	
	Consumo	Crédito
Consumo	-0,35	-0,11
Crédito	—	-0,15
Renta	0,48	—
Riqueza	—	—
Tipo de interés	—	—



FUENTE: Banco de España.

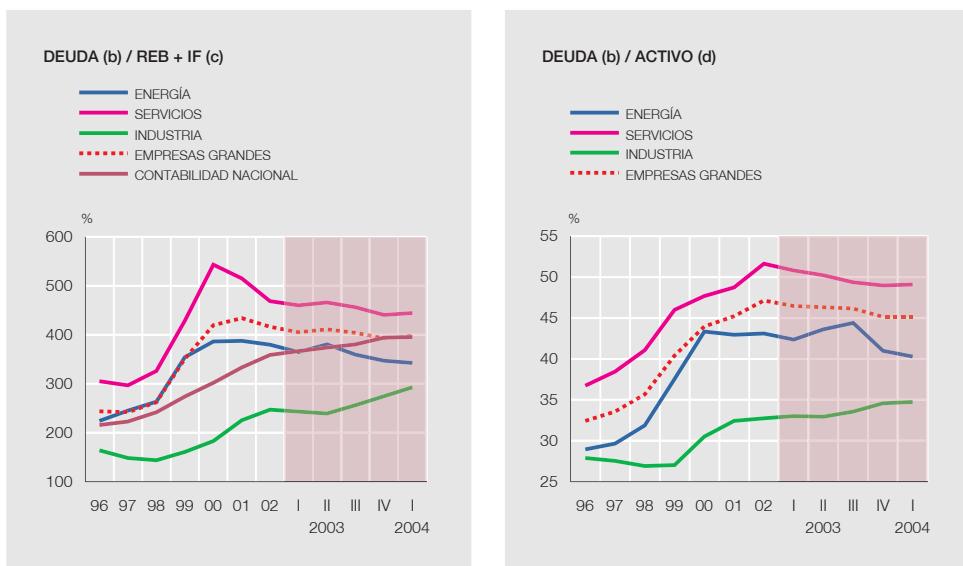
- a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- b. Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
- c. Incluye las transferencias de capital.

situaron en valores prácticamente nulos. Por otra parte, el volumen de fondos obtenidos a través de préstamos exteriores en relación con el PIB se redujo, mientras que en los procedentes de entidades de crédito residentes la tendencia ligeramente ascendente del trimestre previo se mantuvo. Por su parte, los recursos captados a través de la emisión de acciones y participaciones disminuyeron 1,3 pp en relación con el PIB y se situaron, en términos acumulados de un año, en el 3,8%. Por último, de acuerdo con la información de la CBT, la deuda de las grandes empresas experimentó una variación positiva, aunque moderada, en contraste con el proceso de saneamiento emprendido por algunas de ellas durante 2002 y 2003.

Por ramas de producción, se observó, en el primer trimestre, un aumento en el ritmo de expansión del crédito bancario en la mayoría de sectores, siendo especialmente significativo el observado en la rama de la construcción, que incrementó en 5 pp su tasa de avance interanual. El crédito concedido a este sector, así como también al de servicios inmobiliarios, mantuvo un elevado dinamismo, con tasas de crecimiento que se sitúan, respectivamente, en torno al 20% y 40%. En contraste, a pesar de la recuperación que nuevamente mostró la actividad de la rama industrial durante este período, los préstamos concedidos a dicho sector volvieron a registrar una reducción en su tasa de expansión, que, de hecho, se situó en valores negativos (-1,4%).

El flujo de inversión en activos financieros de las sociedades no financieras se contrajo, en términos acumulados de cuatro trimestres, hasta situarse en el 15,6% del PIB (véase cuadro 6). Dicha reducción se observó en la mayoría de rubricas y fue especialmente significativa en las de otros depósitos y valores de renta fija y en acciones y otras participaciones. Dentro de estas últimas, la contracción se observó fundamentalmente en las exteriores (algo más de un punto porcentual).

Las necesidades de financiación de las sociedades se situaron en marzo, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 4,8%, un registro ligeramente superior al de finales de 2003.



FUENTE: Banco de España.

a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002, 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.

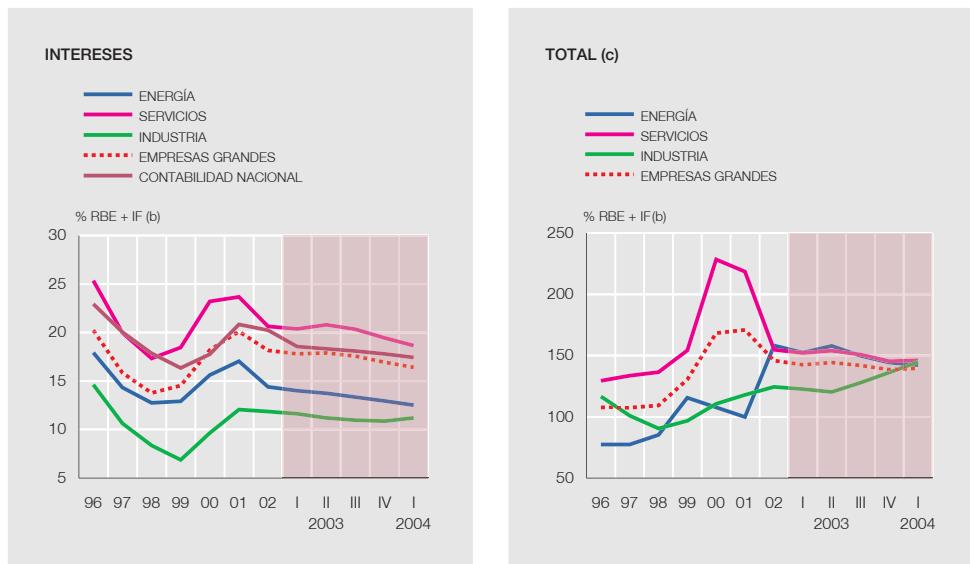
d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

Por su parte, la brecha de financiación, que mide la diferencia entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto, volvió a reducirse y se situó en el 7,9%, más de 1 pp por debajo del nivel observado a finales de 2003 (véase gráfico 27).

Por su parte, los resultados económicos de las empresas volvieron a presentar, de acuerdo con la CBT, una evolución muy favorable durante el primer trimestre de 2004. Así, el resultado ordinario neto creció durante este período un 17,4%, 4 pp por encima de lo observado en los tres primeros meses de 2003. La evolución fue especialmente positiva en el comercio, en línea con el buen comportamiento que presentó el consumo privado, así como también en el sector de transporte y comunicaciones. En la rama industrial, en cambio, la tasa de avance de esta magnitud fue moderada (3,4%), y se situó muy por debajo de la observada para el mismo período en el año previo (12,4%). El resultado neto experimentó una caída del 27,2%, que, no obstante, no es representativa de la situación de las empresas, ya que refleja fundamentalmente una disminución de los ingresos extraordinarios.

A pesar de la evolución positiva de los resultados empresariales, el mantenimiento de un elevado recurso a la financiación ajena determinó que las ratios de endeudamiento agregadas continuasen aumentando en el primer trimestre de 2004, si bien la carga financiera asociada se mantuvo en niveles moderados y, de hecho, mostró un cierto descenso (véanse gráficos 28 y 29). Según la CB, las ratios de endeudamiento de las grandes empresas se conservaron estables, lo que contrasta con su trayectoria descendente de los dos últimos años, y la ratio de carga financiera total (intereses más deuda a corto plazo) ascendió ligeramente, a pesar de la reducción de la parte correspondiente al pago de intereses. Este ascenso se observó en todos los sectores excepto en el de energía.

La evolución ya comentada del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad empresarial se tradujo en una reducción del indicador sintético agregado de presión financiera sobre la



FUENTE: Banco de España.

a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002, 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.

inversión, construido a partir de la información de CB. El correspondiente al empleo, en cambio, mostró un ligero deterioro, aunque se mantuvo en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 30). Asimismo, las cifras sobre suspensiones de pagos y declaraciones de quiebra evolucionaron de forma positiva. Así, en ambos conceptos se observó una reducción en el primer trimestre de 2004, tanto en relación con el mismo período de 2003 como respecto a los últimos tres meses del pasado año.

En conjunto, la solidez de la posición patrimonial de las empresas, unida a la mejora en las expectativas de sus beneficios a largo plazo y a las holgadas condiciones de financiación existentes, conforman un escenario propicio para que la inversión consolide de manera progresiva su recuperación. Asimismo, tal y como se ha señalado, los procesos de saneamiento llevados a cabo por las grandes empresas en trimestres anteriores, que introducían cierta incertidumbre en las perspectivas sobre dicha recuperación, no parecen haber continuado durante la primera parte de 2004. No obstante, persisten factores de riesgo asociados al elevado nivel de endeudamiento alcanzado, que incrementa la sensibilidad de las decisiones de gasto del sector ante una evolución desfavorable de sus resultados o de los costes de financiación.

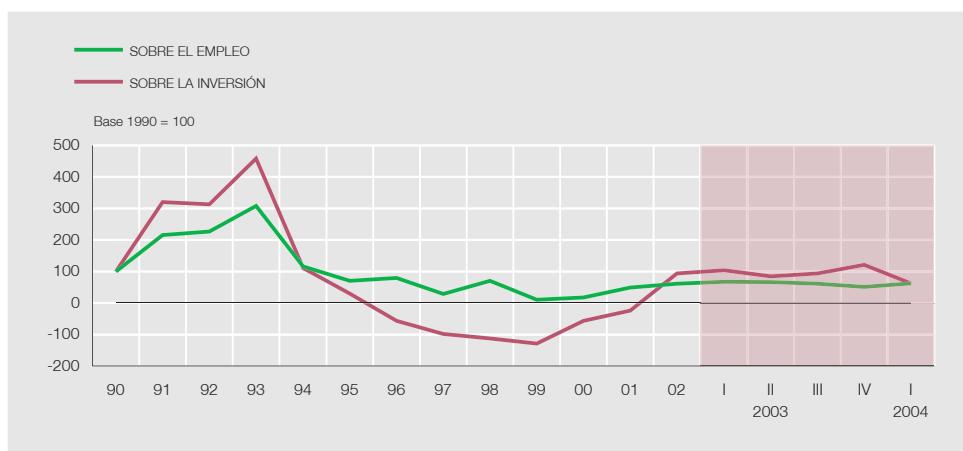
5.4 Las Administraciones Públicas

Durante el primer trimestre de 2004, el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP fue positivo. En términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,1% del PIB, dos décimas por debajo del registro de finales de 2003 (véase gráfico 31). En esos mismos términos, además, la emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue positiva (1,6% en relación con el PIB), ya que la emisión de valores a medio y largo plazo compensó la reducción de la aportación de las correspondientes a títulos a corto plazo.

La información provisional para el segundo trimestre de 2004 apunta hacia una nueva amortización neta de valores a corto plazo y una emisión positiva de valores a largo plazo,

INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS SOCIEDADES (a)

GRÁFICO 30

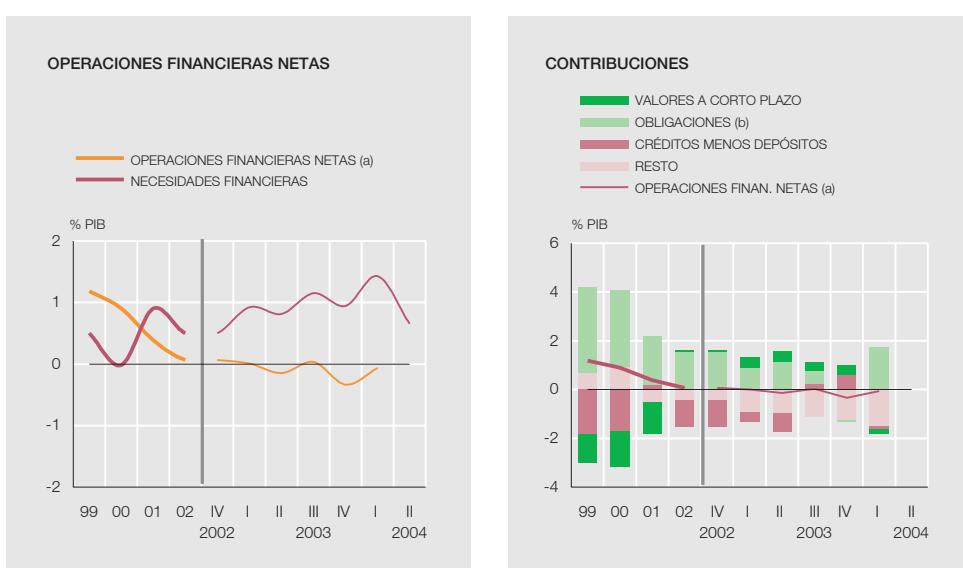


FUENTE: Banco de España.

a. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 31



FUENTE: Banco de España.

a. Cambiado de signo.

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

así como también a un aumento en el saldo de los depósitos del sector. Como resultado de todo ello, las *necesidades financieras*, que recogen la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituyen un indicador adelantado del (des)ahorro del sector, se han reducido.

5.5 El resto del mundo

Durante el primer trimestre de 2004, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,1% del PIB, frente al 2% de finales de 2003. Esta evolución fue el resultado del menor ahorro de las Administraciones Pùblicas y las mayores necesidades de financiación de las sociedades, que superaron el aumento de la capacidad de financiación de los hogares y las instituciones financieras.

% del PIB	2000	2001	2002	2003			2004
				III TR	IV TR	I TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,5	-2,2	-1,6	-2,3	-2,0	-2,1	
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	25,1	12,2	13,7	15,1	13,6	12,3	
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Efectivo y depósitos	2,8	-2,7	3,5	0,4	0,8	1,3	
Valores distintos de acciones	3,9	7,2	4,3	7,8	7,1	5,0	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Entidades de crédito</i>	-0,3	2,0	0,5	4,1	3,7	3,6	
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,7	5,4	3,5	3,5	3,4	1,7	
Acciones y otras participaciones	15,6	5,2	5,3	6,0	4,8	4,7	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Sociedades no financieras</i>	10,5	4,6	5,1	5,6	4,6	3,2	
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,2	0,5	-0,1	0,6	1,1	1,7	
Créditos	2,7	2,5	0,6	0,9	1,0	1,2	
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	27,5	14,4	15,3	17,5	15,6	14,4	
Depósitos	6,7	2,8	4,4	6,5	7,5	5,0	
Valores distintos de acciones	7,1	3,1	4,5	4,5	5,6	8,9	
<i>Instituciones financieras</i>	1,1	1,5	3,3	5,5	6,7	7,6	
<i>Resto de sectores nacionales</i>	6,0	1,6	1,2	-0,9	-1,1	1,3	
Acciones y otras participaciones	9,4	4,6	4,2	4,3	0,8	-0,6	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Sociedades no financieras</i>	7,7	4,1	3,5	4,1	0,9	-0,6	
Créditos	4,1	4,3	3,5	3,0	3,2	2,8	
Otros neto (b)	0,2	-0,4	-1,1	-0,8	-1,4	-1,7	

FUENTE: Banco de España.

- a. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.
b. Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

ras. Como tres meses antes, tanto los flujos de activo como los de pasivo registraron una reducción.

La adquisición neta de activos exteriores se redujo hasta el 12,3% del PIB en términos acumulados de doce meses, tres décimas por debajo del registro de finales de 2003 (véase cuadro 7). Por instrumentos, la evolución fue desigual. Así, mientras que los créditos y el efectivo y los depósitos mantuvieron la pauta de recuperación del trimestre anterior, la adquisición de acciones y participaciones fue muy similar y en los valores distintos de acciones se observó un importante retroceso. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta abril, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se contrajo considerablemente (casi un 50%) respecto al mismo período del año anterior. También la inversión en cartera en el exterior experimentó una disminución significativa (más de un 40%).

Por el lado de los pasivos, los flujos netos representaron el 14,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 15,6% del trimestre anterior. Esta reducción se observó en la mayoría de las inversiones de no residentes y fue especialmente importante en los depósitos y en las acciones y otras participaciones, para las que se produjo, en términos acumula-

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (b)
Economía nacional	-29,6	-26,2	-27,0	-30,9	-37,9	-38,5
Sociedades no financieras y hogares e IPSFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,7	-14,7	-14,4
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-19,4	-23,2	-23,3
Hogares e IPSFLSH	6,8	7,3	7,4	7,7	8,4	8,8
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,6	6,7	-0,7	0,1
Instituciones de crédito (c)	-7,5	-11,6	-13,9	-14,2	-21,9	-20,7
Inversores institucionales (d)	16,3	20,8	24,3	24,5	27,5	27,6
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-6,8
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,9	-22,5	-24,1

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 primer trimestre.

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

d. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

dos de cuatro trimestres, una desinversión. Únicamente los fondos dirigidos a valores distintos de acciones se incrementaron (en más de 3 pp en relación con el PIB). De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España presentó en los cuatro primeros meses del año una importante contracción, de forma que se situó en torno al 6% de la observada en 2003 durante el mismo período, reflejando tanto una desinversión en capital como una importante reducción del flujo de financiación de sociedades no residentes a empresas del grupo.

Finalmente, la información provisional disponible muestra que la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el primer trimestre de 2004, en el 38,5% del PIB, lo que supone un deterioro ligeramente superior a medio punto porcentual en relación con la situación de finales de 2003 (véase cuadro 8).

EL CONSUMO PRIVADO EN LA UEM

El consumo privado en la UEM

Este artículo ha sido elaborado por Marta Manrique del Servicio de Estudios.

Introducción

En todos los países desarrollados, el consumo privado es la partida de gasto más importante del PIB y la que muestra una evolución más estable en comparación con otros componentes de la demanda. En el caso de la UEM, el consumo privado representa en la actualidad alrededor del 57% del PIB, por lo que el análisis de sus determinantes es fundamental para evaluar las perspectivas de crecimiento económico. En la zona del euro, además, esta variable ha adquirido recientemente un mayor protagonismo, al experimentar una notable debilidad en los últimos años, que no es fácil de explicar atendiendo a sus determinantes habituales.

En este artículo, tras una pequeña sección de corte teórico donde se presentan las principales variables que influyen en el consumo privado, se analiza, en la sección tercera, la evolución en la zona del euro de este componente del gasto y de sus determinantes, prestando especial atención al comportamiento de la tasa de ahorro. En la sección cuarta se examinan los rasgos diferenciales en la trayectoria del consumo que se observan entre los países de la Unión Monetaria, y la última sección recoge las principales conclusiones. Los indicadores que permiten realizar un seguimiento regular del consumo en el análisis de coyuntura de la zona del euro se presentan en un anexo al final del artículo.

Fundamentos teóricos del consumo privado

Las decisiones de las familias sobre su nivel de consumo a lo largo del tiempo se enmarcan en la teoría de elección del consumidor, según la cual, en un contexto intertemporal, los agentes maximizan su utilidad teniendo en cuenta su «renta permanente». Este concepto recoge tanto los recursos presentes de las familias como sus expectativas de ingresos futuros derivados de sus rentas laborales y de las generadas por sus tenencias de activos financieros y reales¹. El instrumento que permite movilizar los recursos en el tiempo traspasando consumo presente a consumo futuro es el ahorro, mientras que el desplazamiento de consumo futuro hacia el presente se realiza mediante el recurso al crédito, de forma que el ahorro y el endeudamiento actúan como amortiguador de las fluctuaciones de la renta disponible corriente.

De este modo, incrementos de la riqueza tenderán a aumentar el consumo y, por tanto, a reducir el ahorro. En general, las elasticidades estimadas del consumo respecto a la riqueza son positivas, aunque de magnitud más reducida que las de la renta. No obstante, la sensibilidad del consumo a cambios en la riqueza depende del activo en que esta se materializa.

El efecto de los tipos de interés sobre el consumo corriente es, en principio, ambiguo, ya que sus movimientos pueden generar resultados contrapuestos. Así, un aumento en el tipo de interés abarata el consumo futuro respecto al consumo presente, lo que tiende a reducir la propensión al gasto (*efecto de sustitución intertemporal*). Además, los incrementos en los tipos de interés reducen el valor presente descontado de los flujos futuros de renta y, por tanto, el valor de la riqueza (*efecto riqueza*), lo que desincentiva el consumo. Sin embargo, si los hogares son ahorradores netos —como ocurre, a escala agregada, en la mayor parte de países—, un incremento en el tipo de interés aumenta la renta disponible de las familias (*efecto renta*), y ello influye positivamente sobre el gasto. En general, los estudios empíricos disponibles muestran que los incrementos de los tipos de interés tienen un efecto negativo sobre el consumo, por lo que los efectos sustitución y riqueza son habitualmente de mayor entidad que el efecto renta.

1. Para un análisis detallado de la teoría del consumo, véase, por ejemplo, Bayar y Morrow (1999).

Asimismo, factores demográficos, como el envejecimiento de la población, también pueden influir en el perfil de gasto de los consumidores. De hecho, la teoría del ciclo vital argumenta que los individuos tienden a ahorrar en las fases intermedias de su vida para mantener unos estándares de consumo relativamente estables en su edad de retiro, de manera que, *ceteris paribus*, un envejecimiento de la población implica una reducción del ahorro.

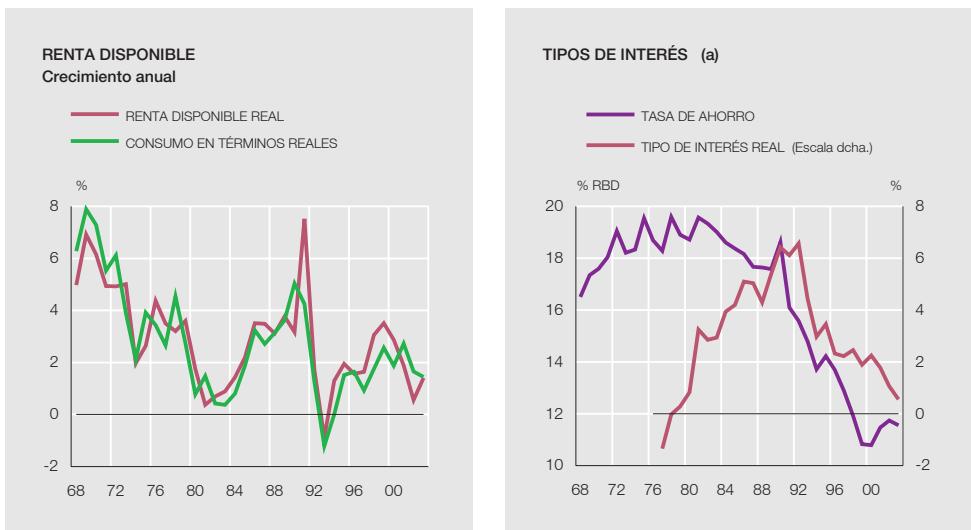
En un contexto de ausencia de fricciones, los consumidores podrían prestar y pedir prestado libremente para suavizar su patrón de consumo a lo largo de su vida. Sin embargo, las estimaciones disponibles para distintos países señalan que la respuesta del consumo a cambios en la renta disponible está cercana a la unidad. Esto sugiere la presencia de algunas imperfecciones que suponen un exceso de sensibilidad del consumo a los ingresos corrientes. En concreto, la existencia de restricciones de liquidez impide una utilización flexible del crédito bancario como vehículo para optimizar la pauta intertemporal de consumo. De hecho, hay cierta evidencia de que el desarrollo del sistema financiero tiende a desincentivar el ahorro privado en los países industrializados, al aumentar las posibilidades de que las familias se endeuden². Asimismo, la incertidumbre sobre los flujos futuros de renta hace que los individuos adopten comportamientos precavidos, lo que favorece la acumulación de un cierto volumen de ahorro.

Para modelizar las decisiones de gasto de las familias, la teoría económica se ha centrado principalmente en el consumo de bienes no duraderos y de servicios, pues estos representan una decisión de gasto pura frente a la adquisición de bienes de consumo duradero, que, al tener una vida útil de varios períodos, pasan a formar parte del stock de riqueza de las familias³. Sin embargo, la ausencia de información suficientemente detallada acerca del desglose del consumo en bienes duraderos y no duraderos determina que, con frecuencia, las decisiones de consumo de las familias se modelicen considerando solo la variable agregada.

El consumo privado y sus determinantes en la UEM

Como cabía esperar, el consumo privado en la UEM muestra una trayectoria muy similar a la de la renta disponible, con un coeficiente de correlación de 0,8 y una menor volatilidad⁴ (véase gráfico 1). Esto último sugiere que el patrón de consumo es más suave que el de la renta corriente. De hecho, un análisis somero de la evolución de la riqueza de las familias y de los tipos de interés reales muestra que estos factores han influido también de manera significativa sobre el consumo privado en la zona del euro en los últimos años. Así, el aumento de la riqueza financiera y de la riqueza materializada en activos reales de los hogares (aproximada por la evolución de los precios de vivienda) en la segunda mitad de los años noventa coincide con un período de aceleración del consumo y de desaceleración significativa de la tasa de ahorro, mientras que la moderación de esos procesos de revalorización de activos a comienzos de la presente década podría haber incentivado el aumento observado de la tasa de ahorro⁵. Por otro lado, el descenso de los tipos de interés reales —asociado al proceso de unión económica y monetaria y, por tanto, con un carácter en gran medida permanente— también incentivó el consumo de los hogares y la asunción de nuevo endeudamiento en la segunda mitad de la pasada década.

2. De la misma forma, la disminución de los tipos de interés —incluso, en términos nominales— facilita el acceso al crédito bancario, en la medida en que reduce el número de familias que se encuentran restringidas por la magnitud que representa la carga financiera sobre su renta disponible. 3. De hecho, son problemas de recogida de información los que determinan que la compra de bienes de consumo duradero (como automóviles o equipo del hogar) se clasifique como consumo y no como inversión (como es el caso de la adquisición de vivienda). 4. Con datos anuales de 1963 a 2003, la desviación típica del crecimiento de consumo es de 1,69, mientras que la de la renta disponible se eleva a 2,14. 5. No se dispone de información para la UEM sobre la riqueza total de las familias. En el caso de la riqueza financiera, solo hay información anual desde 1996.



FUENTES: OCDE y Banco de España.

a. Tipo interbancario a tres meses menos inflación observada.

Una ilustración simplificada de la interacción de estos determinantes es la ecuación de consumo⁶ incluida en el modelo econométrico conocido como *Area Wide Model*, elaborado en el BCE y que trata de aproximar el comportamiento de la economía de la zona del euro⁷. Según este modelo, el consumo depende a corto plazo de la renta disponible corriente y, además, negativamente, del tipo de interés real y de las variaciones de la tasa de paro, que pueden estar recogiendo el efecto de las expectativas de renta de los individuos. A largo plazo, en cambio, el consumo solo depende de la renta disponible y de la riqueza en términos reales, con unos parámetros —restringidos para que sumen la unidad— del 0,65 y 0,35, respectivamente.

Como se observa en el gráfico 2, las variables que aparecen en la ecuación explican razonablemente la evolución del consumo en la UEM en la última década. Sin embargo, en la segunda mitad de los noventa el consumo observado fue superior al que determinaba la ecuación de modo persistente. Los cambios sustanciales en las expectativas de renta de los agentes y la mayor accesibilidad al crédito bancario que supuso la reducción de tipos de interés asociada a la creación de la UEM podrían explicar parte de las dificultades para captar la evolución del consumo mediante sus determinantes habituales en ese período. Además, la falta de información suficientemente precisa de algunos de estos factores, como la riqueza de los agentes, también ha podido dar lugar a problemas en la estimación⁸.

Por ello, tiene sentido analizar el papel explicativo que desempeñan otros factores en la trayectoria del consumo considerando el comportamiento de la tasa de ahorro, pues esta muestra en qué medida el consumo se separa de la evolución de la renta disponible corriente. Si el

6. Esta ecuación adopta la siguiente forma:

$\Delta C_t = -0,19 - 0,16 [C_{t-1} - 0,65 Y_{t-1} - 0,35 W_{t-1}] - 0,74 \Delta U_t - 0,36 \Delta i_{t-1} + 0,65 \Delta Y_t - 0,009 I93Q$

donde C_t ≡ consumo privado en términos reales

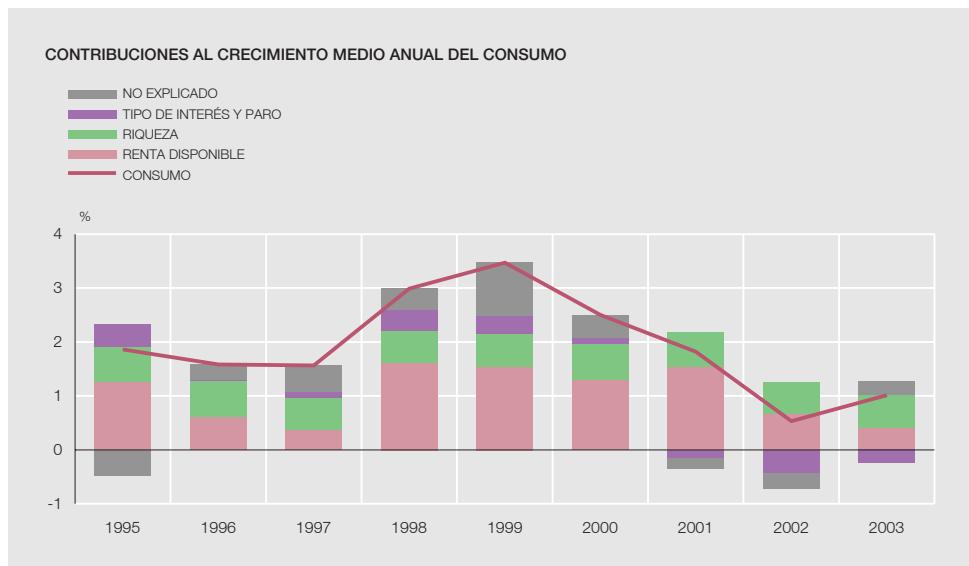
Y_t ≡ renta disponible de las familias en términos reales

W_t ≡ riqueza real

U_t ≡ tasa de paro

i_t ≡ tipo de interés a corto plazo en términos reales

7. Para una descripción detallada del modelo, véase Fagan, Henry y Mestre (2001). 8. Ante la falta de disponibilidad de datos de riqueza de las familias para el agregado del área, esa variable se ha aproximado por la riqueza total de la economía como la suma de la deuda pública, el stock de capital y los activos netos exteriores.



FUENTE: Banco Central Europeo.

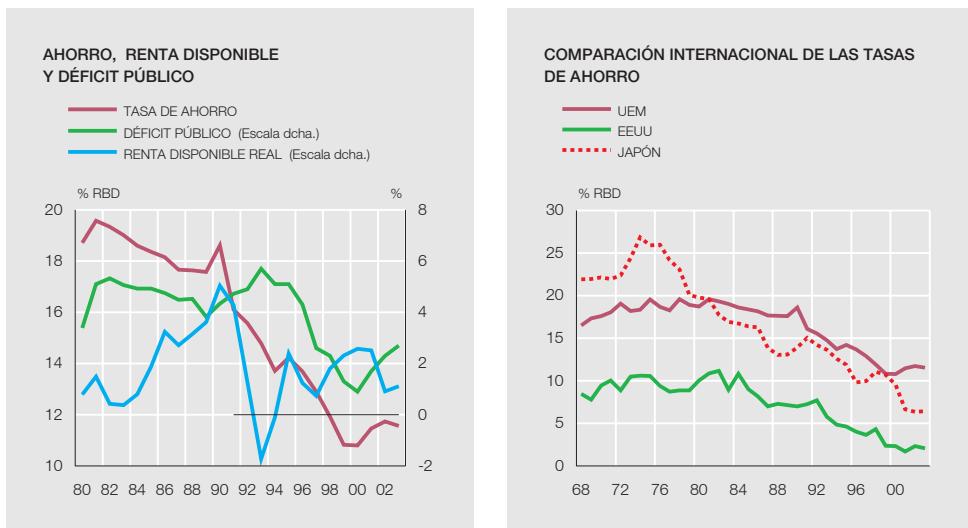
ahorro de los hogares contribuye a suavizar el patrón de consumo a lo largo del tiempo, cabría esperar que mostrara un comportamiento procíclico, es decir, que aumentara en las fases expansivas y descendiera en las recesivas. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico 1, la tasa de ahorro de las familias europeas en las tres últimas décadas no parece mostrar ninguna pauta cíclica, lo que puede deberse a la influencia simultánea de otros factores.

En la década de los años setenta y ochenta del siglo pasado, la tasa de ahorro se mantuvo en valores históricamente elevados, por encima del 15%, para descender de forma gradual desde finales de la década de los ochenta hasta el año 2000, donde marcó un mínimo del 10%. Es posible que esta trayectoria de la tasa de ahorro esté relacionada con el desarrollo de los mercados financieros, con el envejecimiento de la población y con la evolución del ahorro público. Así, los procesos de liberalización financiera de las dos últimas décadas y la consiguiente relajación de las restricciones de liquidez —a la que también ha contribuido el nivel más bajo de los tipos de interés— podrían justificar, en parte, la tendencia descendente de la tasa de ahorro en ese período. Por su parte, el envejecimiento progresivo de la población ha podido también incidir en la menor propensión al ahorro del conjunto de la economía. Asimismo, es posible que el nivel de renta alcanzado por las economías europeas haya afectado a su tasa de ahorro de forma más estructural⁹. De hecho, otros países desarrollados, como por ejemplo Estados Unidos y Japón, comparten esta tendencia (véase gráfico 3). Aunque los niveles de las tasas de ahorro en estas áreas geográficas son diferentes en las tres últimas décadas, existen ciertas pautas comunes en su evolución. En particular, en todos los países analizados se observan tasas de ahorro relativamente elevadas durante la década de los setenta y una sustancial reducción en la década de los noventa (algo antes en Japón). Finalmente, el cumplimiento de los objetivos de Maastricht en términos de déficit y deuda públicos a mediados de la década de los años noventa podría haber sido percibido por los hogares como una señal de un menor nivel de impuestos en el futuro —y, por tanto, de más renta disponible—, reduciendo el incentivo a ahorrar¹⁰. Como se observa en

9. Según el planteamiento de Modigliani, cuando la renta es muy baja, esta variable será una restricción a las posibilidades de ahorro de un país, pero su efecto es nulo cuando la renta supera un determinado nivel. En este sentido, la literatura empírica considera que existe una relación no lineal entre la tasa de ahorro y el nivel de renta, de forma que hay un estadio inicial en el que la baja renta actúa como restricción al ahorro, un estadio intermedio en que desde un cierto nivel de renta se dan altas tasas de crecimiento y de ahorro, y un estadio final, en economías ya maduras, donde disminuyen las tasas de crecimiento y de ahorro. Los países industrializados se encontrarían en el último estadio señalado. 10. Este tipo de comportamiento se conoce como «teoría de la equivalencia ricardiana».

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE AHORRO EN LA UEM

GRÁFICO 3



FUENTES: OCDE y Banco de España.

el gráfico 3, la disminución del déficit público ha discursado en paralelo con la tasa de ahorro a lo largo de la década de los años noventa.

No obstante, en el período más reciente, la ecuación ha tendido a sobrepredecir el crecimiento del consumo en un contexto de perspectivas de crecimiento pesimistas, que, junto con el deterioro experimentado por las finanzas públicas en la UEM, ha podido incentivar el ahorro de las familias. Asimismo, las incertidumbres sobre el mantenimiento en sus condiciones actuales de los sistemas públicos de pensiones y de asistencia sanitaria ante el envejecimiento de la población y el aumento previsto en las tasas de dependencia en las próximas décadas también han podido contribuir al incremento del ahorro en los últimos años. Tampoco puede descartarse que en el repunte reciente de las tasas de ahorro haya desempeñado un cierto papel la percepción por parte de los consumidores de los problemas de las economías europeas para dinamizar sus estructuras productivas y retomar una senda de crecimiento más pronunciada.

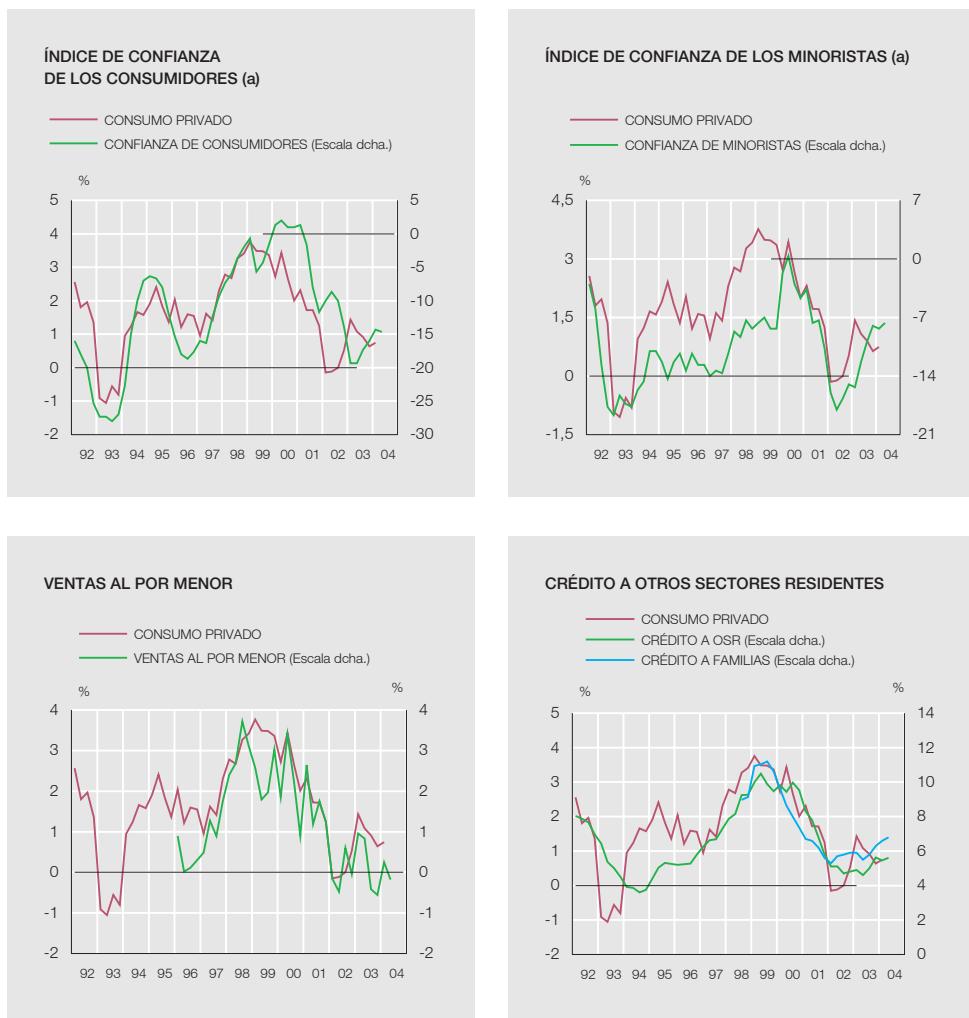
La importancia del efecto de estos factores sobre el consumo y su persistencia son difíciles de apreciar, al tiempo que su influencia es, probablemente, muy distinta por países, lo que complica la evaluación de las perspectivas de crecimiento de esta variable. Tras mostrar bajas tasas de expansión en 2003, el consumo privado en la UEM creció con intensidad en el primer trimestre de 2004, registrando un ritmo intertrimestral del 0,6%. En los últimos meses, la mayor parte de los indicadores cuantitativos y cualitativos apunta a que esa recuperación del consumo privado va a mantenerse, si bien las tasas y niveles que muestran esos indicadores se encuentran todavía por debajo de sus medias históricas y el proceso de mejora es relativamente lento (véase gráfico 4). De este modo, en las proyecciones publicadas el pasado mes de junio, el Eurosystemo estimó una expansión del consumo privado en el intervalo del 1,0%-1,4% en 2004, inferior al crecimiento medio de esta variable en la última década.

El comportamiento reciente del consumo privado en los países de la UEM

Como se analizó en el apartado anterior, el consumo privado en la UEM mostró un comportamiento débil en el período 2001-2003, que no se explica por la evolución de sus determinantes y que se tradujo en un aumento de 0,8 puntos porcentuales de la tasa de ahorro (véase cuadro 1). Si se realiza una aproximación a la zona del euro desagregada por países, se observa que, en la mayoría de ellos, la tasa de ahorro nacional se incrementó, aunque las magnitudes son bastante diferentes entre unos y otros. Si nos centramos en el análisis de los

INDICADORES SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL CONSUMO EN LA UEM

GRÁFICO 4



FUENTE: Comisión Europea.

a. Series basadas en encuestas a consumidores y empresarios. Niveles.

países donde las familias aumentaron con más intensidad su tasa de ahorro, pueden identificarse casos, como los de Holanda y Portugal, donde la fuerte expansión del endeudamiento de los hogares en los últimos años probablemente haya exigido a los consumidores reconsiderar sus decisiones de gasto, con el fin de recomponer su equilibrio patrimonial ante las mayores cargas financieras asumidas. En ambos Estados, además, la tasa de paro aumentó significativamente durante el período examinado, lo que puede haber impulsado a las familias a revisar a la baja sus expectativas de renta. En otros países, como Alemania y Bélgica, la escasa expansión de la actividad y el incremento de la tasa de paro parecen haber afectado a la confianza de los agentes, lo que, posiblemente, haya contribuido a aumentar el ahorro por motivo de precaución.

También parece probable que el deterioro del déficit público en algunas economías haya alimentando expectativas de aumentos impositivos o de reducciones de las transferencias en el futuro, que han desincentivado el consumo. Este pudo haber sido el factor más relevante en Finlandia, aunque seguramente también desempeñó un papel importante en la evolución en la tasa de ahorro de las familias en Holanda, Alemania y, hasta 2002, en Francia. En el caso de España, a pesar del considerable aumento del endeudamiento de las familias, el menor impacto de la desaceleración cíclica en la actividad en comparación con otros países, que permitió que la tasa de paro no se incrementara, junto con la reducción del déficit público, ha

	Tasa de ahorro de las familias	Déficit público	Tasa de paro	Endeudamiento de las familias (b)
	% RBD	% PIB	%	% RBD
Holanda	4,4	4,1	0,9	69,7
Finlandia	1,7	4,6	-0,7	15,7
Portugal	1,6	-0,3	2,2	48,4
Bélgica	1,3	-0,1	1,2	3,3
Alemania	1,1	3,1	1,9	6,1
España	0,8	-0,9	0,0	40,2
Italia	0,3	0,7	-1,8	10,7
Francia	0,2	2,7	0,3	7,8
Austria	0,1	-0,9	0,5	7,9
Irlanda	-0,9	5,2	0,3	47,8
UEM	0,8	1,9	0,4	17,2

FUENTES: Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

a. Se han sombreado las celdas en las que la variable correspondiente ha aumentado por encima del agregado UEM.

b. Para esta variable se presenta la variación que ha experimentado entre 2003 y 1997.

posibilitado que las familias hayan revisado al alza su tasa de ahorro en menor medida que otras economías europeas.

Conclusiones

El consumo privado es una variable fundamental en el análisis de las perspectivas económicas, pues representa el componente principal de la demanda. En el caso de la zona del euro, se observa que la renta disponible corriente es el determinante más importante de su evolución, aunque también se detecta que las oscilaciones en la riqueza de las familias y en los tipos de interés reales han influido en su trayectoria en la última década. Algunos de estos factores han experimentado cambios de carácter estructural recientemente —como es el caso de los tipos de interés, que han disminuido significativamente en el conjunto de la UEM en la década de los noventa, tras la puesta en marcha del proyecto de moneda única—, que pueden afectar a la estabilidad de las ecuaciones de comportamiento del consumo.

La zona del euro presenta una tasa de ahorro relativamente alta si se compara con las de EEUU o Japón, lo que supone un potencial de demanda adicional si el panorama económico mejora. Sin embargo, la evolución de la tasa de ahorro y, sobre todo, de sus determinantes ha sido diferente en los países de la UEM, por lo que la evaluación de las perspectivas de crecimiento de esta variable exige una aproximación desagregada, lo que añade complejidad a la tarea. Así, mientras que los datos de consumo privado de Contabilidad Nacional correspondiente al primer trimestre de 2004 son positivos y las señales correspondientes al segundo son, en general, coherentes con la recuperación de esta variable, no puede descartarse que la incertidumbre sobre la capacidad de crecimiento de la economía, la sostenibilidad de algunas prestaciones sociales en su nivel actual y el deterioro de las finanzas públicas sigan teniendo un efecto desfavorable sobre la demanda de las familias en algunos países. Además, no es fácil determinar si los balances patrimoniales de las familias en algunos Estados, como Holanda y Portugal, se encuentran ya suficientemente saneados, tras el fuerte incremento en la tasa de ahorro de los hogares en esos países.

20.7.2004.

BIBLIOGRAFÍA

- BAYAR, A., y K. MC MORROW (1999). *Determinants of Private Consumption*, Economic Papers n.º 35, mayo, Comisión Europea.
- CABRERO, A. C. CHULIÁ y A. MILLARUELO (2003). *Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM*, Documento Ocasional n.º 0304, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2003). *The EU Economy 2003 Review*, n.º 6.
- (2004). «Explaining the Weakness of Private Consumption in the Euro Area», *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 3, n.º 1.
- DAVEY, M. (2001). «Saving, Wealth and Consumption», *Bank of England Quarterly Bulletin*, primavera, pp. 91-99.
- DEUTSCHE BUNDES BANK (1996). «The Longer-term Trends in and the Determinants of Private Consumption in Germany», *Monthly Report*, julio, pp. 17-28.
- ESTRADA, Á., y A. BUISÁN (1999). *El gasto de las familias en España*, Estudios Económicos n.º 65, Banco de España.
- FAGAN, G., J. HENRY y R. MESTRE (2001). *An Area-wide Model (AWM) for the Euro Area*, ECB Working Paper n.º 42.
- NAHUIS, N. y W. J. HANSEN (2004). «Which Survey Indicators are Useful for Monitoring Consumption? Evidence from European Countries», *Journal of Forecasting*, vol. 23, n.º 2, pp. 89-98.
- SANTILLÁN, J. (1997). «El ahorro en el mundo: evolución histórica y perspectivas», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 43-52.

ANEJO

Indicadores para el seguimiento del consumo privado en la UEM

Los datos de la Contabilidad Nacional suelen estar disponibles con bastante retraso para las exigencias del análisis de la coyuntura. Por ello, resulta indispensable la utilización de indicadores que faciliten el seguimiento de las principales variables económicas, ayuden a comprender los mecanismos que subyacen en su evolución y permitan evaluar las perspectivas económicas. En el caso del consumo privado, existe una batería amplia de indicadores económicos que reflejan el comportamiento de esta magnitud y de sus tendencias. Estos indicadores tratan de medir la evolución efectiva del consumo o de sus componentes (indicadores cuantitativos), pero también pueden basarse en encuestas, para recoger el sentimiento de los distintos agentes sobre la marcha de la economía y sus expectativas sobre algunos determinantes del consumo, como la renta o la riqueza (indicadores cualitativos).

Indicadores cuantitativos

El principal indicador es el índice de ventas al por menor, que publica mensualmente Eurostat basándose en encuestas realizadas a empresas dedicadas al comercio minorista. Se publica normalmente con un mes y medio de retraso respecto al de referencia; además del índice general, se dispone de otros con un grado de detalle mayor por tipos de bienes. En este sentido, para el seguimiento de la adquisición de bienes duraderos —que representan en torno al 15%-20% del consumo privado¹¹— es útil observar la evolución del índice de ventas al por menor sobre bienes de equipo del hogar. También es relevante la información sobre nuevas matriculaciones de automóviles, que proporciona mensualmente la Asociación Europea de Productores de Automóviles. Su principal virtud consiste en ser uno de los indicadores de consumo privado cuya fecha de publicación (normalmente a mediados del mes siguiente) más se aproxima a la del mes de referencia. Asimismo, teniendo en cuenta la financiación que suele requerir la adquisición de estos bienes de consumo duradero, es importante atender al componente de crédito a familias para consumo y para adquisición de vivienda. Este indicador recoge los saldos vivos de los créditos concedidos por las entidades de crédito a los hogares y proviene de los estados contables trimestrales que remiten las entidades a sus correspondientes bancos centrales.

Por su parte, como indicadores sobre bienes de consumo no duraderos se utilizan habitualmente dos tipos de índices de ventas al por menor: los relativos a «alimentos, bebidas y tabaco» y «calzado, vestido y confección», que son los que muestran mayor sintonía con el con-

11. Según la información de Eurostat sobre la clasificación del gasto del consumo final de los hogares por finalidad, en el caso de España, el porcentaje de bienes de consumo duradero es del 14%, en Francia, del 17%, mientras que en Alemania asciende al 19%.

	Muestra disponible	t	t-1	t-2	Fuente
Matriculación de automóviles	1990 I - 2004 I	0,70	0,58	0,51	ACEA
Índice de ventas al por menor	1995 I - 2004 I	0,84	0,73	0,68	Eurostat
Alimentos, bebidas y tabaco	1995 I - 2004 II	0,73	0,56	0,56	Eurostat
No alimentos	1995 I - 2003 IV	0,80	0,74	0,73	Eurostat
Equipo del hogar	1995 I - 2003 IV	0,78	0,79	0,77	Eurostat
Calzado, vestido y confección	1995 I - 2003 IV	0,69	0,63	0,56	Eurostat
Indicadores de confianza de los consumidores	1985 I - 2004 I	0,72	0,70	0,60	Eurostat
Indicadores de confianza de los minoristas	1985 I - 2004 I	0,80	0,76	0,62	Eurostat
Indicadores de confianza industrial	1985 I - 2004 I	0,65	0,72	0,68	Eurostat
Disposición de compra de bienes de consumo duradero	1985 I - 2004 I	0,75	0,65	0,54	Eurostat
Expectativas sobre desempleo en los próximos doce meses	1985 I - 2004 I	0,72	0,68	0,56	Eurostat
Préstamos a Otros sectores residentes	1985 I - 2004 I	0,71	0,61	0,48	BCE
A familias	1985 I - 2004 I	0,89	0,89	0,87	BCE
Para adquisición de vivienda	1997 III - 2004 I	0,86	0,86	0,83	BCE
Para bienes de consumo	1997 III - 2004 I	0,89	0,90	0,91	BCE
Empleo	1991 I - 2003 IV	0,76	0,75	0,74	Eurostat

FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

a. Los indicadores mensuales se han trimestralizado como una media.

b. Las correlaciones son del crecimiento del consumo respecto al nivel de los indicadores cualitativos y respecto al crecimiento de los cuantitativos.

sumo. En la cesta de bienes de consumo de los hogares, estos componentes representan en torno a un 16% y 6%, respectivamente.

Como puede observarse en el cuadro 2, la correlación entre estos indicadores y el consumo privado es bastante elevada, superior al 70% en casi todos los casos. La correlación más alta se observa en el caso de los créditos para la adquisición de bienes de consumo, con un 89%, y del índice de ventas al por menor, que es del 84%. Otros indicadores indirectos sobre el consumo, como el empleo, también muestran una elevada correlación, si bien existen problemas para tener información disponible sobre ellos con antelación a los datos efectivos de consumo en Contabilidad Nacional.

Indicadores cualitativos

Los indicadores de confianza tratan de aproximar cuál es la percepción de los agentes sobre la marcha de la economía, su situación financiera particular y su disposición a tomar determinadas decisiones de gasto. Estos indicadores se basan en las llamadas «encuestas de opinión», realizadas a consumidores y a empresas, y que constan de un amplio abanico de preguntas. Dada su naturaleza, las variaciones en el nivel de estos indicadores señalan cambios de la percepción de los agentes que, en el caso de las familias, se traducirán en una mayor o menor disposición a gastar respecto a su renta disponible, aunque es difícil determinar a partir de estas encuestas las variaciones cuantitativas que pueden aparecer en los datos efectivos de consumo.

En este caso, el indicador por excelencia es el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, que está muy correlacionado con el consumo de forma contemporánea (72%). Es un indicador sintético de las expectativas de los consumidores sobre la situación económica y financiera, las posibilidades de ahorro y la situación del paro en el próximo año. Las encuestas contienen otras preguntas adicionales —no incluidas en el indicador anterior— que también son importantes en el seguimiento del consumo, como la disposición de compra de bienes duraderos en el momento actual y en el futuro. Aunque no recogen información di-

recta de los consumidores, los indicadores de confianza del comercio minorista y de confianza industrial de la Comisión Europea también contienen información relevante. El primero se basa en las encuestas realizadas a comerciantes y pequeñas y grandes superficies sobre la evolución actual y futura de los negocios y sobre su nivel de existencias, y es el indicador de confianza que muestra la correlación más elevada respecto al consumo privado (80%)¹². Por su parte, el indicador de confianza industrial se obtiene a partir de encuestas sobre pedidos, existencia de bienes terminados y expectativas de producción a empresas manufactureras dedicadas a la provisión de bienes de inversión, bienes intermedios y bienes de consumo. Puesto que ambos indicadores recogen las expectativas de demanda de los comerciantes y empresarios sobre su negocio, pueden ayudar a complementar el análisis sobre el gasto de las familias. Así, por ejemplo, si las opiniones de los empresarios son optimistas, cabe esperar que aumentarán su demanda de trabajo, lo que se traducirá en una mayor renta disponible de los hogares y, por tanto, en mayor consumo. De hecho, se constata que el indicador de confianza industrial adelanta ligeramente el perfil de crecimiento del consumo.

12. Nahuis y Hansen (2004) construyen un indicador sintético del consumo basado en la confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas para los países integrantes de la UEM.

ALGUNAS SIMULACIONES CON EL MODELO
MACROECONÓMICO TRIMESTRAL DEL BANCO DE ESPAÑA

Algunas simulaciones con el modelo macroeconómico trimestral del Banco de España

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada y Javier Torres, del Servicio de Estudios.

Introducción

En este artículo se presentan algunos ejercicios de simulación realizados con el modelo trimestral de la economía española estimado en el Banco de España¹. Este modelo, que constituye una versión actualizada del que fue estimado conjuntamente con el Banco Central Europeo algunos años atrás², resume las relaciones básicas entre los principales agregados macroeconómicos de la economía española y constituye por ello una potente herramienta para el análisis de su comportamiento. El objetivo de este artículo es precisamente ilustrar cómo se puede utilizar el modelo para investigar el impacto de algunas de las perturbaciones que han afectado a la economía en el pasado reciente.

La estructura del modelo es básicamente la misma que la de la versión previa. El equilibrio a largo plazo está determinado por las condiciones de la oferta de la economía, pero a corto plazo la producción viene dada por la demanda. Esto implica la existencia de mecanismos que garantizan un ajuste lento de precios y cantidades hacia el equilibrio de largo plazo. El modelo no incluye un tratamiento formal de las expectativas de los agentes, que implícitamente se captan mediante la inclusión de los valores desfasados de las variables endógenas y exógenas. Por otra parte, el modelo está diseñado para una economía pequeña y abierta que pertenece a la Unión Monetaria, de forma que, desde el punto de vista de la economía española, los tipos de interés, tanto de corto como de largo plazo, el tipo de cambio del euro y la evolución de la economía mundial son exógenos y se determinan fuera del modelo.

Entre las principales novedades que incluye la nueva versión del modelo trimestral cabe destacar, en primer lugar, el uso de datos corregidos de estacionalidad y efectos calendario, en vez de la señal ciclo-tendencia, lo que permite mejorar apreciablemente la dinámica de corto plazo de las ecuaciones del modelo, sin alterar sustancialmente sus propiedades de largo plazo. En segundo lugar, la economía se ha dividido en dos ramas: el sector público y el sector privado; esto hace que, por un lado, puedan ser consideradas como exógenas buena parte de las variables relacionadas con las Administraciones Públicas (empleo, salarios, inversión, compras netas, tipos impositivos) y, por otro, que las ecuaciones de comportamiento se refieran solo a variables del sector privado. En tercer lugar, el comercio exterior se analiza ahora de forma desagregada entre el área del euro y el resto del mundo, lo que permite aislar de forma más precisa el efecto del tipo de cambio del euro sobre nuestras compras y ventas al exterior. En cuarto lugar, la inversión privada se ha desagregado entre el componente productivo y el componente residencial, lo que permite analizar por separado las decisiones de inversión de las empresas y las decisiones de gasto de los hogares. Por último, la riqueza se valora a precios de mercado, utilizando el precio de la vivienda y la cotización de la bolsa, a través de los cuales se introducen los efectos riqueza en el modelo.

En este artículo se realizan dos ejercicios de simulación para mostrar la utilización del modelo como instrumento de análisis del comportamiento de la economía española. Para ello se han seleccionado dos perturbaciones que han afectado a la economía recientemente. Por el lado

1. Véase Estrada et al. (2004), *A quarterly macroeconomic model of the Spanish economy*, Documento de Trabajo n.º 0413, Banco de España. 2. Véase Willman y Estrada (2002), *The Spanish block of the ESCB-multi-country model*, Documento de Trabajo n.º 0212, Banco de España.

de la oferta, se analiza el impacto de la importante entrada de inmigrantes en los últimos años, que ha permitido que la población en edad de trabajar haya seguido aumentando en España y ha contribuido a que la población activa haya presentado tasas de crecimiento elevadas, al sumarse al proceso de incorporación de la mujer al mercado de trabajo. Por el lado de la demanda, se discute el efecto que la notable debilidad mostrada por el dólar los últimos años y la consiguiente apreciación del tipo de cambio del euro han tenido sobre la economía española y sobre el comportamiento del comercio exterior.

Aunque el modelo macroeconómico trimestral no está específicamente diseñado para analizar los efectos de cada una de estas perturbaciones en sus aspectos más concretos, sí recoge las principales vías de transmisión de estos fenómenos y la respuesta de los principales agregados económicos, según las pautas históricas de comportamiento que ha mostrado la economía. De esta forma, es posible detectar si en los casos concretos que se analizan se han producido reacciones diferenciadas con respecto a esas pautas históricas, enriqueciendo así el diagnóstico.

En los apartados siguientes se describen e implementan cada una de estas dos perturbaciones, se analizan los distintos canales de transmisión a la economía nacional y se comenta su impacto cuantitativo. En el cuarto apartado se concluye y se apuntan las líneas de investigación futura con este tipo de modelos.

Una perturbación de la población en edad de trabajar

LA EVOLUCIÓN RECENTE
DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE
TRABAJAR EN ESPAÑA

El objetivo de esta sección es presentar los mecanismos que se ponen en funcionamiento en el modelo cuando se produce un aumento exógeno de la población en edad de trabajar (ligado, en este caso, al fenómeno de la inmigración) y analizar el impacto cuantitativo de esta perturbación, de acuerdo con las elasticidades históricas estimadas. Dado que, como ya se ha señalado, el modelo no ha sido diseñado para estudiar un fenómeno tan complejo como es el de la inmigración, algunos canales de transmisión están ausentes, de forma que los resultados deben ser considerados como aproximados y principalmente cualitativos.

De acuerdo con la información que proporciona la Encuesta de Población Activa (EPA), la población en edad de trabajar (entre 16 y 64 años) se ha desacelerado claramente en España, en los últimos tres años. Como se puede apreciar en el cuadro 1, pasó de registrar un crecimiento anual del 0,9% en el año 2001, a crecer un 0,6% en 2003. Esta desaceleración habría sido mucho más marcada de no haber aumentado de forma considerable la población extranjera (alrededor del 35%, en promedio). De hecho, estos abultados crecimientos fueron los que evitaron que la población en edad de trabajar se redujera en el año 2003, y son también los que explican que la población extranjera haya pasado de representar el 1,2% del total de la población en edad de trabajar, a principios del año 2000, a suponer el 3,8% a principios de 2004, según los datos de la EPA.

En el cuadro 1 también se aprecia cómo el crecimiento de la población activa —aquellos individuos que, teniendo edad para trabajar, se encuentran trabajando o buscan activamente un empleo (es decir, son desempleados)— también se ha reducido en los últimos años, aunque en menor medida de lo que lo hubiera hecho si no se hubiera producido el fenómeno de la inmigración. En cualquier caso, para ambos colectivos el crecimiento de la población activa ha sido superior al de la población en edad de trabajar, como consecuencia del aumento en la tasa de participación (porcentaje de la población en edad de trabajar que es activa). Para el conjunto de la economía española el aumento de la tasa de participación ha sido de alrededor de 2,5 puntos porcentuales (pp), debido, en parte, a un efecto composición, ya que las tasas de participación del colectivo extranjero son muy superiores a las de los españoles (78,24% frente a 68,60% en el primer trimestre de 2004, respectivamente).

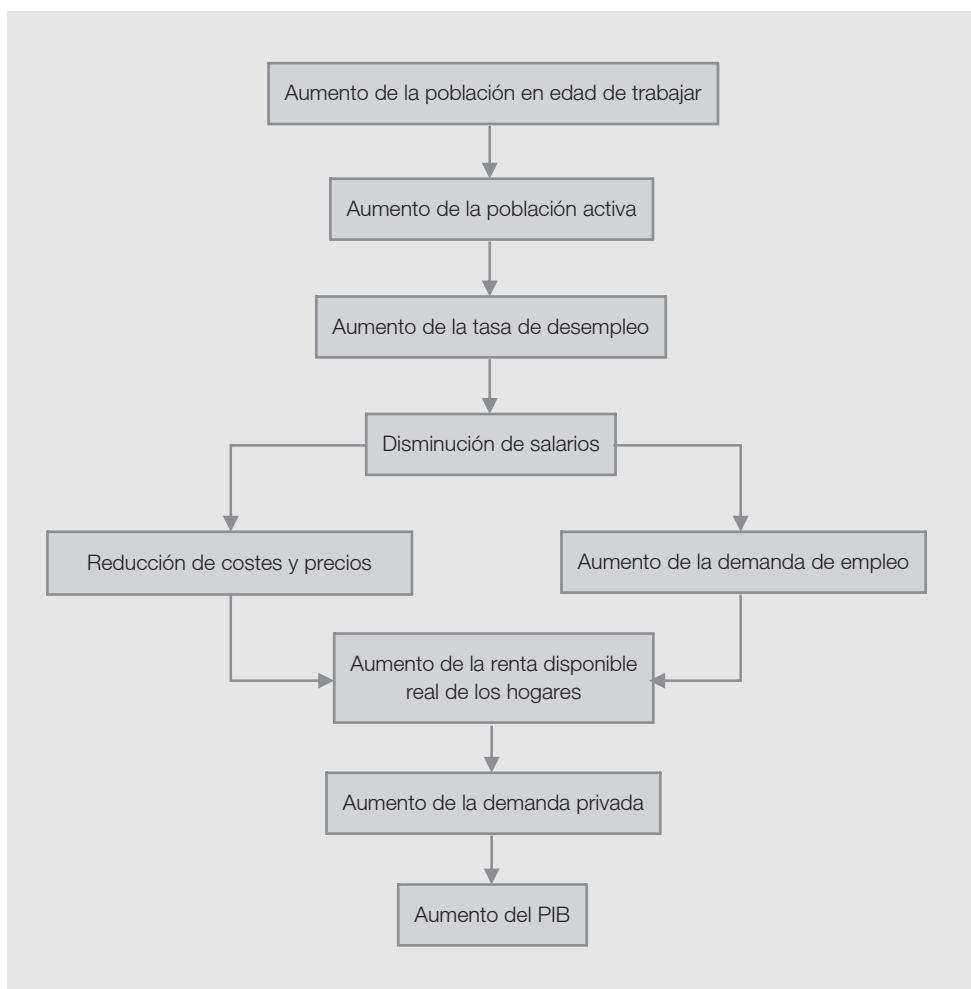
EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR Y DE LA POBLACIÓN ACTIVA EN ESPAÑA
Tasas de crecimiento anuales

CUADRO 1

	%	2001	2002	2003
Población en edad de trabajar		0,93	0,69	0,60
Españoles		0,42	0,08	-0,33
Extranjeros		37,96	32,40	37,38
Población activa		—	2,77	2,63
Españoles		—	2,08	1,54
Extranjeros		—	33,73	40,18

LOS EFECTOS DE UN AUMENTO DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR

ESQUEMA 1



LOS CANALES DE TRANSMISIÓN RECOGIDOS EN EL MODELO

El tipo de perturbación asociado al fenómeno de la inmigración se puede aproximar en el modelo a través de un aumento exógeno de la población en edad de trabajar. Como se aprecia en el esquema 1, el efecto más inmediato de este aumento es un incremento de la población activa³, o de la oferta de trabajo, que induce una elevación en el número desempleados.

3. En principio, el modelo impone que esta nueva población en edad de trabajar tenga la misma tasa de participación que la ya existente, algo que, como se ha visto en el epígrafe anterior, no es cierto. Por este motivo, en el epígrafe empírico se llevan a cabo algunas correcciones.

Al haber más individuos buscando empleo, se generan presiones a la baja sobre los salarios, con lo que los costes laborales de las empresas disminuyen. Las empresas, al percibir este fenómeno, reaccionan por dos vías: por un lado, reducen sus precios de producción (ya que estos se forman como un *mark-up* sobre los costes) y, por otro, sustituyen capital por empleo (al haberse abaratado el factor trabajo), por lo que contratan a más trabajadores y comienzan a absorber el exceso de oferta de trabajo.

La reducción de los precios de producción hace que el poder adquisitivo de los trabajadores aumente. Además, al haber más personas trabajando, la renta disponible de los hogares, en términos reales, es superior y esto estimula su demanda de bienes de consumo y la compra de viviendas. En el caso concreto de los bienes de consumo, una parte de esta mayor demanda interna se filtra al exterior a través de las importaciones. Otra parte, sin embargo, incrementa la demanda percibida por las empresas nacionales, que también se ve estimulada por el aumento de la demanda externa que se deriva de la reducción de los precios de exportación. Para poder satisfacer esta mayor demanda, las empresas incrementan sus dotaciones de factores productivos, con lo que tanto la inversión como el empleo se elevan con respecto al escenario en el que no se produce esta perturbación (o escenario base).

En resumen, el modelo predice que, ante una perturbación de estas características, cabría esperar un mayor aumento del PIB y un menor aumento de los precios, en relación con la senda contemplada en el escenario base.

LOS RESULTADOS DEL MODELO

Para ilustrar los resultados cuantitativos que este tipo de perturbación tiene en el modelo, se ha simulado un aumento de la población en edad de trabajar (que es una variable exógena), en los años 2001-2003, del tamaño del diferencial entre el crecimiento de la población en edad de trabajar total y la población en edad de trabajar de nacionalidad española. Esto supone un crecimiento de la población en edad de trabajar superior al del escenario base por valor de 0,5 pp, 1,1 pp y 2,1 pp en cada uno de los tres años considerados (véase cuadro 1).

Una primera dificultad es que la respuesta de la población activa que proporciona el modelo, aunque positiva, tal y como cabía esperar, es muy inferior a la que se observa en los datos de la EPA. Esto es debido a que la ecuación que determina la evolución de la población activa impone implícitamente que la tasa de participación de la nueva población sea idéntica a la de la ya existente, algo que, como se ha comprobado en apartados anteriores, dista de ser cierto. Por este motivo, es necesario modificar la ecuación de población activa para que recoja una elevación de la población activa con respecto al escenario base similar a la observada en la EPA (0,6 pp, 1,3 pp y 2,5 pp adicionales en cada año, respectivamente).

En el cuadro 2 aparecen los efectos que tiene esta perturbación en las principales variables que incluye el modelo, una vez realizado el cambio que se acaba de comentar. Los efectos aparecen en términos de desviaciones respecto a los niveles de las variables en un escenario base. Como se puede comprobar, el signo de los efectos está en línea con lo esperado: los precios caen y la actividad aumenta, aunque la magnitud de los efectos reales parece bastante moderada. El aumento de la población activa supone un aumento de la tasa de desempleo, que presiona los salarios a la baja (en el último año de la simulación serían casi un punto porcentual inferiores a los del escenario base) y, consecuentemente, los precios de producción (el deflactor del PIB se reduce en 0,5 pp en 2003). Esta disminución se traslada a los precios de consumo (0,48 pp) y al deflactor de las exportaciones (0,15 pp).

La caída de los salarios reales induce un aumento de la demanda de empleo, con lo que el número de ocupados se eleva, aunque en una magnitud reducida. De hecho, de acuerdo con

**RESULTADOS DE UNA PERTURBACIÓN DE LA POBLACIÓN EN EDAD
DE TRABAJAR**
Desviaciones porcentuales con respecto al escenario central

CUADRO 2

			2001	2002	2003
PRECIOS Y COSTES	IAPC		-0,03	-0,19	-0,49
	Deflactor del consumo		-0,03	-0,19	-0,48
	Deflactor del PIB		-0,03	-0,20	-0,49
	Coste laboral unitario		-0,07	-0,35	-0,79
	<i>Remuneración por asalariado</i>		-0,07	-0,35	-0,80
	<i>Productividad</i>		0,00	0,00	-0,01
	Deflactor de las importaciones		0,00	-0,01	-0,04
ACTIVIDAD	Deflactor de las exportaciones		-0,01	-0,05	-0,15
	PIB		0,02	0,08	0,19
	Consumo privado		0,04	0,09	0,18
	Formación bruta de capital fijo		0,02	0,04	0,08
	Exportaciones		0,00	0,02	0,09
HOGARES	Importaciones		0,02	-0,02	-0,07
	Renta disponible real		0,06	0,12	0,24
	Tasa de ahorro (a)		0,02	0,03	0,06
SECTOR EXTERIOR	Balanza comercial (b)		-0,01	0,00	0,00
	Cap. o nec. de financiación (b)		-0,01	0,00	0,01
SECTOR PÚBLICO	Ingresos (b)		0,04	0,08	0,15
	Gastos (b)		0,07	0,15	0,27
	Cap. o nec. de financiación (b)		-0,03	-0,07	-0,12
MERCADO DE TRABAJO	Población activa		0,63	1,33	2,51
	Ocupados		0,02	0,09	0,20
	Tasa de desempleo (a)		0,55	1,13	2,11

a. Diferencias absolutas.

b. Diferencias absolutas como porcentaje del PIB.

el modelo, el nivel de empleo en el año 2003 sería 0,2 pp superior al del escenario base, mientras que los datos de la EPA indican que el diferencial de crecimiento entre el empleo total y el empleo de nacionalidad española fue de 2,3 pp en ese mismo año. Esta diferencia tan marcada es, sin duda, consecuencia de que la ecuación de empleo recoge relaciones históricas, en las que el fenómeno de la inmigración no estaba presente. Ello explica que en los últimos años esta ecuación haya tendido a infra-predecir el avance de la ocupación. Desde este punto de vista, y de forma general, los efectos estimados de la perturbación que aquí se obtienen deben ser tomados como una cota inferior de los verdaderos efectos.

Como ya se ha comentado en el apartado anterior, el aumento del empleo y la reducción de los precios hacen que el poder adquisitivo de los hogares se eleve, impulsando al alza la demanda de bienes de consumo y la inversión residencial; al mismo tiempo, la competitividad de los productos nacionales mejora, con lo que las exportaciones también reciben un impulso expansivo. Ante esta mayor demanda, las empresas incrementan el empleo y la inversión productiva. En conjunto, el efecto estimado sobre el PIB en el año 2003 es de 0,2 pp⁴.

4. Cuando la ecuación de empleo se ajusta para que recoja un crecimiento diferencial del empleo similar al de la EPA, el aumento simulado del PIB es mucho mayor; en concreto, 0,1 pp, 0,3 pp y 0,6 pp en cada año, respectivamente.

		2001	2002	2003
COMERCIO CON LA UEM (a)	Importaciones	3,8	4,6	5,6
	Exportaciones	3,4	-1,1	4,7
COMERCIO EXTRA-UEM	Importaciones	4,4	2,5	9,1
	Exportaciones	-0,1	5,3	8,5
TIPO EFECTIVO NOMINAL	UEM (b)	1,8	3,0	11,4
	España (c)	0,5	0,9	3,0
ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD	Con precios relativos de exportación	-0,4	1,1	3,1

a. En términos reales.

b. Frente a un grupo reducido de países compuesto por: EEUU, Japón, Suiza, Reino Unido, Suecia, Dinamarca, Grecia —hasta diciembre de 2000—, Noruega, Canadá, Hong-Kong, Corea y Singapur.

c. Frente a los países desarrollados.

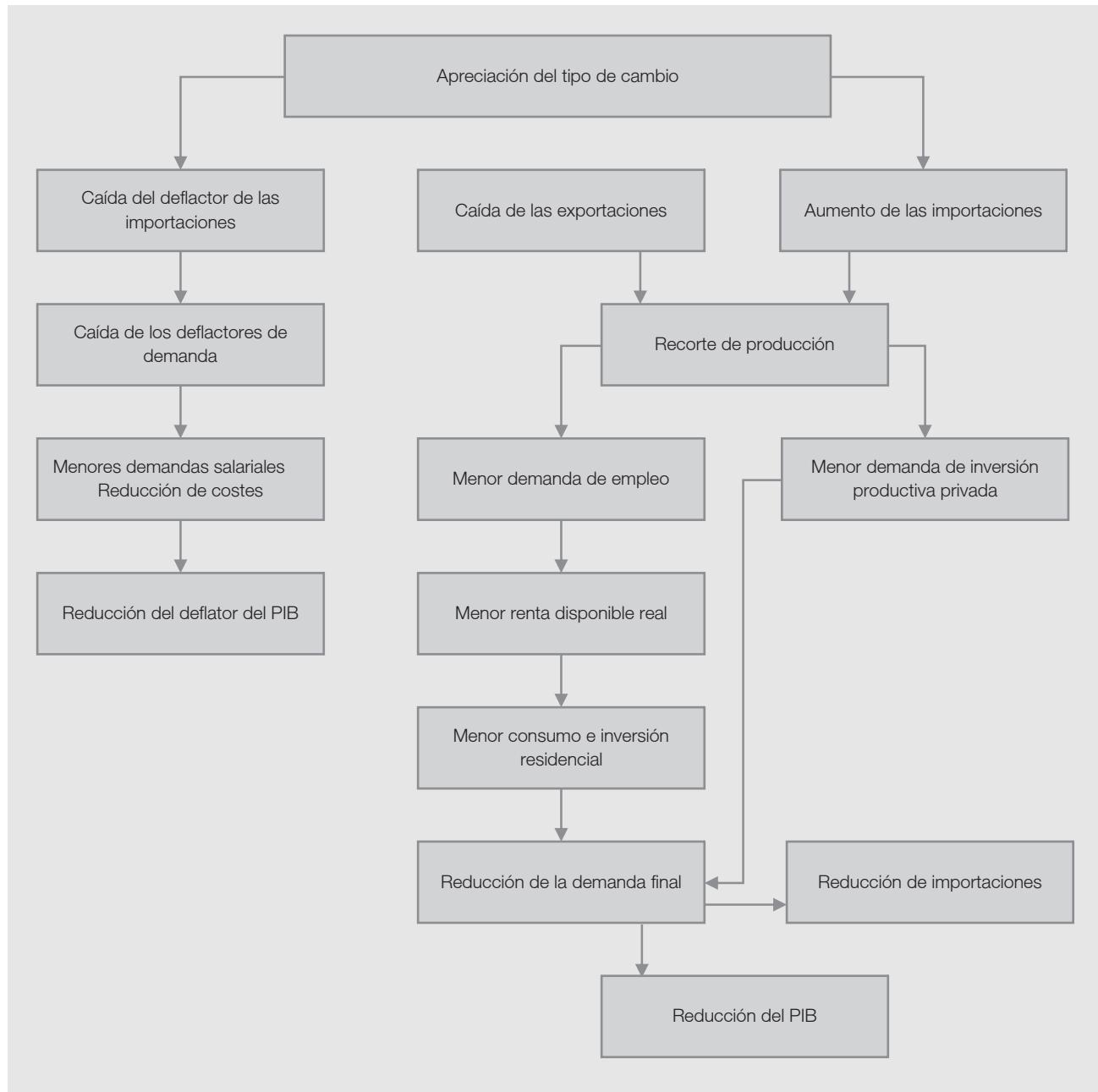
Una perturbación al tipo de cambio dólar/euro

La segunda simulación implementada analiza los efectos de la reciente apreciación del tipo de cambio del euro sobre la economía española. Para ello, en primer lugar, se repasa brevemente la evolución del tipo de cambio y de los flujos de comercio exterior en ese período. A continuación, se describen los principales canales por los cuales el tipo de cambio afecta a la actividad y a los precios en el modelo trimestral, que luego se utiliza para simular una apreciación del euro de la misma magnitud que la que se observaba en los años 2002 y 2003, con el objeto de calibrar los efectos de esta perturbación sobre la economía española.

LA EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y EL COMERCIO EXTERIOR

En el período 1999-2001, el euro experimentó una notable depreciación respecto al dólar. Sin embargo, tras una etapa de relativa estabilidad, a mediados de 2002 se inició una fase de revalorización de la divisa europea, que, en relación con el dólar, se apreció un 5,5% en el conjunto del año y un 19,7% en 2003. Durante este período el euro se apreció también respecto a otras divisas que tienen un peso considerable en nuestra estructura comercial, entre las que cabe destacar la libra esterlina (con una depreciación acumulada respecto al euro del 11,2% en 2002 y 2003), el dólar canadiense (17,7%), el yen japonés (19,6%) y las principales divisas asiáticas, cuya evolución está muy ligada al dólar. En este contexto, la apreciación efectiva del euro en el período 2002-2003 fue de un 14,4% en términos nominales. Dado que la proporción de las exportaciones españolas dirigidas fuera del área del euro es del 40%, ello se tradujo en una apreciación del componente nominal de los índices de competitividad españoles del 0,9% y del 3% en 2002 y 2003, respectivamente (véase cuadro 3), dando lugar a un considerable deterioro de la competitividad-precio de la economía española.

En el cuadro 3 también se muestra la evolución de los flujos comerciales en términos reales con el área del euro y con el resto del mundo. En general, los flujos comerciales registraron una notable recuperación en 2003. Las compras al exterior avanzaron considerablemente, en línea con la fortaleza de la demanda interna, aunque el incremento de las importaciones de los países no pertenecientes a la UEM fue más acusado. Este mayor dinamismo podría deberse, al menos en parte, a la evolución del tipo de cambio. Por su parte, las exportaciones se aceleraron notablemente, especialmente las dirigidas a los países de fuera del área del euro. Ello es coherente con el mayor incremento de la demanda en este grupo de países, pero contras-



ta con la pérdida de competitividad. En este sentido, cabe destacar que, aunque la apreciación del euro fue en parte contrarrestada por la reducción de márgenes de los exportadores españoles, ello no fue suficiente para evitar un deterioro significativo de la competitividad-precio de nuestros productos, tal y como muestra la evolución del índice elaborado con precios relativos de exportación. Por lo tanto, cabe decir que el comportamiento de las exportaciones fuera del área del euro en 2003 fue positivo, dada la evolución de la competitividad, aunque cabe suponer que habría sido todavía mejor de no haberse producido esta evolución del tipo de cambio.

LOS CANALES DE TRANSMISIÓN RECOGIDOS EN EL MODELO

El esquema 2 recoge los principales canales a través de los cuales una apreciación del tipo de cambio afecta a la actividad y a los precios de la economía. Comenzando con la actividad, la apreciación del euro supone una reducción de los precios de exportación de los países que no pertenecen a la UEM, expresados en euros. Esto conlleva un deterioro de la competitividad-

precio, que induce una disminución de las exportaciones en términos reales⁵. Por otro lado, los precios de las importaciones también se reducen, dando lugar a una sustitución de producción nacional por producción importada. La menor presión de la demanda lleva a las empresas a reducir su producción y, por tanto, su demanda de factores productivos (capital y trabajo). La reducción del empleo produce una caída de la renta disponible de los hogares y un ajuste a la baja del consumo privado y de la inversión residencial. Por otra parte, la reducción de la demanda interna afecta no solamente a la producción nacional, sino también a las importaciones, que se ajustan a la baja, compensando en parte el efecto de la competitividad.

En cuanto a los efectos sobre los precios, la reducción de los precios de importación induce una disminución de los deflactores de demanda y, en particular, del deflactor del consumo privado, que reduce la presión salarial por parte de los trabajadores. Sin embargo, los salarios disminuyen en menor medida que los precios del consumo, lo que mitiga en alguna medida (aunque no compensa totalmente) la reducción de la renta disponible real de los hogares, derivada de la contracción del empleo. La caída de los salarios supone un ajuste a la baja de los costes nacionales, que, unido a la menor presión de la demanda, se traduce en una disminución del deflactor del PIB, con efectos inducidos sobre los propios salarios.

Por lo tanto, el modelo predice que ante una perturbación de estas características cabe esperar una reducción del PIB y una disminución de los precios respecto a sus niveles en ausencia del shock.

LOS RESULTADOS DEL MODELO

Para ilustrar estos efectos, se ha simulado con el modelo una apreciación del tipo de cambio del euro de magnitud idéntica a la que se produjo en los años 2002 y 2003. Como se ha comentado anteriormente, esto supone una apreciación del componente nominal de la competitividad española del 0,9% en 2002 y del 3% en 2003. Dada la magnitud de la perturbación, cabe esperar que los efectos sean significativamente más acusados en el segundo año.

El cuadro 4 recoge los efectos de esta perturbación sobre las principales variables del modelo, en desviaciones respecto a sus niveles en un escenario base en el que el tipo de cambio se mantiene inalterado. Como puede apreciarse, los resultados son acordes con lo esperado y coherentes con los canales descritos en el apartado anterior.

El deterioro de la competitividad provoca una caída de las exportaciones respecto a su nivel en el escenario base, especialmente en el segundo año (-3,13 pp). Por su parte, las importaciones registran también un descenso, dado que el efecto del menor crecimiento de la demanda domina sobre el efecto de la competitividad, en el horizonte contemplado en este ejercicio. Sin embargo, el deterioro es más acusado en el caso de las exportaciones, por lo que se reduce la aportación de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. Ante la menor presión de la demanda, las empresas reducen su contratación y su inversión productiva. El menor número de asalariados lleva a una reducción de la renta disponible real de los hogares (a pesar del aumento de la remuneración real por asalariado), especialmente acusada el segundo año (-0,13 pp), de forma que el consumo privado acaba reduciéndose en 0,08 pp. Adicionalmente, la menor demanda supone una reducción de la formación bruta de capital fijo respecto al escenario central (-0,72 pp el segundo año). En términos de crecimiento del PIB, las desviaciones sobre el escenario base son de -0,21 pp en 2002 y de -0,82 pp en 2003.

5. El deterioro de la competitividad por la apreciación del tipo de cambio reduce no solamente las exportaciones fuera del área del euro, sino también a las dirigidas a la UEM, dado que la aumenta la competitividad de terceros países en este mercado.

RESULTADOS DE UNA PERTURBACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO
Desviaciones con respecto al escenario central

CUADRO 4

		2002	2003
PRECIOS Y COSTES	IAPC	-0,13	-0,84
	Deflactor del consumo	-0,21	-1,13
	Deflactor del PIB	-0,06	-0,51
	Coste laboral unitario	-0,04	-0,39
	<i>Remuneración por asalariado</i>	-0,11	-0,65
	<i>Productividad</i>	-0,07	-0,26
	Deflactor de las importaciones	-1,25	-5,84
	Deflactor de las exportaciones	-0,57	-2,79
	Relación real de intercambio	0,67	2,88
ACTIVIDAD	PIB	-0,21	-1,03
	Consumo privado	-0,01	-0,08
	Formación bruta de capital fijo	-0,12	-0,72
	Exportaciones	-0,80	-3,13
	Importaciones	-0,31	-0,83
	Exportaciones netas (a)	-0,11	-0,51
HOGARES	Renta disponible real	-0,01	-0,13
	Tasa de ahorro	-0,01	-0,05
SECTOR EXTERIOR	Balanza comercial	0,08	0,37
	Cap. o nec. de financiación	0,07	0,29
SECTOR PÚBLICO	Ingresos (b)	0,01	0,05
	Gastos (b)	0,09	0,47
	Cap. o nec. de financiación (b)	-0,08	-0,42
MERCADO DE TRABAJO	Ocupados	-0,14	-0,77
	Tasa de desempleo	0,09	0,48

a. Contribución al crecimiento.

b. Diferencias porcentuales absolutas como porcentaje del PIB.

Respecto a las variables nominales, la perturbación provoca una caída de los deflactores de las importaciones y de las exportaciones, más acusada en el primer caso, lo que supone una mejora de la relación real de intercambio (2,88 pp en 2003). La evolución de los precios de importación se traslada a todos los deflactores de demanda y a la remuneración por asalariado (-0,65 pp el segundo año). En consecuencia, se produce una reducción de los precios de producción (el deflactor del PIB se reduce en 0,51 pp en 2003) que se traslada a los precios de consumo. En términos de IAPC, la perturbación supone una reducción de la inflación de 0,13 pp el primer año y de 0,71 pp el segundo.

Por último, en lo que respecta a los saldos básicos de la economía, los resultados indican que una perturbación como la considerada lleva a un incremento del déficit público (0,42 pp, en diferencias absolutas como porcentaje del PIB), asociado al funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Con respecto al saldo exterior, se produce una ligera disminución del déficit comercial, dado que el efecto negativo sobre las exportaciones se ve contrarrestado por la mejora de la relación real de intercambio.

En definitiva, los resultados de la simulación resaltan el carácter relativamente anómalo de la ganancia de cuota que experimentaron las exportaciones españolas en los mercados exter-

nos en el año 2003, dado el impacto negativo y significativo de la apreciación del euro sobre las ventas al exterior en ese período. Aunque parte de ese buen comportamiento pudiera quedar explicado por la composición geográfica y por productos de las exportaciones españolas, cabe destacar la necesidad de basar las ganancias de cuota en mejoras de la competitividad, para que puedan ser consideradas sostenibles.

Conclusiones y líneas de investigación futura

En este artículo se ha ilustrado la forma en la que el modelo trimestral de la economía española, recientemente reestimado por el Banco de España, puede ser utilizado para analizar la evolución de la economía y diagnosticar su situación. En concreto, se han presentado dos simulaciones que cuantifican los efectos sobre los principales agregados macroeconómicos que, según las elasticidades estimadas en el modelo, cabía esperar de dos perturbaciones que han afectado a la economía en el pasado reciente (el aumento de la población activa inmigrada y la apreciación del euro). Los resultados de las simulaciones permiten cuantificar e identificar las vías de transmisión de estas perturbaciones. Además, en la medida en que los impactos efectivamente observados hayan diferido de los estimados por el modelo, se obtiene información adicional sobre indicios de cambios en las pautas de comportamiento o sobre factores específicos que no se hayan podido tener en cuenta en la simulación.

Como se ha apuntado en la introducción, la actual versión del modelo trimestral de la economía española, estimado en el Banco de España, incorpora algunos avances con respecto a la versión previa, pero subsisten posibles áreas de mejora. Entre los cambios ya introducidos, cabe destacar el uso de series temporales desestacionalizadas, la desagregación entre el sector público y el sector privado, la consideración por separado de la inversión residencial y la inversión productiva, la desagregación de los flujos comerciales con el área del euro y el resto del mundo, y la valoración de la riqueza a precios de mercado. Entre las tareas que quedan por resolver, quizás las más importantes son la consideración explícita de las expectativas de los agentes y la consistencia teórica global del modelo. Una de las vías en las que se está trabajando actualmente es la elaboración de un modelo de equilibrio general dinámico, en el que se dé cabida a estas cuestiones.

21.7.2004.

Una valoración de las perspectivas a medio plazo para América Latina

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y Daniel Navia, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

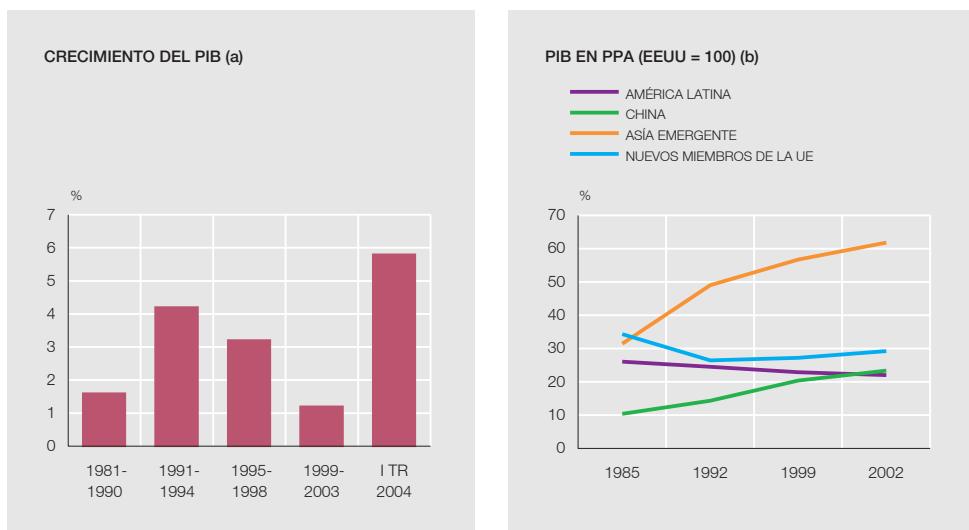
Introducción

Tras unos años caracterizados por un reducido crecimiento y recurrentes crisis financieras, América Latina parece estar afianzándose en una senda de recuperación, en un contexto de relativa calma de los mercados de capitales (gráfico 1). La tasa interanual de crecimiento del primer trimestre de 2004 se situó en el 5,8%, registro no alcanzado desde el año 1996, y las previsiones para el conjunto del año han sido revisadas al alza hasta tasas de entre el 3,5% y el 4%. Aunque la fuerte recuperación de las economías que habían atravesado graves crisis (Argentina, Venezuela y Uruguay) aporta una contribución importante a estas tasas de crecimiento, el dinamismo de la actividad está siendo generalizado.

En el inicio de este ciclo expansivo, las economías latinoamericanas se están beneficiando de un entorno exterior favorable, de la existencia de amplias brechas de producción y de una notable holgura en sus posiciones de balanza por cuenta corriente, que pueden favorecer el sostenimiento de la actividad los próximos trimestres, en ausencia de nuevas turbulencias financieras. Este artículo considera un horizonte más amplio, con el fin de evaluar si estas notables tasas de crecimiento son sostenibles en el tiempo, lo que implica la valoración de las perspectivas de largo plazo para el conjunto de la región. Una consideración global del área no puede, por supuesto, dejar de lado la diversidad de situaciones entre países, que además permiten extraer lecciones adicionales de sus experiencias. Este análisis es particularmente pertinente, ya que los pobres resultados económicos recientes, que han supuesto el estancamiento de la renta per cápita en el último lustro, así como la persistencia la de volatilidad y de ciertas vulnerabilidades que afectan a muchas de estas economías, han generado un cierto escepticismo sobre las posibilidades de conseguir un crecimiento robusto y estable en América Latina.

Los desfavorables resultados de los últimos años se han producido, paradójicamente, tras la instrumentación de una estrategia de reformas, que fue adoptada de modo bastante generalizado entre finales de los años ochenta e inicios de los noventa, aunque con diferencias significativas entre países por lo que respecta al grado de ambición, perseverancia y éxito del programa de reformas. Los objetivos clave de esta estrategia fueron la estabilización macroeconómica, la liberalización y la apertura externa. Por ello, resulta conveniente plantear el análisis a través de los resultados alcanzados y de las perspectivas de progreso en cada uno de estos ámbitos. La elevada dependencia de los flujos netos de capital del exterior para sustentar el crecimiento en el largo plazo y la volatilidad observada en estos aconseja combinar este enfoque con una evaluación de las perspectivas sobre los flujos de capitales externos.

Las conclusiones del análisis apuntan a que han tenido lugar avances importantes en términos de estabilidad macroeconómica, pero que la vulnerabilidad sigue siendo elevada y solo podrá reducirse de forma gradual, por lo que América Latina aún está expuesta a nuevos episodios de turbulencia. El proceso de reformas ha permitido, en general, incrementar la disciplina de mercado en estas economías, lo que las convierte en más eficientes y competitivas, pero aún queda mucho por hacer. Las reformas han sido insuficientes, en algunos casos poco profundas y, en bastantes de ellos, no han disfrutado de las condiciones y el tiempo para madurar y reportar los beneficios esperados. No obstante, existen fuertes razones para que América Latina prosiga las reformas, ya que necesita mantener su atractivo inversor para competir por unos flujos de capitales previsiblemente más moderados que en el pasado —y



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Promedio del período.
 b. Paridad del poder adquisitivo.

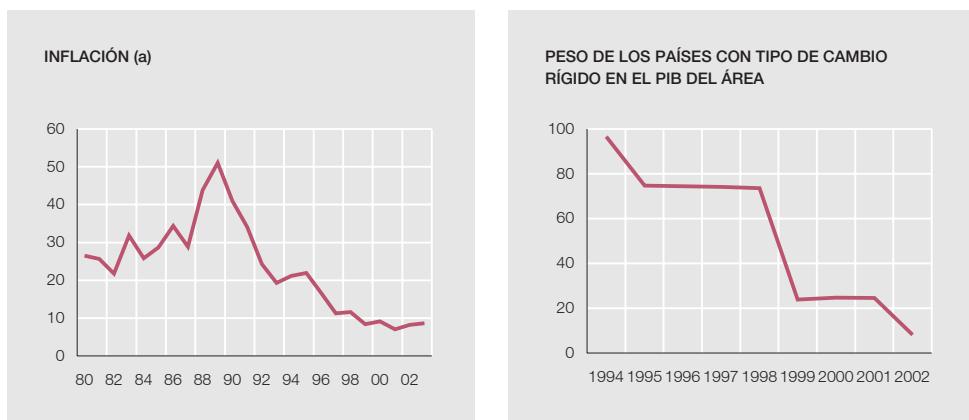
que tenderán a discriminar más entre países — y porque, en última instancia, no hay alternativas viables para alcanzar un crecimiento sostenido y estable a largo plazo, en un contexto de economías abiertas e integradas en los mercados financieros internacionales.

Factores determinantes del futuro económico de la región

A inicios de los años noventa, la mayoría de países latinoamericanos adoptaron explícitamente una estrategia integral de reformas, basada en tres pilares: la estabilidad macroeconómica, la liberalización de la economía y la apertura financiera y comercial. Pese a que esta estrategia ha sido objeto de cierta controversia en los últimos años, el debate ha girado en torno a recomendaciones específicas y de instrumentación, ya que la mayoría de los analistas coinciden en otorgar una importancia central a estos tres pilares como determinantes del crecimiento económico a largo plazo.

ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Probablemente, al comparar el estado actual de las economías latinoamericanas con su situación al inicio de la década, el mayor logro en términos macroeconómicos sea la transición hacia un régimen de inflación reducida, que ha disipado el temor a un retorno de las hiperinflaciones de las décadas pasadas (véase gráfico 2). Durante la última década, la importancia de la estabilidad de precios como elemento fundamental para el funcionamiento adecuado del sistema productivo fue asumiéndose paulatinamente, tanto en las expectativas de los agentes como en las políticas económicas de los países. La clave del éxito ha sido la superación de la tradicional dominación fiscal de la política monetaria, por la que esta estaba subordinada a las necesidades de financiación del sector público. Los instrumentos para lograr este objetivo se basaron, en una primera fase, en la instauración de anclas cambiarias externas. Cuando estas fueron abandonadas en la segunda mitad de los años noventa, en un contexto de crisis cambiarias (gráfico 2), se adoptaron estrategias monetarias basadas sobre todo en el establecimiento de objetivos directos de inflación, en un contexto de mayor autonomía operativa de los bancos centrales. La paulatina reducción de la inflación facilitó, a su vez, la desactivación de los mecanismos de indicación que estaban en el origen de las espirales tipo de cambio-precios-salarios, tan enraizadas en estas economías. De este modo, se redujo el grado de traslación de las depreciaciones cambiarias a los precios finales, lo que también favoreció la acumulación de credibilidad antinflacionista por parte de las autoridades monetarias, en un contexto de flotación cambiaria casi generalizada.



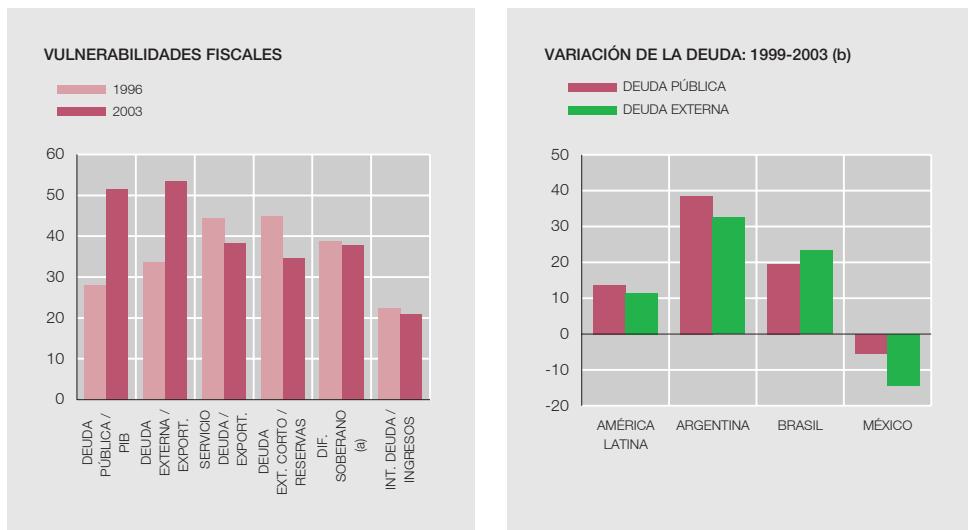
FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

a. Mediana regional.

Por el contrario, en el ámbito fiscal los avances han sido más irregulares. En los últimos años, las cuentas públicas de la mayoría de los países mostraban abultados y persistentes déficit, si bien la valoración negativa que se infiere de este dato debe matizarse. En concreto, como ya se ha mencionado, se corrigió en gran medida la financiación sistemática del déficit a través de la inflación y aumentó el rigor en la contabilidad fiscal, lo que conllevó el reconocimiento de numerosos pasivos contingentes, entre ellos los asociados a las crisis bancarias pasadas. No obstante, buena parte del deterioro observado en los resultados financieros de las administraciones públicas tuvo su origen en una mayor carga de intereses, mientras que los superávit primarios tendieron a mejorar. Por ello, puede afirmarse que la disciplina fiscal ha aumentado en la práctica, si bien aún persisten debilidades importantes en esta área. Por una parte, las diversas reformas tributarias y de reordenación del gasto fueron, en general, en la dirección correcta, pero no han sido suficientes; los vínculos fiscales entre los gobiernos centrales y las regiones aún son una fuente de tensión en muchos países; y, por último, resulta también preocupante la tendencia de la política fiscal a relajarse en épocas de bonanza interna o de amplias posibilidades de acceso a los mercados de capitales internacionales, como quedó patente en los años previos a la crisis argentina.

La mayor estabilidad de precios, la transición hacia tipos de cambio flexibles y la mayor disciplina fiscal no han permitido, sin embargo, la plena recuperación de la capacidad estabilizadora de las políticas macro y del tipo de cambio ante perturbaciones macroeconómicas. A pesar de estos avances, tanto la política fiscal como la monetaria siguen teniendo dificultades para adoptar un tono contracíclico —salvo en algún caso excepcional, como Chile—, y el tipo de cambio tiende a ajustarse de modo excesivamente brusco, lo que no le permite desempeñar en toda su extensión un papel amortiguador de las perturbaciones externas, ya que sus oscilaciones tienden a generar notables dificultades financieras.

El principal factor que dificulta la realización de políticas contracíclicas es la elevada vulnerabilidad económica y financiera de los países de la zona, que viene determinada por la elevada dependencia de la financiación externa, el elevado endeudamiento acumulado por el sector público, la fragilidad de las posiciones financieras de estos países y la composición de los pasivos financieros, marcada por un predominio de instrumentos denominados en moneda extranjera o indicados al tipo de cambio, al tipo de interés o a la inflación. Así, cuando se producen cambios de sentimiento en los mercados y una reversión brusca en los flujos de capitales, la posición financiera se deteriora súbitamente y se generan descalces en los balan-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Diferenciales del EMBI de JP Morgan.
 b. Variación promedio respecto al período 1994-1998.

ces del sector público y privado, lo que afecta aún más a la confianza y acaba retrayendo la actividad económica. Por esta razón, a pesar de la mayor disciplina de las políticas macroeconómicas, algunos indicadores de vulnerabilidad de la región y, en particular, los relacionados con el nivel de endeudamiento se han deteriorado en los últimos años, al hilo de las crisis y turbulencias financieras padecidas (gráfico 3). Para hacer frente a este tipo de situaciones, las autoridades se ven obligadas a endurecer el tono tanto la política monetaria como de la fiscal en períodos de ralentización de la actividad, lo que explica, junto con las mencionadas dificultades de control del gasto en las épocas de expansión, el marcado carácter procíclico de las políticas de demanda.

Con todo, el balance de la última década en materia de estabilización macroeconómica puede considerarse, en general, positivo. De cara al futuro, la consolidación de un entorno de inflación reducida podría permitir a la política monetaria desempeñar un papel moderadamente más activo en el apoyo a la actividad económica, reduciendo progresivamente los elevados tipos de interés reales que han sido necesarios para ganar credibilidad antiinflacionista en los últimos años. En el área fiscal, cabe esperar una consolidación de los superávit primarios. Sin embargo, los efectos positivos de esta disciplina fiscal se verán limitados por la propia dinámica heredada del elevado endeudamiento y su composición. No cabe esperar, por tanto, reducciones drásticas en los niveles de endeudamiento, y el proceso de reducción de la vulnerabilidad financiera, que aún es elevada, será necesariamente gradual, lo que implica que estas economías seguirán estando potencialmente expuestas a las turbulencias financieras. En estas condiciones, la posibilidad de instrumentar políticas macroeconómicas contracíclicas seguirá requiriendo firmeza y perseverancia por parte de las autoridades competentes.

LIBERALIZACIÓN ECONÓMICA

El elemento más controvertido de la estrategia económica de los noventa fue la realización de amplias reformas destinadas a liberalizar la economía. Pese a existir claras diferencias entre los países de la región, estas reformas han supuesto una tendencia a la reducción del intervencionismo del Estado en la economía, al establecimiento de esquemas de funcionamiento propios de una economía de mercado y a la apertura y liberalización financiera. En su mayor parte, las medidas supusieron la reducción o desaparición de distorsiones en el funcionamiento de los mecanismos de mercado, como los controles de precios y salarios, los complicados

esquemas de subvenciones y privilegios a determinados sectores, y la transformación del sistema financiero y del papel del sector público en la economía. En general, se eliminaron trabas que, extendidas en la región hasta los años ochenta, llevaban aparejados costes notables que acabaron por agotar el modelo de crecimiento previo.

No obstante, los progresos fueron desiguales entre las distintas áreas de reforma y, además, muchas de ellas, ambiciosas sobre el papel, fueron adoptadas de forma incompleta y parcial. Así, según los análisis realizados [véase Lora (2002)], los progresos fueron muy importantes en la liberalización productiva, entendida como la reducción de trabas a la producción de bienes. Estas reformas, además, sirvieron en muchos casos como catalizadores de las entradas de capitales externos, que han dinamizado los procesos económicos y han ejercido un impacto positivo sobre el empresariado local. En el ámbito financiero, la tradicional regulación de tipos de interés y segmentación de mercados dejó paso a un sistema bancario regido por los principios de rentabilidad y eficiencia, y regulado y supervisado de acuerdo con principios universalmente aceptados. Por el contrario, un área en la que apenas se avanzó es en el ámbito de las reformas laborales, lo que ha consolidado la segmentación de los mercados de trabajo en un sector formal y otro informal.

Aunque las reformas han supuesto un mejor funcionamiento de las economías, sus beneficios no han resultado hasta ahora satisfactorios en términos de crecimiento o de reducción de las desigualdades y se han producido incluso reverisiones en los procesos de reformas en algunos países en crisis. Las diferencias en el progreso y la profundidad de las reformas entre unas y otras áreas de actividad económica son una de las razones que explicarían esta aparente falta de resultados tangibles. Para optimizar los resultados de las políticas estructurales en cada área resulta necesario un entorno adecuado, que solo es factible si las reformas avanzan de modo homogéneo en el conjunto de la economía y pueden disfrutar de un tiempo de maduración suficiente. Así, la liberalización de la cuenta de capital sin que existiera un sistema financiero interno suficientemente sólido y desarrollado provocó una entrada elevada de flujos a corto plazo que incrementó la volatilidad financiera de las economías. También existieron algunos errores de percepción, como la insuficiente consideración que se prestó al entorno institucional. Las economías latinoamericanas partían de una situación de retraso en esta área que no fue corregida a lo largo de la década, como indican las rezagadas posiciones ocupadas por varios países latinoamericanos en los diferentes indicadores de efectividad del gobierno, imperio de la ley o nivel de corrupción, señaladas por Kaufmann y Mastruzzi (2003).

La necesaria reactivación de las reformas pasa por aprehender las lecciones extraídas de la experiencia de la década pasada. Esta reflexión ha propiciado el replanteamiento de algunos principios y se ha plasmado en una renovada agenda [véase Kuczynski y Williamson (2003), por ejemplo] que, además de proponer la conclusión del anterior programa (avanzar en las reformas laborales, completar la privatización, facilitar el acceso a los mercados desarrollados, mejorar la supervisión financiera), pone el énfasis en las llamadas reformas de «segunda generación», entre las que destacan el desarrollo y fortalecimiento de las instituciones (poder judicial, funcionariado, agencias gubernamentales reguladoras del gasto y del funcionamiento del sistema financiero, fortalecimiento de los derechos de propiedad), una mayor consideración en los efectos redistributivos de las políticas, un entorno económico, político y legal estable, y un mayor esfuerzo inversor en capital humano e infraestructuras.

A pesar de que se ha observado una cierta fatiga de los procesos de reforma en los últimos años y, en algunos casos, fuerte oposición interna a los mismos, el inicio de una fase económica expansiva como la actual podría facilitar un nuevo impulso y la materialización de algunos de los frutos esperados de las medidas adoptadas en el pasado. Por ejemplo, en lo rela-

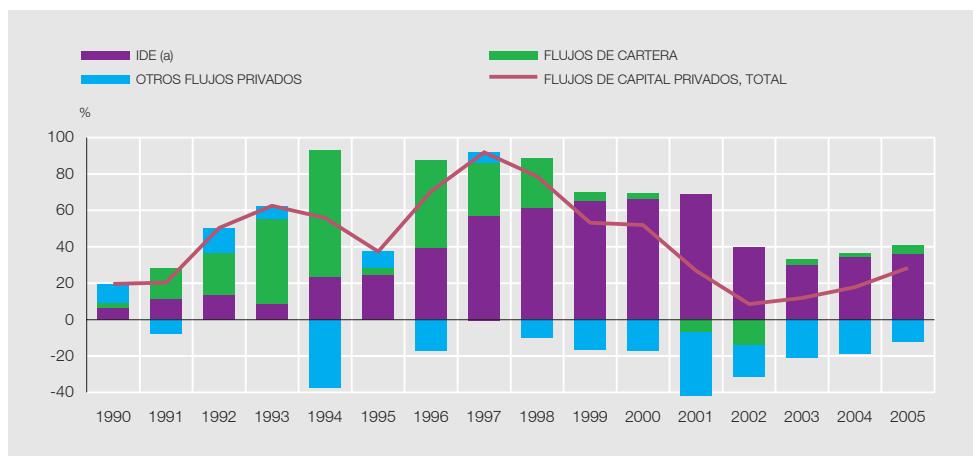
tivo al sector financiero es factible una expansión del crédito al sector privado, en un contexto de mayor saneamiento de las entidades financieras y menores necesidades de financiación del sector público. Esta maduración de las reformas ya instrumentadas debería dar lugar a sinergias con otros sectores de la economía, lo que debería redundar, aun con cierto retraso, en una mejor percepción de los beneficios de las reformas. Por otro lado, algunas experiencias recientes, como la de Brasil, muestran que las autoridades son conscientes de que es indispensable avanzar en este terreno. En este caso, la perseverancia de las autoridades en llevar a cabo un programa de reformas ambiciosas, que en muchos casos deben vencer fuertes resistencias, pone de manifiesto la prioridad de las reformas para consolidar la estabilidad económica, mantener el atractivo inversor del país y lograr así un crecimiento satisfactorio y sostenido.

APERTURA COMERCIAL

La apertura comercial fue intensa y se fundamentó en dos ejes principales: la reducción de las barreras al comercio y la reactivación de los procesos de integración en un marco de apertura de mercado, en lo que se ha venido a llamar «nuevo regionalismo» [BID (2002)]. Los avances en el primero de estos campos han sido notables. Así, se procedió a una progresiva eliminación de los regímenes duales de tipo de cambio y a una sustancial reducción de los aranceles y otras barreras no arancelarias. En lo relativo a la integración, los dos grandes proyectos de la década de los noventa, el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, NAFTA (1994), y MERCOSUR (1991), tuvieron trayectorias desiguales. La experiencia del NAFTA ha sido muy positiva para México, ya que le permitió duplicar su apertura comercial en un corto período y, sobre todo, ligarse a la economía estadounidense, lo que mejoró su estabilidad cíclica, incrementó su atractivo inversor y redujo su riesgo soberano. En cambio, la experiencia del MERCOSUR, pese a los avances logrados, está lejos de cumplir sus ambiciosos objetivos fundacionales. Las divergencias entre las situaciones económicas de sus socios, la convivencia en el pasado de distintos regímenes de tipo de cambio y la ausencia de instituciones comunes suficientemente desarrolladas generaron numerosos obstáculos en el proceso de integración y sembraron la incertidumbre sobre la profundización de los flujos comerciales entre sus miembros. Junto con las grandes áreas comerciales, Chile y otros países de menor tamaño en el área de Centroamérica y el Caribe se han embarcado recientemente en una estrategia basada en acuerdos bilaterales, especialmente con EEUU y —también en el caso de México— con la Unión Europea.

En los próximos años cabe esperar la consolidación de los avances logrados en el campo de la apertura comercial durante la última década, en particular los derivados de los acuerdos bilaterales de Chile y otros países. Además, el impulso integrador se mantiene e incluso se ha intensificado en los últimos tiempos, como testifican, con todas sus dificultades, la iniciativa del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), apadrinada por EEUU, o los acuerdos comerciales de MERCOSUR con la UE, que aún están en proceso de negociación. En la coyuntura actual, cabía esperar una reactivación de los acuerdos comerciales, dadas las holgadas posiciones competitivas de que disfrutan los países de la región tras las depreciaciones recientes y la moderación de las tasas de inflación.

Dos elementos adicionales deben ser considerados al valorar el panorama, moderadamente positivo, presentado. En primer lugar, la escasa sincronización en el ciclo económico de las economías de América del Sur podría, como en el pasado, llevar a algunos países a recurrir a medidas proteccionistas unilaterales o, al menos, a ralentizar los procesos de reforzamiento de la integración. Por otra parte, la irrupción de China en el contexto económico mundial puede tener importantes implicaciones para el conjunto de la región. No obstante, la complejidad del fenómeno chino impide realizar una valoración directa de su impacto. Así, aunque China puede suponer una amenaza para los productos exportados por México y Centroamé-



FUENTES: OCDE y World Economic Outlook.

a. Inversión directa del exterior.

rica (dado el alto grado de solapamiento existente entre las estructuras productivas de ambas regiones), y ejercer una importante atracción sobre los flujos de inversión extranjera directa, lo que potencialmente podría disminuir el interés de las multinacionales por los países latinoamericanos, no debe olvidarse que la demanda de materias primas y productos intermedios por parte de China ya está significando un impulso comercial notable para el área.

Los flujos de capitales y la restricción externa al crecimiento económico

La insuficiencia de capital de las economías latinoamericanas y su reducida tasa de ahorro suponen que el mantenimiento de tasas de inversión elevadas y, en última instancia, el crecimiento de la región dependen de un flujo sostenido de entradas de capitales externos. La otra cara de estos influjos es una posición tradicionalmente deficitaria de la balanza por cuenta corriente (salvo en algunos países exportadores de petróleo). Históricamente, cuando estos flujos se han ralentizado o revertido, han impuesto sobre las economías de la región un fuerte ajuste del saldo externo, que ha llevado aparejado notables caídas del ritmo de actividad económica.

El último de estos episodios de ajuste ha tenido lugar en los últimos años, de manera que el área alcanzó en 2003 un inusual superávit corriente. En este sentido, a pesar de los costes que ello ha supuesto, esta situación puede favorecer el sostenimiento del proceso de recuperación en los próximos años sin que el desequilibrio exterior constituya un elemento limitador de crecimiento (como ha ocurrido otras veces en el pasado).

La cuestión relevante es, sobre todo, si los flujos de capitales retornarán en los próximos años a unos niveles suficientes para sustentar un ritmo de crecimiento satisfactorio. El marco de comparación suele establecerse con los años centrales de la década de los noventa, durante los cuales los avances en las reformas, elevados ritmos de crecimiento y una predisposición de los inversores internacionales hacia los mercados emergentes, en un contexto de elevada liquidez global, propiciaron entradas de capitales privados que llegaron a superar los 90 mm de dólares (véase gráfico 4). A partir de la crisis rusa de 1998, los flujos empezaron a reducirse a raíz de la creciente incertidumbre financiera. A pesar de ello, el predominio creciente de los flujos de inversión directa —favorecido por la continuación del proceso de privatizaciones— resultaba tranquilizador, pues son considerados como las entradas de capital más estables y con mayor rendimiento productivo [véase Mody y Murshid (2002)]. Sin embargo, en los primeros años de la actual década el deterioro se intensificó: los influjos privados netos

siguieron reduciéndose, hasta alcanzar en 2002 apenas 8 mm de dólares, mientras que la inversión directa comenzó a dar signos de debilidad. Esta tendencia bajista se ha corregido algo en 2003, año en el que se observa una notable recuperación de los flujos privados totales, hasta los 12 mm de dólares, pero los flujos netos de inversión directa han seguido reduciéndose, pasando a representar 30 mm de dólares, menos de la mitad que en la segunda parte de los noventa. A esta caída de las entradas netas de capitales privados en los últimos años contribuyó de modo sustancial el alejamiento de Argentina de los mercados financieros internacionales, ya que este país llegó a representar en algunos años el 30% de los flujos de capital recibidos por la región. No obstante, el frenazo de los flujos de capital fue generalizado y afectó incluso a países como Chile, cuyos fundamentos eran sólidos.

De cara a los próximos años, y excluyendo la posibilidad de nuevas turbulencias financieras, los flujos de capitales podrían consolidar su recuperación, tal como recogen las estimaciones que aparecen en el gráfico. Cabe esperar que el positivo entorno exterior y la consolidación del crecimiento en el área latinoamericana contrarresten otros factores menos propicios, como la transición gradual a una fase de mayores tipos de interés en los países desarrollados, que se traducirá en una menor liquidez global, aunque no es previsible que los flujos retornen a los altos niveles observados a mediados de los noventa. No obstante, esto no es necesariamente negativo, pues, como se ha comentado, la magnitud de los flujos en aquel período, sobre todo los de corto plazo, fue un factor de inestabilidad financiera que se hizo evidente cuando las condiciones económicas internas y externas se modificaron. Resulta más importante que los flujos mantengan su estabilidad y, en este sentido, la evolución previsible de la inversión directa es más relevante. En todo caso, también resultará difícil que los flujos de inversión directa recuperen su vigor previo. Aunque hay evidencia empírica reciente [Calderón et al. (2004)] que indica que los flujos de inversiones directas ejercen un efecto de arrastre sobre la inversión futura y que, dada la dependencia de la financiación externa de América Latina, los países del área tienen un fuerte incentivo para mantener el atractivo inversor de sus economías, existen otros factores estructurales e institucionales de riesgo que se deben considerar. Por un lado, la experiencia argentina, que ha quebrado la percepción previa de irreversibilidad de las reformas, probablemente generará una actitud de mayor cautela para abordar nuevos proyectos y una mayor discriminación entre países en función de las perspectivas sobre sus fundamentos económicos; además, otros destinos de inversión en países emergentes, como China, han ganado atractivo relativo en los últimos tiempos. Por último, en un contexto de impopularidad de las reformas, el apetito privatizador de los gobiernos también se ha reducido, aunque las necesidades recaudatorias podrían favorecer una cierta reactivación de estos procesos.

Valoración y conclusiones

Más allá de las previsiones a corto plazo para las economías latinoamericanas, que se presentan favorables, en este artículo se ha intentado valorar sus perspectivas a medio y largo plazo, tras el período de turbulencias financieras y reducido crecimiento de los últimos años.

Existen elementos que apoyarían un optimismo moderado sobre las perspectivas de la región a medio plazo. Los principales países de América Latina han consolidado un nivel de estabilidad de precios desconocido en las últimas décadas y sus políticas fiscales son más disciplinadas y ortodoxas que en el pasado. Durante la década de los noventa se acometieron reformas necesarias que —pese a sus defectos y limitaciones— han instaurado, en buena medida, la disciplina de mercado en los procesos productivos, lo que ha redundado en un aumento de la flexibilidad y la competitividad y, en definitiva, en una mejora del funcionamiento de estas economías. La apertura comercial intra-regional y frente a terceros también ha aumentado significativamente, lo que permite una mayor capacidad de acomodación de las perturbaciones externas y de resistencia ante ellas, y una salida más rápida y automática en el caso de crisis. Es de esperar que, en un contexto de estabilidad, las reformas pasadas maduren paulatinamente.

mente y se generen sinergias entre ellas, de tal modo que fructifiquen los beneficios esperados a priori de dichas reformas.

Otros factores sugieren, por el contrario, una mayor cautela en la evaluación. Por un lado, las reformas no se han completado o han sido de insuficiente calidad en algunos casos. Existe incertidumbre sobre si el proceso de reformas va a recibir un nuevo impulso, poniendo un énfasis en las reformas de segunda generación, como recomiendan los análisis recientes. Los escasos resultados favorables percibidos hasta ahora por los ciudadanos son un obstáculo importante para el avance de las reformas, pero la previsible consolidación de un ciclo expansivo debería generar una mejora de las condiciones económicas de la población y propiciar un entorno más favorable para continuar con los procesos de reforma y modernización. Las perspectivas sobre la evolución de las reformas también están ligadas a la posición financiera de estos países, su vulnerabilidad y sus necesidades de financiación exterior. El alto grado de vulnerabilidad financiera que la mayoría de ellos presentan todavía los expone a turbulencias financieras que, como se ha visto en los últimos años, ocasionan graves perjuicios a la actividad real. Así, tal y como se vio en el caso de Brasil en el verano de 2002, las expectativas de los inversores sobre las perspectivas económicas del área, en particular sobre los avances futuros de las reformas, pueden desempeñar un papel central en la generación de tales turbulencias. En general, cabe esperar que los flujos de capitales exteriores destinados a cubrir las necesidades financieras de estos países sean más limitados que en la época de bonanza de mediados de los noventa, y también que haya una mayor discriminación entre los países de la región, los cuales, además, tendrán que competir en los mercados de capitales globales con otras economías emergentes con elevadas tasas de crecimiento.

De todo ello se infiere que los países latinoamericanos deben reforzar su atractivo inversor, lo que pasa por una profundización del proceso de reformas, la integración en la economía regional y global y una consolidación de los avances conseguidos. Todo ello favorecería, a pesar de las dificultades existentes, una cierta reactivación de las reformas tras unos años de estancamiento, aunque es posible que, en algunos casos, se observen un cierto cambio de énfasis y un enfoque más ecléctico.

En conclusión, las perspectivas para la región apuntarían a que, una vez se agoten el exceso de capacidad productiva y la holgura de los saldos de las balanzas por cuenta corriente tras los ajustes de los últimos años, la recuperación de tasas de crecimiento sostenidas dependerá de que se reduzcan gradualmente las vulnerabilidades y de que se mantenga la capacidad de atracción de capitales externos. En este contexto, solo avanzando decididamente en las reformas se podrá consolidar el progreso ya realizado, reducir paulatinamente las vulnerabilidades financieras y establecer los fundamentos para un crecimiento sostenido y estable en el medio plazo.

Según se ha mencionado a comienzos de este artículo, el análisis ha sido llevado a cabo en el ámbito regional, sin detenerse en cada una de las experiencias de los distintos países. En realidad, sin embargo, estas experiencias son muy diferentes y, algunas de ellas, aleccionadoras. Así, Chile, que fue el primero que adoptó las reformas y ha tendido a mantener su impulso de un modo continuado, tiene niveles de vulnerabilidad mucho más reducidos, unas tasas de crecimiento potencial más elevadas y unas perspectivas económicas más favorables; México ha salido fortalecido de su gestión disciplinada de la crisis del año 1994 y del notable incremento de su integración comercial a través de NAFTA, lo que le ha permitido disfrutar de costes de financiación más reducidos y de un mayor grado de estabilidad económica; no obstante, su futuro económico depende estrechamente de la realización de las reformas energética, fiscal y laboral. Por último, la reciente reafirmación del compromiso con las reformas en Brasil muestra

que incluso unas políticas que atiendan más explícitamente a los objetivos redistributivos requieren la consolidación previa de un entorno de estabilidad económica y financiera, y el planteamiento de reformas ambiciosas. En el extremo opuesto, en aquellos países donde las reformas han sufrido una regresión se perfila un futuro incierto. Estas experiencias diversas indican que la perseverancia en las reformas es fundamental y que no existen atajos o alternativas fáciles para conseguir potenciar el crecimiento a largo plazo de estas economías.

20.7.2004.

BIBLIOGRAFÍA

- BID (2002). *Más allá de las fronteras. El nuevo regionalismo en América Latina. Progreso económico y social en América Latina*, Informe 2002.
- KAUFMANN, D., y M. MASTRUZZI (2003). *Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002*, Policy Research Working Paper 3106, World Bank.
- KUCZYNSKI, P., y J. WILLIAMSON (eds.) (2003). «After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform», *Latin America*, Institute for International Economics.
- LORA, E. (2002). *Structural Reform in Latin America under Scrutiny*, IADB Working Paper WP-470.
- MODY, A., y A. P. MURSHID (2002). *Growing up with Capital Flows*, IMF Working Paper n.º 02/75

LAS ENTIDADES DE TASACIÓN: ACTIVIDAD EN 2003

Introducción

Las sociedades de tasación están autorizadas para realizar las valoraciones, principalmente de inmuebles, que puedan precisar las entidades de crédito, las sociedades de inversión colectiva inmobiliaria, los fondos de pensiones y las entidades de seguros. Son entidades especializadas en la valoración de bienes inmuebles, sometidas a una regulación jurídica muy estricta en el marco de la del mercado hipotecario, y cuya homologación, registro y supervisión está encomendada al Banco de España¹. Dentro de la valoración inmobiliaria, la actividad central del sector es la valoración de viviendas y de edificios residenciales, en conexión con el mercado de financiación hipotecaria, que ha estado sometido a una fuerte expansión en los últimos años (véase gráfico 1.A).

La normativa de valoración de bienes inmuebles se ha actualizado recientemente² para dar mayor estabilidad a las valoraciones, de tal manera que contribuyan al crecimiento equilibrado del sector inmobiliario. Según el legislador, los objetivos básicos que persigue dicha actualización son: a) mejorar la calidad de las tasaciones; b) incrementar la información y transparencia de los parámetros técnicos de uso regular por el sector y relevantes para asegurar el cumplimiento homogéneo de la normativa; c) definir el valor hipotecario (VH), a efectos de la financiación con garantía hipotecaria, como el valor prudente del inmueble, para su comercialización en el largo plazo, uso actual y posibles usos alternativos, con total exclusión de los elementos especulativos, y d) reducción del VH si existe riesgo de volatilidad de los precios. Todo ello acompañado de una ampliación y mejora de la información estadística del sector.

El objeto de este artículo es difundir la información disponible sobre la actividad tasadora en 2003, recogida en el apéndice estadístico adjunto, que facilita el seguimiento de su evolución en los últimos años. Conviene resaltar que los datos que se presentan se refieren a la actividad agregada de las entidades de tasación (ET), grupo compuesto por las sociedades tasadoras (ST) y tres pequeños servicios de tasación de otras tantas EC que son irrelevantes en el conjunto³.

Estructura y concentración del sector y de los clientes

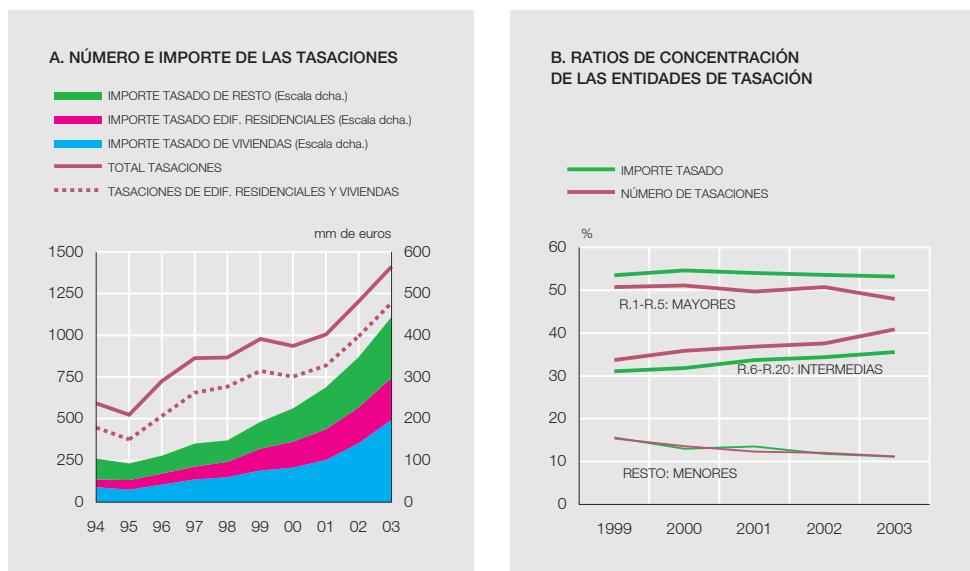
El número de entidades autorizadas ha aumentado hasta alcanzar las 70 ET, después de un largo período continuado de reducciones que se inició en 1997. El aumento neto, en dos unidades, fue el resultado de tres nuevas ST que obtuvieron la homologación y de una baja (cuadro A.1).

Se trata de un sector con una concentración de la actividad elevada, ya que, si las ET se ordenan según el importe tasado, las cinco mayores realizaron la mitad de las valoraciones (48% del número y 53% del importe), de las que las tres mayores (80% de las cinco) son las únicas que pertenecieron establemente a este grupo en el período. Las ET intermedias, de 6.^a a 21.^a, con un volumen individual que osciló entre el 1% y el 5% del sector, representaron algo más de un tercio de las tasaciones. Correlativamente, las ST menores, que eran 50 en 2003, representaron el 11% del número y del importe de las tasaciones realizadas (véase gráfico 1.B). La evolución de estas agrupaciones pone de manifiesto la pérdida de peso de las menores, en paralelo al continuado crecimiento de las intermedias. Agrupación esta que, además, mantu-

1. Regulación básica: Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario; Ley 3/1994, de adaptación a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria; y RD 775/1997, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación. **2.** El cálculo del valor de tasación de bienes inmuebles, los informes y certificados que lo acrediten han sido regulados por la Orden ECO 805/2003, de 27 de marzo, y por la CBE 5/2003, de 8 de enero de 2004, que ha modificado y actualizado la CBE 3/1998, sobre información a rendir al Banco de España. **3.** Los servicios de tasación, parte de las propias EC, solo están autorizados para valorar bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen, debiendo cumplir con requerimientos de homologación similares a los de las ST.

ACTIVIDAD Y CONCENTRACIÓN

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

vo mayor peso en el número de tasaciones que en su valoración, a la inversa correlativamente que las cinco mayores, con menor peso en el número de tasaciones que en su valoración, fenómeno que se acentuó en 2003. Ello significa que el tamaño medio de las tasaciones realizadas por las entidades mayores ha sido superior en todo momento al de las intermedias, diferencia que se amplió significativamente en el último ejercicio.

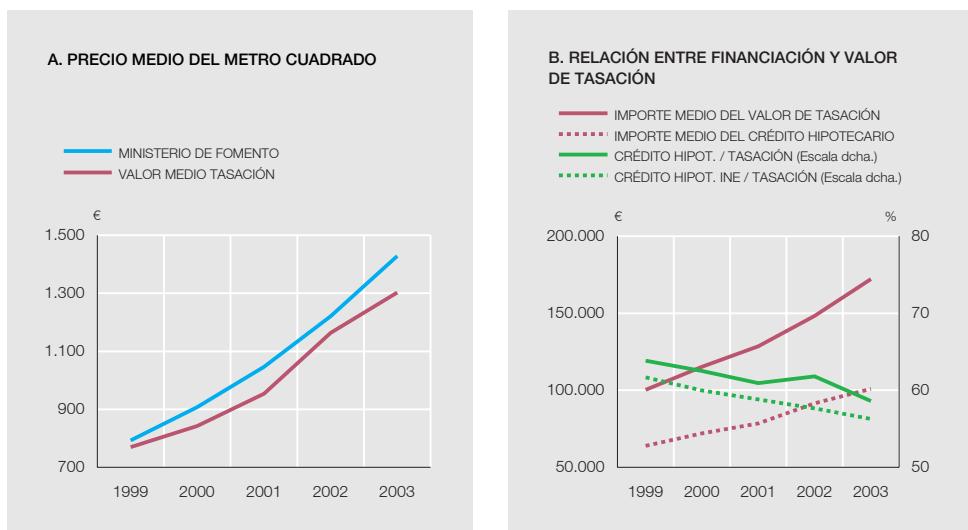
Por otra parte, debe tenerse en cuenta que para realizar cualquier financiación con garantía hipotecaria de inmuebles es imprescindible disponer de una valoración del mismo realizada por una entidad de tasación, figurando como demandante la correspondiente entidad de crédito (EC), con independencia de que sea el particular el que haga frente al coste de la valoración. Con ello, las EC constituyen la clientela básica del sector, con un peso determinante en los ingresos ordinarios de las tasadoras en su conjunto y, muy en particular, en los de aquellas ST con las que individualmente trabajan.

Se produce, por tanto, una alta dependencia de la mayoría de las tasadoras de su cliente principal. Así, 54 entidades declararon contar con un cliente principal responsable de, al menos, el 15% de sus ingresos; el conjunto de estos clientes principales representó el 57% de los ingresos ordinarios de las mismas. Para las ET con mayor dependencia⁴, 29 de las mencionadas, la suma de los ingresos generados por las correspondientes EC, clientes principales, representó el 87% de los ingresos conjuntos. Por otro lado, 16 ST, con un tercio de los ingresos del sector, no declararon tener ningún cliente que alcanzara el 15% de sus ingresos (véase cuadro A.2).

Actividad de las entidades de tasación

En 2003, las ET tasaron más de 1,4 millones de bienes, por un valor de 444,6 mm de euros, con un aumento del 29%, que se debió, casi en dos terceras partes, al incremento del volumen de actividad y, en algo más de un tercio, al incremento de valor de los bienes tasados. Las tasaciones siguieron siendo en su casi totalidad de bienes inmuebles, mientras que las de bienes no inmobiliarios permanecieron en cantías absolutamente irrelevantes (véanse gráfico 1.A y cuadro A.3). La mayor parte de la tasación inmobiliaria es de bienes de uso residencial, ya que los edificios y viviendas, conjuntamente, representaron el 85% del número y el

4. Las 29 ET con un cliente principal que representó más del 50% de los ingresos ordinarios.



FUENTES: Banco de España, INE y Ministerio de Fomento.

67% del valor de todo lo tasado. También tienen peso significativo en la actividad del sector la *actualización* de tasaciones y la *valoración intermedia* de obras⁵.

La tasación de viviendas⁶, con una valoración por encima de 198 mm de euros y un crecimiento del 40% por segundo año consecutivo, pasó a representar el 45% del importe tasado y el 82% del número de operaciones realizadas. Dichos aumentos se debieron tanto al aumento de actividad como al de las valoraciones asignadas. El valor medio de tasación de las viviendas creció el 16%, hasta situarse en 172.100 €; de dicho aumento, casi 4 pp se debieron al incremento del tamaño medio de la vivienda tasada, hasta 132 m², y 12 pp a la mayor valoración del metro cuadrado, que se situó en 1.303 € (véase cuadro A.4). Este valor medio se situó en el 91% del publicado por el Ministerio de Fomento. La evolución de ambas magnitudes ha sido relativamente pareja, si bien los valores de tasación son más irregulares y siempre inferiores a aquellos, en especial en 2001 y 2003 (véase gráfico 2.A).

Las viviendas tasadas han venido creciendo sistemáticamente, en número y valoración, con más intensidad que las correspondientes operaciones de financiación de las EC. Así, el préstamo medio para adquisición de vivienda por particulares representó el 58% del valor medio de las viviendas tasadas en 2003, con una pérdida media de más de un punto porcentual en cada uno de los cinco últimos años, a pesar del pequeño repunte de 2002. La serie con datos del INE mantuvo la evolución descendente para todo el período, situándose por debajo de la serie obtenida con el crédito de las EC (véase gráfico 2.B)⁷.

Los edificios completos destinados a *uso residencial* figuran en segundo lugar, por volumen de valoración, con 100 mm de euros, aunque el número de tasaciones es comparativamente muy reducido. El crecimiento de dicha valoración fue del 16%, basado en el aumento del 8% del número de edificios tasados, en el del 2% de su tamaño medio y en el 6% del valor unitario del metro cuadrado construido.

5. La información sobre estas actividades se muestra en el cuadro A.1, pero no se incluyen en los totales para evitar duplicidades. 6. Incluye las viviendas individuales, las unifamiliares y los elementos de edificios o de bloques destinados a vivienda. 7. Los préstamos hipotecarios de las EC, para tener esta consideración a efectos de sus provisiones y solvencia, no pueden representar más del 80% del valor de tasación de la vivienda. Frecuentemente, dicho porcentaje resulta inferior, debido a que el adquirente financia una parte con la venta de la anterior. Se presenta, además, la serie obtenida con los datos del INE sobre préstamos hipotecarios registrados, que muestra un comportamiento coherente.

Los *locales comerciales* representaron algo menos del 5% de las tasaciones por número y por valoración, con una dimensión media que descendió hasta los 182 m² y un valor medio de 1.353 € por metro cuadrado, el 8% superior al del ejercicio precedente. Los *edificios de uso terciario*, con un peso del 4% en valoración, mostraron un valor medio de 1.233 € por metro cuadrado, que retrocedió ligeramente (-3%), para aproximarse al de los edificios residenciales. Por el contrario, la tasación de *oficinas* se contrajo, reduciéndose el importe en el 3%, resultado de una caída de la actividad del 23%, un aumento idéntico del tamaño medio hasta los 258 m² y un suave avance del valor unitario hasta 1.663 € por metro cuadrado, que es la valoración media unitaria más elevada de los objetos inmobiliarios analizados.

Los *edificios de uso industrial* y los vinculados a una *explotación económica* concreta significaron conjuntamente casi el 2,5% de las tasaciones realizadas y el 8% de la valoración total, tratándose de edificios muy poco homogéneos por la diversidad de usos, tamaños e instalaciones, si bien todos ellos mantienen la valoración más baja por metro cuadrado de los distintos objetos inmobiliarios, excluido el suelo.

Finalmente, casi el 4% de las tasaciones realizadas se refirieron al *suelo* rústico y urbano, con una valoración de 53 mm de euros, el 12% del total. El valor de tasación del suelo de los terrenos urbanos creció el 47%, debido tanto al incremento del número de operaciones (22%) como al de las superficies (30%), contrarrestados por el descenso (-7%) de valoración del metro cuadrado (véanse cuadros A.3 y A.4).

Por otro lado, la distribución según el *peticionario o demandante* de los servicios de tasación se concentra en las EC, lo que resulta coherente con el hecho de que la demanda es, casi en exclusiva, para constituir garantías hipotecarias, al amparo de la Ley 2/1981. Cada uno de dichos epígrafes concentra algo más del 90% del número y del 80% del importe total de la respectiva clasificación, con sendos avances en sus respectivos pesos de 3 pp (véase cuadro A.5).

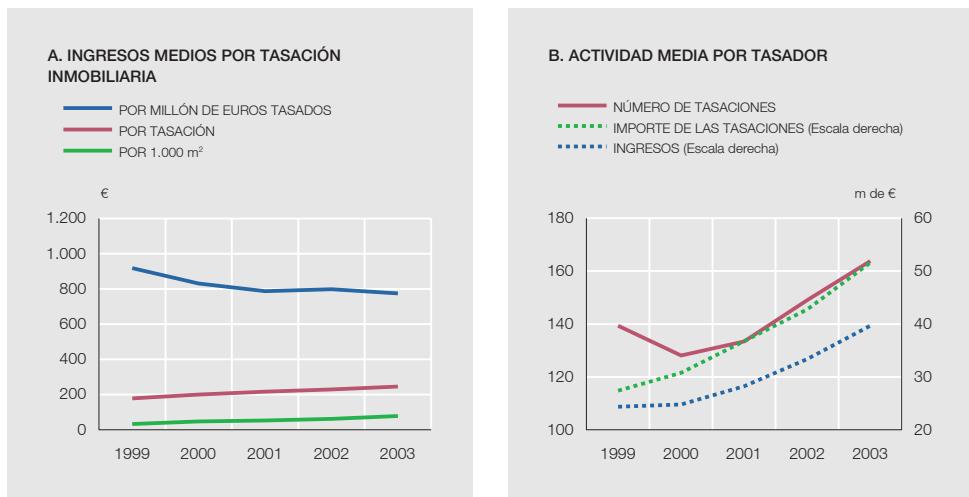
La distribución de las tasaciones por *Comunidades Autónomas* (CCAA) pone de manifiesto el peso de Madrid y Cataluña, que acumularon conjuntamente el 35% de las tasaciones realizadas y el 41% del importe de los inmuebles tasados, seguidas de Andalucía y Valencia, para las que dichas magnitudes representaron, en conjunto, el 31% del número y el 28,5% del importe (véase cuadro A.6). El valor de los inmuebles tasados en estas cuatro CCAA creció con fuerza, doblando en todas ellas el crecimiento del número de operaciones respectivas. Llama la atención el elevado valor de las tasaciones inmobiliarias de Madrid, como ponen de manifiesto los casi 7 pp de diferencia entre sus cuotas en importes y número de valoraciones. Solo otras tres comunidades, Baleares, Canarias y La Rioja, arrojan también estas diferencias positivas.

Balance y resultados de las sociedades de tasación

El *balance* total de las ST superó los 171,5 m de €, mientras que los *resultados* del ejercicio superaron los 33 m de €, con crecimientos respectivos desiguales del 29% y del 3%. Los resultados fueron equivalentes al 30% de los fondos propios medios (véase cuadro A.1).

Los *ingresos totales* fueron de 349 m de €, con un crecimiento del 25,5%, inferior en 3,3 pp al del importe tasado, y procedieron en el 97% de la tasación inmobiliaria, normalmente ligada a la financiación hipotecaria. Los ingresos por otros servicios, incluidos los marginales de tasaciones de bienes no inmuebles, retrocedieron el 11%.

Los *ingresos medios* por operación de tasación realizada han venido avanzando a lo largo de los años a una tasa media ligeramente inferior al 10%, hasta situarse en 245 € en 2002 (véase



FUENTE: Banco de España.

gráfico 3.A). El comportamiento de los ingresos en relación con la superficie de los bienes inmuebles valorados creció con intensidad, hasta situarse en una media de 7,8 € por hectárea, mientras que, en relación con el valor de los bienes inmuebles tasados, se recuperó la tendencia decreciente de años anteriores, después del ligero repunte de 2002, situándose en 775 € por cada millón.

Los gastos están determinados por el peso del personal propio y del contratado como tasadores profesionales, que, conjuntamente, representaron más del 74% del total y el 63% de los ingresos, y que crecieron con fuerza en los tres últimos ejercicios. A pesar de ello, los gastos totales, de 299 m de € en 2003, aumentaron 3 pp por debajo de los ingresos, por tercer año consecutivo, con una mejora sustancial de los resultados ordinarios. Todo ello se consiguió mediante una ligera ampliación del número de tasadores y un incremento de su productividad, como prueban los crecimientos continuados de las tasaciones realizadas, de los importes valorados y de los ingresos obtenidos, en media por cada tasador utilizado (véanse cuadro A.5 y gráfico 3.B).

Como consecuencia de todo ello, los *resultados ordinarios* mantuvieron una evolución muy favorable, creciendo el 49%, hasta casi alcanzar 50 m de €, con lo que, a pesar de que los resultados extraordinarios fueron significativamente negativos, a diferencia del excepcional año anterior, los resultados antes y después del pago de impuestos alcanzaron los 44 m de € y 32 m de €, respectivamente, mejorando ambos en términos absolutos y relativos.

14.7.2004.

APÉNDICE

Cuadros:

- A.1. Balance y resultados de las sociedades de tasación e información complementaria sobre entidades, empleados, tasadores y oficinas
- A.2. Dependencia de las entidades de tasación respecto a sus clientes
- A.3. Distribución del número y valoración de las tasaciones según el objeto
- A.4. Superficies y valores medios de bienes inmuebles tasados y valor resultante del m²
- A.5. Distribución de las tasaciones según el peticionario y de bienes inmuebles por finalidades
- A.6. Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas

BALANCE Y RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES DE TASACIÓN E INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA

CUADRO A.1

	Miles de euros y %											
	2000			2001			2002			2003		
	Importe	% s/total	%Δ	Importe	% s/total	%Δ	Importe	% s/total	%Δ	Importe	% s/total	%Δ
BALANCE												
Activo total = Pasivo total	87.238	100	1,4	100.888	100	15,6	133.269	100	32,1	171.478	100	28,7
Circulante	56.002	64,2	-3,1	67.225	66,6	20,0	88.822	66,6	32,1	117.008	68,2	31,7
Inmovilizado	29.755	34,1	10,6	32.175	31,9	8,1	43.312	32,5	34,6	46.526	27,1	7,4
Fondos propios	38.749	44,4	11,1	41.687	41,3	7,6	45.351	34,0	8,8	61.956	36,1	36,6
Acreedores	38.588	44,2	-5,3	46.431	46,0	20,3	59.042	44,3	27,2	72.425	42,2	22,7
Resultados	9.102	10,4	-11,0	14.962	14,8	64,4	31.266	23,5	9,0	32.257	18,8	3,2
Seguros, IIC y FF	5	0,5	-42,7	4	0,4	-14,7	5	0,4	11,0	4	0,3	-9,5
Organismos públicos (b)	9	1,0	-25,9	12	1,2	30,1	22	1,8	80,7	26	1,9	20,4
Otros (c)	74	8,0	-1,1	97	9,7	30,4	116	9,6	19,4	89	6,3	-22,9
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS												
1. Ingresos	186.222	100	5,8	221.899	100	19,2	278.058	100	25,3	348.939	100	25,5
Por tasación de inmuebles	180.485	96,9	5,7	212.112	95,6	17,5	268.972	96,7	26,8	339.256	97,2	26,1
Constituir garantías hipotecarias (a)	162.855	90,2	5,6	191.706	90,4	17,7	246.882	91,7	28,8	311.478	91,0	26,2
Exigidas a EC (b)	1.604	0,9	-8,5	1.620	0,8	1,0	1.189	0,4	-26,6	437	0,1	-63,2
Seguros, IIC y FF (c)	798	0,4	-1,1	972	0,5	21,8	1.198	0,4	23,3	2.014	0,6	68,1
Otros fines (d)	15.228	8,2	8,3	17.715	8,4	16,3	19.862	7,4	12,1	28.509	8,3	43,5
Por otros servicios	3.940	2,1	-8,2	7.512	3,4	90,7	6.540	2,4	-12,9	7.197	2,1	10,0
Financieros	783	0,4	44,2	1.577	0,7	101,4	1.717	0,6	8,9	1.528	0,4	-11,0
Otros	1.023	0,5	128,3	696	0,3	-32,0	830	0,3	19,3	957	0,3	15,3
2. Gastos	-170.852	-91,7	6,9	-200.943	-90,6	17,6	-244.438	-87,9	21,6	-298.944	-85,7	22,3
De personal	-24.383	-13,1	9,5	-27.703	-12,5	13,6	-32.635	-11,7	17,8	-39.024	-11,2	19,6
Por servicios profesionales	-120.919	-64,9	5,4	-142.809	-64,4	18,1	-173.383	-62,4	21,4	-210.537	-60,3	21,4
De los que: Tasadores	-108.220	-58,1	5,8	-123.424	-55,6	14,0	-149.974	-53,9	21,5	-182.077	-52,2	21,4
Otros generales	-21.088	-11,3	10,9	-25.558	-11,5	21,2	-32.279	-11,6	26,3	-40.035	-11,5	24,0
Financieros	-698	-0,4	-7,4	-830	-0,4	18,9	-750	-0,3	-9,6	-625	-0,2	-16,7
Amortización y provisiones	-3.764	-2,0	21,3	-4.043	-1,8	6,9	-5.391	-1,9	33,3	-8.723	-2,5	61,8
3. Resultados ordinarios	15.351	8,2	-5,1	20.956	9,4	36,5	33.620	12,1	60,4	49.972	14,3	48,6
4. Resultados extraordinarios	-1.517	-0,8	164,7	-1.219	-0,5	-19,6	7.843	2,8	—	-5.972	-1,7	—
5. Resultados antes de impuestos	13.834	7,4	-11,3	19.737	8,9	42,7	41.463	14,9	110,1	44.000	12,6	6,1
6. Impuestos	-4.725	-2,5	-12,0	-4.776	-2,2	1,1	-10.192	-3,7	113,4	-11.761	-3,4	15,4
7. Resultado contable	9.104	4,9	-10,9	14.962	6,7	64,3	31.267	11,2	109,0	32.253	9,2	3,2
INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA:												
	Número	%Δ anual		Número	%Δ anual		Número	%Δ anual		Número	%Δ anual	
Total de ET	83	-9,8		74	-10,8		68	-8,1		70	2,9	
Sociedades de tasación	80	-9,1		71	-11,3		65	-8,5		67	3,1	
Filiales de EC (e)	6	-14,3		6	0,0		6	0,0		7	16,7	
Otras	69	-11,5		62	-10,1		59	-4,8		59	0,0	
Inactivas	5	66,7		3	-40,0		0	-100,0		1	—	
Servicios de tasación de EC	3	-25,0		3	0,0		3	0,0		3	0,0	
Empleados en plantilla de ST	1.028	-5,1		1.092	6,2		1.220	11,7		1.393	13,9	
Tasadores de ET	7.300	3,9		7.532	3,2		8.098	7,5		8.656	6,9	
Vinculados	601	-10,6		576	-4,2		517	-10,2		571	10,4	
No vinculados	6.699	5,4		6.956	3,8		7.581	9,0		8.085	6,6	
Sucursales o delegaciones de ST	260	-21,7		265	1,9		276	4,2		286	3,6	

FUENTE: Banco de España.

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

DEPENDENCIA DE LAS ENTIDADES DE TASACIÓN RESPECTO A SUS CLIENTES

CUADRO A.2

Agrupaciones según aportación del cliente principal a los ingresos ordinarios (IO)	2000			2001			2002			2003		
	N.º de entid.	IO ET %	Peso del primer cliente >15%	N.º de entid.	IO ET %	Peso del primer cliente >15%	N.º de entid.	IO ET %	Peso del primer cliente >15%	N.º de entid.	IO ET %	Peso del primer cliente >15%
Total ET (a)	78	100	37,4	74	100	37,4	68	100	32,2	70	100	38,1
Cliente principal >= 50%	29	32,1	84,1	25	31,1	85,8	28	30,0	78,9	29	29,8	86,9
Filiales y servicios de EC	9	18,9	92,0	9	18,3	87,1	9	19,3	81,5	10	20,2	94,3
Otras (b)	20	13,2	72,9	16	12,8	73,7	19	10,7	74,2	19	9,6	71,2
Cliente principal entre 15% y 50%	28	33,5	30,8	29	34,4	31,2	22	35,6	32,5	25	36,4	33,7
Resto (c)	21	34,2	—	20	34,5	—	18	34,5	—	16	33,9	—

FUENTE: Banco de España.

a. Se han clasificado según la importancia relativa del cliente principal, si bien hay entidades con otros clientes, distintos del principal, que superan el 15% de los ingresos ordinarios, pero esta información se refleja en el cuadro.

b. Están participadas mayoritariamente por una EC. En todos los casos el socio mayoritario es, al mismo tiempo, el cliente principal. Se incluyen los tres servicios de tasación de las EC, que solo tasan para el propio grupo.

c. Incluye una ST participada por un amplio grupo de cajas de ahorros, sin que ninguna supere el 12% del capital.

DISTRIBUCIÓN DEL NÚMERO Y VALORACIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN EL OBJETO

CUADRO A.3

	Millones de euros y %											
	2000			2001			2002			2003		
	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ
Número total	935,4	100	-4,5	1.000,5	100	7,5	1.202,8	100	20,2	1.411,4	100	17,3
Bienes inmuebles	924,5	98,8	-4,4	991,6	99,1	7,8	1.190,9	99,0	20,1	1.401,2	99,3	17,7
Fincas rústicas	16,4	1,8	-7,3	15,9	1,6	-1,2	17,5	1,5	10,0	18,7	1,3	7,0
Terrenos urbanos	21,3	2,3	11,3	23,2	2,3	9,9	27,0	2,2	16,3	32,9	2,3	21,9
Edificios completos (a)	61,7	6,6	1,2	66,5	6,6	8,1	74,4	6,2	12,0	83,1	5,9	11,7
<i>Del que:</i>												
<i>Residencial</i>	32,1	3,4	3,1	34,1	3,4	5,4	39,7	3,3	16,4	43,0	3,0	8,3
<i>Terciario</i>	2,9	0,3	24,7	3,4	0,4	22,4	3,2	0,3	-7,1	4,6	0,3	43,8
<i>Industrial</i>	23,2	2,5	1,6	24,1	2,4	5,6	24,9	2,1	3,6	28,9	2,0	16,1
Elementos de edificios	819,3	87,6	-5,2	879,4	87,9	7,8	1.064,5	88,5	21,0	1.260,2	89,3	18,4
<i>Del que:</i>												
<i>Vivienda</i>	719,1	76,9	-5,1	785,0	78,4	9,6	953,2	79,2	21,4	1.151,2	81,6	20,8
<i>Oficinas</i>	8,0	0,9	-9,6	8,1	0,8	1,3	9,5	0,8	18,0	7,3	0,5	-23,2
<i>Locales comerciales</i>	59,6	6,4	-7,9	59,8	6,0	1,3	64,4	5,4	7,8	69,4	4,9	7,8
Explotación económica	4,1	0,4	5,2	4,7	0,5	14,2	5,4	0,4	15,1	5,5	0,4	1,0
Otros inmuebles (b)	1,6	0,2	5,0	1,9	0,2	34,2	2,1	0,2	11,1	0,8	0,1	-61,9
Otros bienes	10,9	1,2	-13,8	8,9	0,9	-19,8	12,0	1,0	33,6	10,2	0,7	-15,0
Muebles	7,0	0,8	-33,0	6,1	0,6	-13,3	8,8	0,7	43,7	7,5	0,5	-14,8
Otras tasaciones (c)	3,9	0,4	80,0	2,8	0,3	-31,6	3,2	0,3	12,0	2,8	0,2	-12,5
PRO MEMORIA: Otras valoraciones												
Actualizaciones (d)	20,9	2,2	5,7	22,2	2,2	6,3	27,7	2,3	25,0	34,9	2,5	26,0
Valoraciones intermedias (a)	107,3	11,5	25,3	110,3	11,0	2,9	119,1	9,9	7,9	132,3	9,4	11,1
Patrimonios (e)	4,1	0,4	-35,7	15,5	1,5	79,0	2,2	0,2	-85,5	1,7	0,1	-23,2
	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ
Valoración total	224.821	100	16,9	276.036	100	22,8	345.005	100	25,9	444.555	100	28,9
Bienes inmuebles	221.798	98,7	16,8	273.088	98,9	23,1	341.072	98,9	25,8	442.614	99,6	29,8
Fincas rústicas	3.915	1,7	8,2	4.633	1,7	18,3	5.254	1,5	13,4	6.171	1,4	17,5
Terrenos urbanos	19.340	8,6	51,0	31.569	11,4	63,2	31.990	9,3	1,3	47.136	10,6	47,3
Edificios completos (a)	91.369	40,6	19,6	107.000	38,8	17,1	124.948	36,2	18,5	150.878	33,9	20,8
<i>Del que:</i>												
<i>Residencial</i>	62.104	27,6	12,6	74.318	26,9	19,7	86.109	25,0	18,4	100.225	22,5	16,4
<i>Terciario</i>	9.798	4,4	13,9	13.887	5,0	41,7	14.179	4,1	2,1	17.464	3,9	23,2
<i>Industrial</i>	15.820	7,0	65,1	14.957	5,4	-5,5	17.414	5,0	16,4	20.392	4,6	17,1
Elementos de edificios	97.191	43,2	7,9	116.819	42,3	20,2	161.877	46,9	39,2	219.983	49,5	35,9
<i>Del que:</i>												
<i>Vivienda</i>	82.791	36,8	9,1	100.974	36,6	22,0	141.304	41,0	39,9	198.082	44,6	40,2
<i>Oficinas</i>	2.195	1,0	19,5	2.395	0,9	9,1	3.238	0,9	35,2	3.133	0,7	-3,2
<i>Locales comerciales</i>	11.194	5,0	1,2	12.200	4,4	9,0	15.104	4,4	29,5	17.041	3,8	12,8
Explotación económica	9.246	4,1	44,4	12.568	4,6	35,9	16.028	4,6	27,5	18.056	4,1	12,7
Otros inmuebles (b)	737	0,3	39,5	499	0,2	-32,2	975	0,3	95,3	363	0,1	-62,8
Otros bienes	3.023	1,3	20,3	2.947	1,1	-2,5	3.933	1,1	33,4	1.941	0,4	-50,6
Muebles	2.729	1,2	35,9	2.449	0,9	-10,2	3.069	0,9	25,3	1.334	0,3	-56,5
Otras tasaciones (c)	295	0,1	-41,6	498	0,2	69,0	865	0,3	73,5	607	0,1	-29,8
PRO MEMORIA: Otras valoraciones												
Actualizaciones (d)	16.426	7,3	10,7	20.899	7,6	27,2	30.024	8,7	43,7	37.299	8,4	24,2
Valoraciones intermedias (a)	58.616	26,1	72,4	121.646	44,1	7,5	185.756	53,8	53,0	188.470	42,4	1,5
Patrimonios (e)	1.672	0,7	8,0	5.965	2,2	56,7	5.672	1,6	-4,9	2.418	0,5	-57,4

FUENTE: Banco de España.

a. Los edificios se clasifican, según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uno. Incluye los edificios en construcción, desde 1998 solo por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias deben aparecer, exclusivamente, como pro memoria.

b. Incluye obras de urbanización, etc.

c. Activos inmateriales, empresas, etc.

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

e. Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluya en los correspondientes apartados.

	2000		2001		2002		2003	
	Media	Variación anual %	Media	Variación anual %	Media	Variación anual %	Media	Variación anual %
SUPERFICIES MEDIAS EN METROS CUADRADOS								
EDIFICIOS COMPLETOS								
De uso residencial	2.247	-4,0	2.319	3,2	1.929	-16,8	1.962	1,7
De uso terciario	3.528	-5,5	3.496	-0,9	3.528	0,9	3.057	-13,3
De uso industrial	1.709	18,7	1.618	-5,3	1.649	1,9	1.506	-8,7
ELEMENTOS DE EDIFICIOS								
Viviendas	137	5,1	135	-1,4	127	-5,5	132	3,6
Oficinas	220	16,2	209	-4,6	209	—	258	23,3
Locales comerciales	194	1,2	195	0,6	187	-3,8	182	-3,1
OTROS								
Fincas rústicas	202.242	-25,0	220.037	8,8	217.195	-1,3	192.334	-11,4
Terrenos urbanos	11.601	13,3	12.172	4,9	9.589	-21,2	12.489	30,2
Edificaciones ligadas a explotación económica	8.405	54,9	5.725	-31,9	5.045	-11,9	8.029	59,1
IMPORTE MEDIO DE LAS TASACIONES EN MILES DE EUROS								
Bienes inmuebles identificados	244	22,4	279	14,4	289	3,5	314	8,8
EDIFICIOS COMPLETOS								
De uso residencial	1.935	9,2	2.179	12,6	2.168	-0,5	2.333	7,6
De uso terciario	3.401	-8,6	4.069	19,6	4.473	9,9	3.772	-15,7
De uso industrial	683	62,5	622	-8,9	699	12,3	705	0,8
ELEMENTOS DE EDIFICIOS								
Viviendas	115	14,9	129	11,7	148	15,3	172	16,1
Oficinas	274	32,3	297	8,3	341	14,5	430	26,2
Locales comerciales	188	9,9	204	8,8	245	20,2	246	4,8
OTROS								
Fincas rústicas	239	16,7	292	22,1	301	3,1	330	9,6
Terrenos urbanos	907	35,6	1.359	49,8	1.184	-12,8	1.435	21,1
Edificaciones ligadas a explotación económica	2.271	37,2	2.701	18,9	2.993	10,8	3.298	10,2
VALOR MEDIO DEL METRO CUADRADO EN EUROS								
EDIFICIOS COMPLETOS								
De uso residencial	850	11,2	939	9,1	1.124	19,6	1.189	5,8
De uso terciario	988	4,2	1.164	20,7	1.268	8,9	1.233	-2,7
De uso industrial	399	37,0	384	-3,8	424	10,2	468	10,4
ELEMENTOS DE EDIFICIOS								
Viviendas	842	9,3	954	13,3	1.163	21,9	1.303	12,0
Oficinas	1.250	13,8	1.420	13,6	1.625	14,5	1.663	2,3
Locales comerciales	970	8,6	1.048	8,1	1.252	19,4	1.353	8,1
OTROS								
Fincas rústicas	1	55,7	1	12,2	1	4,5	2	23,7
Terrenos urbanos	78	19,7	112	42,8	124	10,6	115	-7,0
Edificaciones ligadas a explotación económica	270	-11,4	472	74,6	593	25,7	412	-30,7

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO Y DE BIENES INMUEBLES POR FINALIDADES

CUADRO A.5

	Millones de euros y %											
	2000			2001			2002			2003		
	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ
TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO												
Número total	935,4	100	4,5	1.005,5	100	7,5	1.202,8	100	20,2	1.411,4	100	17,3
Entidades de crédito	846,5	90,5	4,1	900,6	89,6	6,4	1.060,1	88,1	19,5	1.291,2	91,5	21,8
Bancos (a)	346,3	37,0	11,0	354,3	35,2	2,3	406,3	33,8	15,3	487,3	34,5	19,9
Cajas de ahorros	438,1	46,8	—	478,3	47,6	9,2	562,2	46,7	20,0	682,4	48,4	21,4
Cooperativas de crédito	39,7	4,2	9,1	45,5	4,5	14,5	55,8	4,6	28,3	83,4	5,9	49,2
EFC	22,4	2,4	15,0	22,5	2,2	0,8	35,8	3,0	58,6	38,1	2,7	6,6
Otros peticionarios	88,9	9,5	8,2	104,9	10,4	18,0	142,7	11,9	25,7	120,2	8,5	15,8
Seguros, IIC y FF	5,1	0,5	42,7	4,3	0,4	14,7	4,8	0,4	11,0	4,4	0,3	9,5
Organismos públicos (b)	9,3	1,0	25,9	12,2	1,2	30,1	22,0	1,8	80,7	26,4	1,9	20,4
Otros (c)	74,4	8,0	1,1	97,1	9,7	30,4	115,9	9,6	19,4	89,4	6,3	22,9
TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD												
Número total	924,5	100	-4,4	991,8	100	7,3	1.191,1	100	20,1	1.401,2	100	17,6
Constituir garantías hipotecarias (d)	849,2	91,9	-3,2	920,4	92,8	8,4	1.110,7	93,3	20,7	1.321,2	94,3	19,0
De las que: Por Ley 2/81 (e)	791,7	85,6	-1,7	870,5	87,8	10,0	1.056,8	88,7	21,4	1.299,0	92,7	22,9
Exigidas a EC (f)	8,4	0,9	-46,4	5,6	0,6	-33,6	4,4	0,4	-20,9	3,4	0,2	-22,7
Seguros, IIC y FF (g)	1,5	0,2	1,1	1,4	0,1	-9,5	1,6	0,1	18,8	1,6	0,1	2,2
Otros fines	65,4	7,1	-9,5	64,5	6,5	-1,4	74,3	6,2	15,3	74,9	5,3	0,8
	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ
TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO												
Importe total	224.821	100	16,9	276.036	100	22,8	345.005	100	25,0	444.555	100	28,9
Entidades de crédito	185.572	82,5	15,4	216.355	78,4	16,6	274.645	79,6	26,9	366.703	82,5	33,5
Bancos (a)	74.215	33,0	6,6	81.207	29,4	9,4	103.938	30,1	28,0	133.441	30,0	28,4
Cajas de ahorros	102.413	45,6	20,2	124.533	45,1	21,6	153.609	44,5	23,3	208.812	47,0	35,9
Cooperativas de crédito	6.309	2,8	48,3	7.815	2,8	23,9	12.506	3,6	60,0	19.375	4,4	54,9
EFC	2.635	1,2	42,8	2.800	1,0	6,3	4.592	1,3	64,0	5.075	1,1	10,5
Otros peticionarios	39.249	17,5	24,7	59.681	21,6	52,1	70.360	20,4	17,9	77.852	17,5	10,6
Seguros, IIC y FF	2.576	1,1	-17,0	3.519	1,3	36,6	4.187	1,2	19,0	5.625	1,3	34,3
Organismos públicos (b)	1.880	0,8	-26,5	3.143	1,1	67,2	6.647	1,9	11,5	6.265	1,4	-5,8
Otros (c)	34.794	15,5	34,8	53.018	19,2	52,4	59.526	17,3	12,3	65.963	14,8	10,8
TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD												
Importe total	221.798	100	16,8	273.088	100	23,1	341.073	100	24,9	442.614	100	29,8
Constituir garantías hipotecarias (d)	191.927	86,5	16,3	233.118	85,4	21,5	292.376	85,7	25,4	387.661	87,6	32,6
De las que: Por Ley 2/81 (e)	177.809	80,2	17,2	218.304	79,9	22,8	259.869	76,2	19,0	359.315	81,2	38,3
Exigidas a EC (f)	2.733	1,2	-0,4	904	0,3	-66,9	774	0,2	-14,4	579	0,1	-25,2
Seguros, IIC y FF (g)	2.140	1,0	-4,5	2.845	1,0	33,0	3.723	1,1	30,9	4.891	1,1	31,4
Otros fines	24.998	11,3	25,8	36.221	13,3	44,9	44.201	13,0	22,0	49.483	11,2	12,0

FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).
- b. Incluye Administración Central, las Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, entidades gestoras de la Seguridad Social y organismos autónomos administrativos, comerciales o industriales.
- c. Incluye otras personas físicas y jurídicas, entre ellas las empresas públicas.
- d. Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no.
- e. Préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y la Orden de 30 de noviembre de 1994, de desarrollo de la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario.
- f. Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.
- g. Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de IIC inmobiliarias y el de fondos de pensiones.

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES DE BIENES INMUEBLES POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CUADRO A.6

	Millones de euros y %											
	2000			2001			2002			2003		
	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ	Número en miles	% s/total	% Δ
Número total	924,5	100	-4,4	991,8	100	7,3	1.191,0	100	20,1	1.401,2	100	17,6
Andalucía (a)	158,0	17,1	-2,2	163,9	16,5	3,8	199,6	16,8	21,8	250,5	17,9	25,5
Aragón	21,1	2,3	-2,5	21,9	2,2	3,9	26,4	2,2	20,7	29,9	2,1	13,1
Asturias	16,8	1,8	-7,0	18,1	1,8	7,6	20,6	1,7	14,0	23,3	1,7	13,2
Baleares	28,9	3,1	-2,2	31,2	3,1	7,9	36,2	3,0	16,1	40,2	2,9	11,2
Canarias	38,9	4,2	0,2	41,6	4,2	6,7	48,9	4,1	17,6	61,2	4,4	25,2
Cantabria	12,2	1,3	-9,0	12,6	1,3	3,9	15,8	1,3	24,9	17,6	1,3	11,5
Castilla-La Mancha	30,8	3,3	0,8	30,8	3,1	—	38,6	3,2	25,5	50,1	3,6	29,7
Castilla y León	39,8	4,3	-0,9	42,5	4,3	6,7	49,0	4,1	15,4	56,0	4,0	14,2
Cataluña	188,2	20,4	-10,5	209,5	21,1	11,3	253,4	21,3	20,9	290,3	20,7	14,5
Extremadura	15,2	1,6	-4,1	16,2	1,6	6,1	17,9	1,5	10,5	20,7	1,5	15,6
Galicia	36,2	3,9	-11,6	36,4	3,7	0,5	42,3	3,6	16,2	49,3	3,5	16,6
La Rioja	4,8	0,5	6,6	5,2	0,5	7,0	6,4	0,5	23,2	8,8	0,6	37,9
Madrid	133,7	14,5	-4,1	141,6	14,3	5,9	175,2	14,7	23,7	199,4	14,2	13,8
Murcia	29,7	3,2	-2,8	32,0	3,2	8,1	38,4	3,2	19,8	48,8	3,5	27,2
Navarra	9,8	1,1	7,6	11,1	1,1	13,4	14,0	1,2	25,9	15,9	1,1	13,8
País Vasco	39,7	4,3	-2,4	42,3	4,3	6,5	48,7	4,1	15,2	53,5	3,8	9,8
Valencia	118,6	12,8	-1,7	130,3	13,1	9,9	156,1	13,1	19,8	183,8	13,1	17,7
Extranjero	2,1	0,2	85,1	4,6	0,5	21,4	3,4	0,3	-25,5	1,8	0,1	-48,7
	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ	Importe	% s/total	% Δ
Importe total	221.798	100	16,8	273.088	100	23,1	341.073	100	24,9	442.614	100	29,8
Andalucía (a)	34.263	15,4	27,8	41.267	15,1	20,4	52.554	15,4	27,4	78.787	17,8	49,9
Aragón	4.639	2,1	28,5	5.908	2,2	27,4	10.135	3,0	71,5	8.984	2,0	-11,4
Asturias	3.791	1,7	10,7	4.863	1,8	28,3	4.901	1,4	0,8	5.832	1,3	19,0
Baleares	8.891	4,0	20,4	11.773	4,3	32,4	12.629	3,7	7,3	14.290	3,2	13,1
Canarias	12.506	5,6	17,9	14.363	5,3	14,9	17.631	5,2	22,8	20.855	4,7	18,3
Cantabria	2.961	1,3	22,7	3.569	1,3	20,5	4.444	1,3	24,5	5.161	1,2	16,1
Castilla-La Mancha	5.546	2,5	14,7	6.279	2,3	13,2	8.315	2,4	32,4	13.113	3,0	57,7
Castilla y León	9.226	4,2	19,0	10.898	4,0	18,1	13.242	3,9	21,5	16.436	3,7	24,1
Cataluña	44.671	20,1	7,9	52.413	19,2	17,3	68.111	20,0	30,0	87.814	19,8	28,9
Extremadura	2.835	1,3	19,6	3.267	1,2	15,2	3.364	1,0	3,0	3.687	0,8	9,6
Galicia	7.327	3,3	7,5	7.803	2,9	6,5	9.463	2,8	21,3	11.904	2,7	25,8
La Rioja	1.206	0,5	22,1	1.459	0,5	21,0	1.886	0,6	29,2	3.199	0,7	69,6
Madrid	45.139	20,4	11,3	61.212	22,4	35,6	73.165	21,5	19,5	92.871	21,0	26,9
Murcia	4.973	2,2	31,9	6.028	2,2	21,2	7.922	2,3	31,4	11.911	2,7	50,3
Navarra	2.372	1,1	51,9	3.040	1,1	28,1	4.315	1,3	41,9	3.630	0,8	-15,9
País Vasco	10.128	4,6	26,5	11.435	4,2	12,9	14.081	4,1	23,1	16.118	3,6	14,5
Valencia	21.104	9,5	21,4	27.197	10,0	28,9	34.305	10,1	26,1	47.234	10,7	37,7
Extranjero	218	—	84,9	313	0,1	43,8	608	0,2	94,0	789	0,2	29,8

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye Ceuta y Melilla.

REGULACIÓN FINANCIERA: SEGUNDO TRIMESTRE DE 2004

Introducción

Durante el segundo trimestre de 2004 el número de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido reducido.

En primer lugar, se ha modificado la normativa de la Central de Información de Riesgos para precisar la forma de remisión de las declaraciones y las características de los titulares declarables, conforme a los postulados de las normas que desarrolla.

Por otro lado, cabe reseñar la publicación de las normas contables, de los modelos de los estados financieros y cuentas anuales de las empresas de servicios de inversión, así como la ampliación de algunas de las obligaciones contables a las sociedades gestoras de carteras.

Finalmente, en el ámbito de la Unión Europea se han publicado tres directivas comunitarias dignas de mención. La primera afecta a las ofertas públicas de adquisición de valores, con el objetivo de coordinar las legislaciones de los Estados miembros, así como de proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades que estén sujetas al Derecho de un Estado miembro cuando dichos valores sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control. La segunda directiva amplía el marco jurídico comunitario de las empresas de servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y armoniza algunas de las normas de funcionamiento de los mercados regulados. Por último, la tercera establece una serie de precisiones a la hora de aplicar la Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

Modificación de la normativa sobre la Central de Información de Riesgos

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre¹, de medidas de reforma del sistema financiero (en adelante, la Ley Financiera), dispuso un régimen jurídico para la Central de Información de Riesgos (en adelante, la CIR) por el que le confiere la naturaleza de servicio público «en la medida en que facilita el ejercicio de las competencias del Banco de España y dota de mayor estabilidad al sistema crediticio español». Asimismo, facultó al ministro de Economía o, previa habilitación por este, al Banco de España para que se determinen las clases de riesgos que se deben declarar, las condiciones que habrán de reunir las declaraciones periódicas o complementarias, y el contenido, forma y periodicidad de los informes sobre los riesgos de las personas físicas o jurídicas relacionadas con las entidades declarantes.

La Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo², fijó los criterios que el Banco de España debe respetar en la regulación de la CIR, indicando que continuará siendo de aplicación la CBE 3/1995, de 25 de septiembre³, sobre la Central de Información de Riesgos, en lo que no se oponga a la propia orden, hasta tanto se establezcan por el Banco de España las determinaciones previstas en ella.

Recientemente se ha publicado la CBE 1/2004, de 29 de junio (BOE del 9 de julio), por la que se modifica la CBE 3/1995, de 25 de septiembre, sobre la CIR, con el fin de adaptar el funcionamiento de la misma al mandato de la Ley, iniciando un proceso escalonado de reformas, tanto en la forma como en los datos que se deben declarar.

1. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 2003, pp. 75-89. 2. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 2004, pp. 87 y 88. 3. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 82 y 83.

La CBE 1/2004 modifica la CBE 3/1995, por un lado, para que se declaren los datos personales de los titulares de forma continua durante todo el mes, para anticipar al máximo la depuración de los posibles errores en las declaraciones, y, por otro, para incluir nuevos datos que faciliten su identificación y permitan una mejor explotación de la información disponible, tanto a efectos estadísticos como de supervisión, en consonancia con la exigencia de exactitud y puesta al día de los datos declarados a la CIR recogida en la Ley.

Asimismo, se mantiene en 6.000 euros el umbral de declaración de los riesgos, pero especifica, como novedad, que en el cálculo del importe mínimo de los riesgos que se han de declarar se deben considerar conjuntamente, cuando proceda, tanto las cantidades dispuestas como las disponibles. Además, se establece que serán declarables los importes de los saldos morosos inferiores a 6.000 euros correspondientes a operaciones declaradas con saldos en situación normal. Los saldos morosos inferiores a 1.000 euros se declararán explícitamente con importe cero y la clave correspondiente de morosidad.

Finalmente, a partir de la entrada en vigor de la Circular, todas las comunicaciones de datos entre las entidades declarantes y la CIR, tales como declaraciones, rectificaciones y cancelaciones de datos, y peticiones de informes y códigos de no residentes, se realizarán —exclusivamente— por vía telemática. Excepcionalmente, por causa puntual justificada, previa conformidad del Departamento de Información Financiera y Central de Riesgos del Banco de España, los datos podrán remitirse en soporte magnético.

**Empresas de servicios de inversión:
normas contables,
modelos reservados
y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público**

Las empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI) fueron reguladas por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio⁴, del Mercado de Valores, y por el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio⁵, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Posteriormente, el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto⁶, sobre sistemas de indemnización a los inversores, estableció la obligatoriedad de adhesión de las ESI al Fondo de Garantía de Inversiones. No obstante, quedaban pendientes de adoptar los nuevos modelos que homogeneízcan la información pública y reservada que todas las ESI debían remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV).

En consecuencia, se ha publicado la CCNMV 2/2004, de 31 de marzo (*BOE* de 12 de abril), sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las ESI, por la que se modifica, parcialmente, la CCNMV 5/1990, de 28 de noviembre, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, y cuentas anuales de carácter público de las sociedades y agencias de valores, y determina el tratamiento contable del oro como divisa.

La Circular amplía el ámbito de aplicación de la CCNMV 5/1990 a todas las entidades con categoría de ESI, incluyendo dos nuevos modelos de estados reservados en los que se requiere información de carácter estadístico sobre la actividad de gestión de carteras y depósito de valores por cuenta de terceros. Asimismo, establece la obligatoriedad para las sociedades gestoras de carteras de remisión del mismo informe especial complementario al de auditoría de cuentas que en la actualidad es preceptivo para las sociedades y agencias de valores.

4. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, pp. 56-58. 5. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2001», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 2001, pp. 110-115. 6. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2001», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 2001, pp. 105-110.

La documentación exigida en la Circular, así como los modelos públicos establecidos, se presentarán en miles de euros redondeados, salvo cuando se indique expresamente otra cosa. Con independencia de lo anterior, la CNMV podrá exigir de las entidades, con carácter general o particular, cuanta información precise como aclaración y detalle de los estados anteriores, o para cualquier otra finalidad surgida en el desarrollo de las funciones que le están encomendadas.

Finalmente, la presentación de los estados reservados y públicos deberá hacerse por vía telemática, mediante el sistema CIFRADOC/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 11 de marzo de 1998, u otro similar.

***Directiva comunitaria
relativa a las ofertas
públicas de adquisición***

Con el fin de proteger a los titulares de valores admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro y, en especial, a los que posean participaciones minoritarias, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control de la sociedad, se ha publicado la *Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004*, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DOUE de 30 de abril).

ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Directiva contempla las medidas de coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, los códigos de prácticas u otros instrumentos de los Estados miembros, incluidos los establecidos por organismos oficialmente habilitados para regular los mercados, relativos a las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA), cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado en uno o varios Estados miembros.

Esta Directiva no se aplicará a las OPA de valores emitidos por sociedades cuyo objeto sea la inversión colectiva de capitales aportados por el público, y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y sus acciones, a petición de los titulares, se readquieren o reembolsen directa o indirectamente a cargo de los activos de dichas sociedades. Tampoco se aplicará a las OPA de valores emitidos por los bancos centrales de los Estados miembros.

**AUTORIDAD SUPERVISORA
DE LAS OPA Y PRINCIPIOS
GENERALES**

Los Estados miembros deberán designar a una o a varias autoridades que se encarguen de supervisar los aspectos de la oferta regulados por la presente Directiva, y de velar para que se cumplan las normas adoptadas en la misma.

Asimismo, deberán adoptar las medidas necesarias para brindar a todo oferente la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de estas. A tal efecto, deben suprimirse, entre otros, las restricciones a la transmisibilidad de valores, las limitaciones de voto, los derechos especiales de nombramiento y los derechos de voto múltiple durante el plazo de aceptación de la oferta. Cuando los titulares de valores sufran una pérdida como resultado de la supresión de derechos, debe ofrecerse una compensación equitativa con arreglo a las modalidades técnicas que establezcan los Estados miembros.

**PROTECCIÓN
DE LOS ACCIONISTAS
MINORITARIOS, OFERTA
OBLIGATORIA Y PRECIO
EQUITATIVO**

Cuando una persona física o jurídica, como resultado de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen en concierto con ella, llegue a poseer valores de una sociedad que le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán para que dicha persona esté obligada a presentar una OPA, a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha OPA se dirigirá a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en esta Directiva.

Es preciso que se establezcan medidas adicionales para la protección de los intereses de los titulares de valores, tales como la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiera el control de la sociedad o la obligación de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad.

A efectos de la Directiva, se considera precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros, y no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que esta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar, como mínimo, el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma.

INFORMACIÓN SOBRE LA OFERTA

Los Estados miembros vigilarán para que la decisión de presentar una OPA se haga pública inmediatamente y se informe de ello a la autoridad supervisora. Tan pronto como se haya hecho pública la oferta, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores. También vigilarán para que la publicidad de la oferta se realice de un modo que garantice la transparencia y claridad del mercado de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta, a fin de evitar, en particular, la publicación o difusión de datos falsos o engañosos.

Por otro lado, dichos Estados velarán para que el oferente elabore y publique oportunamente un *folleto de oferta* que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión respecto de la oferta con pleno conocimiento de causa. Antes de publicar el folleto, el oferente lo transmitirá a la autoridad supervisora, y, una vez publicado, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente lo remitirán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

Asimismo, se dispondrá que el plazo de aceptación de la oferta no pueda ser inferior a dos semanas ni superior a diez a partir de la fecha de publicación del folleto de oferta. No obstante, los Estados miembros podrán prever que se prolongue el período de diez semanas, siempre y cuando el oferente notifique, al menos con dos semanas de antelación, su intención de cerrar la oferta.

Finalmente, los Estados miembros adaptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva, a más tardar, el 20 de mayo de 2006.

Directiva comunitaria relativa a las empresas de inversión y a los mercados regulados de instrumentos financieros

La Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993⁷, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, que ahora se deroga, establecía las condiciones en que las ESI y los bancos autorizados podían prestar determinados servicios o abrir sucursales en otros Estados miembros sobre la base de la autorización y supervisión del país de origen. Pretendía armonizar así los requisitos de autorización inicial y funcionamiento de las ESI, las normas de conducta y algunas de las normas de funcionamiento de los mercados regulados.

7. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1993, pp. 106-108.

En los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico comunitario, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin, conviene alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las ESI presten servicios en toda la Comunidad, ya que se trata de un mercado único, tomando como base la supervisión del país de origen.

En vista de lo anterior, se ha publicado la *Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004* (DOUE de 30 de abril), relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican la Directiva 85/611/CEE, la 93/6/CEE del Consejo y la 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

ÁMBITO
DE APLICACIÓN

La presente Directiva se aplicará a las ESI y a los mercados regulados, así como a las entidades de crédito autorizadas cuando presten uno o varios servicios o realicen una o varias actividades de inversión en la Unión Europea.

No se aplicará, entre otros casos, a las empresas de seguros; a las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices; a los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales; a otros organismos nacionales con funciones similares; a otros organismos públicos que se encarguen de la gestión de la deuda pública o intervengan en ella; ni a los organismos de inversión colectiva y fondos de pensiones, independientemente de que estén o no coordinados a nivel comunitario, ni a los depositarios y gestores de dichos organismos.

CONDICIONES
DE AUTORIZACIÓN
Y FUNCIONAMIENTO
DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN

De forma similar a la establecida en la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros exigirán que esté sujeta a autorización la prestación de servicios o realización de actividades de inversión como profesión o actividad habitual. Esta autorización la concederá la autoridad competente designada por el Estado miembro de origen. Asimismo, la ESI facilitará toda la información necesaria —incluido un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y su estructura organizativa— para que la autoridad competente pueda comprobar que dicha empresa ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas exigidas para el cumplimiento de sus obligaciones.

Por otro lado, se mantienen prácticamente invariables los procedimientos para conceder y denegar solicitudes de autorización; para la revocación de la autorización; y los requisitos relativos a la calidad de las personas que efectivamente dirigen las actividades de las empresas de inversión, así como el régimen de participaciones cualificadas.

De forma similar a la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros realizarán una revisión periódica de las condiciones de funcionamiento de la autorización inicial. A tal efecto, exigirán a las autoridades competentes que establezcan los métodos apropiados para supervisar que las empresas de inversión cumplan con esta obligación, y que, en su caso, notifiquen a dichas autoridades cualquier cambio importante respecto de las condiciones de la autorización inicial.

Como novedad, se establece que, en el caso de que las empresas de inversión presten únicamente asesoramiento en materia de inversión o el servicio de recepción y transmisión de órdenes, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue come-

tidos administrativos, preparatorios o auxiliares relacionados con la concesión de la autorización o con la revisión de las condiciones de la autorización inicial.

PROCESO DE NEGOCIACIÓN
Y CONCLUSIÓN
DE OPERACIONES
EN UN SISTEMA
DE NEGOCIACIÓN
MULTILATERAL (SMN)

Los Estados miembros exigirán a las ESI o gestores del mercado que gestionan un SMN que establezcan normas y procedimientos transparentes y no discrecionales que aseguren una negociación justa y ordenada, y que fijen criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes, así como que fijen normas transparentes en relación con los criterios para determinar los instrumentos financieros que pueden negociarse en el marco de sus sistemas.

RELACIONES
CON TERCEROS
PAÍSES

También exigirán que las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN proporcionen información pública suficiente para que sus usuarios puedan formarse una opinión sobre las inversiones, teniendo en cuenta tanto la naturaleza de los usuarios como los tipos de instrumentos negociados.

Al igual que señalaba la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros informarán a la Comisión de las dificultades generales a las que se enfrenten las empresas de inversión a la hora de establecerse o de prestar servicios o realizar actividades de inversión en un tercer país. Si se advierte que un tercer país no concede a las empresas de inversión de la Comunidad un trato nacional que les permita las mismas posibilidades competitivas que a las empresas de inversión nacionales, y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado, podrá iniciar negociaciones con vistas a remediar la situación.

DISPOSICIONES
PARA GARANTIZAR
LA PROTECCIÓN
DEL INVERSOR

Se amplían las normas de conducta establecidas en la Directiva 93/22/CEE y que las ESI deberán observar en todo momento en relación con la prestación de servicios de inversión a sus clientes. En especial, al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la ESI obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan.

Por otro lado, la ESI creará un registro que incluya el documento o documentos objeto del acuerdo entre la empresa y el cliente que estipulen los derechos y las obligaciones de las partes y las demás condiciones en las que la empresa prestará servicios al cliente. Asimismo, el cliente deberá recibir de la ESI informes adecuados sobre el servicio prestado a sus clientes. Dichos informes incluirán, en su caso, los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

Los Estados miembros deberán exigir a las ESI que ejecuten las órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente. En particular, estas entidades deberán adoptar todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes, teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden.

LIBERTAD
DE ESTABLECIMIENTO
Y DE PRESTACIÓN
DE SERVICIOS

Como ya señalaba la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros se asegurarán de que toda ESI autorizada y supervisada por la autoridad competente de otro Estado miembro (así como las entidades de crédito autorizadas conforme a la Directiva que las regula a nivel comunitario) pueda prestar libremente servicios o actividades de inversión, así como servicios auxiliares en su territorio, siempre que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización. Solo podrán prestarse servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión.

Asimismo, sin otro requisito legal o administrativo, los Estados miembros permitirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen SMN de otros Estados miembros establezcan en su territorio mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o participantes establecidos en dicho territorio.

Por otra parte, los Estados miembros se asegurarán de que puedan prestarse servicios o realizarse actividades de inversión y prestarse servicios auxiliares en su territorio mediante el establecimiento de una sucursal (*libertad de establecimiento*), a condición de que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización concedida a esa ESI o entidad de crédito en su Estado miembro de origen. También en este caso solo se podrán prestar servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión.

Cuando una ESI recurra a un agente vinculado establecido en un Estado miembro fuera de su Estado miembro de origen, dicho agente vinculado se asimilará a la sucursal y estará sujeto a lo dispuesto en la presente Directiva en relación con las sucursales.

Los Estados miembros dispondrán que, cuando una ESI autorizada en otro Estado miembro haya establecido una sucursal en su territorio, la autoridad competente del Estado miembro de origen de esa ESI pueda, en el ejercicio de sus responsabilidades y tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, realizar inspecciones *in situ* de esa sucursal.

MERCADOS REGULADOS
DE INSTRUMENTOS
FINANCIEROS

La autorización como mercado regulado solo se concederá cuando la autoridad competente esté convencida de que tanto el gestor del mercado como los sistemas del mercado regulado cumplen, como mínimo, los requisitos fijados en la Directiva.

El gestor del mercado regulado facilitará toda la información necesaria para que la autoridad competente pueda comprobar que el mercado regulado ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas necesarias para cumplir sus obligaciones. Dicha información ha de incluir un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y la estructura organizativa del mercado regulado.

Por otro lado, los Estados miembros exigirán que las personas que efectivamente dirigen las actividades y las operaciones del mercado regulado gocen de la honorabilidad y la experiencia suficiente para asegurar la gestión y el funcionamiento adecuado y prudente del mercado regulado.

Los Estados miembros exigirán al gestor del mercado regulado que realice las funciones relacionadas con la organización y el funcionamiento del mercado bajo la supervisión de la autoridad competente. En concreto, le exigirán que: a) facilite a la autoridad competente y al público información relativa al accionariado del mercado regulado o al gestor del mercado y, en especial, la identidad y gama de intereses de toda parte que pueda ejercer una influencia significativa sobre la gestión, y b) informe a la autoridad competente y al público de todo cambio de propiedad que suponga variaciones en la identidad de las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado.

La autoridad competente se negará a aprobar las propuestas de cambio en la identidad de las personas que controlan el mercado regulado o del gestor del mercado si existen razones objetivas y demostrables para creer que ello supondría una amenaza para la gestión adecuada y prudente del mercado regulado.

En otro orden de cosas, los Estados miembros exigirán que los mercados regulados establezcan normas claras y transparentes en relación con la admisión a negociación de instrumentos

financieros. Estas normas garantizarán que los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado puedan ser negociados de modo correcto, ordenado y eficiente, y, cuando se trate de valores negociables, que sean libremente negociables.

En el caso de los derivados, las normas garantizarán, en particular, que la formulación del contrato de derivados permita una correcta formación de precios, así como la existencia de condiciones efectivas de liquidación.

El gestor del mercado regulado (al igual que la autoridad competente) podrá suspender o excluir de la negociación todo instrumento financiero que deje de cumplir las normas del mercado regulado, salvo en caso de que tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

Los Estados miembros exigirán que el mercado regulado establezca y mantenga normas transparentes y no discriminatorias, basadas en criterios objetivos, que regulen el acceso de sus participantes o la adhesión de sus miembros. Estas normas deberán especificar todas las obligaciones de los miembros o participantes derivadas, entre otras, de la constitución y la administración del mercado regulado; las normas profesionales impuestas al personal de las empresas de inversión o entidades de crédito que operan en el mercado; y las normas y procedimientos para la compensación y liquidación de las operaciones realizadas en el mercado regulado.

Los mercados regulados podrán admitir como miembros o participantes a empresas de inversión, a entidades de crédito y a otras personas que: a) sean idóneas; b) posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación; c) tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas, y d) dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado regulado puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

Los Estados miembros, sin otros requisitos legales o administrativos, permitirán que los mercados regulados en otros Estados miembros establezcan en su territorio los mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la negociación remota en esos mercados regulados.

El mercado regulado deberá comunicar a la autoridad competente de su Estado miembro de origen el Estado miembro en el que tenga previsto establecer dichos mecanismos. La autoridad competente del Estado miembro de origen comunicará esta información, en el plazo de un mes, al Estado miembro en el que el mercado regulado tenga previsto establecer dichos mecanismos. También comunicará, a petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida y en un plazo de tiempo razonable, la identidad de los miembros o participantes del mercado regulado establecido en dicho Estado miembro.

La autoridad competente de un mercado regulado no podrá oponerse a que se recurra a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otro Estado miembro, salvo que pueda demostrar que su oposición es necesaria para mantener el funcionamiento ordenado de ese mercado regulado.

Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la autoridad competente tendrá en cuenta la labor de supervisión del sistema de compensación y liquidación ya ejercida por los bancos centrales nacionales en su calidad de supervisores de los sistemas de compensación y liquidación o por otras autoridades supervisoras con competencia sobre tales sistemas.

La Directiva entró en vigor el pasado 30 de abril.

Medidas de aplicación de la Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado): algunas precisiones

La Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003⁸, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), que derogó la Directiva 89/592/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, tenía como objetivo garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y, en consecuencia, aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados frente a las prácticas de manipulación de precios y de difusión de información engañosa.

Recientemente, se ha publicado la *Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004* (DOUE de 30 de abril), a efectos de precisar la aplicación de la Directiva 2003/6/CE en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

PRÁCTICAS DE MERCADO ACEPTADAS

Los Estados miembros velarán para que las autoridades competentes tengan en cuenta, entre otros, los siguientes criterios al evaluar la aceptabilidad de una práctica de mercado concreta: a) el grado de transparencia de la práctica de mercado correspondiente con respecto al conjunto del mercado; b) la intensidad del impacto de la práctica de mercado correspondiente sobre la liquidez y la eficiencia del mercado; c) la medida en que la práctica en cuestión se ajusta a los mecanismos de negociación del mercado del que se trate y permite a los participantes en ese mercado reaccionar de manera adecuada y rápida a la nueva situación de mercado que cree dicha práctica, y d) el riesgo que representa la práctica correspondiente para la integridad de los mercados vinculados, directa o indirectamente, regulados o no, sobre el instrumento financiero en toda la Comunidad.

Los Estados miembros garantizarán que las autoridades competentes, antes de aceptar o rechazar la práctica de mercado en cuestión, consultarán a los organismos pertinentes, tales como los representantes de los emisores, los prestadores de servicios financieros, los consumidores, otras autoridades y los operadores del mercado.

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA RELACIONADA CON INSTRUMENTOS DERIVADOS SOBRE MATERIAS PRIMAS

Los usuarios de los mercados en los que se negocian instrumentos derivados sobre materias primas deberán recibir información relacionada, directa o indirectamente, con uno o varios de estos instrumentos derivados, cuando esta información se ponga a disposición de los usuarios de estos mercados de forma regular, o deba hacerse pública obligatoriamente en virtud de disposiciones legales o reglamentarias, normas de mercado, contratos o hábitos consustanciales al mercado de materias primas subyacente o al mercado de instrumentos derivados sobre materias primas de los que se trate.

LISTAS DE PERSONAS CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Los Estados miembros velarán para que las listas de personas con información privilegiada incluyan a todas aquellas que tengan acceso a este tipo de información relacionada, directa o indirectamente, con el emisor, ya sea de forma regular u ocasional.

En estas listas se deberá mencionar, como mínimo, la identidad de cualquier persona que tenga acceso a información privilegiada, el motivo por el que figuran en la lista, y las fechas de creación y actualización de la lista. Finalmente, los Estados miembros velarán para que las listas se mantengan, al menos, durante cinco años desde su elaboración o desde su actualización.

8. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 2003, pp. 114-116.

LA NOTIFICACIÓN
DE LAS OPERACIONES
EFECTUADAS
POR DIRECTIVOS

Los Estados miembros velarán para que todas las operaciones relacionadas con acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o con derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellas, efectuadas por cuenta propia por administradores y directivos de las entidades emisoras o por personas a ellos vinculadas sean notificadas a las autoridades competentes. Las normas de notificación que deberán cumplir estas personas serán las de los Estados miembros donde tenga su domicilio social el emisor. La notificación a la autoridad competente de dicho Estado miembro se realizará en los cinco días laborables que sigan a la fecha de la operación.

Los Estados miembros podrán decidir que, hasta que el importe total de las operaciones alcance un total de 5.000 euros al final del año natural, no será necesaria ninguna notificación o la misma podrá retrasarse hasta el 31 de enero del siguiente año.

En cualquier caso, la notificación deberá incluir, entre otros aspectos, la siguiente información: a) el nombre de la persona que ejerza un cargo directivo en el emisor o, cuando proceda, el nombre de la persona que tenga un estrecho vínculo con esta; b) el motivo de la obligación de notificación; c) el nombre del emisor en cuestión; d) la descripción del instrumento financiero y la naturaleza de la operación, y e) el precio y volumen de la operación.

NOTIFICACIÓN
DE OPERACIONES
SOSPECHOSAS

Los Estados miembros garantizarán que las autoridades competentes que reciban la notificación de operaciones sospechosas transmitan dicha información inmediatamente a las autoridades competentes de los mercados regulados correspondientes. El contenido de la notificación incluirá, entre otros aspectos, la siguiente información: a) la descripción de las operaciones; b) las razones que lleven a sospechar de que la operación podría constituir abuso de mercado; c) la calidad en que actúa la persona sujeta a la obligación de notificar, y d) cualquier otra información pertinente relativa a las operaciones sospechosas.

Finalmente, los Estados miembros adaptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva, a más tardar, el 12 de octubre de 2004.

20.7.2004.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

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.

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	1.1 PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
	1.2 PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle 8*
	1.3 PIB. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España 9*
	1.4 PIB. Deflactores implícitos. España 10*
ECONOMÍA INTERNACIONAL	2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
	2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12*
	2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13*
	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 14*
	2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 15*
	2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
	2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*
DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD	3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
	3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
	3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España 20*
	3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
	3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 22*
	3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro 23*
	3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*
MERCADO DE TRABAJO	4.1 Población activa. España 25*
	4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
	4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27*
	4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
	4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España 29*
	4.6 Convenios colectivos. España 30*
	4.7 Índice de costes laborales 31*
	4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

PRECIOS	5.1 Índice de precios de consumo. España. Base 2001 33*
	5.2 Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 1996 34*
	5.3 Índice de precios industriales. España y zona del euro 35*
	5.4 Índices del valor unitario del comercio exterior de España 36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1 Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España 37*
	6.2 Estado. Operaciones financieras. España ¹ 38*
	6.3 Estado. Pasivos en circulación. España ¹ 39*
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 40*
	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 41*
	7.3 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones 42*
	7.4 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones 43*
	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 44*
	7.6 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes de la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ 45*
	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 46*
	7.8 Activos de reserva de España ¹ 47*
	7.9 Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ 48*
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 49*
	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 50*
	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 51*
	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 52*
	8.5 Financiación a los sectores no financieros, residentes en España 53*
	8.6 Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España 54*
	8.7 Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España 55*
	8.8 Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España 56*
	8.9 Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades 57*
	8.10 Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España 58*

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

	8.11	Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
	8.12	Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	9.1	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español 61*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo ¹ 62*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002) ¹ 63*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 15 y a la zona del euro 64*
	9.5	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados 65*

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)

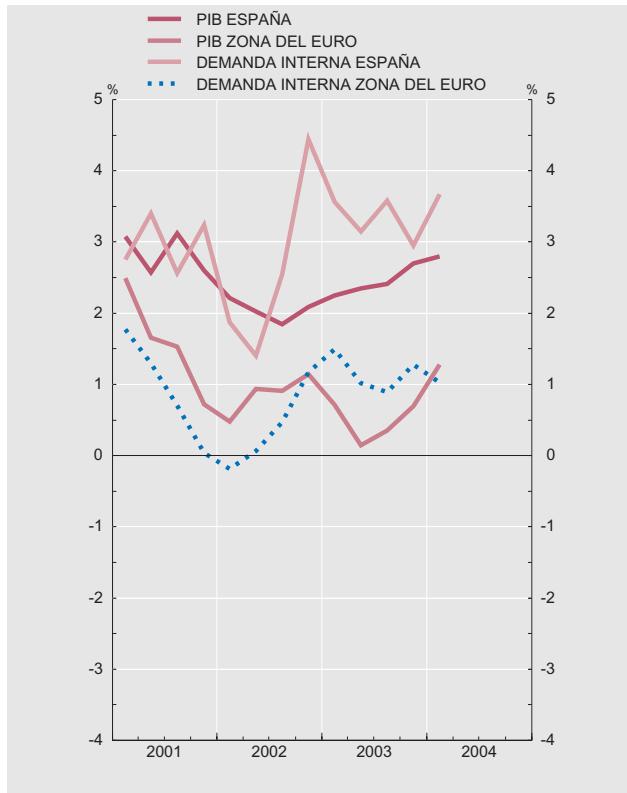
■ Serie representada gráficamente.

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	
01	P	2,8	1,6	2,8	1,8	3,6	2,5	3,3	-0,3	3,0	1,0	3,6	3,5	4,0	1,8	653	6 843
02	P	2,0	0,9	2,6	0,5	4,4	3,0	1,0	-2,8	2,6	0,4	-0,0	1,6	1,8	0,3	696	7 079
03	P	2,4	0,5	3,0	1,0	4,6	2,0	3,0	-0,8	3,3	1,2	4,0	0,1	6,7	2,0	743	7 236
01 //	P	2,6	1,7	2,7	1,7	3,2	2,2	4,1	0,3	3,4	1,3	4,0	4,7	6,6	3,9	162	1 706
//	P	3,1	1,5	3,0	1,8	3,9	2,8	2,6	-1,2	2,6	0,7	3,4	2,2	1,6	-0,0	165	1 715
/IV	P	2,6	0,7	2,3	1,5	3,9	2,8	2,8	-2,3	3,2	0,0	-2,3	-1,9	-0,1	-3,8	167	1 728
02 I	P	2,2	0,5	2,0	0,3	4,6	2,9	0,7	-2,9	1,9	-0,2	-3,6	-1,7	-4,2	-3,6	169	1 750
//	P	2,0	0,9	2,8	0,4	4,5	3,5	-0,9	-3,7	1,4	0,1	-1,9	1,6	-3,5	-0,7	173	1 765
/III	P	1,8	0,9	2,5	0,5	4,2	3,2	1,5	-3,0	2,5	0,5	1,2	2,8	3,4	1,8	176	1 779
/V	P	2,1	1,1	3,3	0,9	4,2	2,4	2,9	-1,5	4,4	1,2	4,4	3,4	11,8	3,7	179	1 786
03 I	P	2,2	0,7	3,0	1,6	4,3	2,0	3,2	-1,7	3,6	1,5	4,4	1,7	8,5	3,9	181	1 792
//	P	2,3	0,1	2,8	1,0	4,5	1,8	3,4	-0,5	3,2	1,0	7,8	-1,2	10,1	1,0	184	1 798
/III	P	2,4	0,4	3,1	0,8	4,8	1,9	3,0	-0,6	3,6	0,9	2,2	-0,1	5,9	1,3	187	1 816
/V	P	2,7	0,7	3,0	0,6	4,8	2,1	2,5	-0,4	2,9	1,3	1,8	0,1	2,7	1,7	191	1 830
04 I	P	2,8	1,3	3,3	0,7	4,7	1,4	3,0	0,2	3,7	1,0	4,1	3,2	6,7	2,7	193	1 850

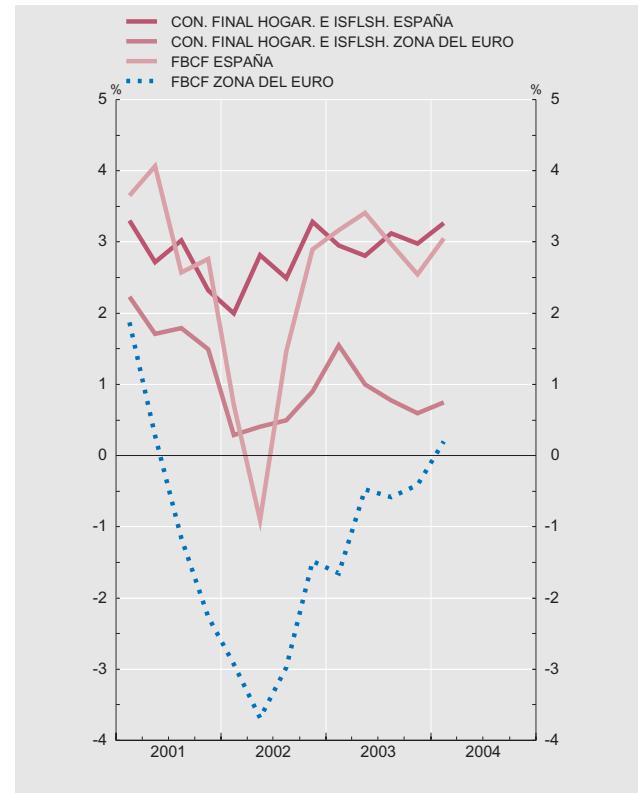
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

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.

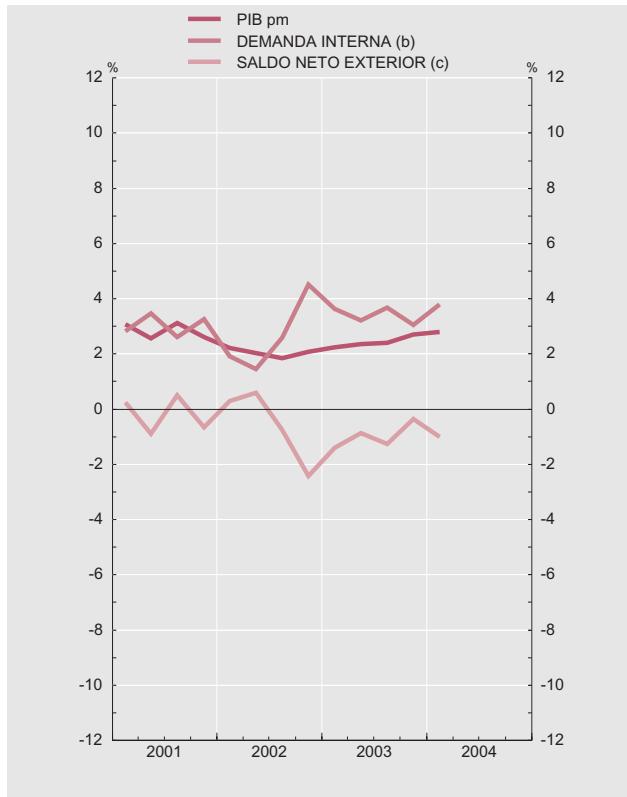
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

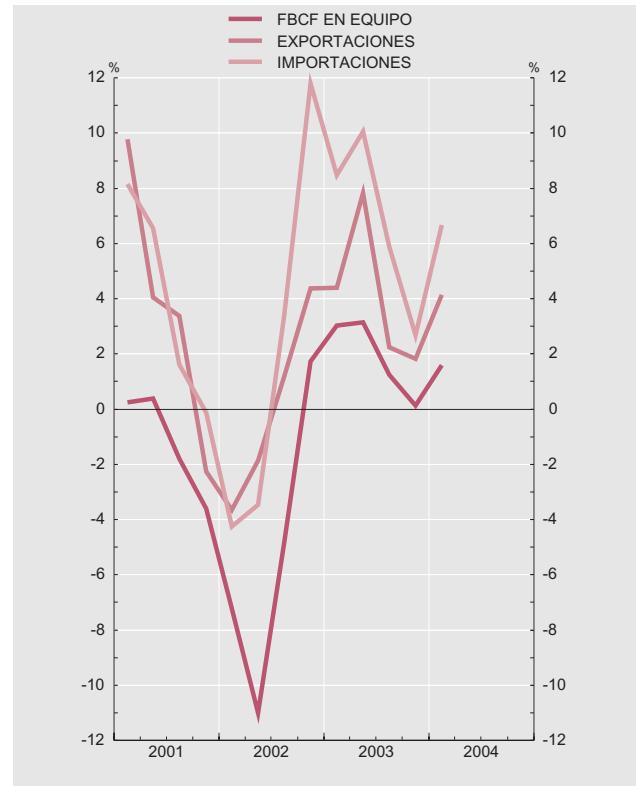
Tasas de variación interanual

	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)	Demandada interna (b)	PIB
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
03	P	3,0	1,9	3,7	2,8	0,0	4,0	5,7	-0,0	0,1	6,7	7,8	6,0	0,1	-1,0	3,4	2,4
01 //	P	4,1	0,4	6,3	4,0	0,3	4,0	3,4	3,4	8,5	6,6	5,4	8,3	13,4	-0,9	3,5	2,6
//	P	2,6	-1,8	4,9	3,8	-0,5	3,4	2,4	1,2	11,8	1,6	1,0	4,9	4,6	0,5	2,6	3,1
/V	P	2,8	-3,6	6,2	3,5	0,5	-2,3	-4,2	-1,2	6,9	-0,1	-0,8	5,7	2,8	-0,7	3,3	2,6
02 I	P	0,7	-7,2	4,6	3,3	-0,3	-3,6	-3,6	-7,8	1,8	-4,2	-4,9	1,0	-1,5	0,3	1,9	2,2
II	P	-0,9	-11,0	3,9	2,6	-0,8	-1,9	-1,5	-9,5	6,4	-3,5	-3,8	2,6	-2,6	0,6	1,4	2,0
III	P	1,5	-4,8	4,8	2,3	0,0	1,2	2,6	-6,8	3,9	3,4	3,0	10,3	4,4	-0,8	2,6	1,8
/V	P	2,9	1,7	3,7	2,3	1,1	4,4	7,3	-5,0	1,5	11,8	12,4	5,3	9,4	-2,4	4,5	2,1
03 I	P	3,2	3,0	3,5	2,4	0,3	4,4	6,2	-2,8	4,3	8,5	8,7	4,8	8,1	-1,4	3,6	2,2
II	P	3,4	3,1	3,8	2,6	-0,1	7,8	10,5	1,9	1,4	10,1	11,3	5,9	3,7	-0,9	3,2	2,3
III	P	3,0	1,2	3,8	3,1	0,2	2,2	3,5	0,5	-2,4	5,9	7,4	4,9	-2,7	-1,3	3,7	2,4
/V	P	2,5	0,1	3,6	3,2	-0,2	1,8	3,0	0,4	-2,8	2,7	4,2	8,4	-7,6	-0,4	3,1	2,7
04 I	P	3,0	1,6	3,6	3,8	0,2	4,1	6,2	0,6	-2,5	6,7	7,9	20,2	-3,5	-1,0	3,8	2,8

PIB. DEMANDA INTERNA Y SALDO NETO EXTERIOR
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

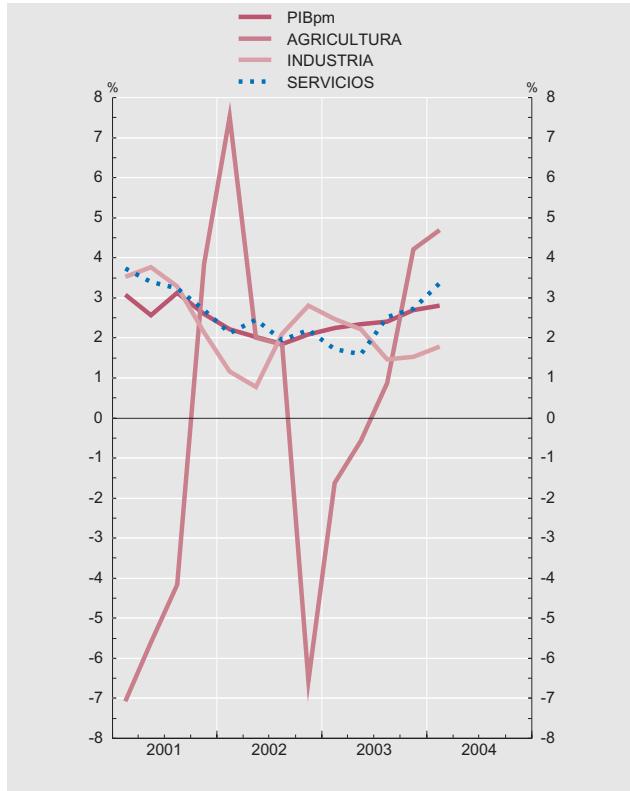
(b) Aportación al crecimiento del PIBpm.

1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

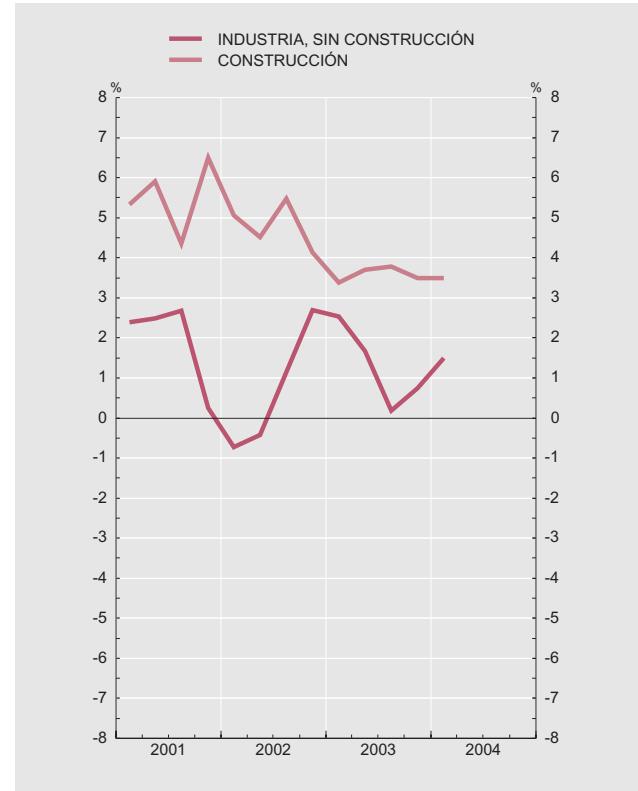
■ Serie representada gráficamente.

	1	P	2	Ramas agraria y pesquera	3	Ramas energéticas	4	Ramas industriales	5	Construcción	Ramas de los servicios			Tasas de variación interanual	
											Ramas de los servicios				
											6	7	8		
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			
03	P	2,4	0,7	1,4	1,3	3,6	2,1	1,8	3,3	6,2	11,8	7,7			
01 //	P	2,6	-5,6	5,7	2,5	5,9	3,4	3,6	2,7	-6,0	2,0	3,3			
//	P	3,1	-4,2	4,0	2,7	4,4	3,2	3,2	3,5	6,3	-3,1	3,8			
/V	P	2,6	3,8	2,2	0,3	6,5	2,7	2,5	3,3	6,1	-0,8	-2,9			
02 /	P	2,2	7,5	2,1	-0,7	5,1	2,1	1,8	3,1	4,9	-3,9	3,3			
//	P	2,0	2,0	-1,2	-0,4	4,5	2,5	2,4	2,6	7,0	-	-3,1			
///	P	1,8	1,8	-0,3	1,1	5,5	1,9	1,9	2,0	-0,2	2,0	1,2			
/V	P	2,1	-6,6	0,5	2,7	4,1	2,2	2,3	1,8	-0,9	3,9	11,4			
03 /	P	2,2	-1,6	0,3	2,5	3,4	1,7	1,5	2,5	5,6	9,8	8,5			
//	P	2,3	-0,6	1,6	1,7	3,7	1,6	1,2	3,0	7,6	9,5	12,8			
///	P	2,4	0,9	2,6	0,2	3,8	2,5	2,2	3,7	4,5	14,5	6,9			
/V	P	2,7	4,2	1,0	0,7	3,5	2,7	2,4	3,9	6,8	13,2	3,2			
04 /	P	2,8	4,7	-0,7	1,5	3,5	3,4	3,3	3,5	1,8	15,3	0,7			

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).

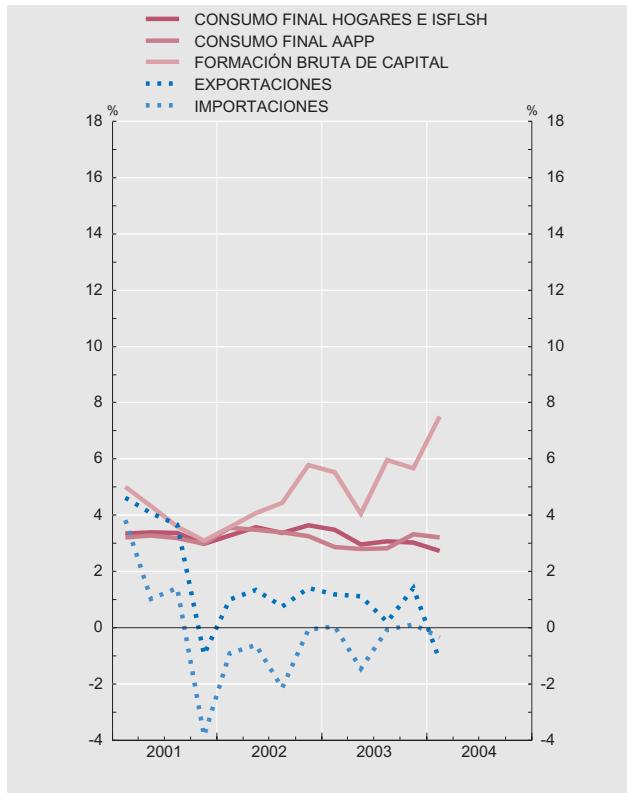
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

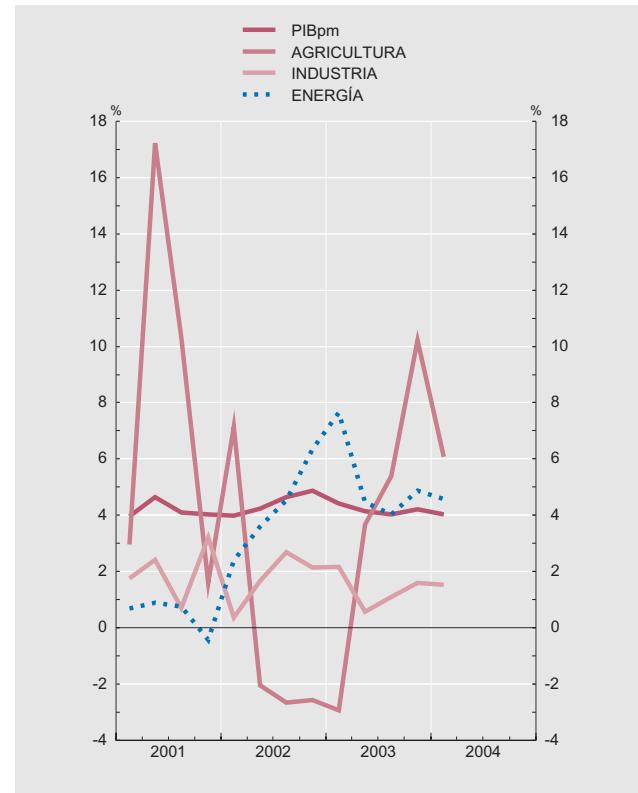
Tasas de variación interanual

	Componentes de la demanda									Ramas de actividad														
	Consumo final de los hogares y de las ISFLSH	Consumo final de las AAPP	Total	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			Construcción	Ramas de los servicios	De los que Servicios de mercado						
				Del cual						Formación bruta de capital fijo			Ramas agraria y pesquera											
				Bienes de equipo	Construcción	Otros productos				Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15									
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								
03	P	3,1	3,0	5,3	2,0	6,1	5,9	1,0	-0,3	4,2	4,1	5,2	1,3	7,6	4,2	4,5								
01 //	P	3,4	3,3	4,3	1,0	5,9	3,7	4,1	1,0	4,6	17,2	0,9	2,4	7,3	4,9	5,4								
//	P	3,4	3,2	3,6	0,6	5,1	3,6	3,7	1,4	4,1	10,3	0,8	0,7	6,6	4,7	5,1								
/V	P	3,0	3,0	3,1	0,3	4,2	3,5	-1,0	-3,8	4,0	1,6	-0,4	3,2	4,9	4,5	4,9								
02 /	P	3,3	3,6	3,6	1,1	4,8	4,3	1,0	-0,9	4,0	7,1	2,4	0,4	5,7	4,5	4,7								
//	P	3,6	3,5	4,1	1,5	5,0	4,5	1,3	-0,6	4,2	-2,0	3,6	1,7	6,5	4,7	4,9								
///	P	3,4	3,4	4,4	1,9	5,5	5,0	0,7	-2,1	4,6	-2,7	4,5	2,7	7,4	4,9	5,2								
/V	P	3,6	3,3	5,8	2,1	5,8	5,4	1,4	-0,1	4,9	-2,6	6,4	2,1	7,8	5,2	5,7								
03 /	P	3,5	2,9	5,5	1,9	6,0	5,4	1,2	0,0	4,4	-2,9	7,6	2,2	7,7	4,5	4,8								
//	P	3,0	2,8	4,0	2,1	5,7	5,6	1,1	-1,4	4,1	3,7	4,5	0,6	7,6	4,3	4,6								
///	P	3,1	2,8	6,0	1,9	6,0	5,6	0,2	-0,1	4,0	5,4	4,0	1,1	7,3	4,1	4,3								
/V	P	3,0	3,3	5,7	2,0	6,6	6,9	1,4	0,1	4,2	10,2	4,9	1,6	7,7	4,0	4,2								
04 /	P	2,7	3,2	7,5	2,1	7,0	8,0	-1,1	-0,3	4,0	6,1	4,6	1,5	7,9	4,0	4,1								

PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

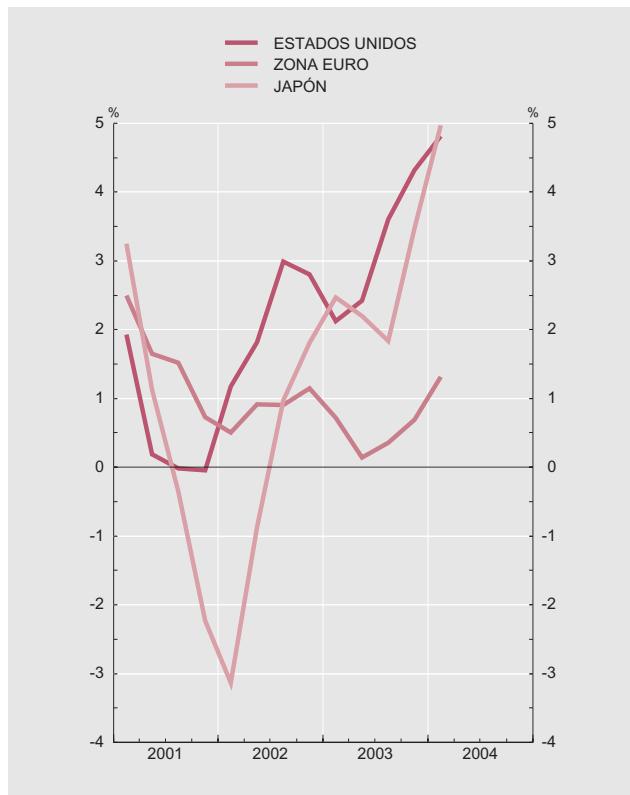
(a) Elaborado según el SEC95, SERIES CORREGIDAS DE EFECTOS ESTACIONALES Y DE CALENDARIO (véase boletín económico de abril 2002).

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

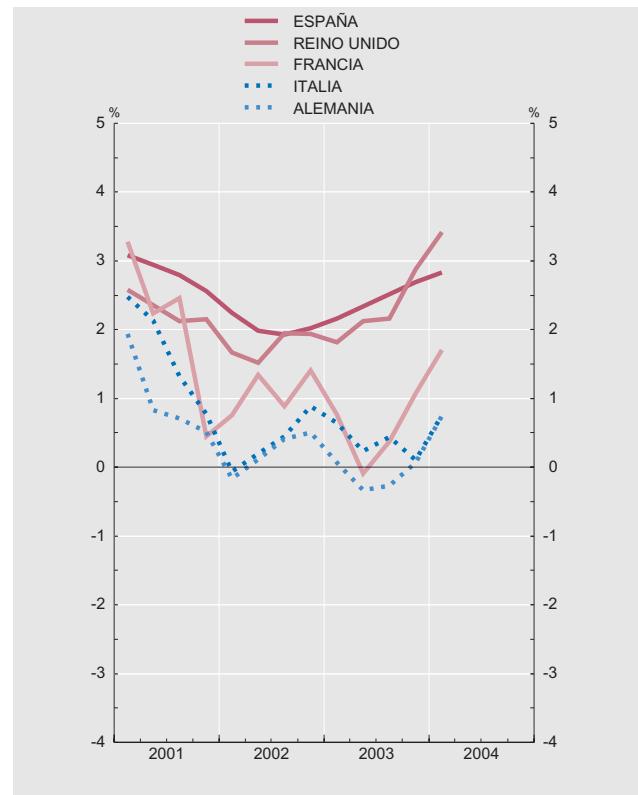
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Tasas de variación interanual Reino Unido
01	1,0	1,7	1,6	1,0	2,8	0,5	2,1	1,7	0,4	2,3
02	1,7	1,0	0,9	0,2	2,0	2,2	1,1	0,4	-0,3	1,8
03	2,2	0,8	0,5	-0,1	2,4	3,1	0,5	0,4	2,5	2,2
01 /	2,3	2,5	2,5	1,9	3,1	1,9	3,3	2,5	3,2	2,6
//	1,0	1,7	1,7	0,8	2,6	0,2	2,2	2,1	1,1	2,4
/I	0,5	1,6	1,5	0,7	3,1	-0,0	2,5	1,3	-0,3	2,1
/IV	0,2	0,9	0,7	0,5	2,6	-0,0	0,5	0,8	-2,2	2,2
02 /	0,7	0,7	0,5	-0,2	2,2	1,2	0,8	-0,1	-3,1	1,7
//	1,5	1,1	0,9	0,1	2,0	1,8	1,3	0,2	-0,9	1,5
/I	2,3	1,1	0,9	0,4	1,8	3,0	0,9	0,5	1,0	1,9
/IV	2,4	1,3	1,1	0,5	2,1	2,8	1,4	0,9	1,8	1,9
03 /	2,0	0,9	0,7	0,1	2,2	2,1	0,8	0,6	2,5	1,8
//	1,7	0,4	0,1	-0,3	2,3	2,4	-0,1	0,2	2,2	2,1
/I	2,2	0,6	0,4	-0,3	2,4	3,6	0,4	0,4	1,8	2,2
/IV	2,8	1,0	0,7	0,1	2,7	4,3	1,1	0,1	3,5	2,9
04 /	...	1,6	1,3	0,7	2,8	4,8	1,7	0,8	5,0	3,4

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



Fuentes: BCE, INE y OCDE.

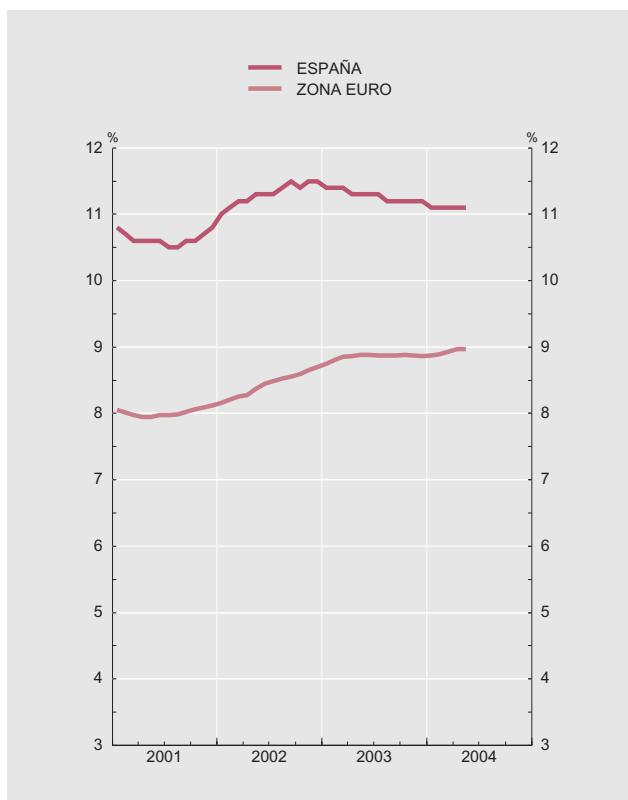
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

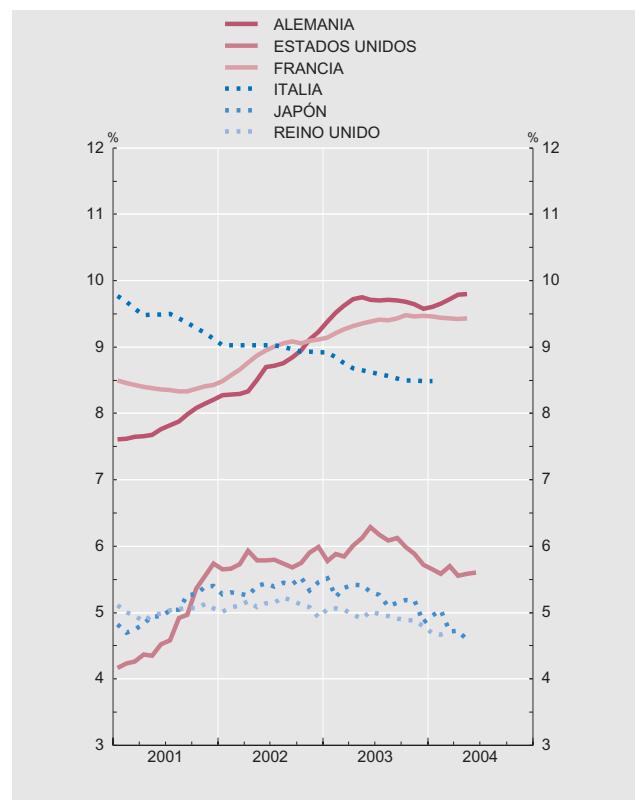
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
01	6,5	7,4	8,0	7,8	10,6	4,8	8,4	9,4	5,0	5,0	
02	7,0	7,7	8,4	8,7	11,3	5,8	8,9	9,0	5,4	5,1	
03	7,1	8,1	8,9	9,6	11,3	6,0	9,4	8,6	5,2	5,0	
02 Dic	7,1	7,9	8,7	9,2	11,5	6,0	9,1	8,9	5,5	4,9	
03 Ene	7,1	8,0	8,7	9,4	11,4	5,8	9,1	8,9	5,5	5,1	
Feb	7,1	8,0	8,8	9,5	11,4	5,9	9,2	8,8	5,2	5,1	
Mar	7,1	8,1	8,8	9,6	11,4	5,8	9,3	8,8	5,4	5,0	
Abr	7,1	8,1	8,9	9,7	11,3	6,0	9,3	8,7	5,4	5,0	
May	7,2	8,1	8,9	9,8	11,3	6,1	9,4	8,7	5,4	4,9	
Jun	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,3	9,4	8,6	5,3	5,0	
Jul	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,2	9,4	8,6	5,3	5,0	
Ago	7,1	8,1	8,9	9,7	11,2	6,1	9,4	8,6	5,1	5,0	
Sep	7,2	8,1	8,9	9,7	11,2	6,1	9,4	8,5	5,2	4,9	
Oct	7,1	8,1	8,9	9,7	11,2	6,0	9,5	8,5	5,2	4,9	
Nov	7,1	8,1	8,9	9,6	11,2	5,9	9,5	8,5	5,2	4,9	
Dic	7,0	8,1	8,9	9,6	11,2	5,7	9,5	8,5	4,9	4,8	
04 Ene	6,9	8,0	8,9	9,6	11,1	5,7	9,5	8,5	5,0	4,7	
Feb	6,9	8,1	8,9	9,7	11,1	5,6	9,4	...	5,0	4,7	
Mar	6,9	8,1	8,9	9,7	11,1	5,7	9,4	...	4,7	4,7	
Abr	6,9	8,1	9,0	9,8	11,1	5,6	9,4	...	4,7	...	
May	6,9	8,1	9,0	9,8	11,1	5,6	9,4	...	4,6	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



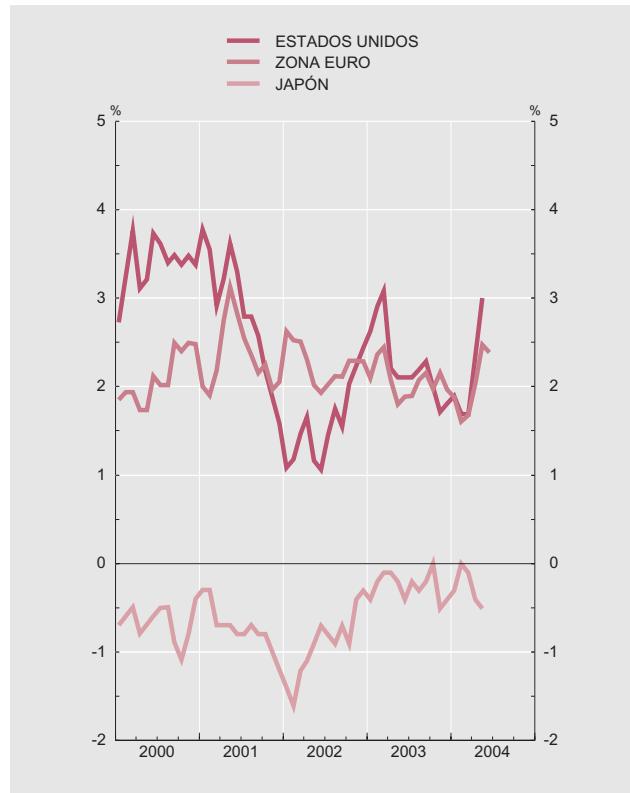
Fuentes: BCE y OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

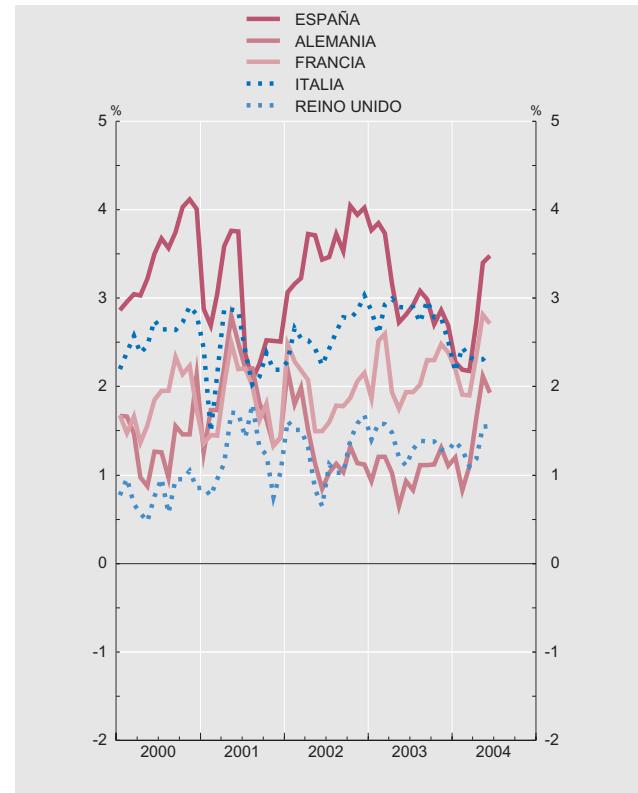
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE (Total)	UE15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
00	3,9	1,9	2,1	1,4	3,5	3,4	1,8	2,6	-0,7	0,8	
01	3,5	2,2	2,3	1,9	2,8	2,8	1,8	2,3	-0,7	1,2	
02	2,5	2,1	2,3	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3	
03	2,5	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,3	1,4	
03 Ene	2,8	2,0	2,1	0,9	3,8	2,6	1,9	2,9	-0,4	1,4	
Feb	3,1	2,3	2,4	1,2	3,8	2,9	2,5	2,6	-0,2	1,6	
Mar	3,1	2,3	2,4	1,2	3,7	3,1	2,6	2,9	-0,1	1,6	
Abr	2,5	2,0	2,1	1,0	3,2	2,2	1,9	3,0	-0,1	1,5	
May	2,5	1,7	1,8	0,6	2,7	2,1	1,8	2,9	-0,2	1,2	
Jun	2,4	1,8	1,9	0,9	2,8	2,1	1,9	2,9	-0,4	1,1	
Jul	2,4	1,8	1,9	0,8	2,9	2,1	1,9	2,9	-0,2	1,3	
Ago	2,3	2,0	2,1	1,1	3,1	2,2	2,0	2,7	-0,3	1,4	
Sep	2,4	2,0	2,2	1,1	3,0	2,3	2,3	3,0	-0,2	1,4	
Oct	2,2	1,9	2,0	1,1	2,7	2,0	2,3	2,8	-	1,4	
Nov	2,1	2,0	2,2	1,3	2,9	1,7	2,5	2,8	-0,5	1,3	
Dic	2,1	1,8	2,0	1,1	2,7	1,8	2,4	2,5	-0,4	1,3	
04 Ene	2,0	1,8	1,9	1,2	2,3	1,9	2,2	2,2	-0,3	1,4	
Feb	1,9	1,5	1,6	0,8	2,2	1,7	1,9	2,4	-	1,3	
Mar	1,8	1,5	1,7	1,1	2,2	1,7	1,9	2,3	-0,1	1,1	
Abr	2,1	1,8	2,0	1,7	2,7	2,3	2,4	2,3	-0,4	1,2	
May	2,6	2,3	2,5	2,1	3,4	3,0	2,8	2,3	-0,5	1,5	
Jun	...	2,2	2,4	1,9	3,5	...	2,7	2,4	...	1,6	

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



Fuentes: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

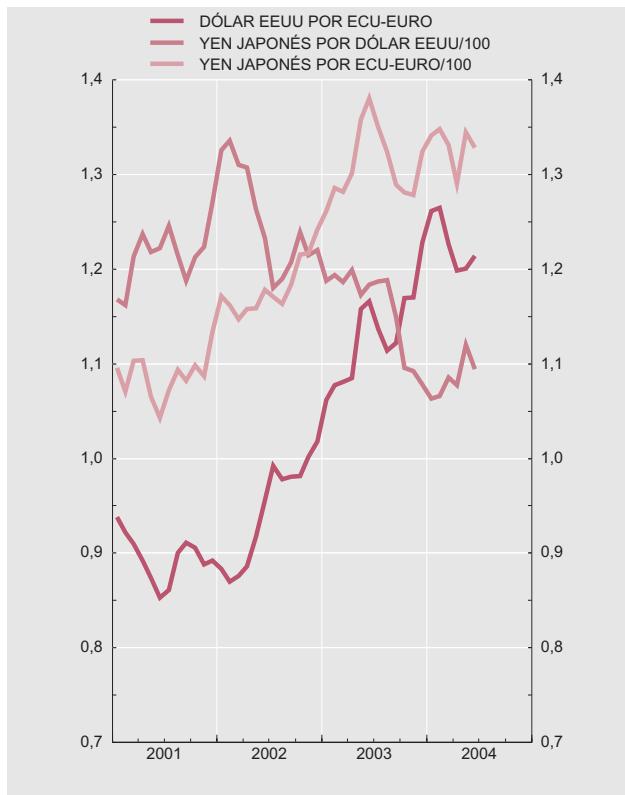
2.4 TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

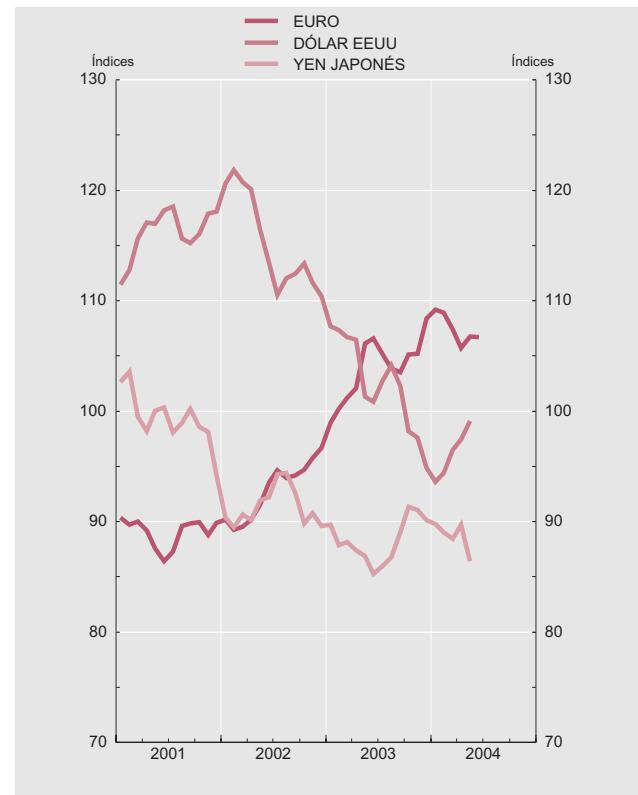
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I=100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I=100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/pecu	Yen japonés por euro/pecu	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro (c)	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
01	0,8955	108,76	121,50	87,3	111,8	106,9	89,0	116,1	99,3	89,2	112,9	100,3
02	0,9454	118,08	125,18	90,0	110,5	101,1	92,9	115,3	91,4	92,6	109,9	94,7
03	1,1313	130,98	115,93	100,2	97,5	99,9	103,9	102,5	88,3	103,3	98,3	91,9
03 E-J	1,1051	131,15	118,71	99,1	100,1	98,7	102,5	105,0	87,5	102,0	100,8	90,9
04 E-J	1,2274	133,08	108,47	103,1	90,9	101,9	107,4	96,2	88,6	106,5	91,9	92,9
03 Abr	1,0848	130,12	119,95	98,6	101,3	98,6	102,1	106,5	87,4	101,1	101,7	90,9
May	1,1582	135,83	117,28	102,5	96,6	97,7	106,1	101,3	86,9	105,2	96,7	90,4
Jun	1,1663	138,05	118,37	102,7	96,0	96,3	106,6	100,8	85,2	106,4	96,4	89,0
Jul	1,1372	134,99	118,70	101,4	97,6	97,2	105,2	102,7	85,9	105,0	98,0	89,8
Ago	1,1139	132,38	118,83	100,3	98,9	98,2	103,9	104,2	86,7	103,6	99,6	90,5
Sep	1,1222	128,94	114,95	99,9	97,0	101,0	103,5	102,3	89,0	103,1	97,7	93,0
Oct	1,1692	128,12	109,58	101,3	93,1	103,6	105,2	98,2	91,3	104,4	94,5	95,0
Nov	1,1702	127,84	109,25	101,2	92,7	103,7	105,2	97,6	91,0	104,6	93,6	95,1
Dic	1,2286	132,43	107,80	104,0	90,4	102,7	108,4	94,9	90,1	107,3	91,3	94,2
04 Ene	1,2613	134,13	106,34	105,1	88,7	102,5	109,2	93,6	89,8	108,2	90,1	93,5
Feb	1,2646	134,78	106,58	104,7	89,1	102,1	108,9	94,4	89,0	108,0	90,6	92,9
Mar	1,2262	133,13	108,56	103,1	90,8	101,8	107,4	96,5	88,4	106,6	92,6	92,0
Abr	1,1985	129,08	107,72	101,2	91,6	103,7	105,7	97,4	89,7	104,8	94,3	93,0
May	1,2007	134,48	112,02	102,3	93,3	99,9	106,8	99,1	86,4	105,8	...	...
Jun	1,2138	132,86	109,46	102,1	91,8	101,6	106,7	...	...	105,7	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAISES 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.

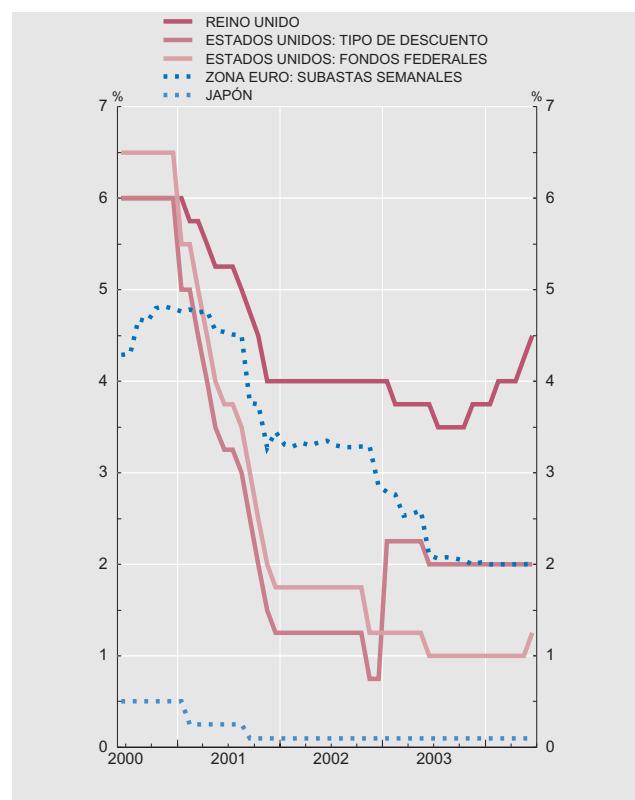
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

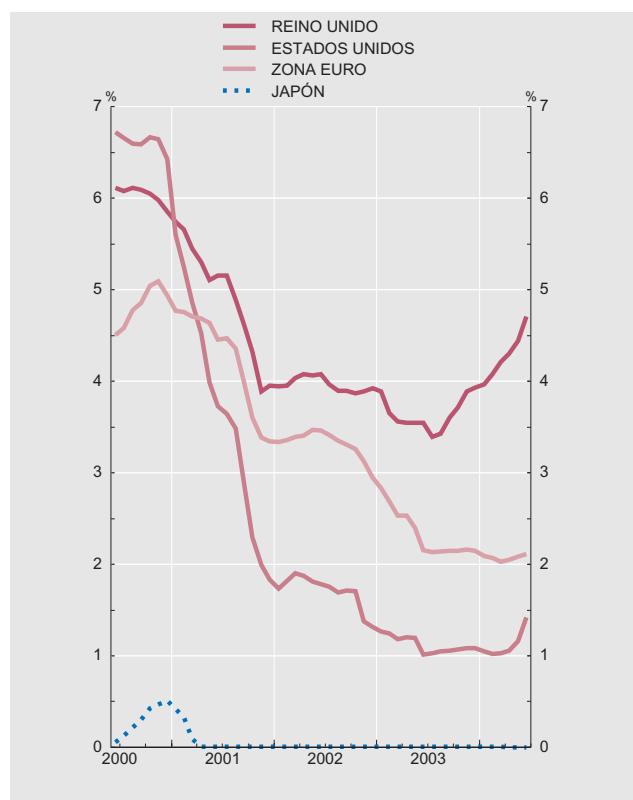
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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
03	2,00	2,00	1,10	0,10	3,75	1,63	2,55	2,33	-	-	1,12	-	-	0,01	3,64
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
Oct	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,54	2,40	2,14	-	-	1,07	-	-	0,00	3,71
Nov	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,57	2,43	2,16	-	-	1,08	-	-	0,01	3,89
Dic	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,57	2,43	2,15	-	-	1,08	-	-	0,01	3,93
04 Ene	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,53	2,39	2,09	-	-	1,05	-	-	0,01	3,96
Feb	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,51	2,39	2,07	-	-	1,02	-	-	0,01	4,08
Mar	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,50	2,37	2,03	-	-	1,03	-	-	0,01	4,21
Abr	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,52	2,39	2,05	-	-	1,06	-	-	0,00	4,30
May	2,00	2,00	1,00	0,10	4,25	1,58	2,44	2,09	-	-	1,16	-	-	0,00	4,44
Jun	2,00	2,00	1,25	0,10	4,50	1,71	2,50	2,11	-	-	1,42	-	-	0,00	4,71

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).

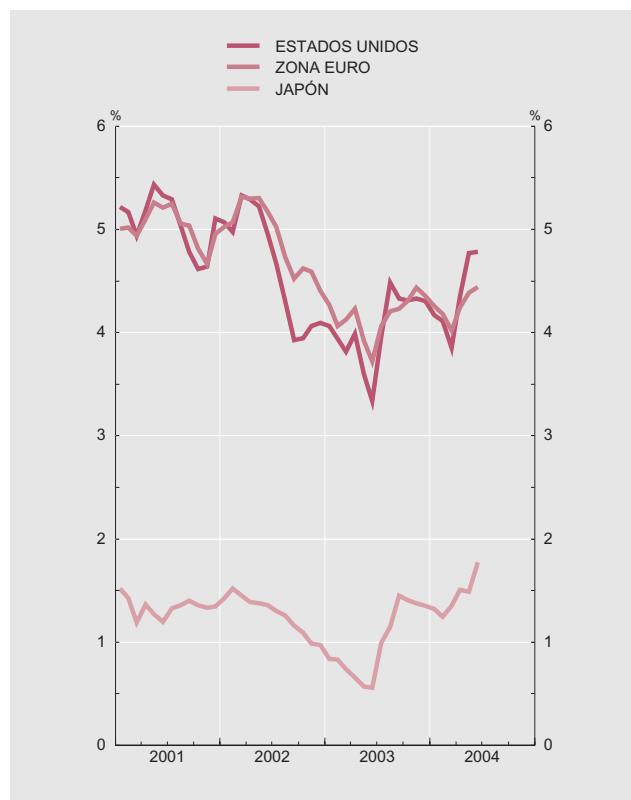
(d) Oferta complementaria de liquidez (Retail Bank Base rate).

2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

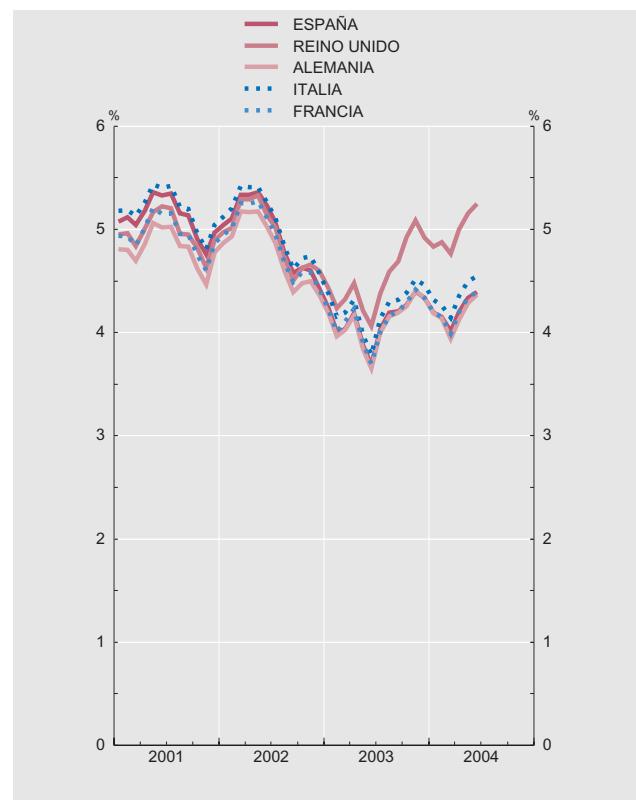
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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	
03	3,68	4,22	4,16	4,10	4,12	4,04	4,13	4,24	0,99	4,53	
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	
Oct	3,93	4,41	4,31	4,25	4,27	4,31	4,29	4,39	1,41	4,92	
Nov	4,00	4,55	4,44	4,40	4,40	4,33	4,41	4,52	1,38	5,09	
Dic	3,94	4,47	4,36	4,34	4,34	4,31	4,34	4,46	1,35	4,92	
04 Ene	3,82	4,33	4,26	4,19	4,19	4,17	4,20	4,32	1,32	4,83	
Feb	3,77	4,29	4,18	4,14	4,15	4,11	4,15	4,26	1,24	4,88	
Mar	3,61	4,14	4,02	3,94	4,01	3,86	3,99	4,15	1,35	4,77	
Abr	3,93	4,34	4,24	4,13	4,20	4,35	4,20	4,35	1,51	5,00	
May	4,16	4,50	4,39	4,29	4,33	4,77	4,34	4,50	1,49	5,16	
Jun	4,24	4,56	4,44	4,37	4,39	4,79	4,39	4,55	1,77	5,25	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

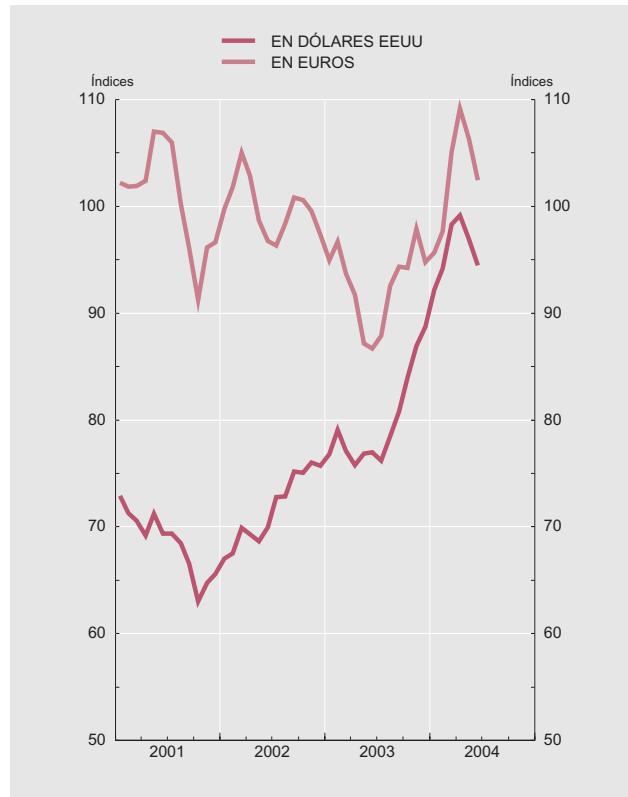
2.7 MERCADOS INTERNACIONALES: ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

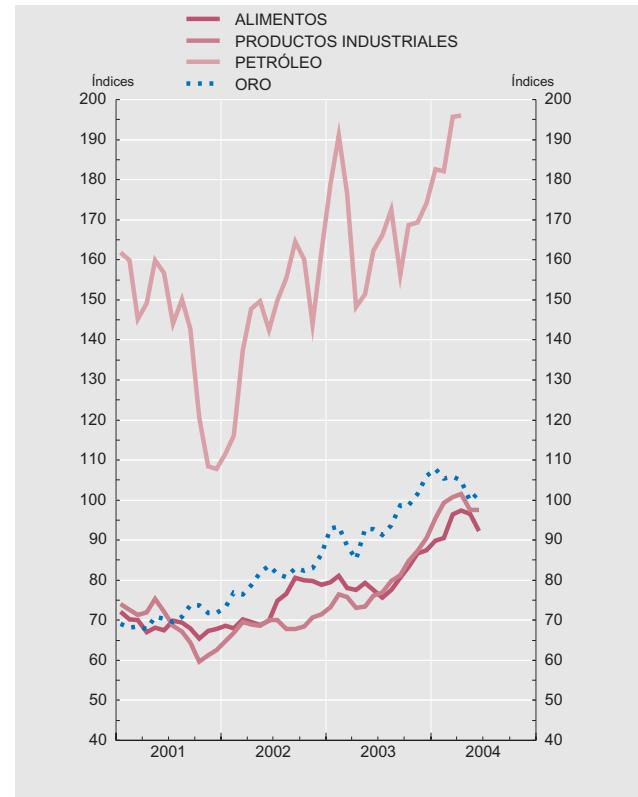
Base 1995 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
		General	General	Alimentos	Productos industriales							
	1	2	3	4	5	Total	Agrícolas no alimenticios	Metáles	7	8	9	10	11
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	
03	92,7	79,8	80,3	79,1	81,9	76,6	167,8	28,9	94,6	363,6	10,33	
03 E-J	91,8	77,1	78,8	74,6	77,7	72,1	167,8	28,7	90,9	349,4	10,17	
04 E-J	102,7	95,9	93,9	98,7	95,3	101,5	...	33,7	104,3	400,7	10,49	
03 Mar	93,7	77,1	78,0	75,8	79,0	73,0	176,5	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	151,5	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	166,2	28,5	91,4	351,0	9,92	
Ago	92,6	78,5	77,6	79,7	82,9	77,0	172,5	29,8	93,6	359,8	10,38	
Sep	94,4	80,8	80,6	81,3	86,5	76,5	156,2	27,1	98,6	378,9	10,83	
Oct	94,3	83,9	83,3	84,7	88,4	81,6	168,6	29,6	98,6	378,9	10,41	
Nov	97,9	86,9	86,6	87,3	90,0	85,1	169,3	28,9	101,5	389,9	10,70	
Dic	94,8	88,7	87,4	90,5	89,3	91,4	174,1	29,9	106,0	407,1	10,66	
04 Ene	95,7	92,2	89,8	95,4	93,2	97,3	182,5	31,3	107,7	413,8	10,54	
Feb	97,7	94,2	90,5	99,3	95,0	102,9	182,0	30,8	105,4	404,9	10,28	
Mar	105,1	98,3	96,5	100,8	96,1	104,7	195,7	33,8	105,8	406,7	10,65	
Abr	109,2	99,2	97,5	101,5	96,8	105,6	195,9	33,4	105,0	403,3	10,82	
May	106,3	97,0	96,6	97,6	97,5	97,7	...	37,6	99,8	383,6	10,28	
Jun	102,4	94,5	92,3	97,5	93,4	101,0	...	35,3	102,1	392,2	10,38	

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.

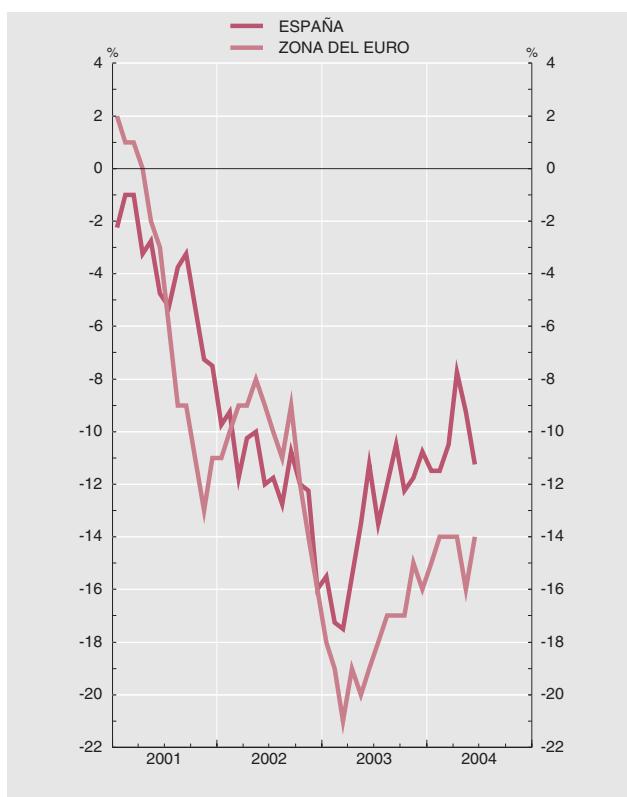
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

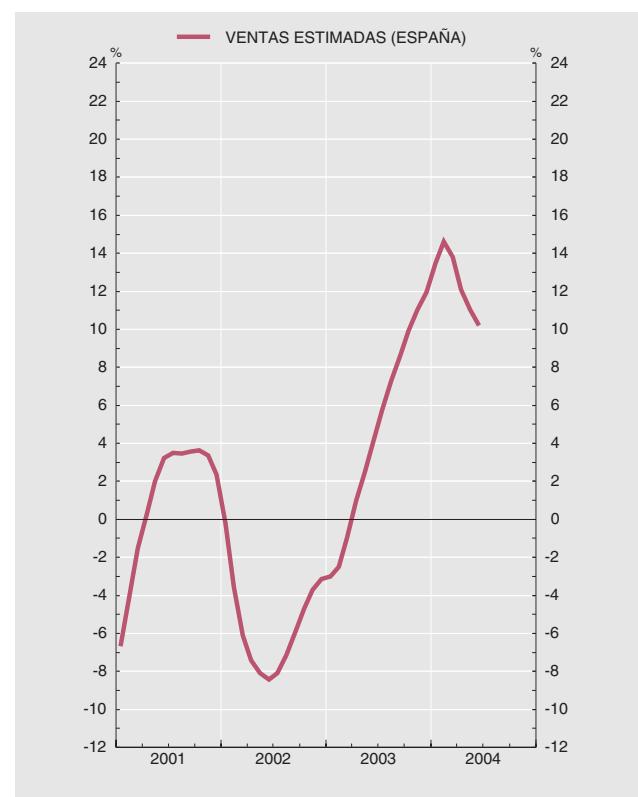
Tasas de variación interanual

	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				Nominal	Deflactado (a)	Del cual Grandes superficies (a)	Alimentación (b)	Resto (c)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01	-4	-3	4	-0	-5	-7	2,2	1,9	3,2	-0,6	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	-4,1	5,7	2,2	3,6	1,7	2,8	0,1	
03	P -13	-9	-2	-2	-18	-11	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,5	4,9	0,8	3,4	0,2	
03 E-J	P -15	-12	-3	-2	-19	-14	0,6	-3,8	-0,8	-2,3	5,8	2,4	5,3	0,2	3,7	0,8	
04 E-J	A -10	-4	-1	-2	-15	-8	15,9	18,5	14,6	2,1	...	...	...	...	...	...
03 Jul	P -14	-8	-1	-3	-18	-9	8,2	6,5	5,6	2,4	5,6	2,7	4,1	1,8	3,0	-0,1	
Ago	P -12	-7	-	-3	-17	-11	5,7	5,9	3,5	-0,5	2,7	-0,2	2,3	0,5	-1,3	-1,2	
Sep	P -11	-4	1	-1	-17	-10	17,3	18,0	14,5	1,9	6,7	3,7	5,2	3,7	3,1	0,1	
Oct	P -12	-7	-3	2	-17	-7	11,5	12,9	8,1	-0,2	7,2	4,5	6,0	1,7	5,7	0,4	
Nov	P -12	-5	-1	1	-15	-7	15,8	17,8	12,6	-0,0	3,5	0,7	2,0	-2,1	2,1	-1,6	
Dic	P -11	-4	-	-	-16	-10	13,7	13,3	10,2	-7,4	7,3	4,6	7,0	2,6	5,4	-0,1	
04 Ene	P -12	-6	-	-2	-15	-8	10,6	11,9	9,2	1,1	6,0	4,4	8,0	1,7	6,1	0,4	
Feb	P -12	-4	-2	-1	-14	-9	23,5	23,7	22,6	2,5	6,9	5,3	5,7	0,9	8,4	-0,4	
Mar	P -11	-4	-1	-	-14	-8	28,6	26,8	28,2	-0,6	7,1	5,7	5,2	2,3	8,0	0,5	
Apr	P -8	-	-	2	-14	-6	5,8	15,1	4,0	4,6	6,2	4,1	6,8	0,5	6,6	0,2	
May	P -9	-2	-	-5	-16	-7	10,9	14,4	8,9	4,1	3,0	-0,2	-1,9	-3,0	1,8	-0,6	
Jun	A -11	-5	-1	-5	-14	-10	16,2	18,9	15,0	0,6	...	...	...	...	...	...

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) Hasta diciembre de 2003, deflactada por el IPC general. Desde enero 2004, INE.

(b) Hasta diciembre de 2003, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero 2004, INE.

(c) Hasta diciembre de 2003, deflactada por el IPC general excepto alimentación bebidas y tabaco. Desde enero 2004, INE.

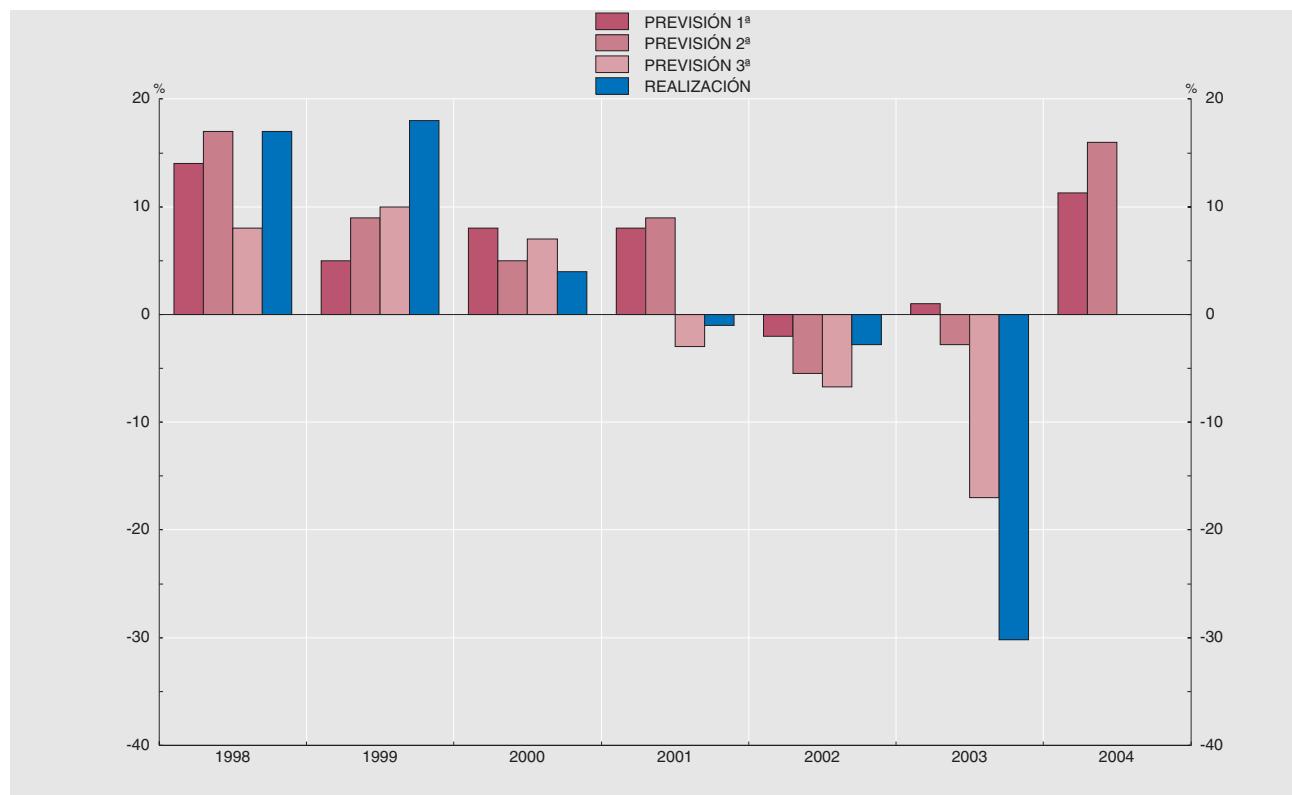
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1 ^a	Previsión 2 ^a	Previsión 3 ^a	
	1	2	3	4	
98	-	17	14	17	8
99	-	18	5	9	10
00	4	4	8	5	7
01	-1	-1	8	9	-3
02	-3	-3	-2	-6	-7
03	-30	11	1	-3	-17
04	...			16	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL
Tasas de variación anuales



Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

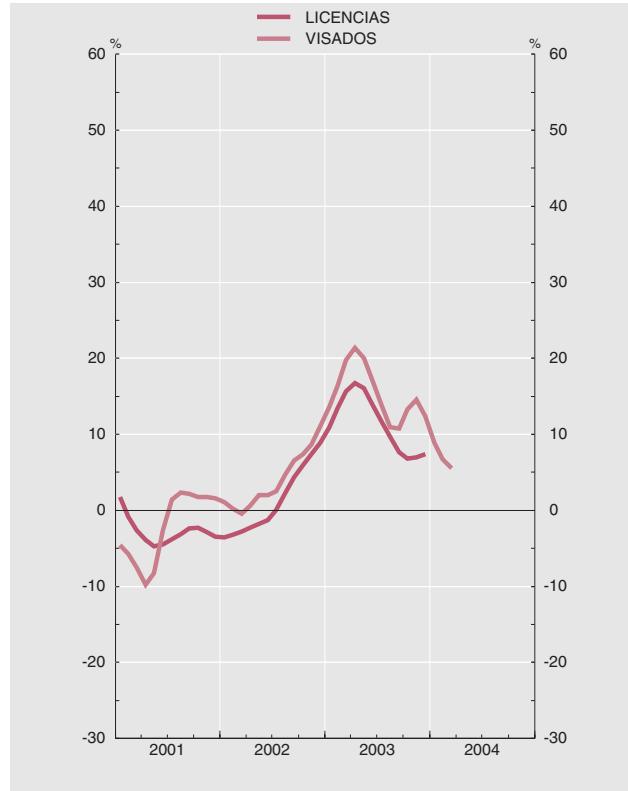
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

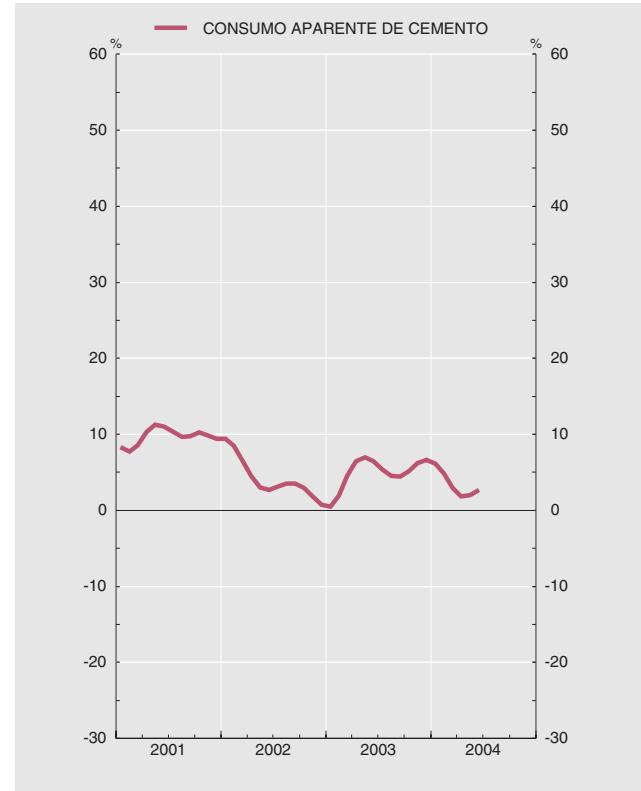
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento		
	Total	De la cual			Total	De la cual			Total		Edificación								
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Ingeniería civil						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
01	-3,7	-7,7	-8,3	14,6	-2,2	-5,5	45,4	45,4	61,4	132,5	95,4	42,6	39,2	9,7					
02	-0,3	2,8	3,4	-11,7	3,0	4,1	13,1	13,1	-2,2	-15,2	3,9	3,4	20,0	4,7					
03	12,4	14,6	14,7	3,0	17,5	19,9	-10,9	-10,9	-0,3	-11,7	35,2	3,8	-14,8	4,8					
03 E-J	20,0	25,2	25,2	-1,4	19,4	21,7	40,0	40,0	22,6	48,8	91,9	14,7	48,6	4,5					
04 E-J	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
03 Mar	30,7	36,8	35,5	9,0	27,7	36,5	133,1	56,7	192,4	75,8	16,4	216,6	113,3	19,8					
Abr	23,5	32,5	31,1	-17,5	26,3	21,6	4,9	42,8	-16,9	5,6	-59,6	-23,0	18,5	-0,2					
May	45,2	49,2	51,5	26,3	18,9	19,1	83,2	51,0	-4,6	30,9	-44,6	-12,6	142,0	5,1					
Jun	-0,3	4,6	6,1	-22,2	19,0	21,7	-5,0	40,0	-36,4	-28,7	-26,1	-38,1	7,3	10,4					
Jul	17,2	22,2	22,5	-3,9	22,0	26,8	-47,6	12,7	3,1	-66,4	1,6	41,2	-61,8	5,4					
Ago	13,5	16,2	16,2	3,8	-5,1	-9,5	-17,8	9,2	13,0	-10,4	-3,8	21,3	-30,2	-1,8					
Sep	-7,6	-5,9	-5,3	-14,0	9,8	10,8	7,6	9,1	-26,1	-32,5	-44,9	-24,8	27,8	9,0					
Oct	3,7	1,3	1,8	15,0	17,7	17,5	-41,3	2,1	-56,7	-70,5	-44,7	-48,1	-34,2	0,9					
Nov	-0,6	1,5	1,9	-9,0	17,6	21,9	-59,6	-5,6	-39,5	-42,2	-39,3	-38,9	-63,4	6,7					
Dic	12,6	3,7	2,8	66,9	23,3	31,6	-49,5	-10,9	-11,0	-33,7	0,7	-4,8	-56,9	11,3					
04 Ene	-1,2	-1,1	3,0	-1,8	-3,8	-8,6	-15,4	-15,4	-53,2	-84,9	-85,9	-2,0	6,6	3,1					
Feb	...	...	...	...	4,3	10,4	94,9	27,5	-21,0	29,0	-74,2	-38,9	168,0	6,6				
Mar	...	...	...	...	12,5	20,3	-4,1	11,0	-62,4	6,1	79,2	-70,4	22,6	6,8				
Abr	...	...	...	...	...	...	-17,5	5,4	-30,0	-62,5	-31,9	-18,0	-12,0	-1,6				
May	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-1,2				
Jun	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	7,0				

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.

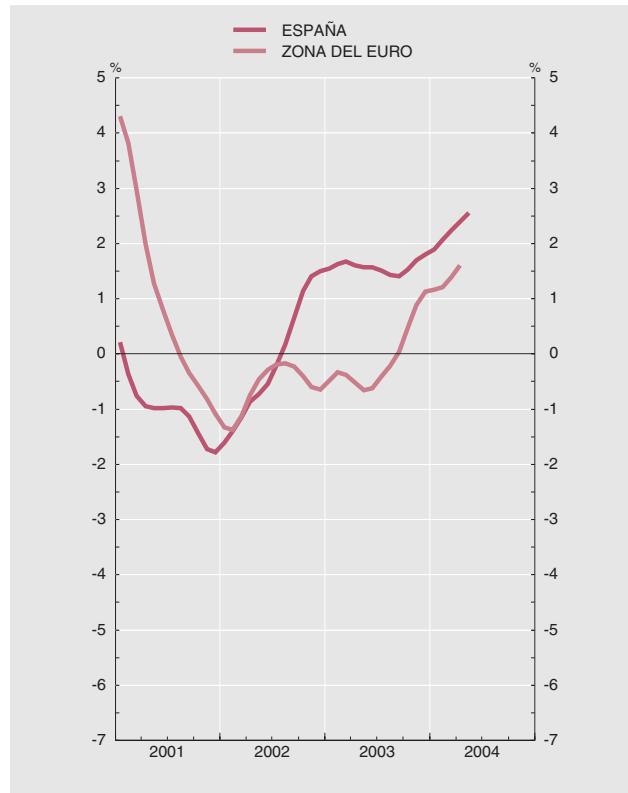
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

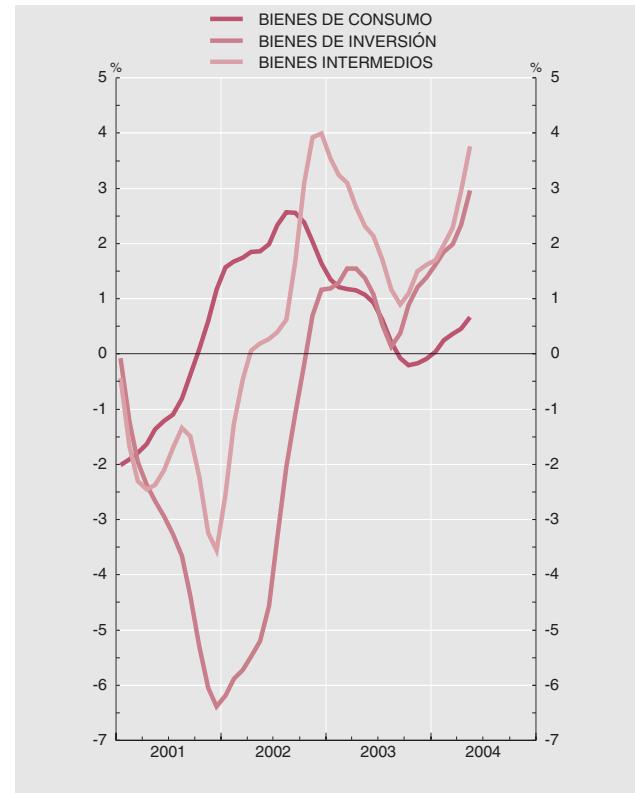
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro						
	Total		Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes				
	Serie original	T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
01	MP	98,8	-1,2	-0,7	-3,3	-2,1	3,0	-3,2	-2,0	4,3	0,4	0,3	0,4	1,6	-0,6	
02	MP	98,9	0,1	2,3	-4,9	1,4	0,0	-0,5	0,4	0,0	-0,5	-0,7	-0,6	-1,5	0,1	
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,4	0,1	-0,7	0,0	0,4	
03	E-M	MP	101,3	1,0	0,0	-0,2	2,3	1,2	-1,6	1,2	0,4	0,4	-0,0	-1,5	0,4	0,5
04	E-M	MP	103,3	2,0	-	1,6	2,1	6,5	-4,1	1,4	7,9
03	Feb	P	99,3	1,7	-	0,7	2,9	4,6	-1,0	1,1	8,7	1,6	0,5	-1,0	1,6	0,8
Mar	P	105,0	9,7	8,7	11,6	12,1	3,3	8,3	10,9	1,6	0,2	0,5	-1,5	0,1	0,3	
Abr	P	99,1	-4,5	-5,0	-6,8	-4,1	-1,2	-7,3	-4,5	-3,4	0,6	-0,3	-0,1	-0,3	0,4	
May	P	104,0	-1,2	-2,3	-2,6	-0,5	1,9	-1,2	-1,1	-1,7	-1,5	-1,5	-3,7	-0,6	-1,4	
Jun	P	104,4	4,5	6,3	2,7	5,3	1,1	3,3	5,1	-0,3	-1,5	-1,8	-1,1	-4,2	-1,1	
Jul	P	110,1	1,9	1,5	-1,5	2,7	6,2	-1,0	1,9	2,7	0,9	0,7	1,2	1,2	0,0	
Ago	P	69,6	-1,4	-2,9	-7,5	-3,9	10,7	-4,1	-3,3	10,1	-0,3	-1,1	-0,4	-3,5	0,5	
Sep	P	103,8	2,5	2,2	0,9	2,7	3,7	4,1	2,4	2,5	-1,0	-1,1	-0,6	-1,5	-2,1	
Oct	P	112,7	0,8	-1,5	3,6	-0,1	5,4	2,1	0,5	3,9	1,3	1,2	-0,7	1,3	1,5	
Nov	P	105,1	1,4	-2,8	3,5	1,8	6,4	0,1	0,9	5,6	0,7	1,0	-0,6	1,7	0,9	
Dic	P	94,4	4,2	2,6	5,1	3,7	7,4	10,6	3,6	8,5	2,2	2,5	1,2	2,9	2,8	
04	Ene	P	96,0	-2,9	-5,3	-2,1	-2,8	0,4	-3,0	-3,3	-	0,7	0,6	0,3	0,1	1,1
Feb	P	101,1	1,8	-0,5	1,6	2,1	6,0	-6,5	1,6	4,2	1,0	1,4	0,5	-0,0	2,3	
Mar	P	112,6	7,2	7,9	6,0	5,3	12,7	1,1	6,4	15,3	1,9	1,5	2,0	1,9	0,4	
Abr	P	99,8	0,7	-2,8	-1,7	2,7	6,7	-5,4	-0,3	10,7	1,5	1,7	0,4	2,2	2,0	
May	P	107,0	2,9	0,3	3,4	3,1	7,4	-7,0	2,2	11,2	...	...	...	...	...

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.

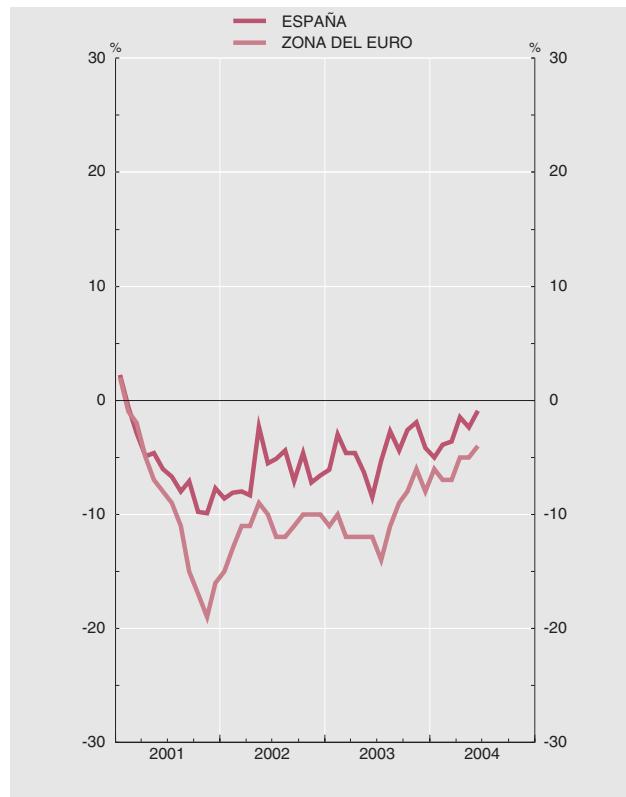
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL: INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

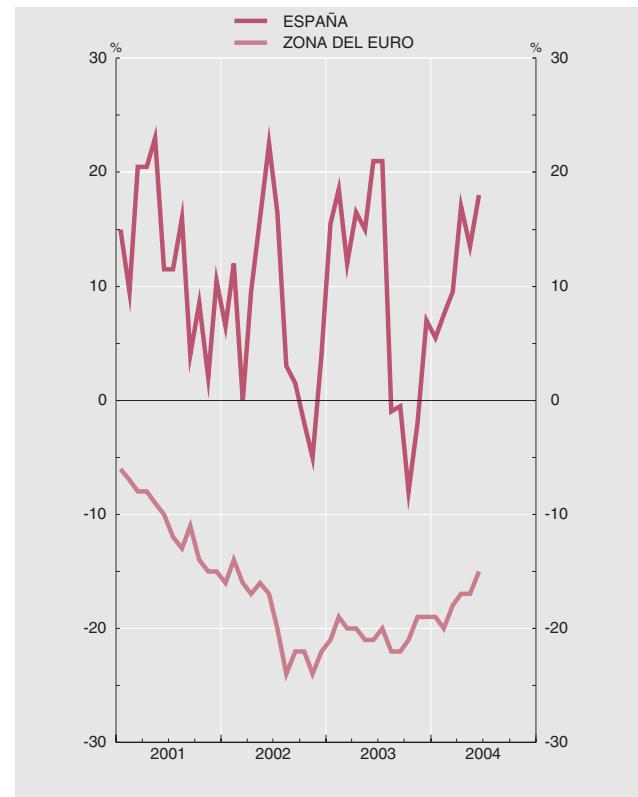
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro						
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción (a)	Nivel de producción (a)	Nivel de contratación (a)	Tendencia		Industria, sin construcción Indicador del clima industrial (a)	Cartera de pedidos (a)	Indicador del clima en la construcción (a)	
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción (a)	Contratación (a)				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
01	M	-6	-0	3	-7	-15	12	-5	-3	-7	-2	13	10	21	37	38	-9	-15	-11	
02	M	-6	-2	5	-13	-20	11	-7	-7	-6	1	7	10	13	11	25	-11	-25	-19	
03	M	-5	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-10	-25	-20	
03	E-J	M	-6	0	7	-13	-22	11	-2	-5	-9	0	16	11	25	28	19	-12	-26	-20
04	E-J	M	-3	1	10	-10	-21	10	-3	0	-5	1	12	1	16	35	27	-6	-19	-18
03	Mar	-5	-4	8	-11	-17	11	-	-3	-9	3	12	3	22	25	14	-12	-26	-20	
	Abr	-5	6	9	-11	-23	11	-2	-4	-8	2	17	32	24	15	15	-12	-27	-20	
	May	-6	5	5	-12	-20	12	-3	-5	-10	-1	15	16	20	19	11	-12	-28	-21	
	Jun	-9	5	7	-19	-30	13	-2	-9	-14	1	21	14	30	26	14	-12	-28	-21	
	Jul	-5	8	8	-12	-24	12	-0	-3	-11	1	21	13	36	35	23	-14	-28	-20	
	Ago	-3	12	5	-7	-18	7	5	-3	-9	-1	-1	2	20	42	17	-11	-26	-22	
	Sep	-4	6	7	-10	-20	10	-2	-2	-8	2	-1	7	17	28	25	-9	-26	-22	
	Oct	-3	4	11	-10	-14	9	3	-1	-9	3	-8	-15	6	17	-2	-8	-23	-21	
	Nov	-2	11	10	-8	-13	8	-	1	-5	0	-2	16	9	32	35	-6	-21	-19	
	Dic	-4	7	6	-8	-20	11	-3	-8	-0	-	7	16	2	38	20	-8	-21	-19	
04	Ene	-5	5	4	-9	-23	11	-5	-0	-8	5	6	-2	5	11	-3	-6	-20	-19	
	Feb	-4	-5	10	-10	-23	11	-4	-1	-6	1	8	-19	8	44	45	-7	-21	-20	
	Mar	-4	-8	13	-13	-27	11	-4	2	-6	-1	10	-12	18	29	40	-7	-21	-18	
	Abr	-2	5	11	-7	-19	9	-2	-0	-2	-	17	14	21	43	44	-5	-16	-17	
	May	-2	3	13	-11	-21	9	-2	-1	-4	1	14	10	25	35	20	-5	-18	-17	
	Jun	-1	7	11	-7	-13	6	2	1	-4	0	18	12	17	46	13	-4	-15	-15	

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



Fuentes: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

(a) Corregidos de variaciones estacionales.

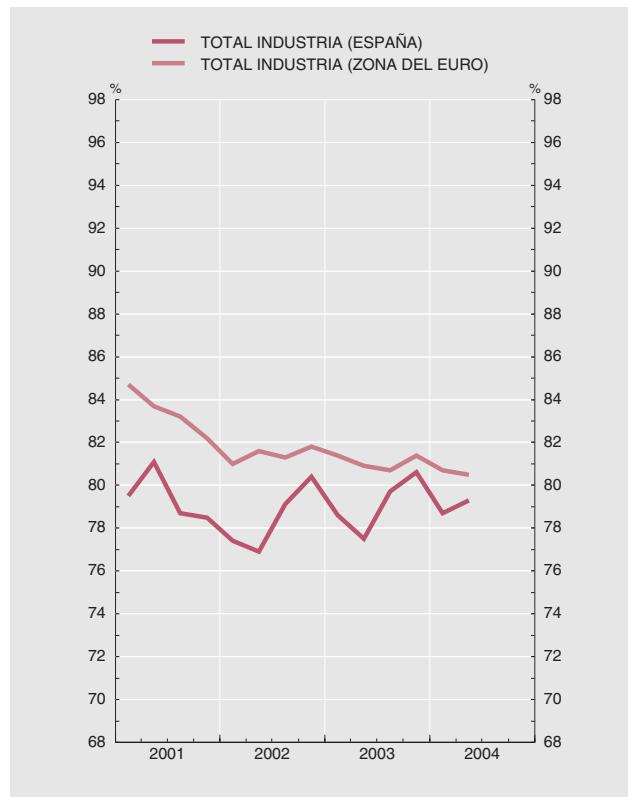
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

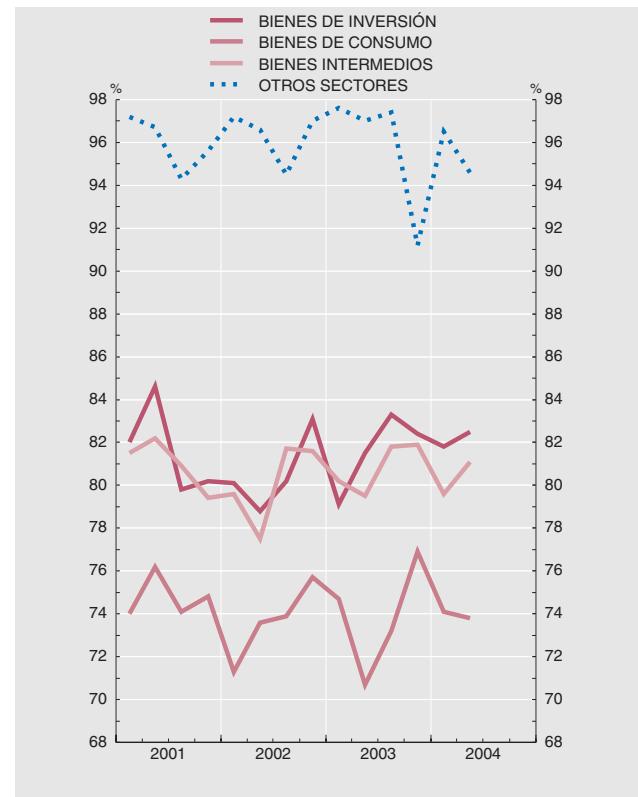
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
01	79,5	80,5	2	74,8	76,0	4	81,7	83,2	3	81,0	81,6	1	96,0	96,5	2	83,5
02	78,5	80,4	6	73,6	76,0	6	80,6	82,6	12	80,1	81,7	3	96,3	96,4	-	81,4
03	79,1	80,9	6	73,9	76,7	7	81,6	83,0	7	80,9	82,2	5	95,8	95,6	-1	81,1
03 I-II	78,1	80,3	4	72,7	76,4	5	80,3	82,0	6	79,9	81,5	4	97,3	97,1	-1	81,2
04 I-II	79,0	80,7	8	74,0	76,0	9	82,2	83,3	9	80,4	82,2	7	95,6	95,5	-	80,6
01 I-V	78,5	78,7	6	74,8	74,8	6	80,2	80,5	12	79,4	79,7	2	95,6	96,3	-	82,2
02 I	77,4	79,0	5	71,3	73,2	5	80,1	81,7	10	79,6	81,1	4	97,2	97,3	-	81,0
II	76,9	80,7	6	73,6	77,9	7	78,8	82,5	9	77,5	81,2	4	96,6	95,2	-	81,6
III	79,1	80,7	8	73,9	76,7	8	80,2	82,2	15	81,7	82,2	3	94,5	95,9	-	81,3
IV	80,4	81,0	5	75,7	76,1	4	83,1	83,9	12	81,6	82,4	2	97,0	97,1	-	81,8
03 I	78,6	80,6	3	74,7	77,4	2	79,1	81,8	6	80,2	81,6	4	97,6	96,8	-	81,4
II	77,5	80,0	5	70,7	75,4	7	81,5	82,2	5	79,5	81,4	4	97,0	97,4	-2	80,9
III	79,7	80,9	7	73,2	75,3	6	83,3	84,3	9	81,8	82,5	7	97,4	96,9	-	80,7
IV	80,6	82,0	8	76,9	78,5	13	82,4	83,8	7	81,9	83,2	6	91,2	91,1	-	81,4
04 I	78,7	80,2	10	74,1	75,8	13	81,8	82,8	10	79,6	81,4	7	96,5	96,4	-	80,7
II	79,3	81,2	6	73,8	76,2	5	82,5	83,8	8	81,1	83,0	7	94,6	94,6	-	80,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



Fuentes: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

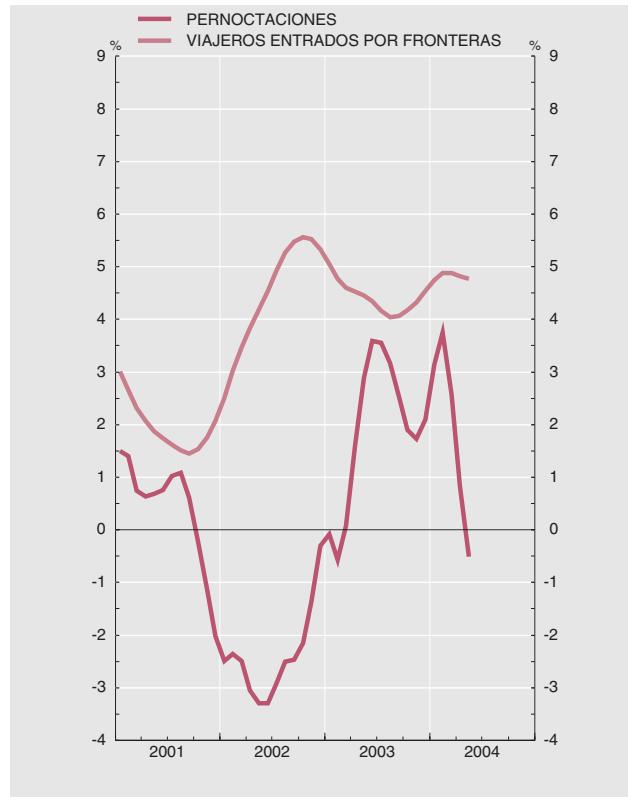
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

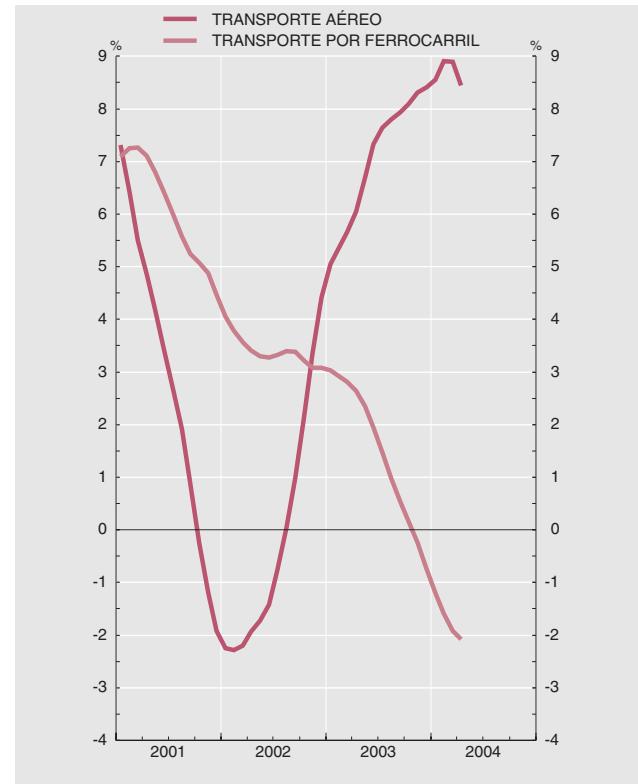
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros		Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	-0,1	-1,5	-2,7	-5,3	5,7	4,5	8,3	-1,0	-2,2	-0,3	-0,7	4,2	5,0	3,8	2,8
03	P	3,8	2,2	2,2	0,7	2,8	-0,3	8,7	7,4	8,1	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1
03 E-M	P	2,2	0,9	1,1	0,1	4,2	1,9	8,4	6,3	6,0	0,9	-5,5	2,7	1,3	-0,9
04 E-M	P	6,1	1,8	1,8	-2,3	5,9	3,8	9,4	...	...	...	...	...	...	...
03 Feb	P	-1,8	-5,1	-3,3	-6,0	-0,9	1,6	-4,7	5,9	7,9	4,2	3,6	-5,7	2,8	1,4
Mar	P	-7,4	-5,1	-8,5	-3,2	-5,1	-11,9	7,7	-0,6	1,9	-2,4	4,4	-24,8	2,1	8,0
Abr	P	10,9	3,6	10,9	5,6	10,8	11,7	9,2	9,4	7,1	11,2	-2,1	6,5	1,9	-10,6
May	P	4,9	4,0	2,6	1,7	7,1	2,3	17,4	7,3	4,4	9,2	-1,3	0,0	11,0	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
Jul	P	5,8	4,0	2,7	0,3	2,5	1,0	5,9	7,8	10,2	6,4	-0,7	0,4	5,3	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	4,0	1,5	0,6
Sep	P	3,7	-0,4	1,7	-1,8	0,3	-2,8	7,3	4,9	7,4	3,5	-1,5	1,8	8,6	0,4
Oct	P	2,8	2,2	1,0	-1,5	4,0	0,1	12,5	7,3	8,6	6,6	3,5	-9,0	6,0	1,0
Nov	P	2,9	2,1	0,6	-0,9	4,0	0,0	9,8	9,5	9,0	9,9	3,2	-19,8	10,7	5,5
Dic	P	5,6	4,7	1,2	0,7	7,6	4,5	11,4	9,3	9,4	9,1	0,1	-8,4	6,4	-1,8
04 Ene	P	5,7	3,2	2,9	0,5	9,2	6,9	12,2	7,4	3,7	10,5	0,2	3,7	-13,2	-1,0
Feb	P	13,9	10,4	9,8	5,2	16,1	10,5	24,9	15,6	13,4	17,5	7,4	...	0,4	6,7
Mar	P	6,5	2,7	2,0	-2,6	0,2	0,1	0,3	10,1	13,3	7,8	13,2	...	...	-4,2
Abr	P	3,3	-1,7	0,2	-5,8	4,4	-0,2	12,4	7,0	8,5	5,9	9,0	...	...	-6,5
May	P	3,9	-0,2	-1,7	-4,1	3,7	4,6	1,9	...	...	...	...	...	...	...

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.

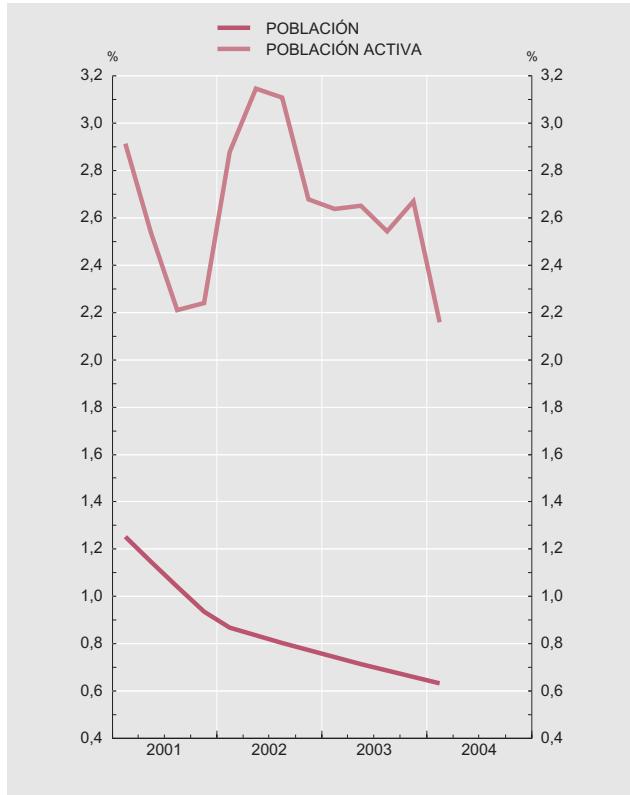
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

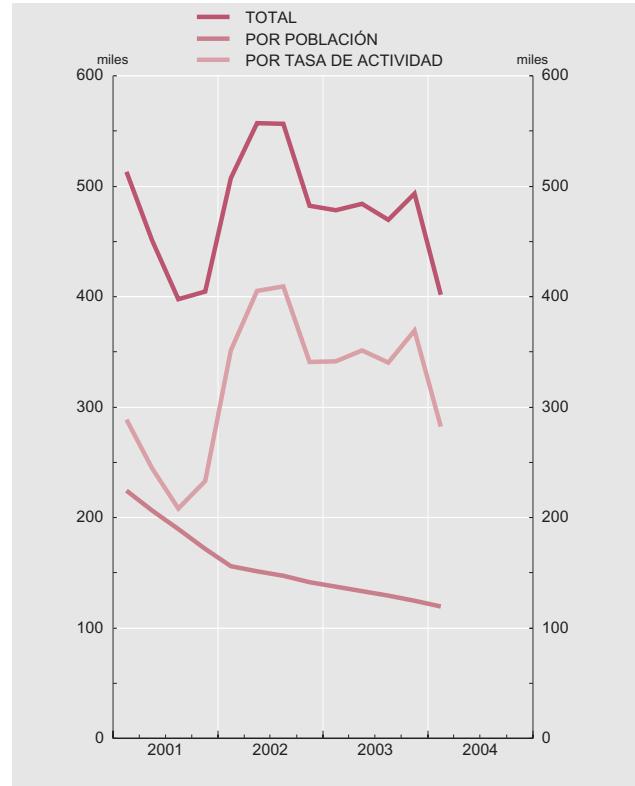
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				$\frac{1}{4}$ (b)		
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	$\frac{1}{4}$	Tasa de actividad (%) (a)		Variación interanual (b) (c)						
						Miles de personas (a)	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
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		
03	M	34 203	238	0,7	55,03	18 822	481	131	350	2,6		
03 I-I	M	34 120	252	0,7	54,56	18 615	479	137	341	2,6		
04 I-I	M	34 336	216	0,6	55,38	19 017	402	120	282	2,2		
01 III /IV		33 726	348	1,0	53,09	17 907	398	189	208	2,2		
		33 800	314	0,9	53,29	18 013	405	171	233	2,2		
02 I /II		33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9		
		33 933	281	0,8	53,83	18 267	557	151	406	3,1		
		33 997	271	0,8	54,31	18 463	556	147	409	3,1		
		34 061	261	0,8	54,30	18 495	483	142	341	2,7		
03 I /II		34 120	252	0,7	54,56	18 615	479	137	341	2,6		
		34 176	243	0,7	54,87	18 751	484	133	351	2,7		
		34 231	234	0,7	55,31	18 932	469	129	340	2,5		
		34 286	225	0,7	55,39	18 989	494	125	369	2,7		
04 I		34 336	216	0,6	55,38	19 017	402	120	282	2,2		

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

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

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

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

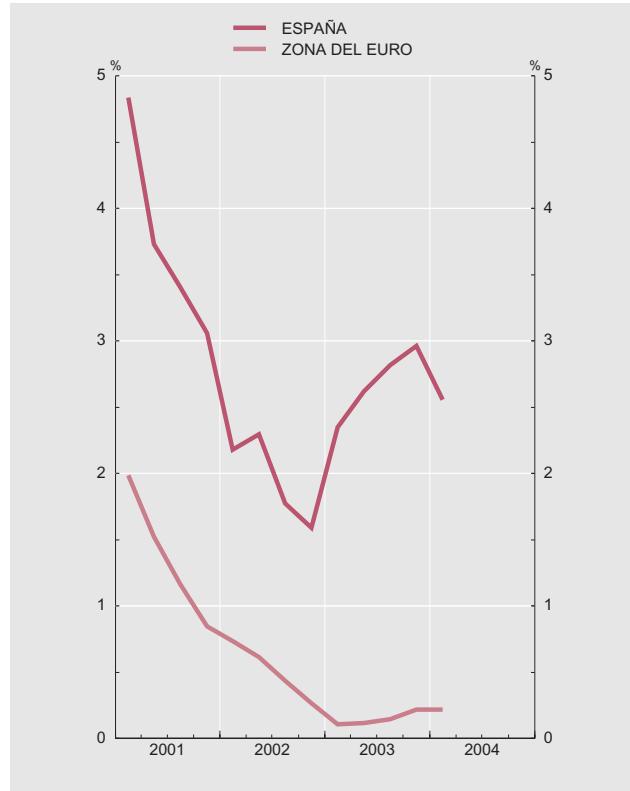
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

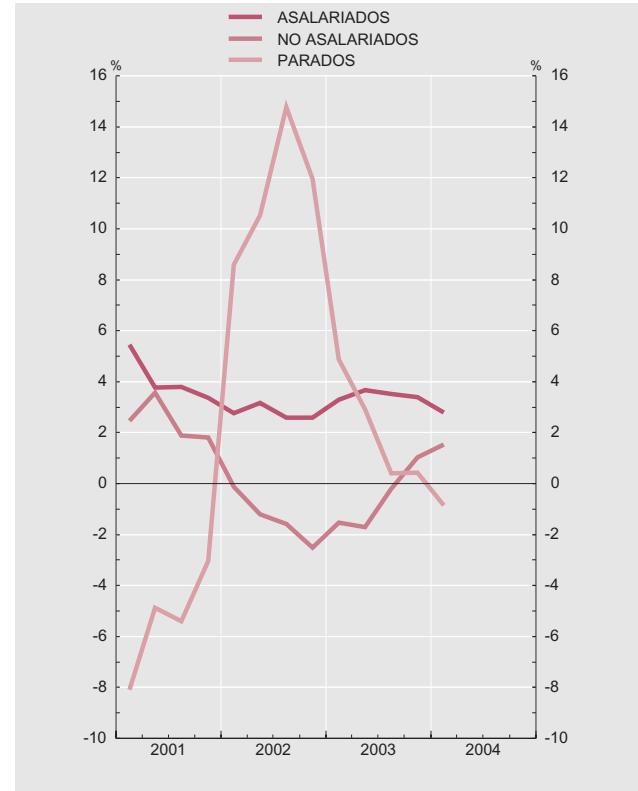
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas	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	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	(b)	1 T 4	Tasa de paro (%)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
01	M	15 946	576	3,7	12 787	501	4,1	3 159	75	2,4	1 869	-134	-5,4	10,49	1,4	8,01
02	M	16 258	312	2,0	13 142	355	2,8	3 116	-43	-1,4	2 083	214	11,4	11,35	0,5	8,44
03	M	16 695	437	2,7	13 598	456	3,5	3 097	-19	-0,6	2 127	44	2,1	11,30	0,1	8,86
03 I-I	M	16 432	377	2,3	13 334	425	3,3	3 098	-48	-1,5	2 183	102	4,9	11,72	0,1	8,80
04 I-I	M	16 853	420	2,6	13 707	373	2,8	3 146	48	1,5	2 164	-19	-0,8	11,38	0,2	8,90
01 III /IV		16 072	529	3,4	12 928	472	3,8	3 144	58	1,9	1 835	-132	-5,4	10,25	1,2	7,99
16 121		478	3,1		12 964	422	3,4	3 157	56	1,8	1 892	-74	-3,0	10,50	0,8	8,09
02 I II		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
III		16 241	364	2,3	13 095	403	3,2	3 146	-39	-1,2	2 026	193	10,5	11,09	0,6	8,36
IV		16 357	285	1,8	13 263	335	2,6	3 094	-50	-1,6	2 106	271	14,8	11,41	0,4	8,52
16 377		256	1,6		13 300	336	2,6	3 077	-80	-2,5	2 118	226	12,0	11,45	0,3	8,65
03 I II		16 432	377	2,3	13 334	425	3,3	3 098	-48	-1,5	2 183	102	4,9	11,72	0,1	8,80
III		16 666	425	2,6	13 574	479	3,7	3 092	-54	-1,7	2 085	59	2,9	11,12	0,1	8,88
IV		16 818	461	2,8	13 730	467	3,5	3 088	-6	-0,2	2 115	9	0,4	11,17	0,1	8,87
16 862		485	3,0		13 753	453	3,4	3 109	32	1,0	2 127	9	0,4	11,20	0,2	8,87
04 I		16 853	420	2,6	13 707	373	2,8	3 146	48	1,5	2 164	-19	-0,8	11,38	0,2	8,90

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

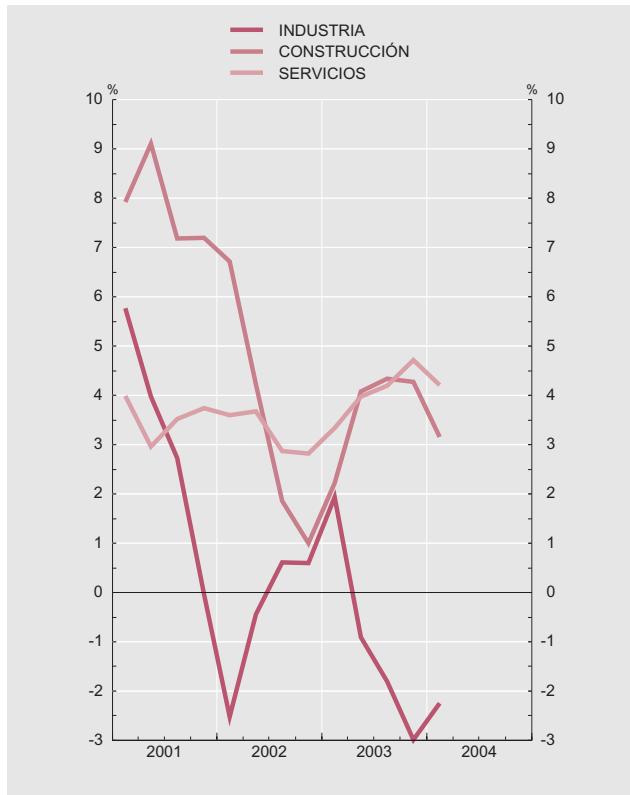
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

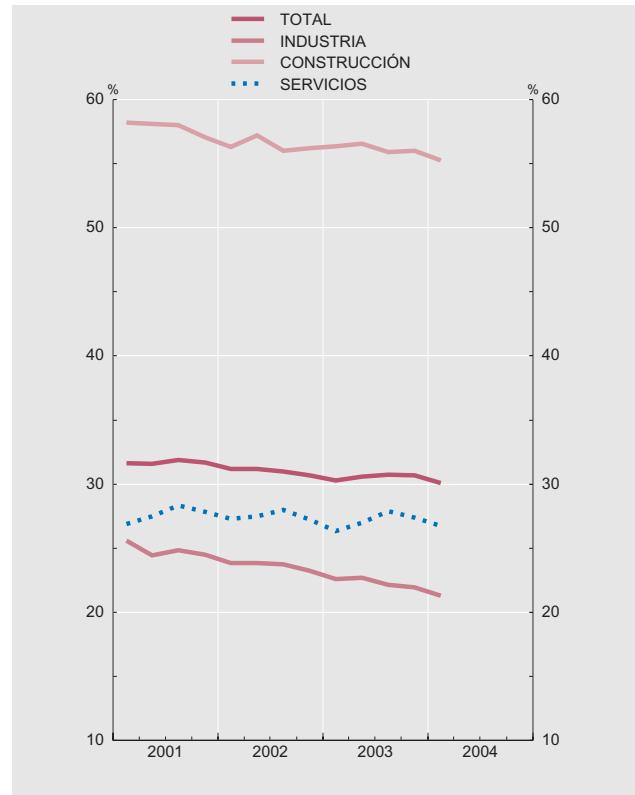
Tasas de variación interanual y porcentajes

	M	Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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	31,9	-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
03	M	2,7	3,5	30,6	-2,0	1,3	58,6	-1,0	-1,3	22,3	3,7	4,8	56,2	4,1	4,9	27,1	3,0	2,7	3,9
03 I-I	M	2,3	3,3	-3,0	-5,8	-5,1	1,2	1,9	1,6	-5,2	2,2	3,3	0,1	3,3	4,3	-3,5	2,9	2,6	3,0
04 I-I	M	2,6	2,8	-0,5	-0,7	2,6	-2,8	-2,2	-1,9	-5,9	3,2	2,5	-2,0	2,4	4,4	1,6	2,8	2,7	4,6
01 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
III		2,8	3,5	30,7	0,2	2,0	54,6	-1,8	-1,9	22,1	4,3	5,4	55,9	4,2	5,0	27,9	3,0	2,7	4,0
IV		3,0	3,4	30,7	1,1	7,8	59,6	-3,0	-3,4	21,9	4,3	4,7	56,0	4,7	5,2	27,4	3,1	3,0	5,1
04 I		2,6	2,8	30,1	-0,7	2,6	60,8	-2,2	-1,9	21,3	3,2	2,5	55,2	4,2	4,4	26,7	2,8	2,7	4,6

OCCUPADOS
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.

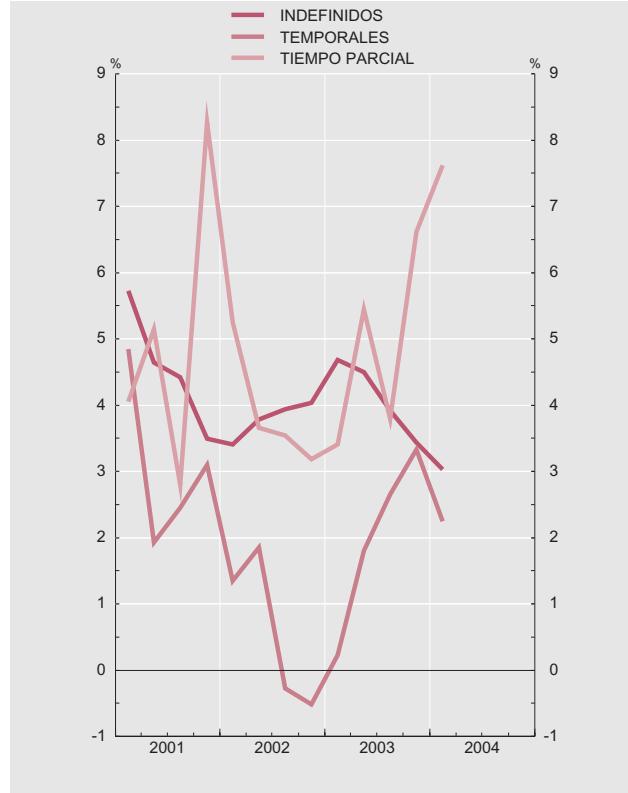
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

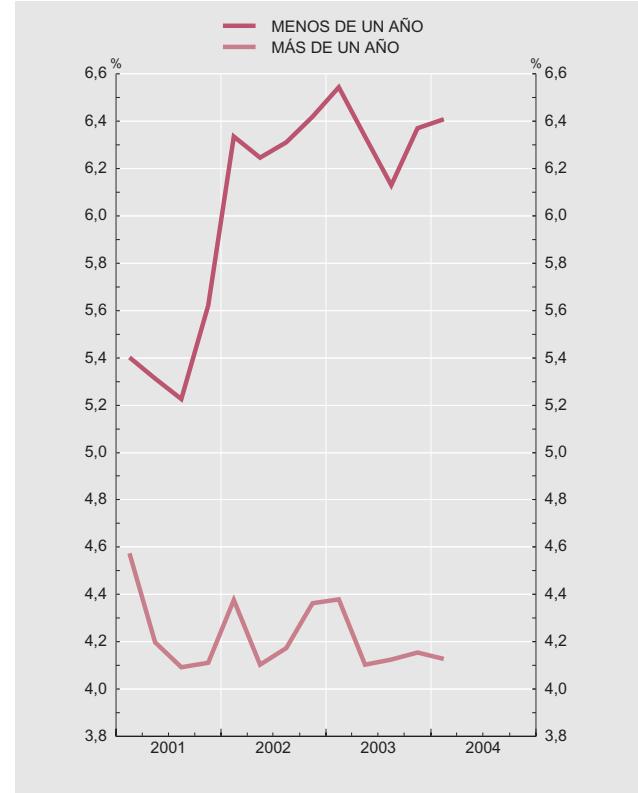
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	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	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría		
	Variación interanual (Miles de personas)	T ₄	Variación interanual (Miles de personas)	T ₄	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T ₄	Variación interanual (Miles de personas)	T ₄	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T ₄ (b)	Tasa de paro (%) (a)	T ₄ (b)	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría	
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
03	M	374	4,1	82	2,0	30,57	404	3,3	52	4,8	8,31	6,34	2,9	4,19	1,1	19,67	42,05	47,54
03 I-I	M	416	4,7	9	0,2	30,26	388	3,3	37	3,4	8,35	6,54	6,0	4,38	2,7	20,22	42,43	47,93
04 I-I	M	282	3,0	91	2,2	30,10	288	2,4	85	7,6	8,74	6,41	0,0	4,13	-3,7	18,00	41,81	47,93
01 III		373	4,4	99	2,5	31,89	444	3,9	28	2,8	7,82	5,23	-5,7	4,09	-13,0	21,21	44,58	49,44
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
III		358	3,9	109	2,7	30,74	428	3,5	40	3,8	7,91	6,13	-0,4	4,13	1,4	19,34	38,53	43,88
IV		317	3,4	136	3,3	30,68	380	3,1	72	6,6	8,47	6,37	1,9	4,15	-2,3	19,15	43,30	48,90
04 I		282	3,0	91	2,2	30,10	288	2,4	85	7,6	8,74	6,41	0,0	4,13	-3,7	18,00	41,81	47,93

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

4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

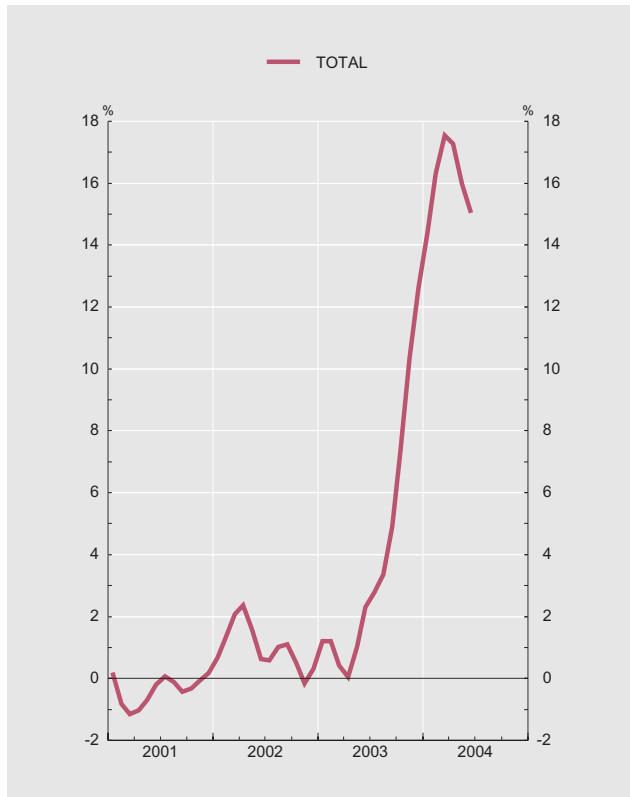
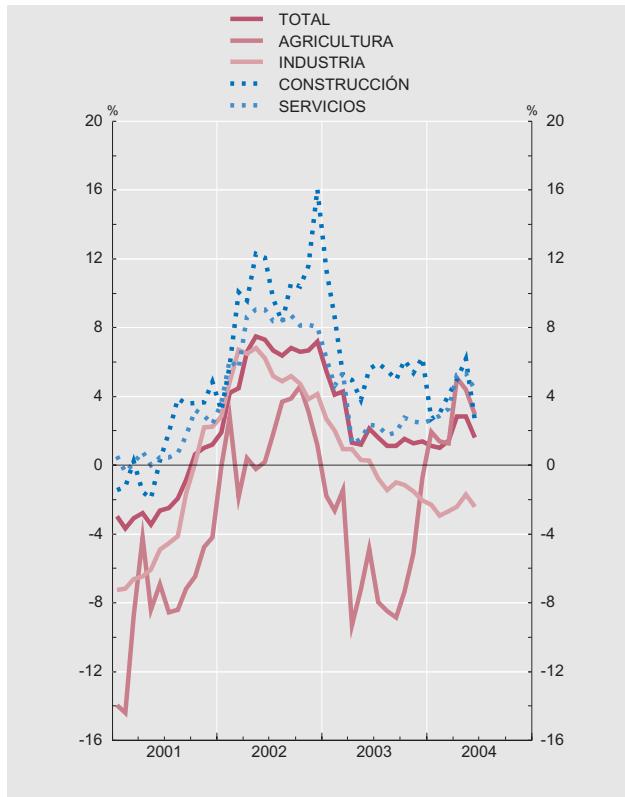
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratados				Colocaciones	
	Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total		Total			
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T ¹ 12	T ¹ 12	T ¹ 12						Miles de personas	T ¹ 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	T ¹ 12	
					Total	Agric. cultura	Total	Industria	Construc. ción	Servicios								
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
03	M	1 658	36	2,2	0,4	2,5	-5,5	2,8	-0,1	6,2	2,9	1 222	3,4	8,67	21,21	91,33	1 193	4,2
03 E-J	M	1 677	51	3,1	2,2	3,3	-4,6	3,5	1,2	6,6	3,6	1 188	2,3	9,47	19,81	90,53	1 148	2,4
04 E-J	MP	1 707	30	1,8	-3,7	2,7	2,8	2,7	-2,4	3,9	3,9	...	13,9	9,37	21,35	90,63	1 332	16,0
03 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		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		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		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		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	1 268	9,9
Oct		1 667	25	1,5	-2,0	2,1	-7,4	2,4	-1,1	6,1	2,8	1 558	0,8	8,51	24,14	91,49	1 529	2,1
Nov		1 699	21	1,3	-2,6	1,9	-5,1	2,1	-1,5	5,4	2,5	1 289	9,0	8,31	23,13	91,69	1 278	10,9
Dic		1 711	23	1,4	-2,8	2,1	-0,8	2,1	-2,0	6,2	2,5	1 136	18,6	7,94	23,10	92,06	1 129	20,6
04 Ene	P	1 762	20	1,1	-2,6	1,7	2,0	1,7	-2,3	2,7	2,6	1 390	2,5	8,18	18,63	91,82	1 378	5,0
Feb	P	1 752	18	1,0	-3,7	1,8	1,4	1,8	-2,9	3,0	2,9	1 383	15,5	9,71	20,93	90,29	1 370	18,7
Mar	P	1 744	24	1,4	-3,6	2,3	1,3	2,3	-2,7	4,1	3,3	1 421	26,0	10,20	22,19	89,80	1 409	29,7
Abr	P	1 705	47	2,8	-2,5	3,8	5,1	3,7	-2,4	4,9	5,2	1 257	19,4	10,09	21,94	89,91	1 234	21,7
May	P	1 654	46	2,9	-4,4	4,1	4,4	4,1	-1,7	6,2	5,3	1 279	6,9	9,60	22,11	90,40	1 253	8,0
Jun	P	1 626	25	1,6	-5,5	2,9	2,9	2,9	-2,4	2,6	4,4	1 392	16,0	8,43	22,30	91,57	1 350	16,2

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.

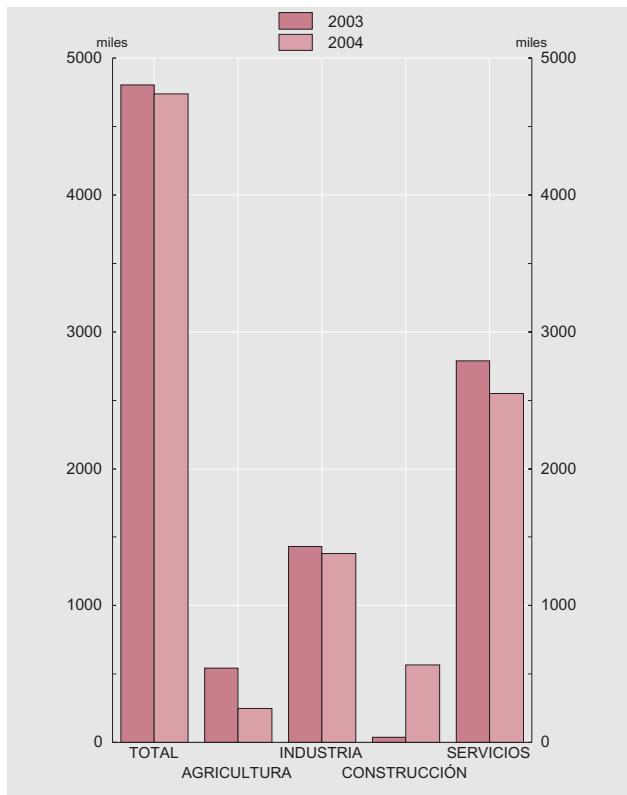
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

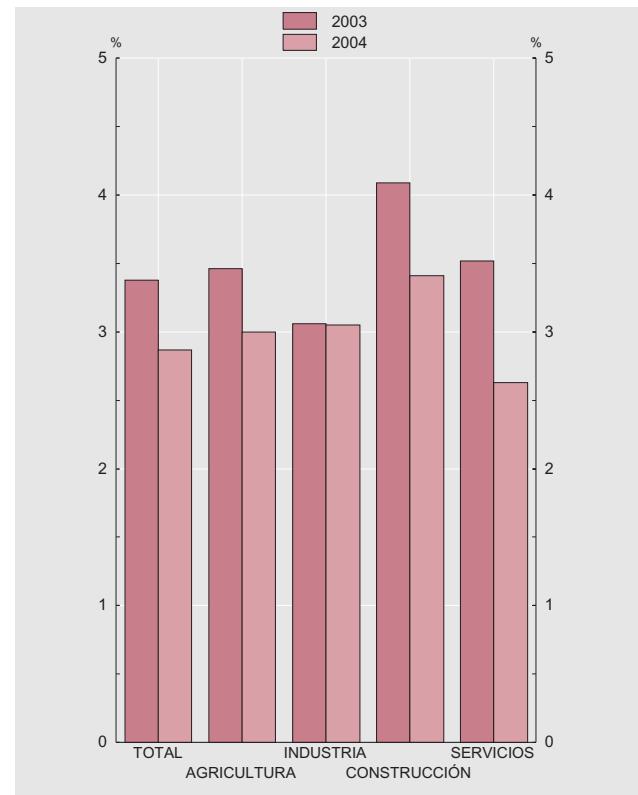
Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial 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		
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	9 697	3,85	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	9 087	3,67	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41	
02 Dic	9 697	3,85	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	8 337	3,66	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	8 374	3,66	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	8 442	3,65	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	8 729	3,65	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	8 901	3,66	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	8 949	3,66	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	8 957	3,66	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	8 958	3,66	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	
Sep	8 974	3,67	5 123	1 836	6 959	245	557	2 271	446	3 685	3,43	3,55	3,46	3,45	3,23	4,72	3,45	
Oct	9 084	3,67	5 313	2 164	7 477	344	584	2 368	732	3 793	3,47	3,58	3,50	3,43	3,22	4,73	3,45	
Nov	9 085	3,67	5 475	2 331	7 807	115	711	2 392	818	3 885	3,49	3,60	3,52	3,59	3,21	4,74	3,44	
Dic	9 087	3,67	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41	
04 Ene	4 538	2,87	2 882	0	2 882	-650	126	1 046	77	1 633	2,85	3,29	2,85	2,51	3,09	3,40	2,70	
Feb	4 548	2,87	3 099	4	3 103	-948	169	1 094	131	1 709	2,90	3,32	2,90	3,23	3,06	3,49	2,71	
Mar	4 598	2,87	4 102	9	4 111	-284	239	1 305	192	2 375	2,84	3,42	2,84	3,02	3,06	3,46	2,65	
Abr	4 730	2,87	4 335	172	4 506	-26	241	1 357	468	2 441	2,86	3,33	2,88	3,02	3,06	3,41	2,66	
May	4 732	2,87	4 335	406	4 740	-64	246	1 378	568	2 548	2,86	2,99	2,87	3,00	3,05	3,41	2,63	

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-mayo



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-mayo



Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual).

(a) Datos acumulados.

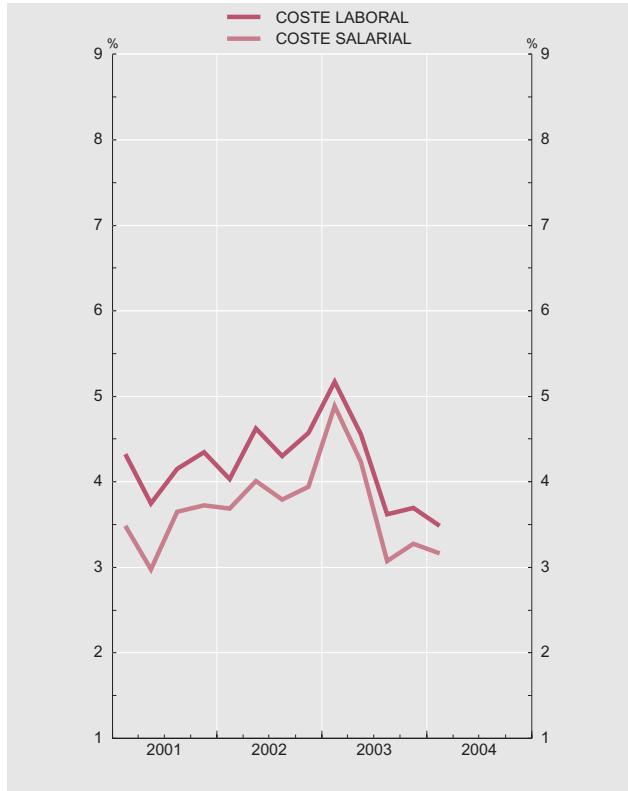
4.7. ÍNDICE DE COSTES LABORALES

■ Serie representada gráficamente.

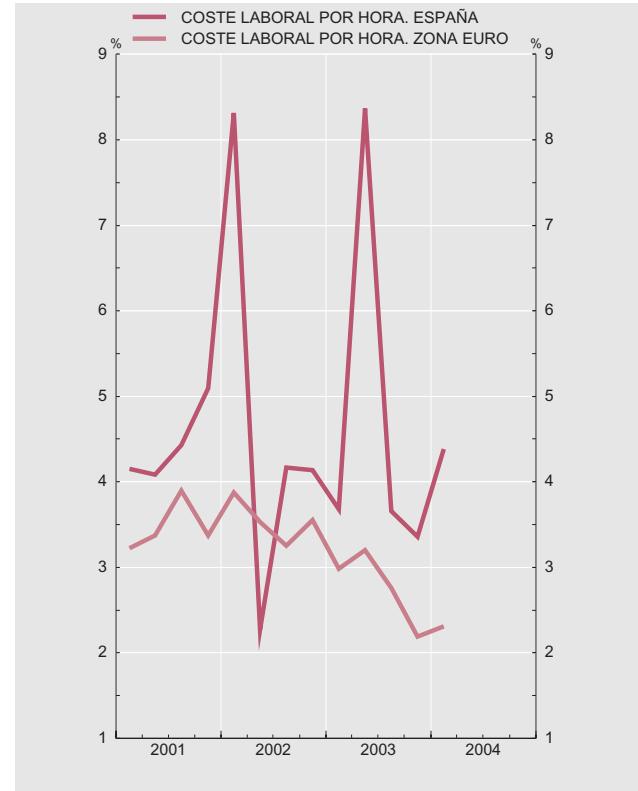
Tasas de variación interanual

	Mes	Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Promoción 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					
01	M	4,1	4,4	4,7	4,1	4,5	3,5	3,7	3,9	3,6	3,8	6,2	3,5		
02	M	4,4	4,8	4,8	4,4	4,6	3,9	4,7	4,1	3,8	4,1	6,0	3,6		
03	M	4,2	4,7	6,3	3,8	4,7	3,8	4,4	5,0	3,5	4,3	5,4	2,8		
03 I-I	M	5,2	5,2	6,0	5,0	3,7	4,9	5,0	5,1	4,8	3,3	6,0	3,0		
04 I-I	M	3,5	4,3	6,0	2,9	4,4	3,2	4,0	5,2	2,7	4,1	4,4	2,3		
01 III IV		4,1	4,5	4,2	4,3	4,4	3,7	3,8	3,9	3,8	4,0	5,6	3,9		
02 I II		4,0	3,7	4,6	4,4	8,3	3,7	3,8	3,9	3,9	8,0	5,0	3,9		
III		4,6	5,1	4,5	4,7	2,3	4,0	4,9	4,0	4,0	1,8	6,5	3,5		
IV		4,3	5,0	5,2	4,1	4,2	3,8	4,9	4,2	3,6	3,7	5,8	3,3		
02 I II		4,6	5,4	4,7	4,4	4,1	3,9	5,0	4,4	3,6	3,5	6,6	3,6		
III		3,6	4,4	6,4	2,9	3,7	3,1	3,7	5,1	2,6	3,1	5,2	2,8		
IV		3,7	3,9	6,3	3,3	3,4	3,3	3,7	5,1	3,0	3,0	5,0	2,2		
04 I		3,5	4,3	6,0	2,9	4,4	3,2	4,0	5,2	2,7	4,1	4,4	2,3		

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.

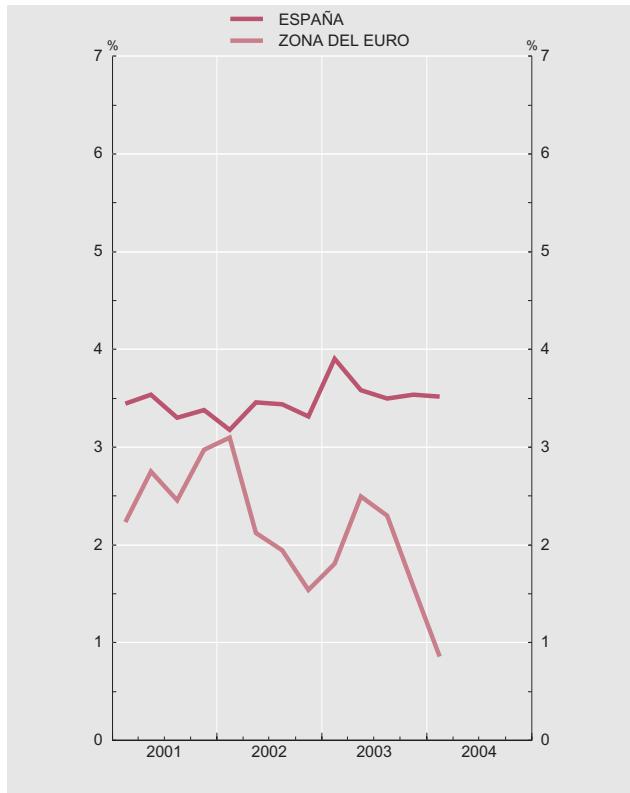
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

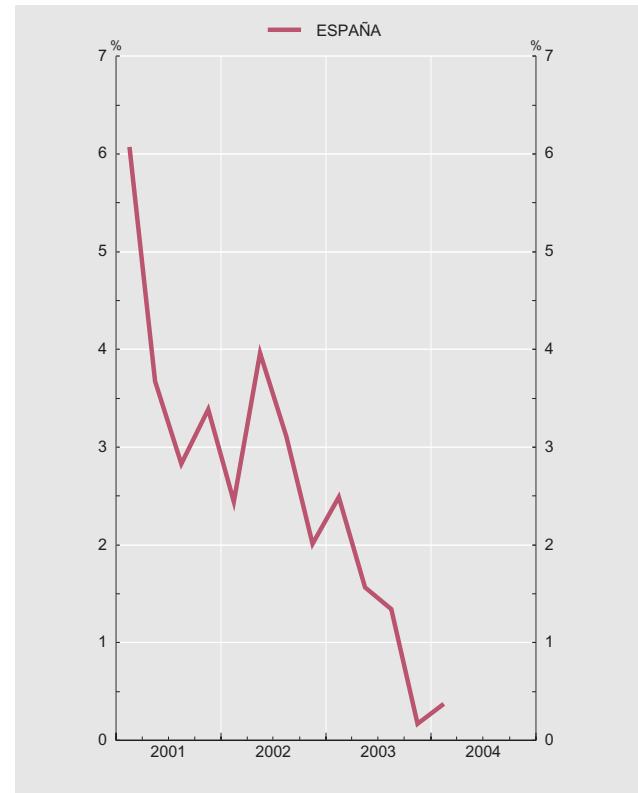
Tasas de variación interanual

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

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.

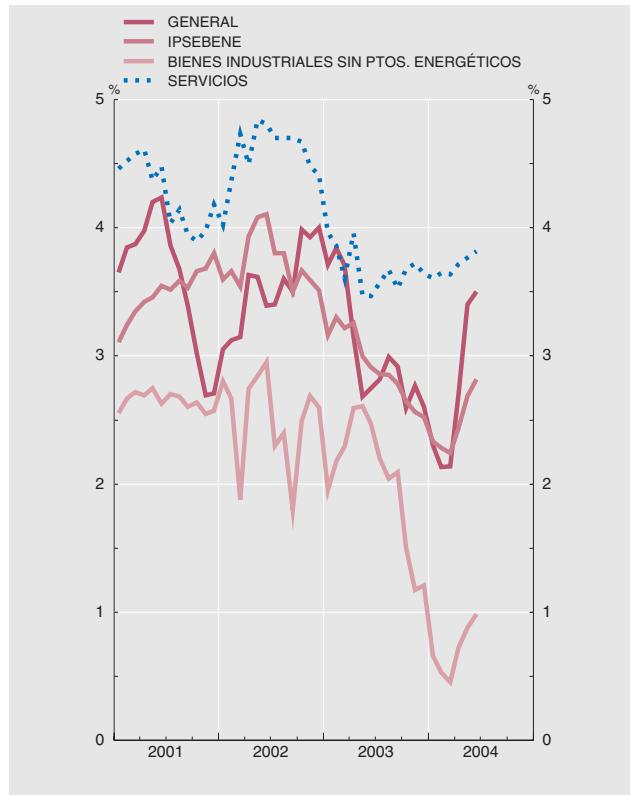
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 (a)

■ Serie representada gráficamente.

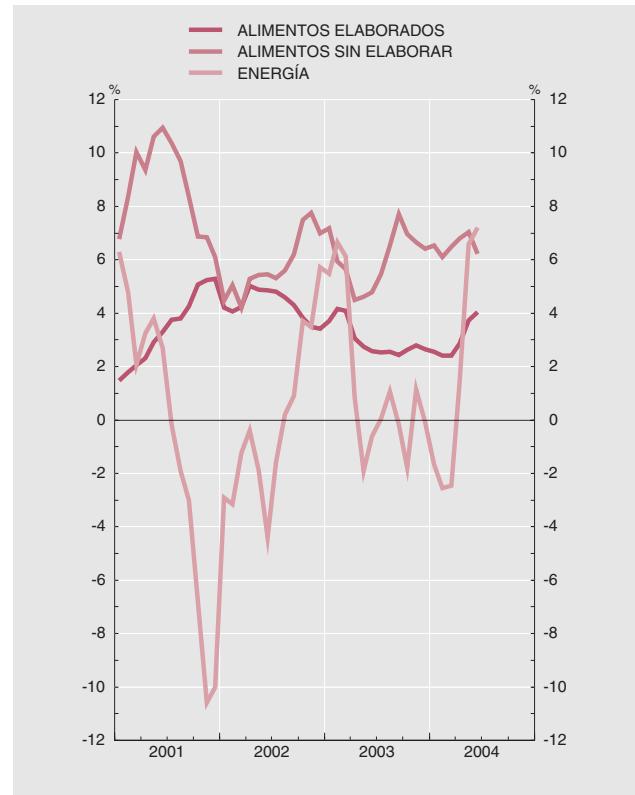
Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100 %)					Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 1995)	
	Serie original	m 1 (b)	1 T 12 (c)	s/ dic (d)		Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	
03 M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,0	5,5	
03 E-J M	106,1	0,2	3,3	0,6	5,4	3,4	2,3	2,7	3,7	3,1	106,0	0,5	
04 E-J M	109,0	0,4	2,7	0,7	6,5	3,0	0,7	1,4	3,7	2,5	...	...
03 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	108,8	0,7	
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	98,5	8,2	
Sep	106,9	0,3	2,9	1,4	7,7	2,4	2,1	-0,2	3,5	2,8	104,7	14,5	
Oct	107,7	0,7	2,6	2,1	7,0	2,6	1,5	-1,8	3,7	2,6	107,4	12,0	
Nov	108,0	0,3	2,8	2,4	6,7	2,8	1,2	1,1	3,7	2,6	108,5	11,1	
Dic	108,2	0,2	2,6	2,6	6,4	2,7	1,2	-0,1	3,6	2,5	107,9	9,5	
04 Ene	107,4	-0,7	2,3	-0,7	6,5	2,5	0,7	-1,7	3,6	2,3	...	...
Feb	107,5	0,0	2,1	-0,7	6,1	2,4	0,5	-2,5	3,6	2,3	...	...
Mar	108,2	0,7	2,1	0,0	6,5	2,4	0,5	-2,5	3,6	2,2	...	...
Abr	109,7	1,4	2,7	1,4	6,8	2,9	0,7	1,4	3,7	2,4	...	...
May	110,4	0,6	3,4	2,0	7,0	3,7	0,9	6,6	3,8	2,7	...	...
Jun	110,5	0,2	3,5	2,2	6,2	4,0	1,0	7,2	3,8	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 (a)

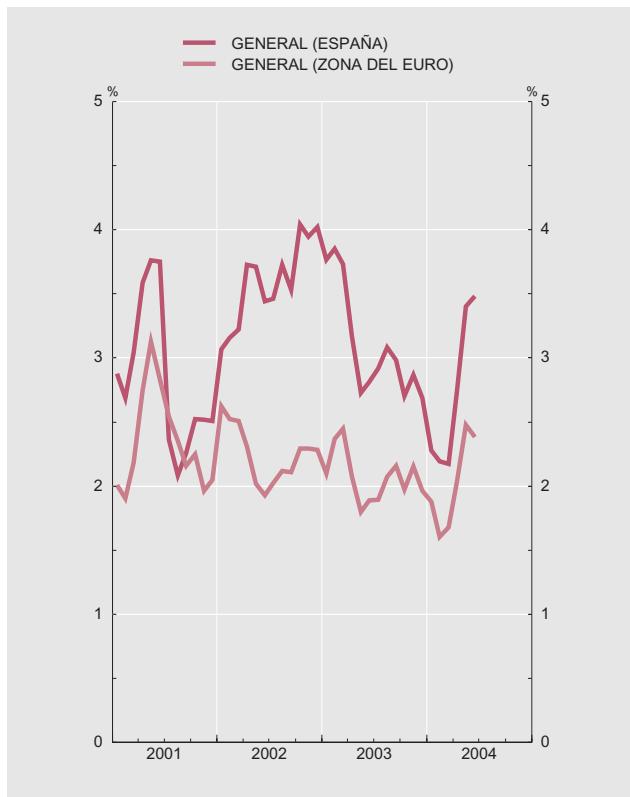
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

01	M	Índice general				Bienes										Servicios					
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
02	M	2,8	2,3	2,3	2,3	5,1	4,5	2,7	2,9	7,2	7,0	1,2	1,0	1,0	0,9	-0,7	2,2	3,9	2,5		
03	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		
03	M	3,1	2,1	2,8	1,8	4,0	2,8	3,5	3,3	4,6	2,1	2,0	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5			
03 E-J	M	3,3	2,1	3,1	1,7	4,1	2,2	3,8	3,2	4,3	0,8	2,6	1,5	2,5	0,8	2,7	4,2	3,7	2,7		
04 E-J	M	2,7	2,0	2,2	1,6	4,2	3,0	3,8	3,7	4,5	1,8	1,0	1,0	0,9	0,8	1,4	1,6	3,6	2,6		
03 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		
<i>Abr</i>		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		
<i>May</i>		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		
<i>Jun</i>		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		
<i>Jul</i>		2,9	1,9	2,5	1,6	3,5	3,0	2,9	3,1	4,2	2,7	1,8	1,0	2,3	0,7	-	2,0	3,5	2,3		
<i>Ago</i>		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		
<i>Sep</i>		3,0	2,2	2,6	1,8	4,2	3,6	2,9	3,2	5,5	4,2	1,7	1,0	2,2	0,8	-0,2	1,6	3,5	2,5		
<i>Oct</i>		2,7	2,0	2,1	1,7	4,1	3,6	3,3	3,5	4,9	3,8	0,8	0,8	1,6	0,8	-1,8	0,7	3,6	2,5		
<i>Nov</i>		2,9	2,2	2,3	2,0	4,1	3,9	3,5	4,0	4,7	3,8	1,3	1,1	1,3	0,7	1,1	2,2	3,7	2,4		
<i>Dic</i>		2,7	2,0	2,1	1,8	3,9	3,6	3,4	3,8	4,4	3,2	1,0	0,9	1,4	0,7	-0,1	1,8	3,6	2,3		
04 Ene		2,3	1,9	1,7	1,3	3,9	3,1	3,3	3,3	4,4	2,9	0,3	0,4	0,8	0,6	-1,6	-0,4	3,5	2,5		
<i>Feb</i>		2,2	1,6	1,4	1,0	3,6	2,7	3,2	3,2	4,1	1,9	-0,1	0,2	0,7	0,8	-2,6	-2,2	3,5	2,6		
<i>Mar</i>		2,2	1,7	1,4	1,1	3,7	3,1	3,2	4,1	4,4	1,7	-0,1	0,1	0,6	0,7	-2,5	-2,0	3,6	2,5		
<i>Abr</i>		2,7	2,0	2,2	1,8	4,2	2,9	3,6	3,9	4,7	1,6	1,0	1,2	0,9	1,0	1,5	2,0	3,6	2,5		
<i>May</i>		3,4	2,5	3,3	2,4	4,8	3,1	4,7	3,9	4,9	1,7	2,3	2,1	1,0	0,9	6,6	6,7	3,7	2,6		
<i>Jun</i>		3,5	2,4	3,4	2,2	4,8	2,8	4,9	3,8	4,7	1,2	2,5	2,0	1,1	0,9	7,2	5,9	3,8	2,6		

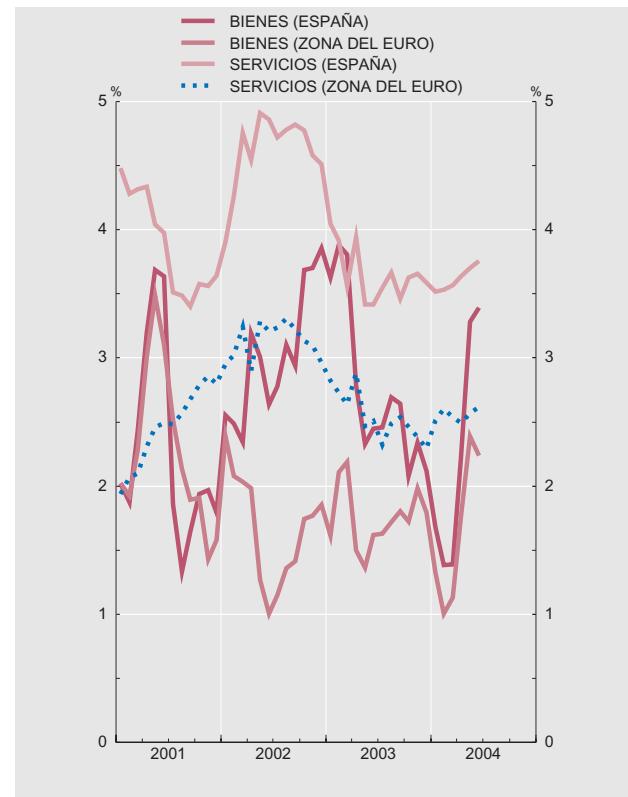
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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 (eurostat.eu.int)

5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

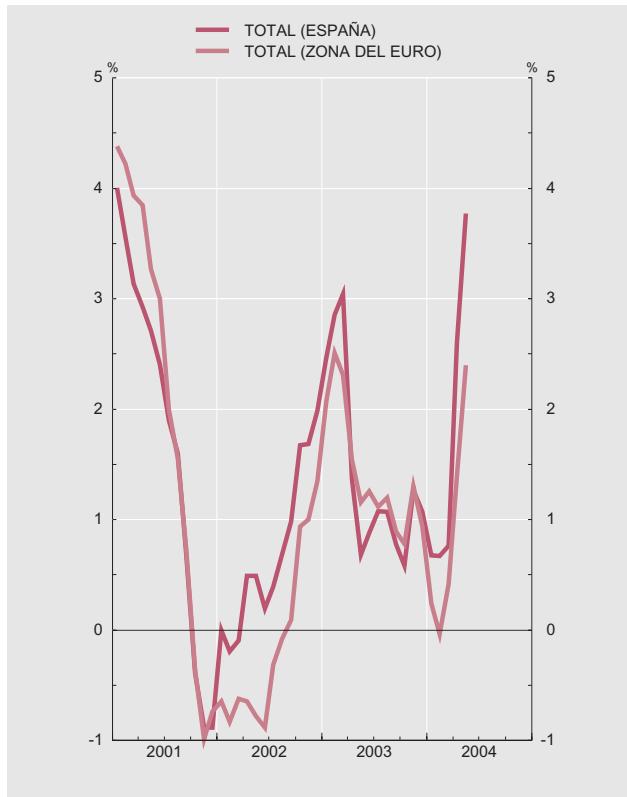
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

Seire original	General (100 %)			Consumo (32.1 %)		Inversión (18.3 %)		Intermedios (31.6 %)		Energía (18.0 %)		Pro memoria: zona del euro					
	m 1 (b)	T 1 12	m 1 (b)	T 1 12	m 1 (b)	T 1 12	m 1 (b)	T 1 12	m 1 (b)	T 1 12	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01 MP	101,7	—	1,7	—	3,6	—	1,2	—	1,4	—	-2,0	2,1	3,0	0,9	1,2	2,9	
02 MP	102,4	—	0,7	—	2,2	—	1,8	—	0,2	—	-1,3	-0,1	1,0	0,9	-0,3	-2,3	
03 MP	103,9	—	1,4	—	2,3	—	1,2	—	0,8	—	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8	
03 E-M MP	104,1	—	2,1	—	1,9	—	1,2	—	1,3	—	4,9	1,9	1,1	0,2	1,6	5,4	
04 E-M MP	105,9	—	1,7	—	2,5	—	1,3	—	2,8	—	-1,4	0,9	1,2	0,4	1,6	-0,2	
03 Feb P	104,4	0,6	2,9	0,4	2,0	0,2	1,2	0,5	1,5	1,3	8,9	2,5	1,2	0,2	1,8	8,1	
Mar P	105,0	0,6	3,0	0,6	2,2	0,1	1,2	0,2	1,5	1,8	9,5	2,3	1,1	0,3	1,8	7,3	
Abr P	103,9	-1,0	1,4	-0,2	1,6	0,1	1,0	0,1	1,3	-5,6	1,3	1,5	1,0	0,2	1,6	3,2	
May P	103,4	-0,5	0,7	0,2	1,8	0,2	1,2	-0,1	1,0	-3,3	-2,3	1,2	1,0	0,2	1,3	1,7	
Jun P	103,3	-0,1	0,9	0,1	2,0	-	1,2	-0,4	0,4	-0,2	-0,9	1,3	1,1	0,3	0,7	3,1	
Jul P	103,5	0,2	1,1	0,6	2,5	-0,1	1,1	-0,3	0,1	0,7	0,2	1,1	1,1	0,3	0,1	3,3	
Ago P	103,7	0,2	1,1	0,4	2,7	-	1,1	-0,1	-0,9	0,1	1,2	1,1	0,3	-0,2	4,1		
Sep P	103,8	0,1	0,8	0,2	2,7	0,1	1,2	0,2	0,3	-0,6	-2,4	0,9	1,3	0,3	0,0	1,8	
Oct P	103,8	-	0,6	-0,3	2,5	-	1,2	0,2	0,7	0,2	-3,6	0,8	1,2	0,3	0,2	1,1	
Nov P	103,9	0,1	1,3	-	2,6	0,3	1,4	0,1	0,9	0,5	-0,4	1,3	1,3	0,3	0,4	3,2	
Dic P	103,8	-0,1	1,1	-0,3	2,4	-	1,3	0,1	1,0	-0,4	-1,2	0,9	1,0	0,2	0,4	1,7	
04 Ene P	104,5	0,7	0,7	0,4	2,1	0,4	1,3	0,9	1,4	1,2	-3,6	0,2	0,9	0,3	0,5	-1,5	
Feb P	105,1	0,6	0,7	0,5	2,1	0,3	1,3	1,2	2,0	-0,5	-5,4	-0,0	1,0	0,3	0,9	-3,5	
Mar P	105,8	0,7	0,8	0,7	2,3	0,1	1,3	0,8	2,6	1,5	-5,6	0,4	1,5	0,3	1,5	-2,8	
Abr P	106,6	0,8	2,6	0,4	2,9	0,1	1,3	1,0	3,6	1,3	1,3	1,4	1,4	0,5	2,3	1,3	
May P	107,3	0,7	3,8	0,4	3,1	-	1,2	0,6	4,3	2,3	7,2	2,4	1,4	0,6	2,8	5,5	

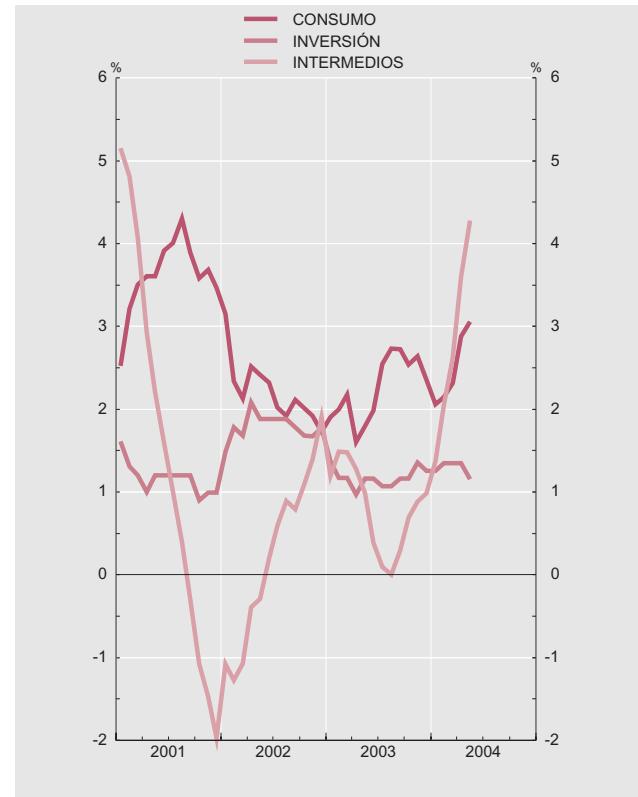
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

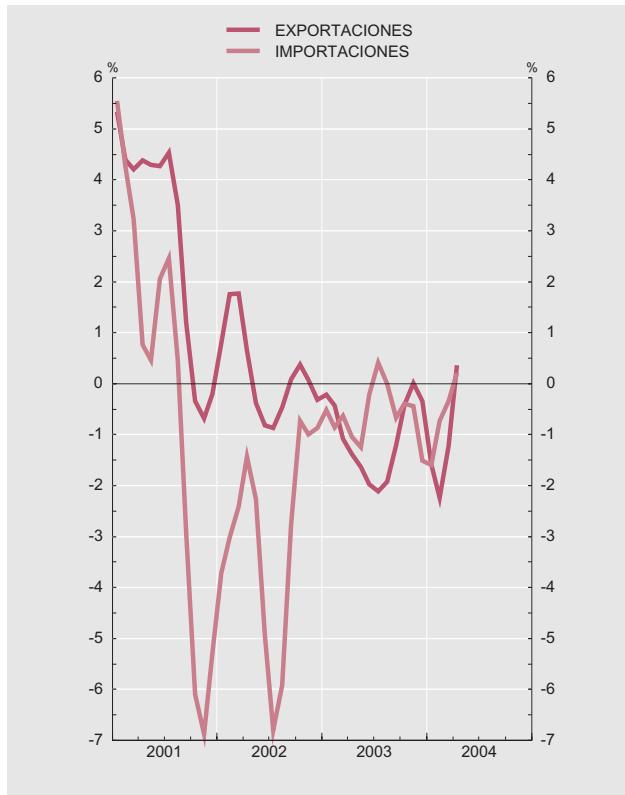
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

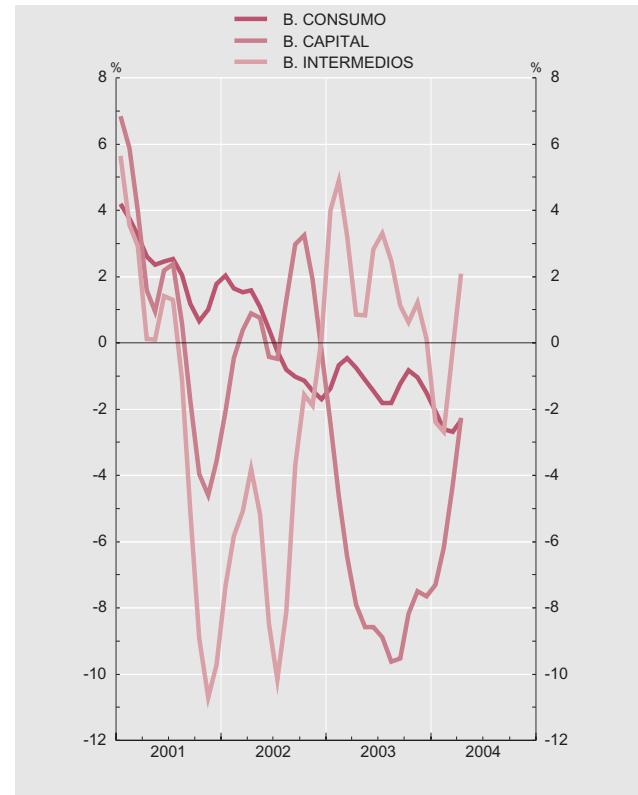
Tasas de variación interanual

	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
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
03	-0,9	-0,7	-8,3	1,4	8,1	-0,1	-0,3	-0,1	-7,4	1,6	1,9	1,7
03 E-A	-0,6	0,5	-8,1	1,0	20,4	-0,8	-0,1	-0,1	-5,0	1,4	21,4	-1,8
04 E-A	-1,5	-2,6	-2,2	0,1	-8,5	0,2	-0,8	-3,6	-4,8	1,6	-12,8	4,4
02 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	-14,8	-0,8	-6,0	-1,4	0,7	-0,6	-7,2	3,8	-9,8	8,3
Jul	-0,9	2,6	-16,0	1,0	9,0	0,0	-	-3,4	-7,2	3,2	-6,0	5,4
Ago	-3,8	-6,1	-15,9	1,6	7,7	-0,7	1,5	4,5	-9,1	2,9	-3,3	3,6
Sep	-0,2	-0,4	-2,7	1,2	-2,8	-0,4	-2,8	-0,2	-17,7	0,9	-9,6	0,6
Oct	-0,7	-2,5	-5,3	1,5	6,9	0,3	0,8	2,8	-0,6	-0,0	-12,3	2,3
Nov	0,5	-1,6	0,1	1,9	1,1	0,5	-0,2	-0,4	-7,0	1,8	-2,1	1,3
Dic	1,0	1,0	-3,3	3,6	-2,4	2,5	-1,4	-1,4	-9,4	1,0	-3,8	1,7
04 Ene	-2,0	-2,9	-3,3	-0,6	-2,3	-1,1	-3,6	-1,0	-8,4	-3,5	-17,1	-1,6
Feb	-4,3	-4,4	-5,9	-2,5	-16,9	-2,9	1,8	-6,0	-6,2	7,5	-20,4	13,9
Mar	-1,5	-1,3	-7,5	0,6	-11,5	0,5	-2,3	-3,6	-7,0	-0,5	-16,2	3,3
Abr	1,7	-1,8	7,9	2,8	-3,7	4,2	1,3	-3,9	2,6	3,5	2,4	2,8

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



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



Fuentes: ME y BE.

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

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

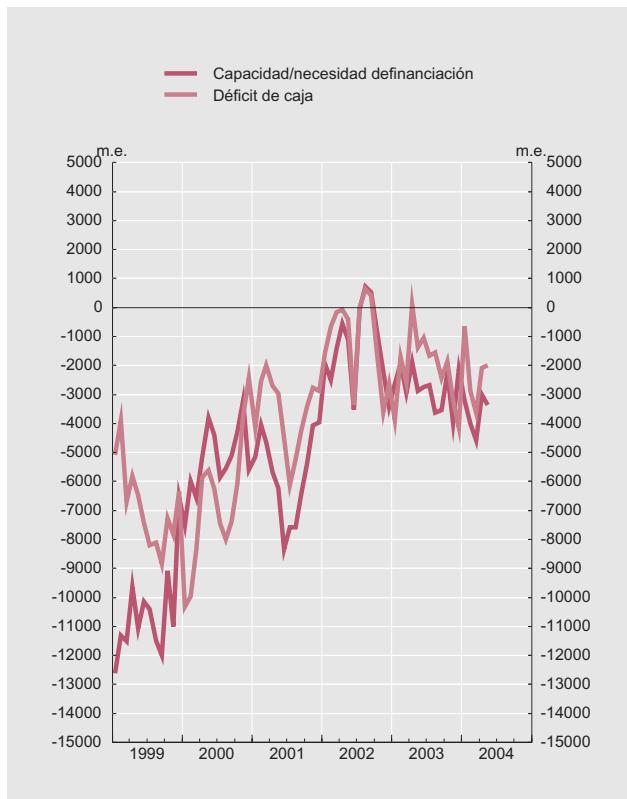
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

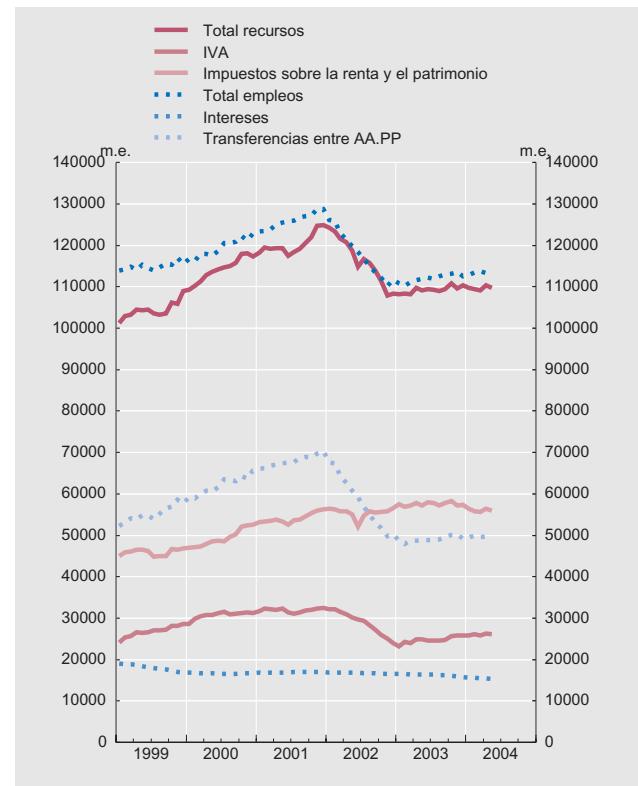
Millones de euros

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	46 886	11 264	115 547	16 912	57 721	3 034	20 517	-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	65 703	3 705	20 998	-2 431	118 693	121 124
01	-3 956	124 838	32 433	17 838	6 913	56 267	11 387	128 794	16 067	16 940	70 319	3 379	22 089	-2 884	125 193	128 077
02	P -3 420	108 387	24 001	11 426	5 318	56 612	11 030	111 807	16 979	16 550	50 180	3 350	24 748	-2 626	108 456	111 082
03	A -2 117	110 449	25 764	10 918	4 970	57 403	11 394	112 566	17 676	15 807	49 234	2 992	26 857	-4 132	109 655	113 787
03 E-M	A 5 335	46 839	15 629	4 204	2 137	21 373	3 496	41 504	6 599	6 747	18 746	922	8 490	231	45 999	45 768
04 E-M	A 4 085	46 120	15 955	4 434	1 871	19 903	3 957	42 035	6 770	6 293	19 185	983	8 804	2 370	46 889	44 518
03 Jun	A -8 094	2 412	-488	887	343	382	1 288	10 506	2 144	1 323	4 578	149	2 312	-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
Sep	A -502	8 185	2 401	1 084	162	3 567	971	8 687	1 350	1 260	4 053	260	1 764	-418	7 687	8 105
Oct	A 8 320	17 681	5 157	959	201	10 937	427	9 361	1 282	1 308	4 915	231	1 625	7 274	18 205	10 931
Nov	A -3 420	6 457	788	971	883	3 027	788	9 877	1 359	1 236	4 453	307	2 522	-1 752	6 379	8 131
Dic	A -7 273	8 772	145	892	755	4 092	2 888	16 045	2 305	1 222	4 964	996	6 558	-3 230	8 540	11 770
04 Ene	A 496	7 755	-880	886	333	6 701	715	7 259	1 244	1 279	3 290	62	1 384	-2 471	6 949	9 420
Feb	A 6 367	14 958	10 850	860	510	1 822	916	8 591	1 259	1 193	4 155	218	1 766	5 631	16 317	10 686
Mar	A -5 692	3 778	323	741	454	1 551	709	9 470	1 633	1 277	4 086	338	2 136	-5 457	3 993	9 451
Abri	A 9 004	17 204	5 583	1 022	377	9 715	507	8 200	1 374	1 248	3 825	197	1 556	9 876	17 306	7 430
May	A -6 090	2 425	79	925	197	114	1 110	8 515	1 260	1 296	3 829	168	1 962	-5 208	2 324	7 532

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



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



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

(a) Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se consideran intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional), por tanto influyen en el cálculo de la Capacidad o necesidad de financiación.

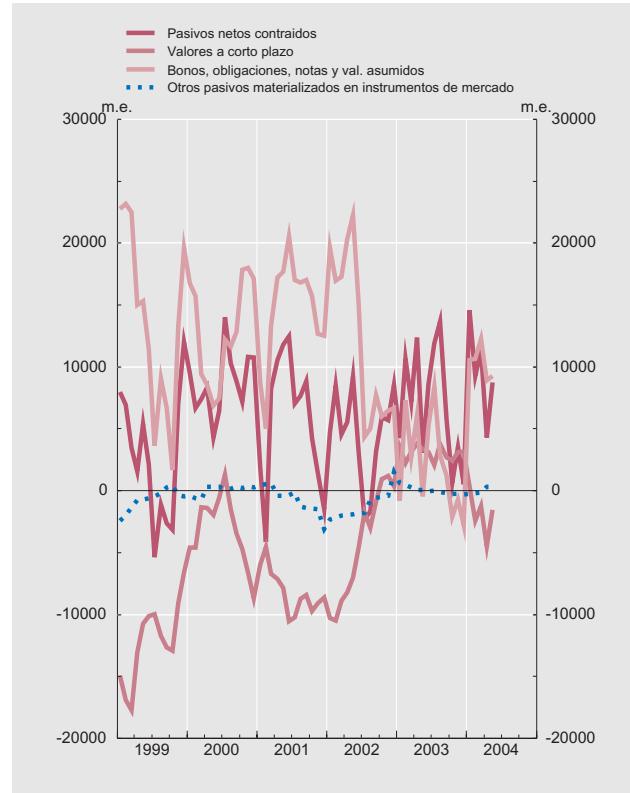
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

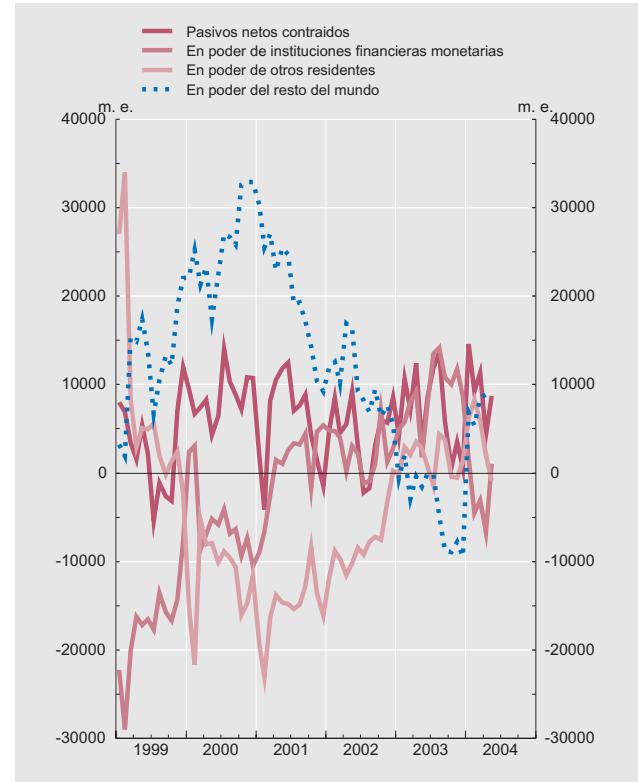
Millones de euros

Capacidad(+) o necesidad(-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
			Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
	Del cual		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 (b)	Otras cuentas pendientes de pago	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
	Total	Depósitos en el Banco de España	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-6 538	5 452	4 574	11 990	199	-6 629	19 581	-499	-446	-18	-10 035	-7 734	-2 301	22 026	12 008
00	-5 592	5 191	5 690	10 783	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 555	-22 141	-10 553	-11 587	32 924	8 228
01	-3 956	-5 445	-20 141	-1 489	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 794	-10 695	5 385	-16 079	9 206	305
02	P -3 420	5 122	-95	8 542	-888	346	6 655	-486	1 488	539	3 074	2 797	276	5 468	8 002
03	A -2 117	-1 599	0	518	-135	3 146	-2 761	-486	-281	900	9 990	8 664	1 327	-9 472	-381
03 E-M	A 5 335	5 910	0	575	-75	2 966	-1 099	-	-322	-970	2 787	2 487	300	-2 213	1 545
04 E-M	A 4 085	12 892	0	8 807	-895	-1 737	10 920	-	272	-648	-7 079	-5 144	-1 935	15 886	9 455
03 Jun	A -8 094	-3 298	-2	4 796	35	-292	4 617	-	33	438	6 034	6 642	-608	-1 238	4 358
Jul	A 5 176	-500	2	-5 676	-113	880	-7 759	-	11	1 192	-3 625	760	-4 385	-2 051	-6 868
Ago	A -1 659	-378	1	1 281	-39	-710	-3 020	-	-59	5 071	5 198	-877	6 075	-3 917	-3 789
Sep	A -502	-50	-1	452	-14	14	4 479	-	-2	-4 039	-433	-111	-322	884	4 491
Oct	A 8 320	3 844	1	-4 476	32	-96	-3 449	-	-6	-924	4 315	-1 383	-2 932	-161	-3 551
Nov	A -3 420	118	-1	3 538	32	777	2 913	-	7	-158	3 107	2 398	709	431	3 697
Dic	A -7 273	-7 245	1	28	7	-393	558	-486	57	292	1 236	-1 253	2 489	-1 208	-264
04 Ene	A 496	6 008	0	5 512	-33	222	2 398	-	-5	2 897	-4 429	-4 863	434	9 941	2 615
Feb	A 6 367	3 936	-0	-2 431	33	-3 757	3 303	-	-45	-1 932	-2 126	-5 261	3 135	-305	-499
Mar	A -5 692	-1 301	0	4 391	-51	1 807	3 117	-	-70	-463	2 964	3 601	-637	1 427	4 854
Abr	A 9 004	8 710	-1	-294	14	-2 502	2 784	-	355	-932	-5 242	-1 908	-3 335	4 948	637
May	A -6 090	-4 461	1	1 629	-857	2 493	-683	-	37	-218	1 754	3 286	-1 532	-125	1 847

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



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



Fuente: BE.

(a) Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se consideran intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional), por tanto influyen en el cálculo de la Capacidad o necesidad de financiación.

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

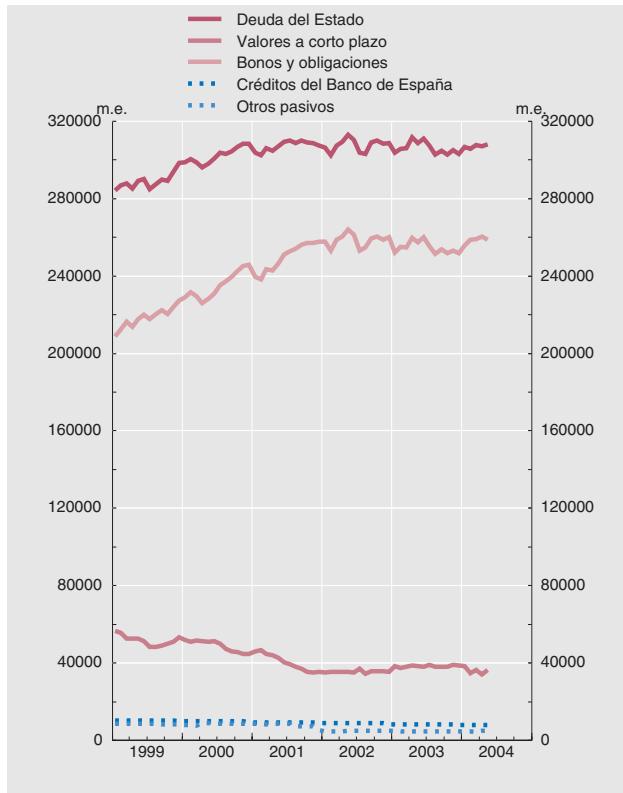
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro Memoria:			
		En monedas distintas de la peseta/euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avales prestados (saldo vivo)	
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes		
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
97	274 168	23 270	71 730	180 558	10 578	11 303	211 530	445	211 085	63 083	9 829
98	284 153	30 048	59 939	205 182	10 341	8 691	215 200	305	214 895	69 258	10 273
99	298 378	7 189	53 142	227 151	9 843	8 243	207 458	150	207 308	91 070	14 846
00	308 212	8 197	44 605	245 717	9 344	8 546	188 482	695	187 787	120 424	20 536
01	307 434	7 611	35 428	257 721	8 845	5 440	179 118	1 474	177 644	129 791	395
02	308 792	5 823	35 459	260 060	8 359	4 914	177 561	5 648	171 913	136 880	300
											6 819
03 May	P	308 676	5 129	38 376	257 420	8 359	4 521	185 234	6 309	178 926	129 750
Jun	P	310 980	5 264	38 055	259 999	8 359	4 567	191 317	7 118	184 198	126 782
Jul	P	307 269	5 313	38 895	255 475	8 359	4 540	188 595	7 667	180 927	126 342
Ago	P	302 704	5 597	38 171	251 608	8 359	4 566	187 785	8 043	179 741	122 963
Sep	P	304 674	5 437	38 151	253 628	8 359	4 535	190 795	9 109	181 686	122 988
Oct	P	302 670	5 504	38 061	251 717	8 359	4 534	189 422	9 109	180 314	122 357
Nov	P	305 064	5 329	38 912	253 268	8 359	4 525	191 301	9 009	182 292	122 772
Dic	P	302 968	5 105	38 704	251 827	7 873	4 564	192 405	9 460	182 945	120 023
04 Ene	A	306 738	5 244	38 519	255 775	7 873	4 570	187 958	11 319	176 640	130 098
Feb	A	305 759	5 133	34 731	258 640	7 873	4 516	187 548	11 319	176 229	129 530
Mar	A	307 788	5 353	36 398	259 051	7 873	4 466	194 259	13 326	180 933	126 855
Apr	A	307 213	5 251	34 012	260 512	7 873	4 815	188 966	13 457	175 509	131 703
May	A	308 093	5 186	36 491	258 883	7 873	4 846	...	13 457	...	300
											6 531

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 FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

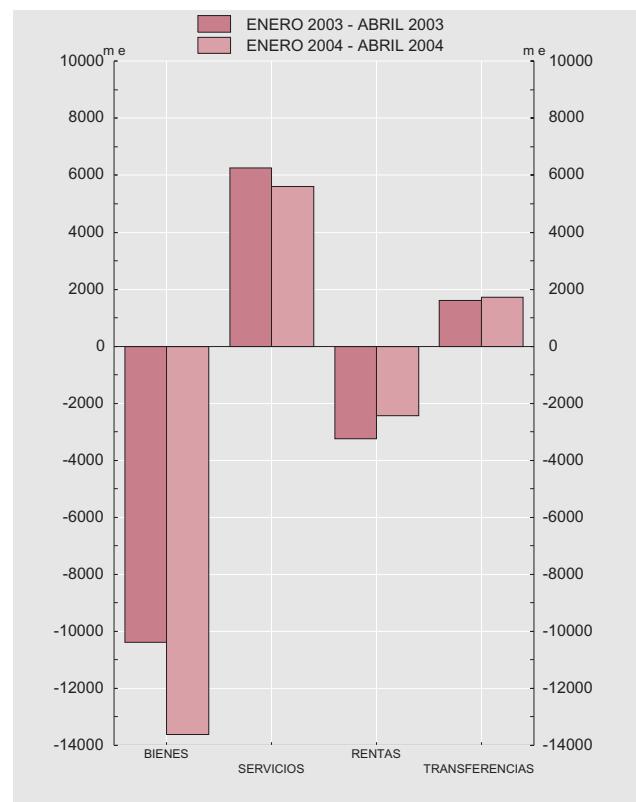
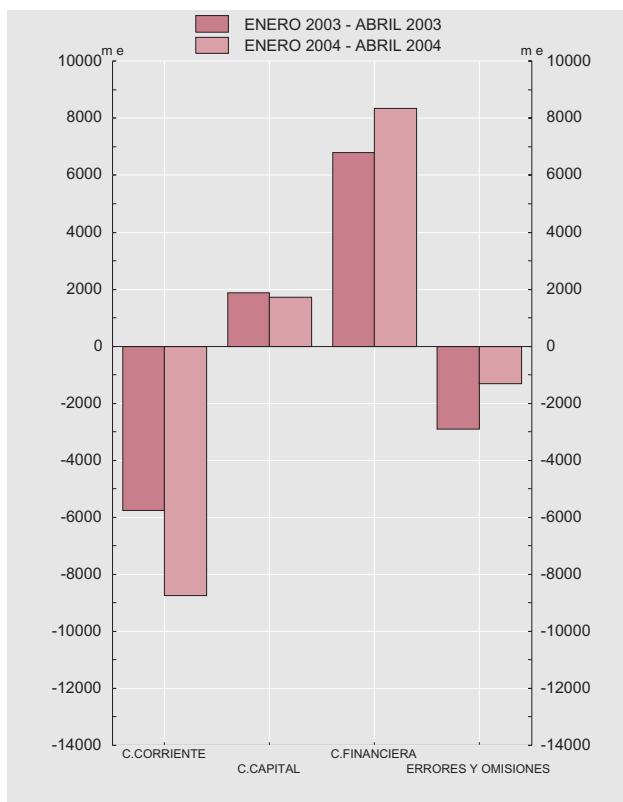
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)															(b)	17=-(15+16)	
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transfere- ncias corrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)				
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos								
		Total	Del cual	Del cual	Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes								
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=-(15+16)	
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	-16 881	-34 602	135 640	170 242	26 582	66 072	35 543	39 490	7 020-11 276	21 357	32 633	2 414	7 741	-9 141	14 755	-5 614		
03	-20 828	-37 843	141 017	178 860	27 265	67 903	36 871	40 638	7 315-10 586	21 812	32 398	336	8 762	-12 065	17 634	-5 569		
03 E-A	-5 763	-10 388	47 052	57 439	6 253	19 346	9 353	13 093	2 015-3 237	7 316	10 554	1 609	1 868	-3 895	6 803	-2 908		
04 E-A	P -8 740	-13 612	48 393	62 005	5 602	19 460	9 569	13 859	2 430-2 441	7 525	9 966	1 712	1 724	-7 016	8 337	-1 321		
03 Ene	-916	-2 692	10 520	13 211	1 267	4 674	2 121	3 408	578	-536	2 029	2 565	1 046	1 288	372	222	-594	
Feb	-866	-2 495	11 434	13 929	1 307	4 498	2 152	3 191	503	-853	1 409	2 262	1 175	482	-384	918	-534	
Mar	-2 544	-2 730	12 495	15 225	1 627	4 850	2 382	3 222	472	-1 291	1 593	2 884	-150	80	-2 464	3 064	-600	
Abr	-1 438	-2 471	12 604	15 075	2 052	5 324	2 698	3 271	462	-557	2 285	2 842	-462	18	-1 420	2 599	-1 179	
May	-1 131	-2 921	12 642	15 563	2 771	5 957	3 413	3 185	478	-666	1 524	2 190	-316	613	-518	610	-92	
Jun	-1 845	-2 903	12 053	14 956	2 660	5 980	3 373	3 319	610	-1 281	1 719	3 001	-321	1 598	-247	719	-471	
Jul	-1 897	-3 323	11 717	15 040	3 528	7 372	4 461	3 844	794	-1 867	2 307	4 174	-235	358	-1 540	1 724	-184	
Ago	-284	-3 357	8 522	11 879	3 543	6 732	4 327	3 189	737	-477	1 980	2 457	8	948	664	257	-920	
Sep	-3 043	-4 121	11 966	16 086	2 201	5 696	3 203	3 495	754	-956	1 828	2 784	-167	184	-2 859	3 134	-275	
Oct	-1 473	-3 328	13 377	16 705	2 495	6 293	3 647	3 798	752	-798	1 900	2 697	158	872	-600	1 479	-878	
Nov	-3 141	-3 891	11 863	15 755	2 382	5 596	3 024	3 214	614	-749	1 122	1 871	-882	344	-2 796	2 858	-62	
Dic	-2 251	-3 610	11 826	15 436	1 431	4 932	2 070	3 501	560	-555	2 116	2 670	483	1 978	-273	51	222	
04 Ene	P -809	-2 989	10 814	13 803	1 292	4 583	2 214	3 291	632	-640	1 563	2 203	1 528	176	-633	1 673	-1 040	
Feb	P -1 932	-3 069	11 671	14 740	1 336	4 619	2 285	3 283	611	-527	1 679	2 206	328	558	-1 374	1 905	-531	
Mar	P -3 602	-3 503	13 339	16 842	1 291	5 076	2 422	3 785	657	-1 248	1 659	2 907	-142	430	-3 172	3 623	-452	
Abr	P -2 397	-4 050	12 570	16 620	1 683	5 183	2 647	3 500	531	-27	2 623	2 650	-2	560	-1 837	1 135	702	

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).

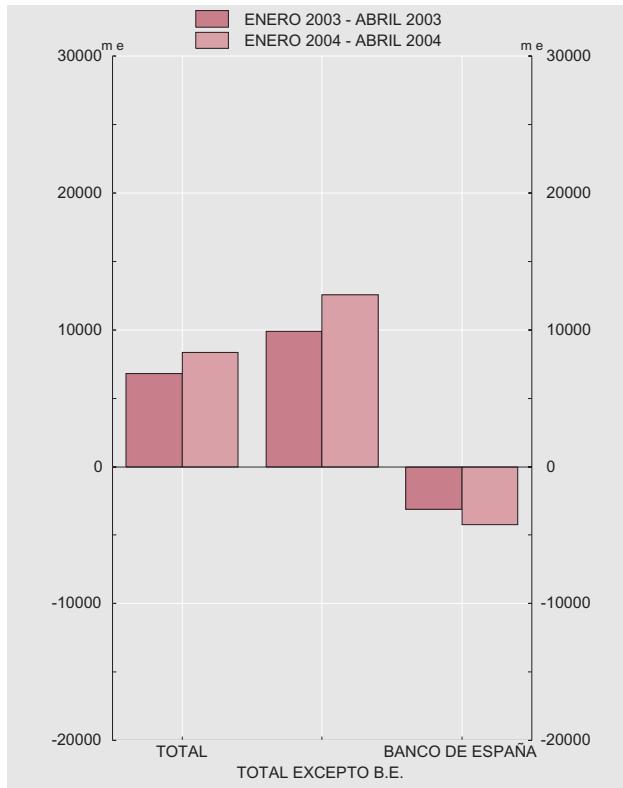
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

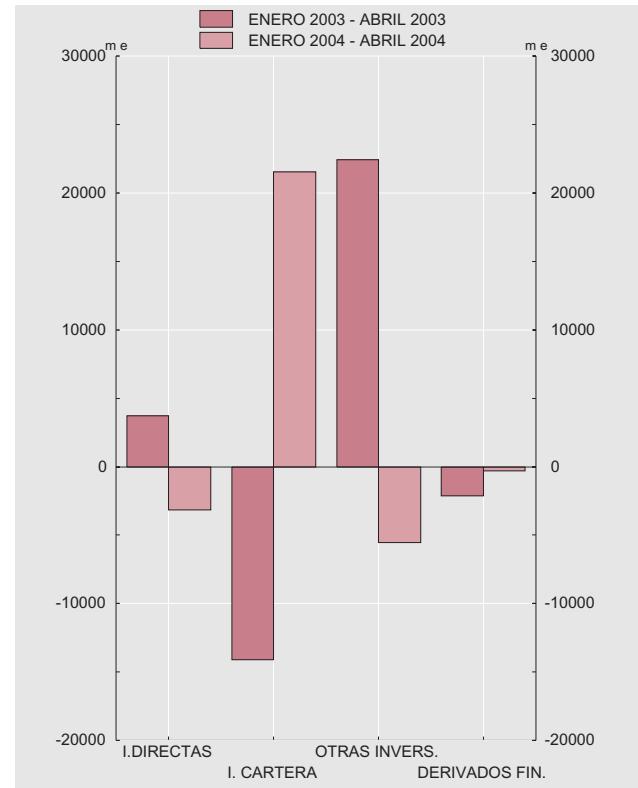
Millones de euros

Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España												Banco de España					
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA) 9=11-10	Reservas (e) 10	Activos frente al Eurosistema (e) 11	Otros activos netos (VNP-VNA) 12	Otras inversiones incluido Banco de España (d)			
		Saldo (VNP-VNA) 2=3+6+ 9+12	De España en el exterior (VNA) 3=5-4	Del exterior en España (VNP) 4	Saldo (VNP-VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) 8	Saldo (VNP-VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11					De España en el exterior 17	Del exterior en España 18		
		1=2+13	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+ 15+16	14	15	16	17	18
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	14 755	11 194	4 671	33 483	38 154	5 686	31 062	36 749	5 742	30 362	36 104	-4 905	3 561	-3 630	6 506	685	23 877	37 295
03	17 634	16 059	1 995	20 709	22 705	-30 069	65 865	35 795	47 495	16 881	64 376	-3 362	1 575	13 626	4 38216	433	12 524	63 177
03 E-A	6 803	9 917	3 734	7 157	10 891	-14 122	28 209	14 088	22 455	11 190	33 644	-2 150	-3 114	2 264	-3 007	-2 371	14 191	33 042
04 E-A	P 8 337	12 549	-3 135	3 801	666	21 546	13 720	35 266	-5 544	17 882	12 337	-318	-4 212	4 355	-4 288	-4 279	22 112	12 244
03 Ene	222	6 003	996	4 849	5 845	-7 049	2 815	-4 234	13 356	-2 822	10 534	-1 300	-5 781	600	-5 834	-547	3 001	9 977
Feb	918	-3 799	917	1 493	2 410	-3 233	6 436	3 203	-1 709	7 544	5 835	226	4 717	186	4 830	-299	2 741	5 934
Mar	3 064	3 793	1 004	-92	911	-3 823	11 521	7 698	7 355	-1 730	5 624	-743	-728	804	-683	-849	-1 036	5 531
Abr	2 599	3 920	818	908	1 726	-17	7 438	7 421	3 453	8 198	11 651	-333	-1 321	674	-1 320	-675	9 486	11 601
May	610	3 479	-492	733	241	-1 649	5 194	3 545	6 816	-5 129	1 687	-1 196	-2 868	1 630	-2 711	-1 788	-2 390	1 332
Jun	719	-953	1 814	1 130	2 944	327	1 127	1 454	-3 462	-2 347	-5 809	368	1 671	658	1 602	-589	-3 931	-5 290
Jul	1 724	43	-2 421	2 453	31	-11 201	10 936	-265	13 749	1 236	14 985	-84	1 681	3 284	1 546	-3 149	-323	14 567
Ago	257	-12 296	-630	2 025	1 395	-8 904	5 267	-3 637	-2 855	6 399	3 544	92	12 553	1 748	12 612	-1 807	-6 233	3 495
Sep	3 134	14 953	-701	1 602	901	1 573	5 387	6 960	14 466	-7 092	7 374	-385	-11 819	585	-9 607	-2 797	2 501	7 287
Oct	1 479	7 233	-73	1 454	1 381	7 225	761	7 985	143	1 060	-62	-5 754	187	-3 874	-2 067	4 824	1 125	
Nov	2 858	5 497	-1 797	1 365	-432	1 907	3 253	5 160	4 832	263	5 096	554	-2 639	3 104	-4 780	-963	5 041	4 914
Dic	51	-11 812	2 560	2 792	5 352	-5 225	5 731	506	-8 649	11 445	2 796	-499	11 864	166	12 601	-903	-1 155	2 705
04 Ene	P 1 673	8 785	-326	1 222	896	7 597	967	8 564	1 467	8 685	10 151	47	-7 111	1 320	-7 132	-1 299	15 732	10 104
Feb	P 1 905	-2 814	451	-729	-278	13 177	1 429	14 606	-16 483	6 047	-10 436	42	4 719	1 393	4 690	-1 365	1 357	10 481
Mar	P 3 623	6 081	-4 719	2 563	-2 156	2 536	4 868	7 404	8 533	-4 671	3 861	-268	-2 458	921	-2 416	-963	-2 252	3 923
Abr	P 1 135	497	1 459	745	2 205	-1 763	6 455	4 692	940	7 821	8 761	-139	638	720	570	-652	7 275	8 698

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 FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

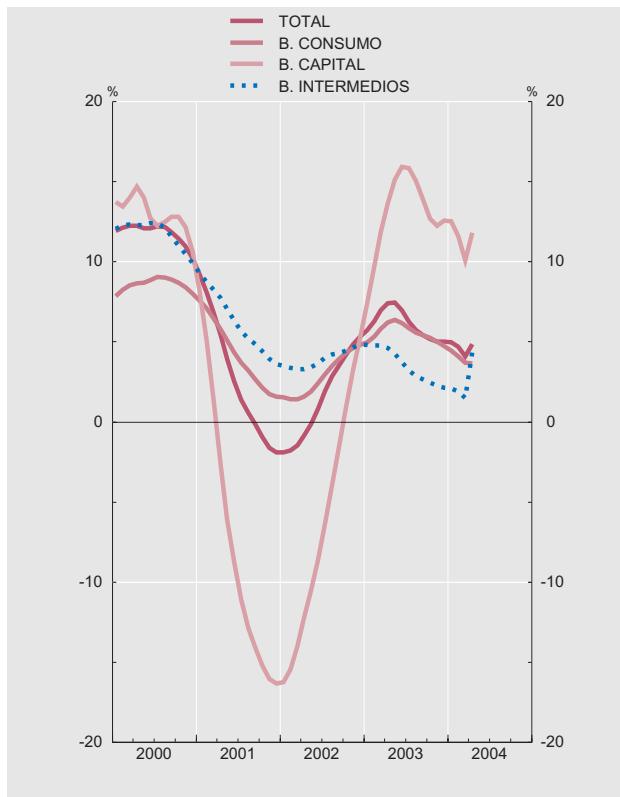
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas)(a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE				OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del cual Zona euro	Estados Unidos de América	Resto OCDE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	
03	P	137 815	5,2	6,2	6,4	15,5	3,4	33,7	2,7	5,5	5,3	6,8	-0,3	6,1	-3,4	2,5	-21,1	9,7
03 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	12,4	35,5	7,0	32,1	6,3	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	25,1	-2,2	-6,7	-2,1	4,5	4,4	5,3	-0,8	4,9	-16,8	-9,6	-30,5	1,8	
Ago	8 268	-5,8	-2,1	-3,0	13,7	-5,2	60,1	-7,0	-6,9	-1,8	-3,7	-5,2	-8,5	0,3	-21,8	-28,7	8,2	
Sep	11 708	11,3	11,5	11,8	24,5	7,5	45,7	6,5	13,4	14,3	13,6	-1,9	14,2	-1,8	-13,1	-21,0	7,4	
Oct	13 069	3,6	4,4	8,5	0,1	2,7	17,0	2,4	3,8	-0,2	3,4	-3,3	5,7	-5,9	13,7	-42,8	9,4	
Nov	11 675	-1,6	-2,1	1,7	-8,5	-3,0	10,2	-3,4	-1,7	-3,7	-1,0	-20,5	0,4	-15,9	8,4	-19,3	1,4	
Dic	11 573	9,0	7,9	7,0	30,4	1,2	11,4	0,9	4,9	-0,8	1,8	24,4	5,3	32,6	62,3	-7,1	20,0	
04 Ene	10 696	3,6	5,7	3,7	19,4	4,2	5,0	4,2	2,8	2,3	4,3	-18,8	4,6	-3,5	77,8	-14,5	-2,9	
Feb	11 522	2,8	7,3	3,5	20,2	6,3	63,9	5,0	4,0	-2,0	2,3	3,5	6,1	-19,0	-11,8	-3,4	2,6	
Mar	13 080	6,8	8,4	6,8	18,4	6,7	31,0	6,1	6,4	3,2	3,7	13,5	7,0	14,1	-0,6	-14,7	12,0	
Abr	12 361	0,7	-0,9	-1,1	-8,7	1,6	-16,4	2,3	1,3	1,3	-0,8	-4,9	1,8	7,1	-10,7	8,5	-2,7	

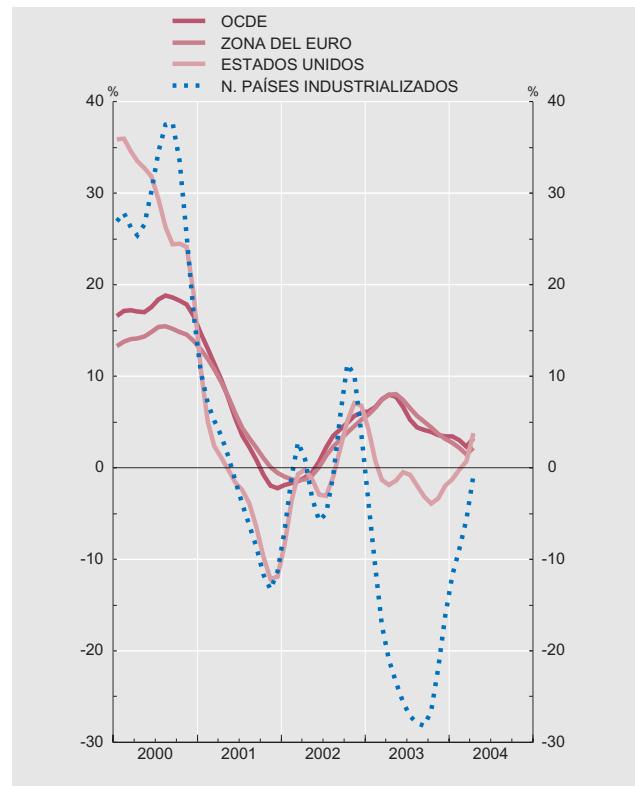
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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 FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

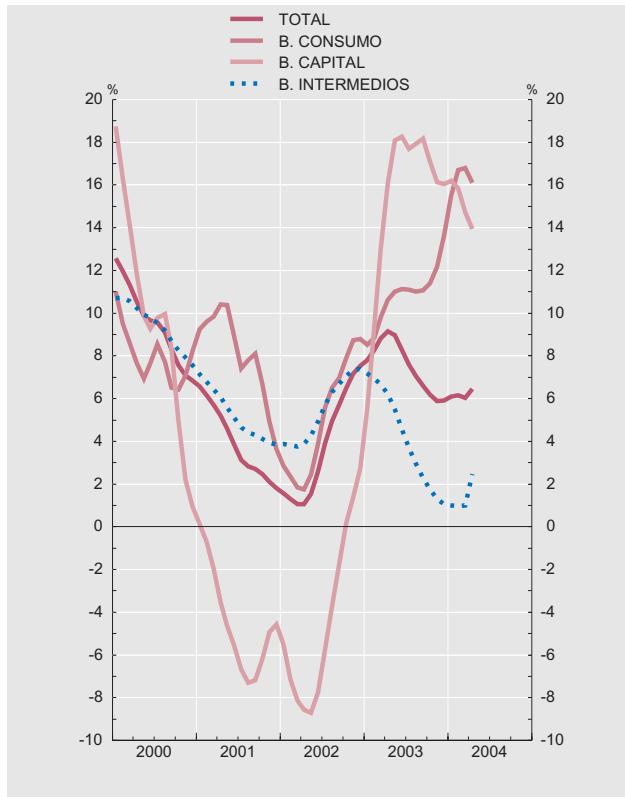
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipo de productos (series deflactadas)(a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del euro	Estados Unidos de América	Resto OCDE					
	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	
03	P 184 095	6,6	6,9	10,1	16,7	2,9	1,6	3,4	6,5	4,2	6,3	-3,4	8,1	3,9	12,3	4,3	8,6	
03 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	-4,9	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	16,2	18,1	0,8	13,4	-0,7	6,9	2,0	7,3	6,8	8,5	9,3	9,8	5,1	7,3	
Ago	12 088	1,8	0,3	3,4	1,0	-1,5	0,2	-1,7	1,7	-9,1	0,8	-11,4	5,7	-10,7	13,7	8,4	6,3	
Sep	16 558	11,6	14,8	17,3	56,7	3,6	21,1	1,8	11,4	5,8	11,5	-0,5	13,9	-12,7	35,4	4,0	21,1	
Oct	17 178	1,7	0,8	6,9	1,1	-1,9	-5,6	-1,5	3,7	2,4	2,5	-22,8	6,0	-9,7	29,3	-33,0	-2,8	
Nov	16 260	2,7	3,0	7,6	14,8	-2,3	7,4	-3,4	2,6	3,7	0,8	-6,8	3,1	-5,4	32,7	1,4	2,0	
Dic	15 869	0,9	2,4	12,6	14,0	-5,5	1,9	-6,4	-3,5	-4,8	-5,5	1,1	-3,5	-0,6	27,5	24,6	23,5	
04 Ene	14 207	4,9	8,9	16,1	16,3	3,7	18,0	1,9	5,0	1,4	4,7	1,7	6,5	-5,6	10,8	-4,6	10,8	
Feb	15 248	6,0	4,1	20,7	21,2	-6,4	1,3	-7,3	7,0	4,3	6,1	9,9	7,6	-16,4	22,4	9,8	9,2	
Mar	17 440	11,3	14,0	23,9	18,3	8,3	14,6	7,6	10,3	8,7	8,0	8,9	10,9	-9,2	55,7	1,7	22,3	
Abr	17 216	10,5	9,0	19,1	10,9	4,0	8,2	3,5	9,1	-1,6	8,4	15,8	12,0	-4,0	10,2	1,5	26,1	

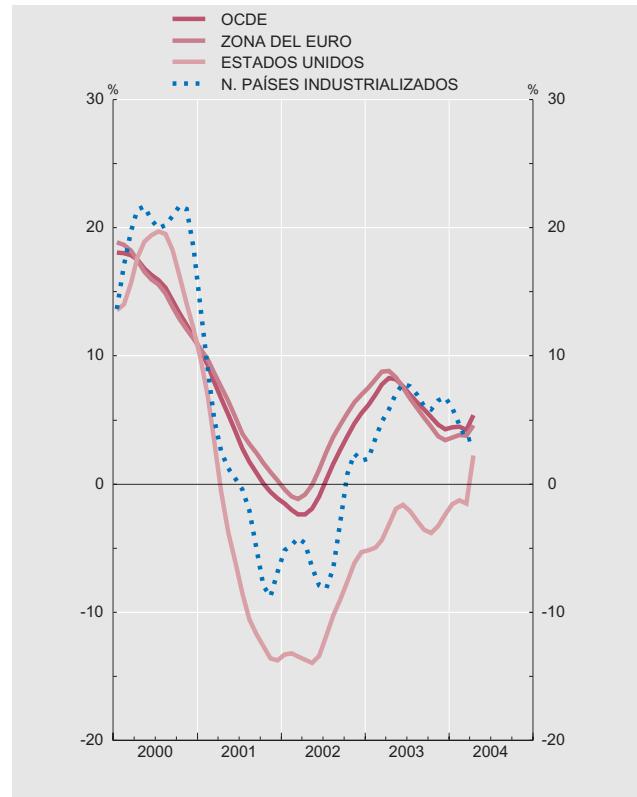
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

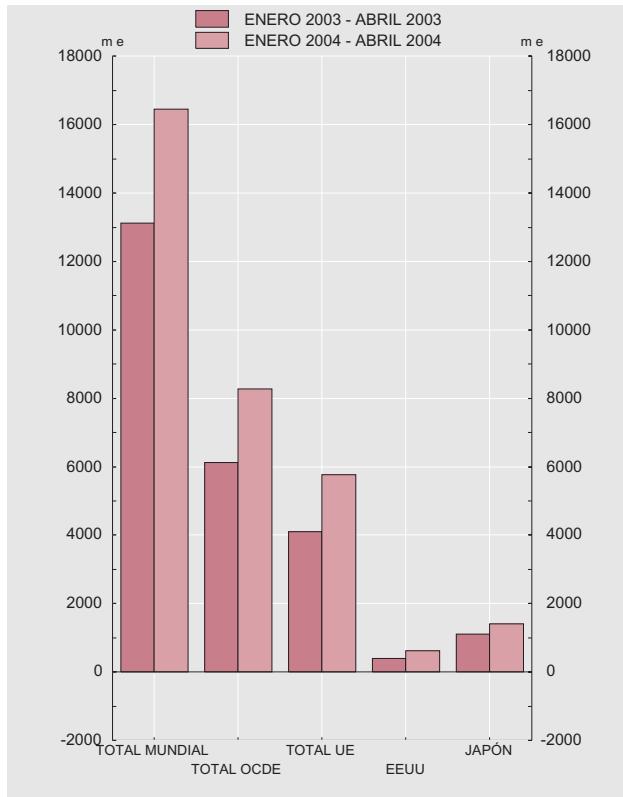
(a) Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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

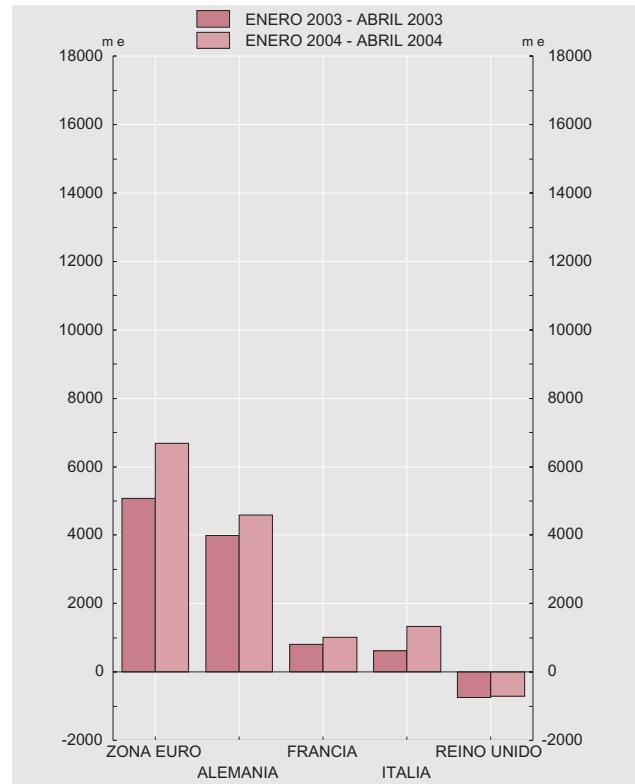
■ Serie representada gráficamente.

		OCDE													Millones de euros				
		Unión Europea																	
		Total		Zona del euro			Reino Unido		Resto UE		Estados Unidos de América		Japón	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		
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		
03	P	-46 279	-25 084	-18 810	-20 249	-13 592	-3 187	-3 360	1 083	356	-1 138	-3 816	-1 321	-8 147	-1 466	-2 600	-8 982		
03 E-A		-13 118	-6 121	-4 107	-5 066	-3 985	-801	-618	743	216	-390	-1 106	-518	-3 044	-308	-843	-2 802		
04 E-A		-16 453	-8 268	-5 767	-6 693	-4 594	-1 012	-1 326	713	213	-618	-1 399	-485	-2 689	-528	-895	-4 073		
03 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		
Ago		-3 820	-2 154	-1 772	-1 722	-1 068	-227	-305	-69	19	-61	-205	-116	-600	-155	-187	-724		
Sep		-4 850	-2 545	-2 096	-2 086	-1 369	-234	-416	-55	45	-97	-306	-45	-637	-308	-209	-1 153		
Oct		-4 109	-2 281	-1 875	-1 863	-1 216	-332	-282	54	-66	48	-382	-71	-697	-278	-197	-657		
Nov		-4 585	-2 758	-2 061	-2 111	-1 279	-465	-401	39	11	-194	-401	-102	-687	-114	-236	-789		
Dic		-4 295	-2 712	-2 239	-2 249	-1 221	-495	-452	16	-6	-82	-336	-54	-622	56	-241	-777		
04 Ene		-3 511	-1 432	-674	-1 029	-771	-180	-280	246	109	-240	-265	-253	-839	33	-241	-1 031		
Feb		-3 726	-1 980	-1 503	-1 749	-1 119	-331	-259	224	22	-137	-300	-40	-605	-86	-207	-849		
Mar		-4 361	-2 254	-1 645	-1 859	-1 294	-328	-313	187	26	-105	-460	-45	-672	-173	-231	-1 029		
Apr		-4 855	-2 602	-1 945	-2 056	-1 410	-173	-473	55	56	-136	-374	-148	-572	-302	-216	-1 163		

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.

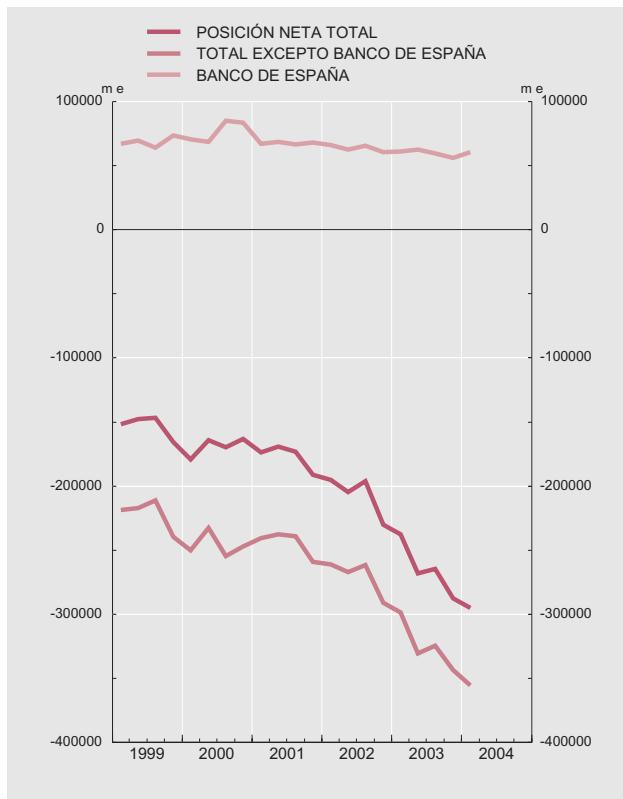
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO RESUMEN

Serie representada gráficamente.

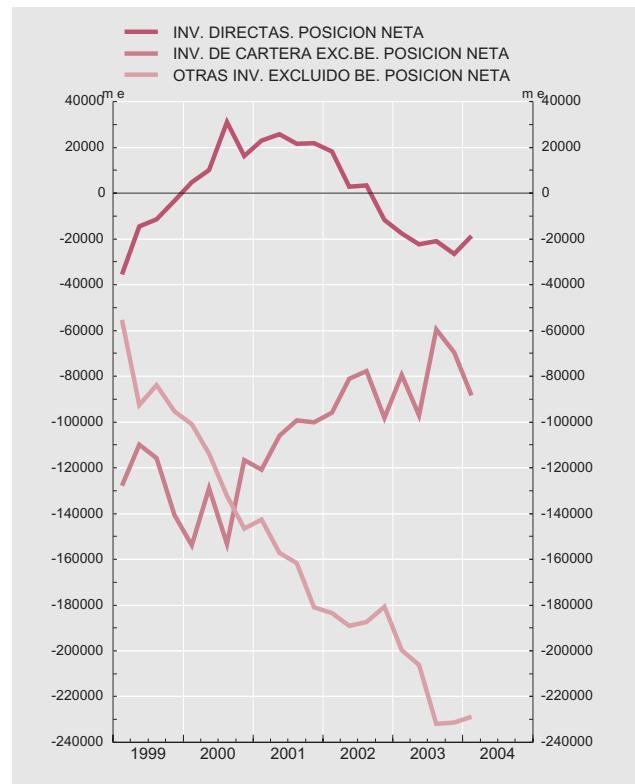
Saldos a fin de periodo en millones de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13+15	13	14	15	
96	-108 679	-156 081	-53 108	31 973	85 081-104 857	17 421	122 278	1 884	132 134	130 250	47 403	47 658	-	-256	
97	-121 608	-185 920	-45 366	45 852	91 218-124 360	33 272	157 632	-16 194	141 741	157 935	64 311	64 174	-	137	
98	-159 772	-212 314	-41 242	60 064	101 306-136 177	73 123	209 300	-34 895	158 762	193 657	52 542	52 095	-	447	
99	-165 704	-239 447	-3 413	112 285	115 698-140 717	127 409	268 125	-95 318	148 062	243 380	73 743	37 288	36 028	427	
00	-163 412	-246 928	16 238	171 907	155 669-116 666	193 719	310 384-146 501	159 480	305 981	83 516	38 234	45 278	4		
01 I	-173 697	-240 691	22 909	184 020	161 111-120 942	200 829	321 771-142 658	188 299	330 958	66 994	41 380	27 355	-1 741		
II	-169 141	-237 534	25 701	204 159	178 458-105 928	219 383	325 311-157 306	178 108	335 414	68 393	40 776	28 376	-759		
III	-172 977	-239 406	21 443	202 355	180 912	-99 224	208 490	307 714-161 625	170 337	331 962	66 429	39 971	27 762	-1 305	
IV	-191 095	-259 231	21 753	209 307	187 554-100 066	232 765	332 831-180 918	163 881	344 799	68 136	38 865	29 156	114		
02 I	-195 213	-261 254	18 077	212 406	194 328	-95 829	245 199	341 028-183 503	168 178	351 681	66 041	41 015	26 173	-1 148	
II	-204 753	-267 233	2 810	202 813	200 004	-81 059	245 783	326 842-188 983	173 641	362 624	62 480	36 400	26 005	75	
R	-195 997	-261 639	3 350	205 264	201 914	-77 665	240 510	318 175-187 324	178 034	365 358	65 642	38 425	27 657	-440	
IV	-230 350	-290 978	-11 673	213 946	225 618	-98 620	259 260	357 880-180 685	185 153	365 838	60 628	38 431	22 650	-453	
03 I	-237 566	-298 603	-17 752	216 596	234 348	-81 026	280 164	361 191-199 825	184 551	384 376	61 037	35 436	24 337	1 264	
II	-267 982	-330 450	-22 489	215 218	237 707-101 889	290 008	391 897-206 073	183 249	389 322	62 468	31 326	26 766	4 376		
III	-264 630	-324 366	-20 893	220 946	241 839	-71 697	314 451	386 148-231 775	181 151	412 926	59 736	25 395	22 216	12 126	
IV	-287 563	-343 652	-26 484	221 550	248 035	-85 821	326 366	412 187-231 347	185 870	417 217	56 089	21 229	18 269	16 591	
04 I	-294 983	-355 497	-18 842	228 198	247 040-107 749	347 737	455 485-228 906	194 395	423 302	60 514	17 578	23 071	19 866		

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



Fuente: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España nº 2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, a las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

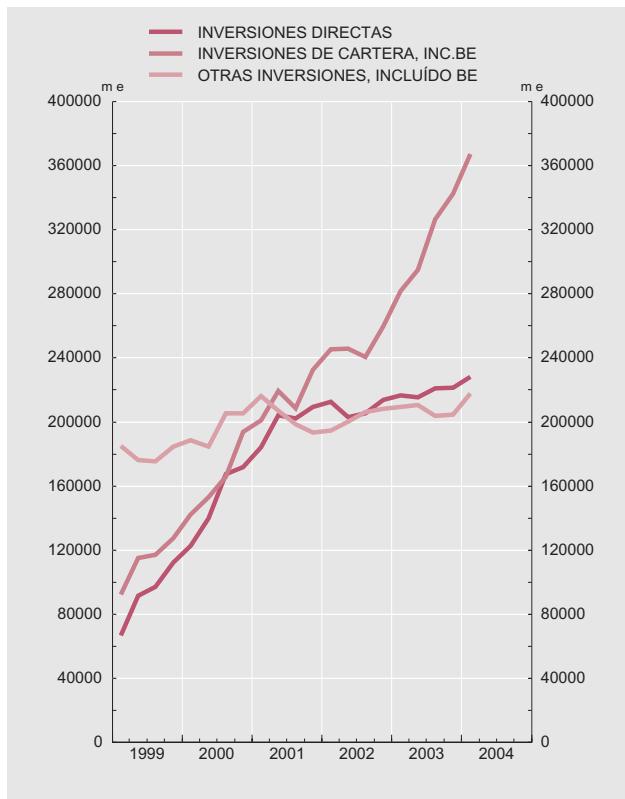
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

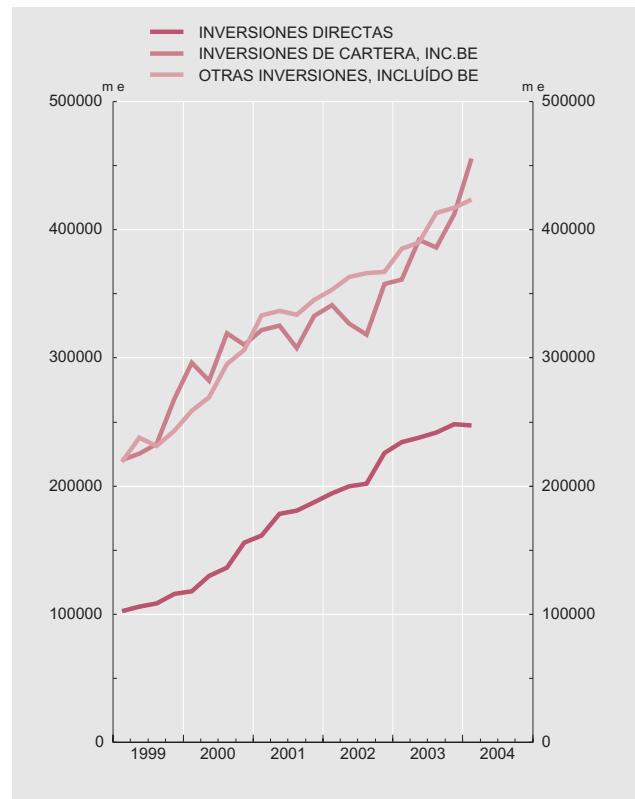
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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	11
96	29 634	2 339	71 683	13 398	4 272	13 149	53 370	68 908	132 316	130 688
97	42 711	3 141	78 261	12 957	9 918	23 354	75 414	82 217	141 924	157 981
98	54 374	5 690	84 022	17 284	20 249	52 874	116 698	92 603	159 261	193 708
99	104 816	7 469	97 447	18 251	42 288	85 121	145 948	122 177	184 552	243 414
00	158 816	13 091	129 955	25 714	83 927	109 792	147 521	162 864	205 216	306 434
01 /	167 112	16 908	132 506	28 605	79 346	121 483	152 351	169 420	216 070	333 114
//	185 414	18 745	144 585	33 873	80 549	138 834	149 410	175 902	206 909	336 599
/I	181 808	20 547	146 839	34 073	66 943	141 547	124 216	183 499	198 533	333 700
/V	189 022	20 285	150 244	37 311	74 623	158 142	144 151	188 680	193 450	345 097
02 /	191 778	20 628	148 624	45 704	75 523	169 677	148 497	192 530	194 791	353 268
//	186 114	16 699	154 641	45 363	65 240	180 543	128 578	198 265	200 085	362 988
/I	186 791	18 473	154 339	47 575	56 609	183 901	103 690	214 485	206 103	366 210
/V	196 880	17 065	174 445	51 173	50 709	209 037	116 990	240 890	208 235	367 210
03 /	199 100	17 496	183 166	51 182	47 502	234 268	116 385	244 806	209 345	385 174
//	197 605	17 613	185 992	51 715	51 786	242 998	133 836	258 061	210 486	390 192
/I	204 718	16 228	187 742	54 097	58 748	267 719	130 619	255 529	203 789	413 239
/V	206 285	15 265	185 912	62 122	66 035	276 559	147 892	264 295	204 594	417 309
04 /	211 138	17 060	185 673	61 368	74 710	292 525	153 513	301 973	217 896	423 364

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



Fuente: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6

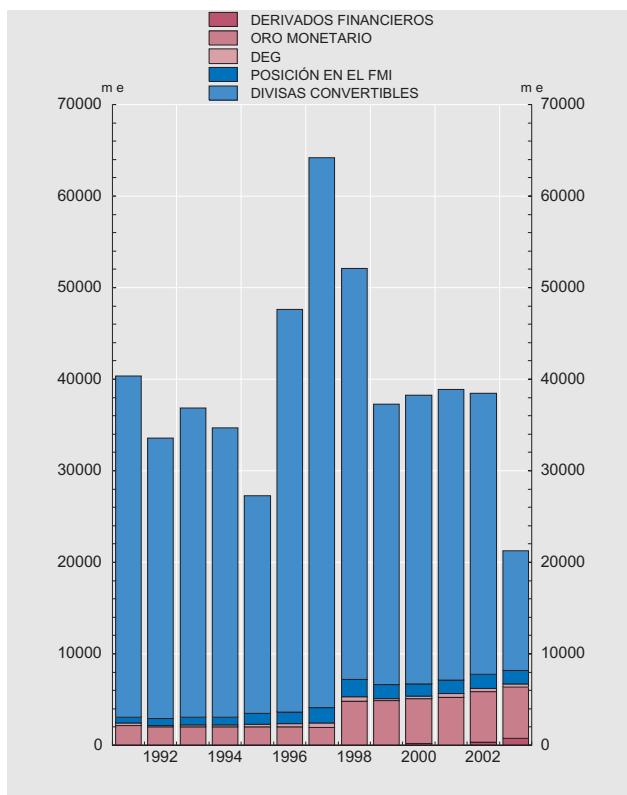
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

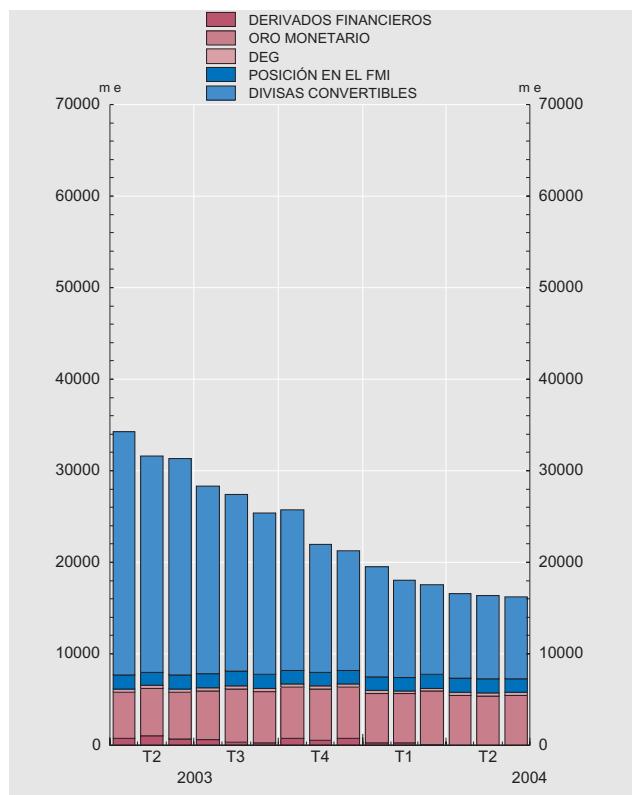
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: Oro Millones de onzas troy
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	
	1	2	3	4	5	6	7
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	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
Oct	25 744	17 528	1 505	332	5 592	787	16,8
Nov	21 942	13 967	1 487	338	5 583	566	16,8
Dic	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04 Ene	19 497	11 984	1 499	333	5 424	258	16,8
Feb	18 015	10 609	1 429	332	5 349	296	16,8
Mar	17 578	9 790	1 532	337	5 823	95	16,8
Abr	16 539	9 200	1 537	343	5 459	-	16,8
May	16 368	9 094	1 517	344	5 413	-	16,8
Jun	16 245	8 985	1 464	346	5 451	-	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 FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo												Millions of euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas						Otras Instituciones Financieras Monetarias							
		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				
02 /IV	670 173	190 973	1 452	1 069	178 105	10 348	-	307 780	338	154 007	34 197	119 237			
03 /	693 082	181 335	2 191	707	168 191	10 247	-	328 115	306	165 842	39 473	122 493			
II	713 657	186 292	3 061	264	173 132	9 835	-	339 603	314	170 813	44 738	123 738			
III	739 771	176 960	3 609	1 777	161 829	9 745	-	362 674	344	183 339	49 190	129 801			
IV	763 958	171 864	4 471	332	157 189	9 872	-	374 118	317	187 752	56 356	129 693			
04 /	807 536	188 045	3 761	486	173 516	10 282	-	392 050	604	186 501	71 478	133 467			

7.9.(CONT.) DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo												Millions of 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	Afiladas		
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
02 /IV	1 371	1 371	107 976	3 001	19 770	78	23 797	60 588	438	304	62 073	32 765	29 308		
03 /	798	798	119 732	2 678	19 148	123	31 967	64 842	435	539	63 102	32 776	30 326		
II	870	870	121 488	2 497	17 743	77	34 319	65 843	427	581	65 405	32 942	32 463		
III	313	313	128 820	2 417	20 322	78	38 138	66 957	408	499	71 004	32 451	38 553		
IV	92	92	135 529	2 295	19 185	-	43 667	69 581	393	409	82 354	38 149	44 205		
04 /	62	62	145 180	2 319	20 242	308	50 295	71 212	394	409	82 199	34 896	47 303		

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

Total	Préstamo neto						Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda		
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct.	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a APP	Oro y activos netos en moneda extranjera					
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	
03 Ene	216 134	171 227	45 000	-	44	194	331	78 901	343 292	1 621	357 455	91 443	4 633	130 571	2 029
<i>Feb</i>	214 155	169 101	45 000	-	30	215	190	77 507	341 834	6 205	355 613	85 081	2 911	131 708	2 029
<i>Mar</i>	226 881	181 762	45 000	-	22	176	80	92 269	349 423	16 524	350 769	77 092	3 144	129 438	2 029
<i>Abr</i>	225 887	181 136	44 982	-	14	88	332	86 415	361 691	3 881	333 632	54 475	4 102	133 342	2 029
<i>May</i>	223 549	178 317	44 980	-175	21	580	174	87 720	366 841	1 040	332 823	52 662	4 657	129 143	2 029
<i>Jun</i>	242 725	197 701	44 990	-	58	295	320	101 582	375 152	7 666	330 087	48 852	5 590	133 523	2 029
<i>Jul</i>	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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	247 661	202 783	45 000	-	28	100	250	110 659	396 275	-48	322 998	37 431	4 604	130 368	2 029
<i>Nov</i>	254 542	209 544	44 999	-	40	85	125	117 552	400 813	2 428	321 118	35 430	4 528	131 360	1 103
<i>Dic</i>	284 335	238 653	45 000	-	20	755	92	146 710	424 335	7 259	319 186	34 302	4 250	132 321	1 054
04 Ene	275 539	229 365	45 909	-	23	352	109	135 688	421 010	-2 873	306 360	23 910	2 600	136 198	1 054
<i>Feb</i>	273 026	217 065	56 000	-	14	237	290	135 227	417 374	2 714	303 312	18 450	2 293	134 453	1 054
<i>Mar</i>	283 136	218 533	64 999	-	48	84	528	145 578	423 041	9 494	299 843	12 886	1 713	134 791	1 054
<i>Abr</i>	289 267	213 955	75 000	-	-1	449	135	151 317	434 742	4 739	310 312	22 148	689	136 207	1 054
<i>May</i>	292 238	217 976	75 001	-619	1	129	249	153 524	439 836	4 579	311 341	20 449	940	136 720	1 054
<i>Jun</i>	315 670	240 727	75 000	-	3	121	181	176 467	447 220	20 992	310 497	18 753	751	137 398	1 054

8.1.B BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas										
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España		
	Oper. principales de financiación (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct.	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a APP	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	
03 Ene	15 510	14 845	670	-	8	1	13	25 487	52 831	3 594	40 512	9 574	-21 385	-21 064	-322	11 409	-
<i>Feb</i>	13 802	12 818	982	-	2	-	0	23 953	52 233	3 482	40 161	8 400	-21 027	-20 511	-515	10 875	-
<i>Mar</i>	16 858	15 631	1 228	-	-3	1	0	26 245	53 103	4 618	39 800	8 324	-21 571	-20 738	-834	12 184	-
<i>Abr</i>	15 460	14 563	900	-	-3	-	-	28 617	54 799	5 628	37 706	5 897	-24 679	-23 845	-833	11 522	-
<i>May</i>	16 142	15 771	367	-	4	-	-	29 707	54 804	6 792	36 619	4 730	-25 126	-24 535	-591	11 562	-
<i>Jun</i>	17 225	17 096	123	-	6	-	0	31 927	55 832	8 040	35 483	3 538	-26 074	-25 645	-429	11 371	-
<i>Jul</i>	18 096	17 719	410	-	5	-	37	30 278	57 570	5 051	32 508	165	-24 062	-23 644	-418	11 880	-
<i>Ago</i>	30 083	28 880	1 209	-	-5	-	-	30 350	57 898	4 681	29 732	-2 497	-12 216	-11 568	-648	11 949	-
<i>Sep</i>	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	-
<i>Oct</i>	22 461	21 098	1 374	-	-1	0	11	29 058	57 688	6 847	28 698	-6 780	-18 702	-17 669	-1 033	12 105	-
<i>Nov</i>	20 801	20 121	665	-	15	-	1	31 189	58 180	8 209	26 491	-8 709	-22 211	-21 156	-1 056	11 823	-
<i>Dic</i>	25 566	25 044	519	-	1	4	2	31 667	61 277	6 017	25 557	-10 069	-18 163	-17 124	-1 039	12 063	-
04 Ene	27 131	26 821	306	-	4	0	-	31 118	61 418	5 215	23 579	-11 936	-17 059	-16 088	-970	13 071	-
<i>Feb</i>	24 426	23 140	1 284	-	2	-	-	29 157	60 837	5 076	22 214	-14 541	-16 993	-15 976	-1 017	12 262	-
<i>Mar</i>	25 205	23 147	2 035	-	29	-	6	30 229	61 787	6 007	21 501	-16 064	-17 935	-16 675	-1 260	12 911	-
<i>Abr</i>	24 386	21 735	2 618	-	0	32	-	33 475	63 565	5 800	20 812	-15 078	-22 119	-20 109	-2 010	13 030	-
<i>May</i>	22 748	19 387	3 363	-	-2	-	-	35 358	63 690	7 633	20 683	-15 281	-25 148	-23 226	-1 922	12 538	-
<i>Jun</i>	25 288	22 049	3 242	-	-1	-	2	38 291	64 808	8 776	20 671	-14 622	-26 221	-24 367	-1 854	13 218	-

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

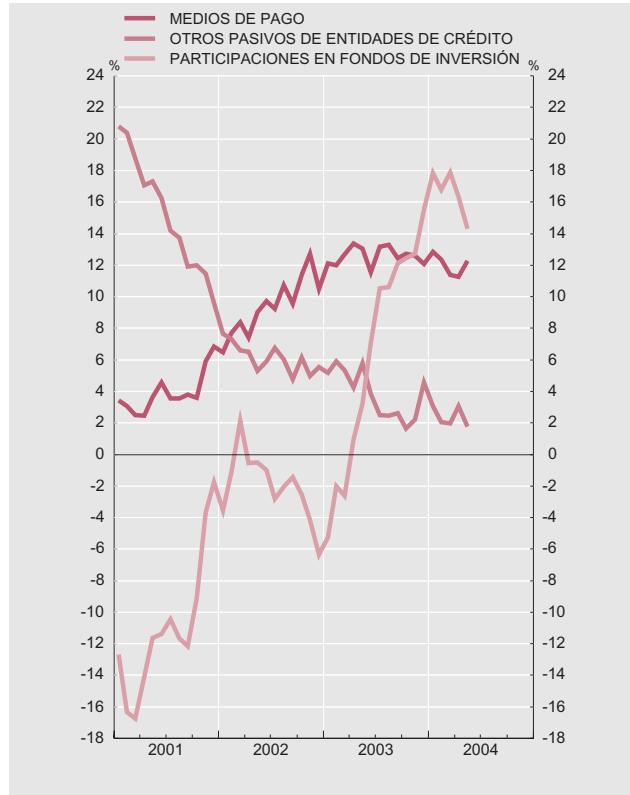
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

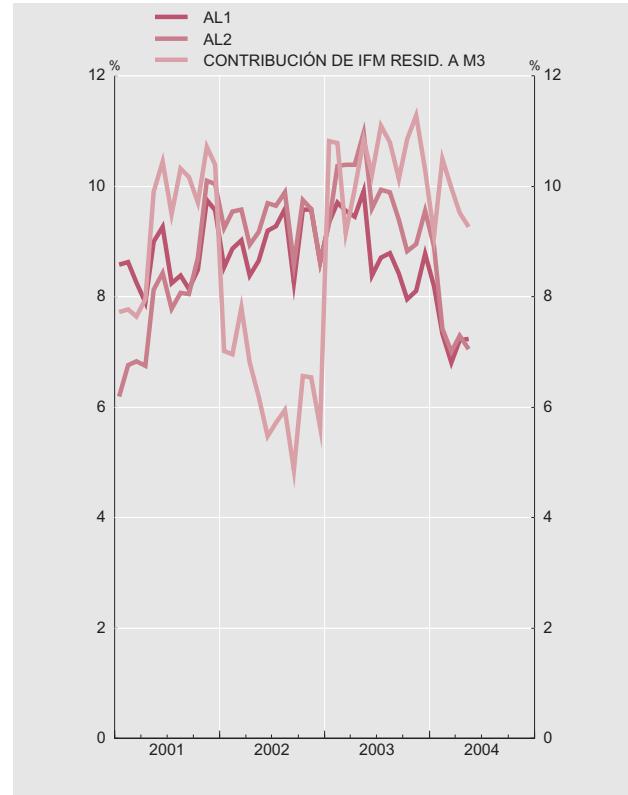
Millones de euros y porcentajes

	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			AL1 (d)	AL2 (e)	Contribución de IFM resid. a M3	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				
01	291 310	6,8	-21,3	16,0	11,8	251 335	9,6	13,0	7,1	-20,6	155 663	-1,8	33,8	20,4	-17,5	9,6	10,0	10,4				
02	321 912	10,5	22,2	10,3	6,5	265 287	5,6	6,9	0,7	4,2	145 758	-6,4	14,1	8,6	-21,3	8,6	8,6	8,6	5,6			
03	360 753	12,1	21,0	7,8	13,1	277 390	4,6	2,2	15,7	-2,7	168 406	15,5	10,1	24,9	14,8	8,8	9,6	9,6	10,3			
03 Feb	319 296	12,0	24,7	12,8	6,7	269 333	5,9	5,7	4,7	11,4	148 824	-2,0	17,5	23,2	-21,1	9,7	10,4	10,8				
Mar	326 272	12,7	34,9	12,6	5,5	269 420	5,3	4,6	7,1	8,4	150 592	-2,6	13,9	26,9	-21,9	9,6	10,4	9,1				
Abr	326 374	13,4	31,8	13,3	7,1	268 516	4,2	3,8	8,2	-1,8	154 491	1,0	14,6	28,6	-16,7	9,5	10,4	10,0				
May	329 773	13,1	27,3	12,4	8,6	272 197	5,8	5,6	8,5	-0,3	157 560	3,2	13,2	31,7	-13,3	9,9	11,0	10,8				
Jun	343 523	11,5	24,6	9,0	9,6	270 061	3,8	4,2	7,1	-9,4	161 029	7,1	13,3	34,0	-7,3	8,4	9,6	10,2				
Jul	344 605	13,2	22,9	11,2	11,6	267 824	2,5	2,5	4,3	-2,9	162 951	10,5	14,7	34,6	-2,1	8,7	9,9	11,1				
Ago	343 583	13,3	22,2	11,9	11,3	270 396	2,5	1,9	5,3	0,7	163 547	10,6	15,6	31,7	-1,5	8,8	9,9	10,8				
Sep	346 448	12,4	21,3	10,0	11,7	268 491	2,6	2,5	4,9	-2,5	162 940	12,1	14,7	28,5	2,9	8,4	9,4	10,1				
Oct	343 646	12,7	21,7	9,5	12,6	270 344	1,6	0,4	12,2	-13,1	165 460	12,4	12,8	25,8	6,1	8,0	8,8	10,9				
Nov	354 680	12,6	21,7	8,9	13,0	271 322	2,2	0,5	12,9	-9,2	166 941	12,7	11,3	25,5	7,8	8,1	9,0	11,3				
Dic	360 753	12,1	21,0	7,8	13,1	277 390	4,6	2,2	15,7	-2,7	168 406	15,5	10,1	24,9	14,8	8,8	9,6	10,3				
04 Ene	355 419	12,8	21,2	8,8	13,8	276 057	3,1	2,1	7,2	3,2	171 015	17,8	6,1	22,7	24,0	8,2	8,9	9,1				
Feb	358 751	12,4	20,6	8,6	13,1	274 853	2,0	2,1	9,0	-18,4	173 801	16,8	3,4	9,2	31,2	7,3	7,4	10,5				
Mar	363 354	11,4	20,1	7,4	12,2	274 679	2,0	3,0	4,3	-18,3	177 543	17,9	3,1	10,4	33,6	6,8	7,0	10,0				
Abr	P 363 068	11,2	19,8	7,2	12,2	276 778	3,1	3,6	7,1	-15,1	179 717	16,3	3,0	8,7	30,6	7,2	7,3	9,5				
May	P 370 234	12,3	18,6	10,2	11,9	277 033	1,8	2,4	2,8	-9,9	180 101	14,3	3,7	4,0	28,0	7,2	7,1	9,3				

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.

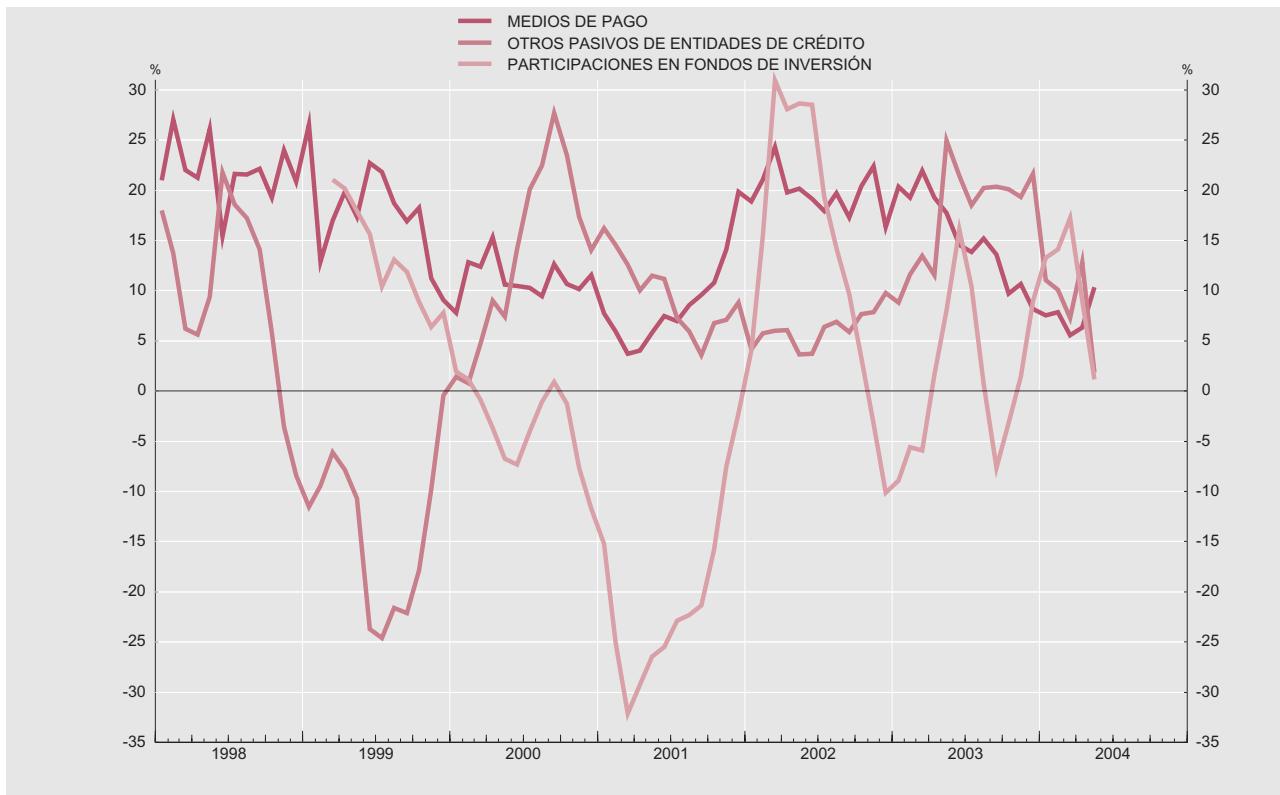
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión (b)					
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual			
			Efectivo y depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (c)			Otros depósitos (d)	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	
01	66 520	19,9	20,2	10,7	42 942	8,8	16,7	4,9	15 282	-2,2	86,1	14,1	-21,8	
02	77 375	16,3	15,6	39,5	47 128	9,7	19,1	4,6	13 730	-10,2	16,3	2,5	-25,7	
03	83 696	8,2	7,9	15,6	57 315	21,6	39,2	10,5	14 954	8,9	10,3	14,5	5,3	
03 Feb	76 047	19,3	18,6	38,8	47 380	11,6	17,1	8,3	14 126	-5,6	18,6	17,3	-24,9	
Mar	79 709	22,0	21,7	31,0	48 864	13,5	15,3	12,4	14 353	-5,9	14,4	21,4	-25,3	
Abr	77 684	19,3	19,2	21,5	47 743	11,6	16,1	8,8	15 621	1,6	15,4	30,1	-15,7	
May	78 293	17,8	17,6	23,8	53 270	24,9	47,1	11,2	16 875	8,0	14,5	40,3	-7,7	
Jun	81 835	14,5	14,3	20,6	52 121	21,5	46,7	5,8	18 185	16,1	14,9	49,4	3,4	
Jul	78 825	13,8	13,8	14,9	50 605	18,5	44,8	1,5	16 931	10,4	12,5	35,6	-1,4	
Ago	79 040	15,2	15,1	18,1	52 196	20,2	46,3	3,5	15 490	0,7	9,8	17,9	-11,9	
Sep	80 696	13,6	13,2	24,7	52 319	20,4	47,5	3,1	13 959	-7,6	5,4	0,6	-19,5	
Oct	77 600	9,7	9,4	17,8	53 307	20,1	38,8	7,8	14 347	-3,2	6,6	3,7	-12,5	
Nov	82 550	10,7	10,0	28,3	53 605	19,4	39,8	5,7	14 646	1,4	8,2	9,0	-6,3	
Dic	83 696	8,2	7,9	15,6	57 315	21,6	39,2	10,5	14 954	8,9	10,3	14,5	5,3	
04 Ene	81 161	7,5	6,8	27,0	51 523	11,0	39,9	-6,3	15 543	13,3	13,6	12,4	13,5	
Feb	82 033	7,9	8,4	-4,6	52 172	10,1	30,4	-3,2	16 118	14,1	17,4	-0,2	20,0	
Mar	84 137	5,6	5,9	-2,5	52 420	7,3	33,8	-9,4	16 824	17,2	24,2	0,8	21,9	
Abr	P 82 595	6,3	6,4	5,5	53 871	12,8	34,4	-1,4	17 026	9,0	20,7	-7,7	10,9	
May	P 86 379	10,3	10,7	1,7	54 253	1,8	11,7	-6,3	17 073	1,2	18,2	-17,5	1,5	

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

(b) 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.

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

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

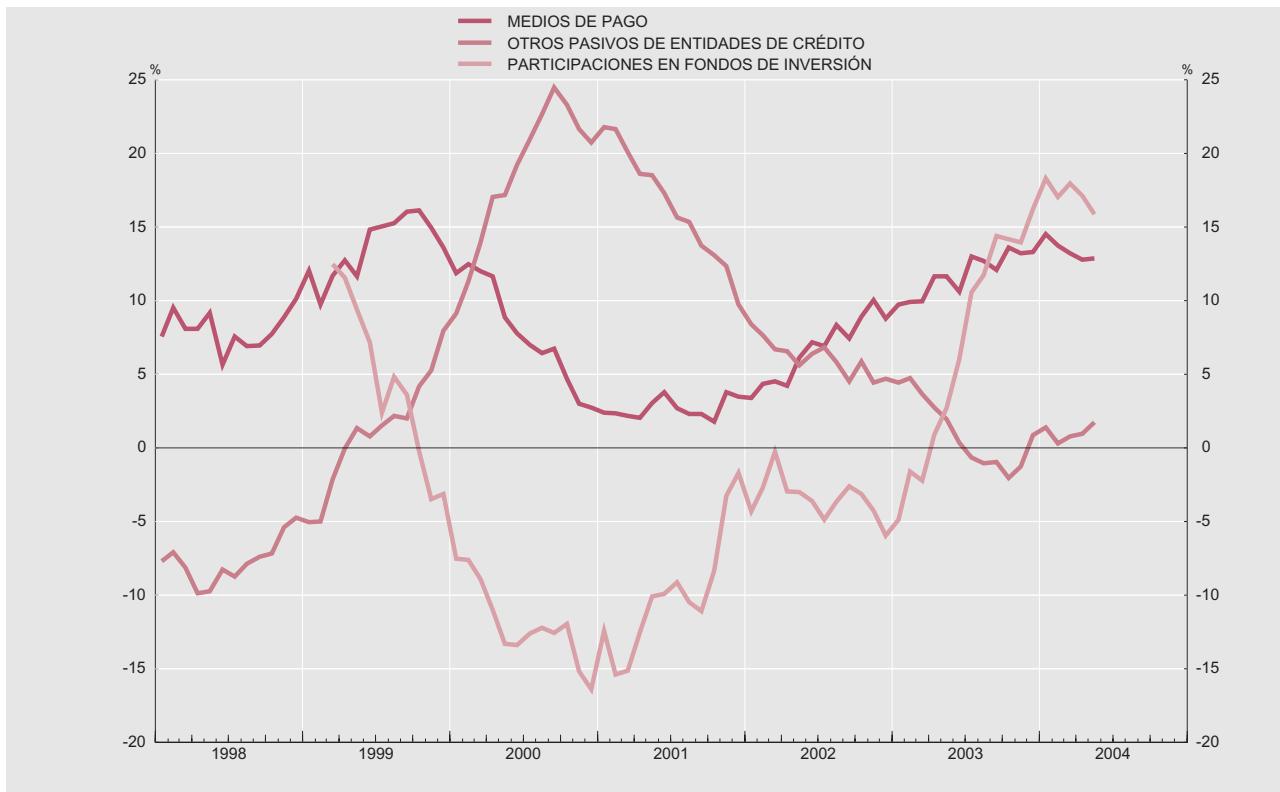
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión (b)				
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual			Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		
			Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (c)			Otros depósitos (d)	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
01	224 789	3,5	-22,6	12,1	11,8	208 393	9,8	12,7	-3,1	140 381	-1,7	30,2	21,2	-16,9
02	244 537	8,8	20,0	6,9	5,9	218 160	4,7	5,8	-1,1	132 028	-6,0	13,9	9,3	-20,8
03	277 058	13,3	21,3	8,2	13,0	220 075	0,9	-1,4	13,3	153 452	16,2	10,1	25,9	15,8
03 Feb	243 249	9,9	22,9	8,9	6,1	221 953	4,7	4,7	4,9	134 699	-1,6	17,3	23,8	-20,7
Mar	246 564	10,0	33,2	5,8	5,0	220 556	3,7	3,7	3,7	136 239	-2,2	13,8	27,5	-21,5
Abr	248 690	11,7	30,4	9,2	6,8	220 773	2,8	2,7	3,2	138 870	0,9	14,5	28,5	-16,8
May	251 481	11,7	26,2	8,7	8,3	218 927	2,0	1,8	2,7	140 686	2,7	13,1	30,7	-14,0
Jun	261 688	10,6	23,7	4,8	9,3	217 941	0,3	0,3	0,6	142 844	6,0	13,1	32,2	-8,6
Jul	265 781	13,0	22,2	9,7	11,5	217 219	-0,7	-1,4	3,3	146 020	10,6	14,9	34,5	-2,2
Ago	264 544	12,7	21,7	9,6	11,2	218 200	-1,0	-2,2	4,6	148 057	11,8	16,3	33,4	-0,3
Sep	265 751	12,1	21,0	7,5	11,4	216 171	-0,9	-1,7	3,1	148 981	14,4	15,7	31,8	5,5
Oct	266 045	13,6	21,5	10,3	12,5	217 037	-2,0	-3,2	4,1	151 113	14,2	13,5	28,3	8,2
Nov	272 130	13,2	21,8	8,4	12,7	217 718	-1,3	-3,3	9,2	152 295	13,9	11,7	27,3	9,4
Dic	277 058	13,3	21,3	8,2	13,0	220 075	0,9	-1,4	13,3	153 452	16,2	10,1	25,9	15,8
04 Ene	274 258	14,5	21,5	11,4	13,5	224 534	1,4	-1,5	16,4	155 473	18,3	5,3	23,8	25,1
Feb	276 719	13,8	20,9	9,2	13,5	222 681	0,3	-0,8	5,9	157 683	17,1	2,0	10,2	32,4
Mar	279 217	13,2	20,4	9,4	12,6	222 259	0,8	-0,1	5,3	160 719	18,0	1,0	11,4	34,9
Abr	P 280 474	12,8	20,0	8,5	12,3	222 907	1,0	0,4	3,8	162 691	17,2	1,2	10,6	32,9
May	P 283 855	12,9	18,8	10,0	12,1	222 781	1,8	1,2	4,6	163 028	15,9	2,2	6,8	31,3

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

(b) 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.

(c) Incluye los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses. (d) Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

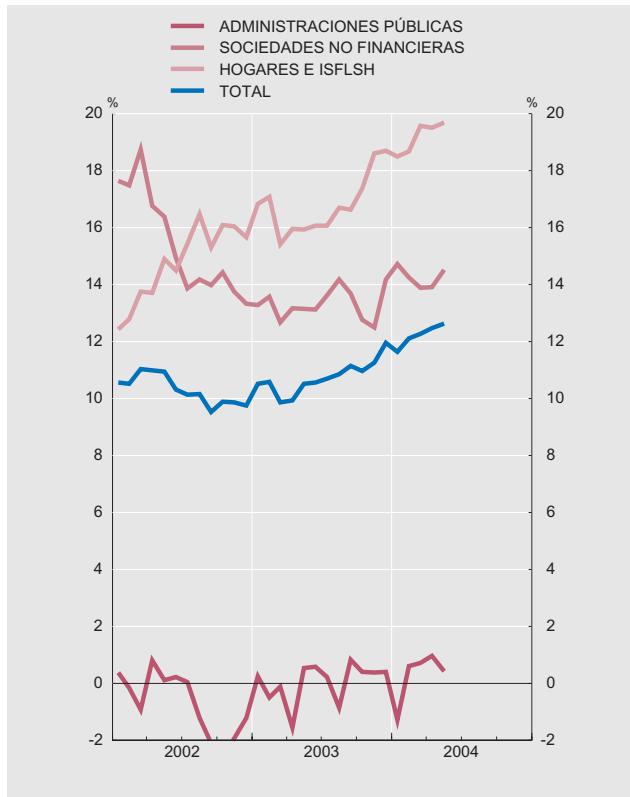
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

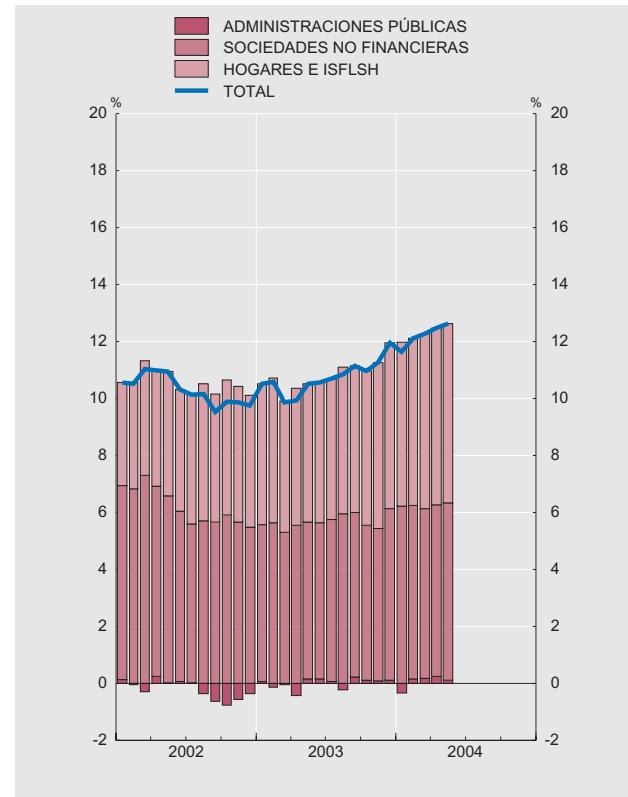
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total						Pro memoria: fondos de titulización			
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi-nistraciones públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH								Admi-nistraciones públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH							
					Por sectores		Por instrumentos								Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
01	1 093 226	110 743	11,3	2,0	15,6	18,1	12,3	13,8	4,9	28,4	0,6	10,6	7,0	3,6	7,9	0,1	2,7	24 568			
02	1 199 040	106 612	9,8	-1,2	14,3	13,3	15,6	14,4	-16,2	17,4	-0,4	10,1	5,5	4,6	8,4	-0,2	1,9	38 989			
03	1 349 153	143 186	11,9	0,4	16,1	14,2	18,7	16,5	5,4	14,6	0,1	11,8	6,0	5,8	10,0	0,1	1,7	56 848			
03 Feb	1 210 356	-520	10,6	-0,5	15,0	13,6	17,1	15,6	-13,8	15,4	-0,1	10,7	5,6	5,1	9,2	-0,2	1,8	38 895			
Mar	1 227 063	16 177	9,9	-0,1	13,8	12,7	15,4	14,7	-15,9	12,6	-0,0	9,9	5,3	4,6	8,6	-0,2	1,5	40 536			
Abr	1 228 832	2 454	9,9	-1,6	14,3	13,2	15,9	15,7	-16,5	11,1	-0,4	10,4	5,5	4,8	9,3	-0,2	1,3	41 966			
May	1 245 743	16 340	10,5	0,5	14,3	13,1	15,9	15,7	-9,9	9,6	0,1	10,4	5,5	4,8	9,3	-0,1	1,1	41 808			
Jun	1 268 452	21 777	10,5	0,6	14,4	13,1	16,1	15,6	-11,1	10,5	0,2	10,4	5,5	4,9	9,3	-0,1	1,2	43 736			
Jul	1 281 464	12 439	10,7	0,2	14,7	13,6	16,1	15,6	-10,5	12,1	0,1	10,6	5,7	4,9	9,4	-0,1	1,4	44 888			
Ago	1 283 373	-1 303	10,9	-0,9	15,2	14,2	16,7	15,8	-9,6	14,9	-0,2	11,1	5,9	5,1	9,5	-0,1	1,7	44 978			
Sep	1 294 178	12 672	11,1	0,8	14,9	13,7	16,6	15,5	-8,8	14,2	0,2	10,9	5,8	5,1	9,3	-0,1	1,7	49 887			
Oct	1 302 470	6 667	11,0	0,4	14,7	12,8	17,4	15,6	-2,3	11,9	0,1	10,8	5,4	5,4	9,5	-0,0	1,4	51 373			
Nov	1 320 195	16 648	11,3	0,4	15,1	12,5	18,6	16,4	0,5	9,6	0,1	11,2	5,3	5,8	10,0	0,0	1,1	52 546			
Dic	1 349 153	27 953	11,9	0,4	16,1	14,2	18,7	16,5	5,4	14,6	0,1	11,8	6,0	5,8	10,0	0,1	1,7	56 848			
04 Ene	1 358 503	9 526	11,6	-1,3	16,3	14,7	18,5	16,4	5,4	16,8	-0,3	12,0	6,2	5,7	9,9	0,1	2,0	57 263			
Feb	1 362 589	5 181	12,1	0,6	16,1	14,2	18,7	16,6	11,9	13,9	0,2	11,9	6,1	5,9	10,2	0,1	1,7	57 523			
Mar	1 383 836	20 168	12,3	0,7	16,3	13,9	19,6	17,1	17,4	12,2	0,2	12,1	5,9	6,1	10,4	0,2	1,5	58 851			
Abr	P 1 388 983	5 221	12,5	1,0	16,3	13,9	19,5	16,9	17,9	13,0	0,2	12,2	6,0	6,2	10,5	0,2	1,6	60 020			
May	P 1 409 064	20 156	12,6	0,4	16,7	14,5	19,7	17,2	8,9	14,7	0,1	12,5	6,2	6,3	10,7	0,1	1,7	61 017			

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 (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas

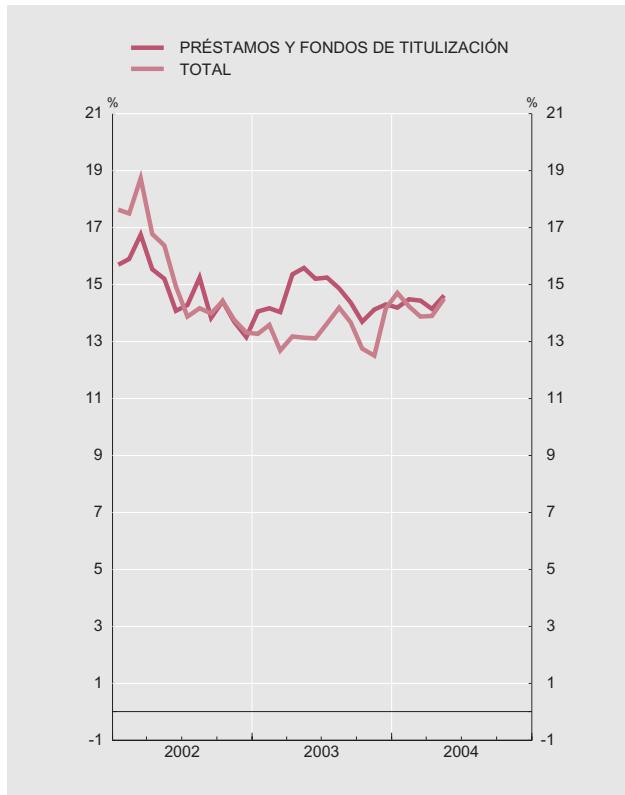
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

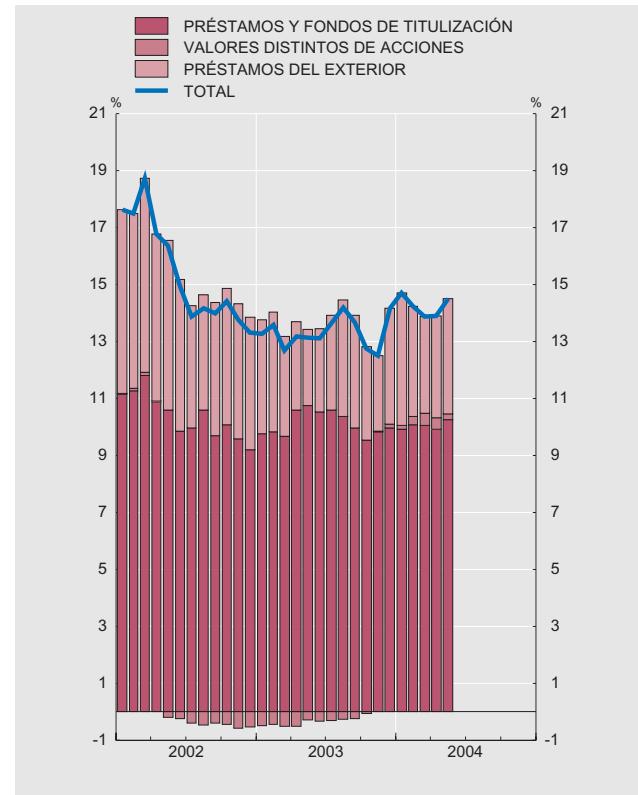
Millones de euros y porcentajes

	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
01	450 718	68 910	18,1	315 161	15,3	11,0	14 761	4,9	0,2	120 797	28,5	6,9	14 395
02	510 612	60 008	13,3	355 787	13,1	9,2	12 363	-16,2	-0,5	142 462	17,4	4,7	20 949
03	590 399	72 368	14,2	406 047	14,3	10,0	13 033	5,4	0,1	171 319	14,6	4,1	24 954
03 Feb	517 333	3 892	13,6	360 397	14,2	9,8	12 645	-13,8	-0,4	144 290	15,3	4,2	21 019
Mar	525 729	7 828	12,7	366 309	14,0	9,7	12 359	-15,9	-0,5	147 062	12,5	3,5	21 201
Abr	532 080	7 015	13,2	372 811	15,4	10,6	12 026	-16,5	-0,5	147 243	11,0	3,1	21 892
May	535 220	2 548	13,1	375 499	15,6	10,7	12 437	-9,9	-0,3	147 284	9,6	2,7	21 612
Jun	542 514	6 298	13,1	381 315	15,2	10,5	12 201	-11,1	-0,3	148 997	10,4	2,9	21 642
Jul	550 267	7 157	13,6	386 867	15,2	10,6	12 160	-10,5	-0,3	151 240	12,0	3,3	21 439
Ago	555 991	2 485	14,2	386 920	14,9	10,4	12 227	-9,6	-0,3	156 845	14,9	4,1	21 638
Sep	559 671	5 502	13,7	390 094	14,4	10,0	12 247	-8,8	-0,2	157 331	14,2	4,0	23 576
Oct	567 547	6 216	12,8	394 857	13,7	9,5	12 956	-2,3	-0,1	159 734	11,8	3,3	23 466
Nov	573 961	5 289	12,5	401 139	14,1	9,8	12 758	0,5	0,0	160 064	9,5	2,7	23 584
Dic	590 399	15 307	14,2	406 047	14,3	10,0	13 033	5,4	0,1	171 319	14,6	4,1	24 954
04 Ene	596 130	5 869	14,7	408 661	14,2	9,9	13 130	5,4	0,1	174 338	16,8	4,7	24 651
Feb	597 167	2 110	14,2	411 876	14,5	10,1	14 153	11,9	0,3	171 138	13,8	3,9	24 666
Mar	605 463	7 175	13,9	418 485	14,4	10,1	14 505	17,4	0,4	172 473	12,2	3,4	24 578
Abr	P 613 428	8 009	13,9	424 791	14,1	9,9	14 178	17,9	0,4	174 458	13,0	3,6	24 990
May	P 619 607	6 220	14,5	429 620	14,6	10,3	13 545	8,9	0,2	176 443	14,7	4,0	24 609

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. Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

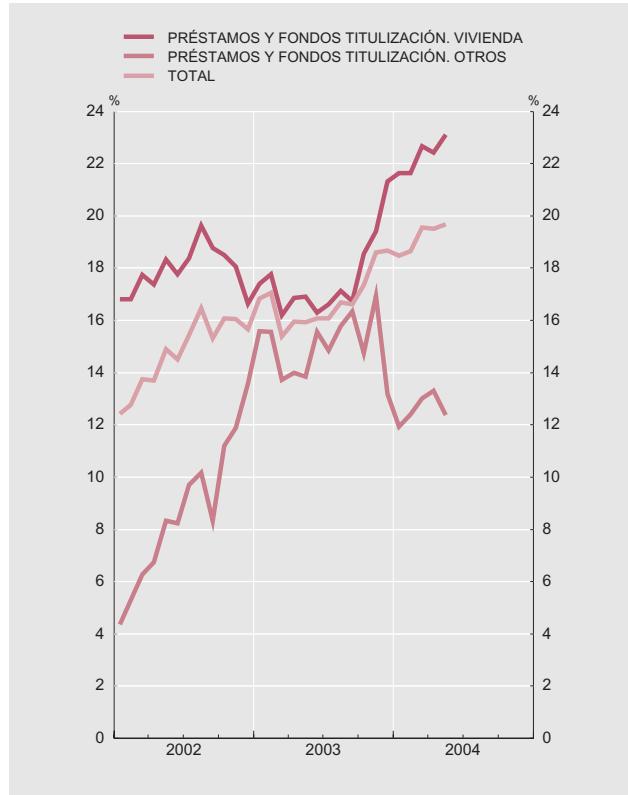
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

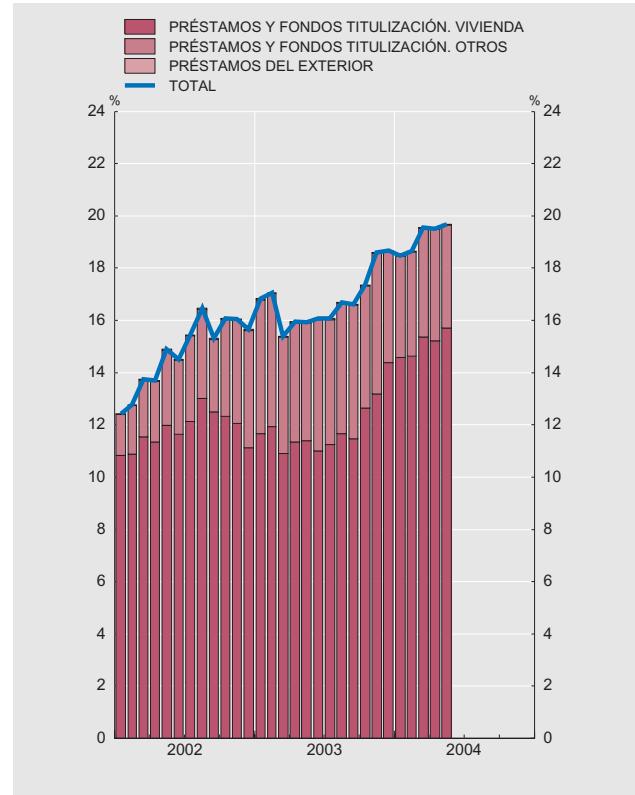
Millones de euros y porcentajes

	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 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	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	372 251	50 461	15,6	251 195	16,6	11,1	120 443	13,6	4,5	613	33,3	0,0	16 109	1 931
03	441 298	69 540	18,7	304 729	21,3	14,4	135 850	13,2	4,3	719	17,3	0,0	28 771	3 124
03 Feb	380 572	4 316	17,1	257 029	17,8	11,9	122 915	15,6	5,1	628	27,2	0,0	15 945	1 931
Mar	384 780	4 247	15,4	260 834	16,2	10,9	123 318	13,7	4,5	628	25,4	0,0	16 337	2 999
Abr	391 737	6 977	15,9	265 917	16,9	11,4	125 184	14,0	4,5	635	23,9	0,0	17 075	2 999
May	397 021	5 305	15,9	269 838	16,9	11,4	126 536	13,8	4,5	646	25,6	0,0	17 197	2 999
Jun	406 480	9 522	16,1	274 918	16,3	11,0	130 906	15,5	5,0	657	26,5	0,0	18 907	3 187
Jul	412 508	6 052	16,1	280 742	16,6	11,2	131 093	14,9	4,8	673	31,7	0,0	20 262	3 187
Ago	414 649	2 168	16,7	283 510	17,1	11,7	130 463	15,8	5,0	676	22,3	0,0	20 153	3 187
Sep	419 118	4 515	16,6	287 606	16,7	11,5	130 821	16,4	5,1	692	24,0	0,0	23 153	3 157
Oct	426 691	7 608	17,4	293 668	18,6	12,6	132 319	14,8	4,7	705	23,1	0,0	24 749	3 157
Nov	437 240	10 599	18,6	299 288	19,4	13,2	137 240	16,9	5,4	712	18,4	0,0	25 804	3 157
Dic	441 298	4 183	18,7	304 729	21,3	14,4	135 850	13,2	4,3	719	17,3	0,0	28 771	3 124
04 Ene	445 300	4 040	18,5	308 272	21,6	14,6	136 290	11,9	3,9	738	19,1	0,0	29 488	3 124
Feb	451 059	5 781	18,7	312 657	21,6	14,6	137 655	12,4	4,0	747	18,8	0,0	29 733	3 124
Mar	459 548	8 531	19,6	319 914	22,7	15,4	138 878	13,0	4,2	756	20,4	0,0	31 178	3 095
Abr	P 467 612	8 094	19,5	325 516	22,4	15,2	141 331	13,3	4,3	765	20,4	0,0	31 935	3 095
May	P 474 611	7 033	19,7	332 155	23,1	15,7	141 681	12,4	3,9	775	19,9	0,0	33 313	3 095

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. Hasta diciembre de 2002 esta información tenía periodicidad trimestral. Las tasas relativas a los meses en los que no existe información se han calculado utilizando el dato obtenido de la interpolación lineal de los datos trimestrales.

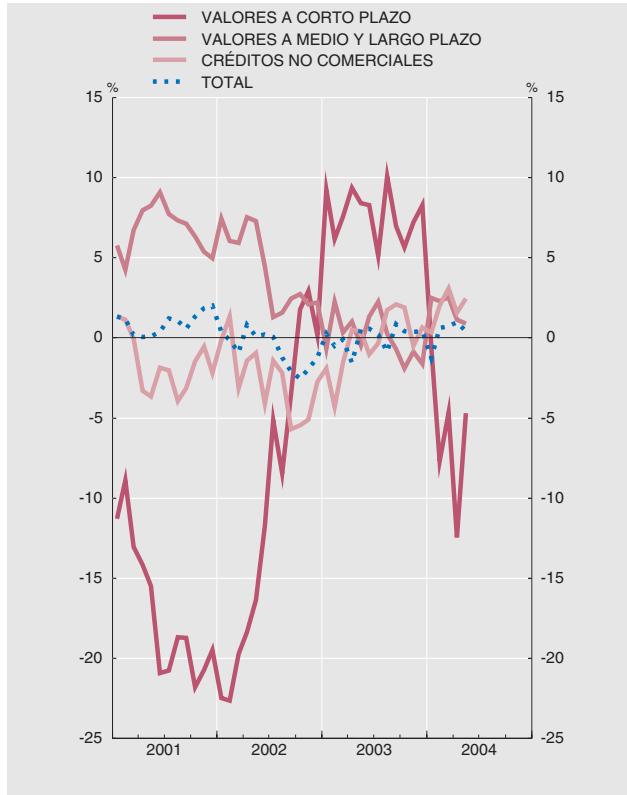
8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

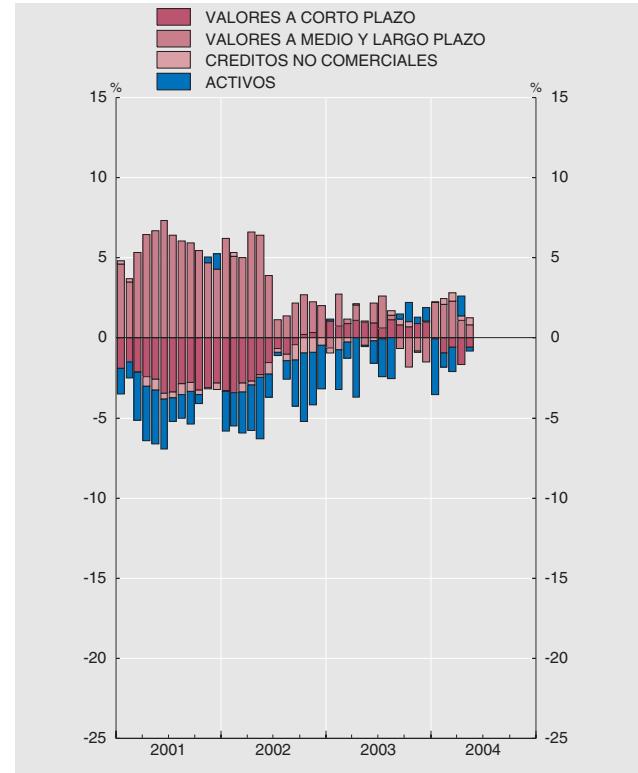
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T 1/12 Total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos				Pasivos		Credito no comerciales y resto (a)		
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	A corto plazo	Medio y largo plazo	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores	A corto plazo	Medio y largo plazo	Credito no comerciales y resto (a)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
01	320 035	6 346	2,0	3 387	-8 901	13 518	-1 230	-17 060	14 101	0,9	-19,5	5,0	-2,2	-4,9	-2,8	4,3	-0,4	0,9
02	316 178	-3 858	-1,2	4 878	59	6 322	-1 503	1 785	6 950	1,3	0,2	2,2	-2,7	15,2	0,0	2,0	-0,5	-2,7
03	P 317 456	1 278	0,4	-1 318	3 049	-4 710	343	1 767	-4 363	-0,3	8,3	-1,6	0,6	-3,9	1,0	-1,5	0,1	0,8
02 Dic	316 178	8 361	-1,2	2 232	-591	1 112	1 710	-240	-5 890	1,3	0,2	2,2	-2,7	15,2	0,0	2,0	-0,5	-2,7
03 Ene	P 321 179	5 001	0,3	-4 820	3 038	-8 130	272	283	-10 104	0,1	9,3	-0,7	-1,9	-0,7	1,1	-0,6	-0,3	0,1
Feb	P 312 451	-8 728	-0,5	2 039	-850	3 475	-586	-6	10 773	1,7	6,2	2,2	-4,3	13,1	0,7	2,0	-0,8	-2,5
Mar	P 316 554	4 102	-0,1	296	443	-29	-119	316	-4 122	0,8	7,6	0,3	-1,5	5,4	0,9	0,3	-0,3	-1,0
Abr	P 305 016	-11 538	-1,6	7 004	812	5 343	848	2 833	15 709	1,7	9,4	1,0	0,5	16,2	1,1	0,9	0,1	-3,7
May	P 313 502	8 487	0,5	-1 619	-439	-1 039	-140	27	-10 132	0,5	8,4	-0,5	0,4	0,3	1,0	-0,5	0,1	-0,1
Jun	P 319 458	5 956	0,6	2 100	-342	2 745	-303	-144	-3 712	1,7	8,3	1,3	-1,0	7,1	1,0	1,2	-0,2	-1,4
Jul	P 318 688	-770	0,2	-2 639	853	-4 332	840	-1 631	-237	2,2	5,1	2,3	-0,3	12,8	0,6	2,0	-0,1	-2,3
Ago	P 312 733	-5 955	-0,9	-5 691	-840	-3 871	-980	224	41	1,4	10,1	0,3	1,7	13,8	1,1	0,2	0,3	-2,5
Sep	P 315 389	2 656	0,8	1 729	-5	2 053	-319	-13	-914	0,4	7,0	-0,7	2,1	-1,6	0,8	-0,7	0,3	0,3
Oct	P 308 233	-7 156	0,4	-2 236	-194	-1 662	-381	-459	5 380	-0,7	5,7	-1,9	1,9	-5,1	0,7	-1,8	0,3	1,2
Nov	P 308 993	761	0,4	1 489	813	1 773	-1 097	64	664	-0,0	7,2	-0,9	-0,5	-1,8	0,9	-0,8	-0,1	0,4
Dic	P 317 456	8 463	0,4	1 028	-242	-1 037	2 308	275	-7 709	-0,3	8,3	-1,6	0,6	-3,9	1,0	-1,5	0,1	0,8
04 Ene	A 317 073	-383	-1,3	3 539	-236	3 676	99	-1 730	5 651	1,9	-0,6	2,5	0,3	19,8	-0,1	2,2	0,1	-3,5
Feb	A 314 363	-2 710	0,6	-354	-3 632	2 968	310	-11	2 367	1,2	-7,7	2,3	2,0	4,1	-1,0	2,1	0,3	-0,9
Mar	A 318 826	4 463	0,7	2 712	1 618	629	465	499	-2 250	1,9	-4,6	2,5	3,1	7,6	-0,6	2,3	0,5	-1,5
Abr	A 307 943	-10 882	1,0	-869	-2 376	1 451	56	11	10 003	-0,2	-12,5	1,1	1,6	-4,6	-1,6	1,1	0,3	1,2
May	A 314 847	6 903	0,4	1 265	2 714	-1 780	330	-61	-5 578	0,5	-4,7	0,9	2,5	1,0	-0,6	0,8	0,4	-0,2

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) Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

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

(c) Excluidas las Cuentas de Recaudación.

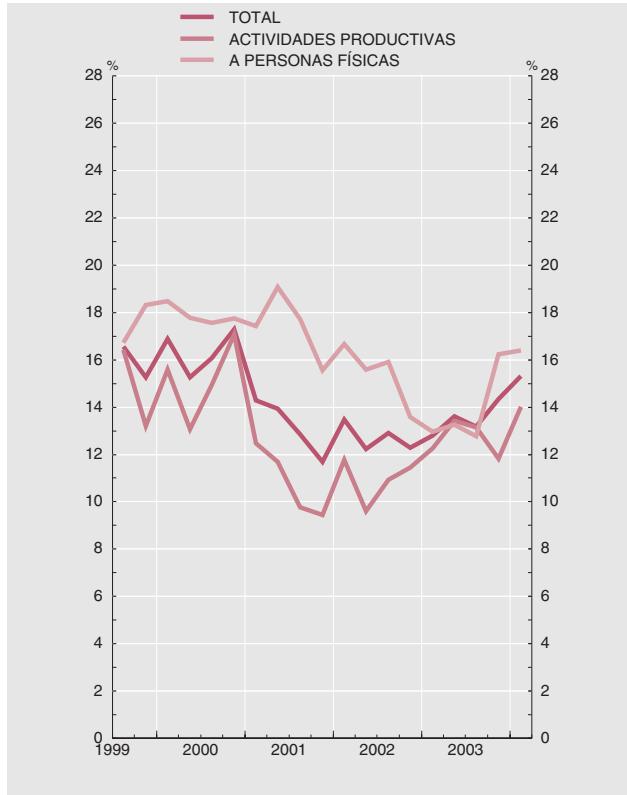
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES.

■ Serie representada gráficamente.

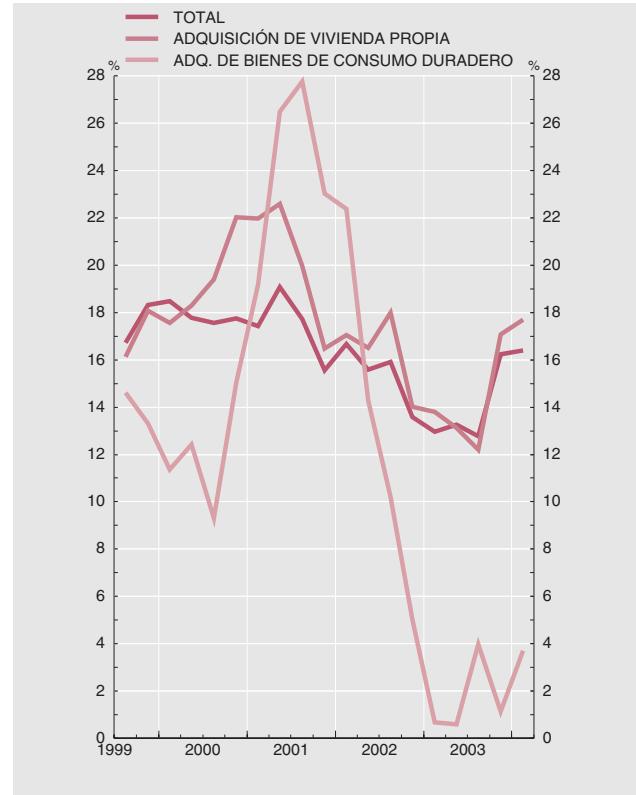
Milenes de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Total	Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto					Finan- cia- ción a insti- tu- cio- nes pri- va- das sin fines de lu- cro	Sin clasifi- car
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y Rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero	Resto (b)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
03	802 212	412 054	16 402	85 829	65 784	244 040	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 144
01 /	564 120	299 581	12 764	76 144	42 368	168 306	251 694	183 189	175 505	7 684	28 331	40 175	2 215	10 629
//	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
/I	603 049	317 262	13 215	81 899	44 957	177 191	273 224	198 747	190 559	8 188	31 826	42 651	2 282	10 280
/IV	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	281 789	205 790	197 192	8 598	33 076	42 922	2 394	10 079
02 /	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	293 673	214 354	205 404	8 949	34 671	44 648	2 382	9 273
//	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
/I	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	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
03 /	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	331 747	244 498	233 729	10 769	34 910	52 339	2 285	12 271
//	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	349 500	256 010	244 414	11 596	35 676	57 814	2 512	13 608
/I	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	357 146	264 453	252 316	12 136	36 468	56 225	2 651	12 520
/IV	802 212	412 054	16 402	85 829	65 784	244 040	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 144
04 /	832 734	428 593	16 973	85 326	68 171	258 123	386 179	288 736	275 107	13 629	36 201	61 242	3 108	14 854

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. Veáse las novedades al Boletín estadístico de octubre de 2001 y los cuadros 89.53, 89.54 y 89.55 del Boletín estadístico, que se difunden en www.bde.es.

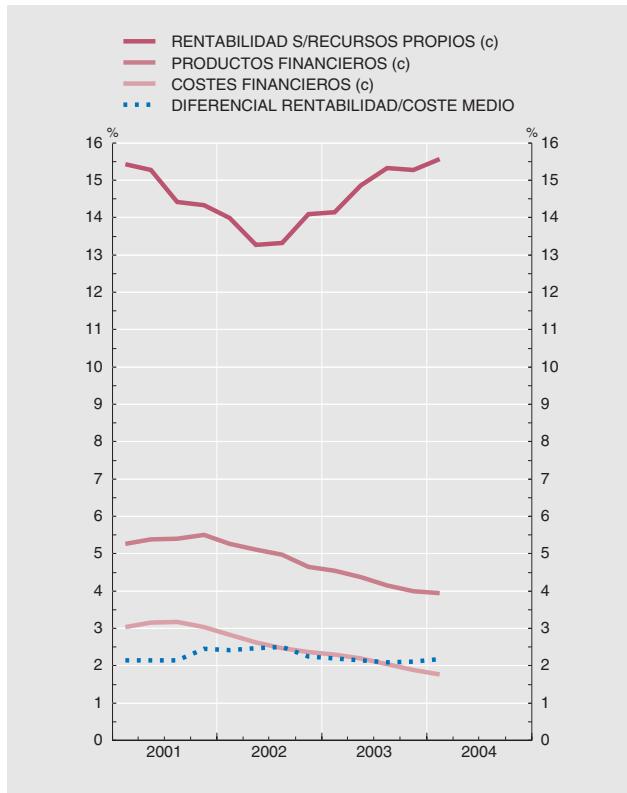
(b) Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades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

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CREDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

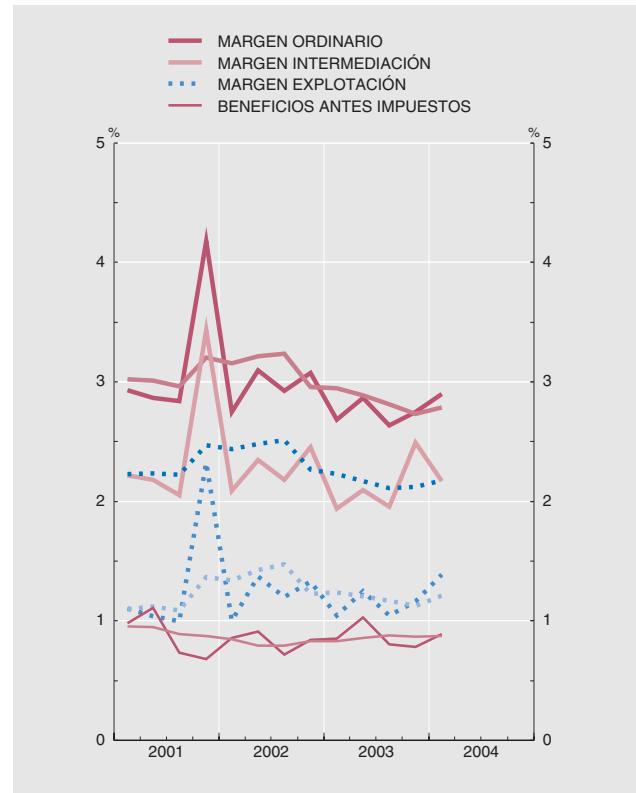
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado												En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
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		
03	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-1,0	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1		
01 /	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,1	-0,1	1,0	15,9	5,7	3,5	2,1		
//	5,4	3,2	2,2	0,7	2,9	1,8	1,1	1,0	0,1	1,1	17,9	5,8	3,7	2,1		
///	5,1	3,0	2,1	0,8	2,8	1,8	1,1	1,0	-0,3	0,7	12,0	5,8	3,7	2,1		
/V	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4		
02 /	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4		
//	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5		
///	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		
/V	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 /	4,0	2,1	1,9	0,7	2,7	1,6	1,0	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,9	2,7	2,2		
//	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		
///	3,7	1,7	2,0	0,7	2,6	1,6	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,0	4,4	2,3	2,1		
/V	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-0,4	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1		
04 /	3,8	1,7	2,2	0,7	2,9	1,5	0,9	1,4	-0,5	0,9	15,9	4,2	2,0	2,2		

CUENTA DE RESULTADOS
Ratio 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.

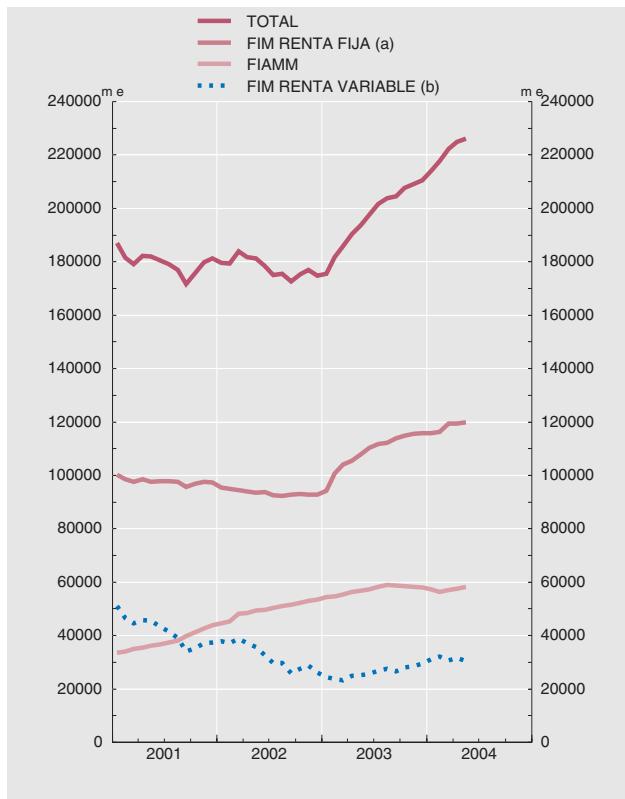
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

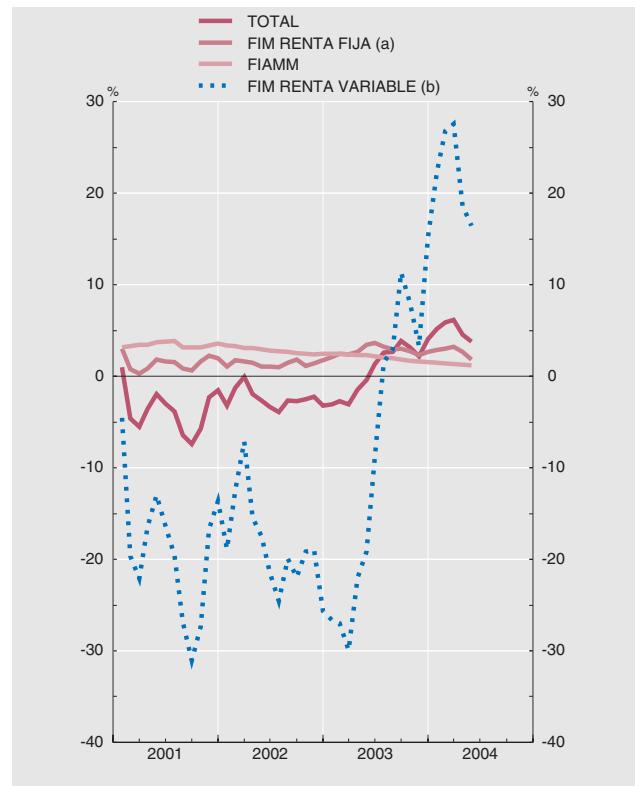
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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	1 274	-3,2	53 366	9 536	8 327	2,4	92 742	-4 504	-5 581	1,7	26 067	-11 427	-1 794	-25,7	2 558
03	210 627	35 894	28 077	4,0	58 054	4 688	3 830	1,5	115 819	23 077	20 129	2,6	29 401	3 334	-202	15,1	7 353
03 Feb	181 800	6 190	5 772	-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	4 486	-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	2 226	-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	2 417	-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	2 704	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	3 271	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	203 769	2 232	1 832	2,6	58 977	834	784	1,9	112 157	464	733	3,0	27 642	694	180	3,0	4 993
Sep	204 588	819	1 160	3,9	58 627	-350	-426	1,8	113 841	1 684	806	3,0	26 718	-924	334	11,3	5 402
Oct	207 521	2 933	1 531	3,1	58 461	-166	-204	1,7	114 870	1 029	1 117	2,7	28 050	1 332	-8	8,0	6 140
Nov	209 092	1 571	1 354	2,2	58 289	-172	-223	1,6	115 520	650	713	2,3	28 423	373	227	3,3	6 860
Dic	210 627	1 535	-156	4,0	58 054	-235	-309	1,5	115 819	299	-397	2,6	29 401	978	101	15,1	7 353
04 Ene	214 023	3 396	2 019	5,1	57 185	-869	-929	1,4	115 878	59	-479	2,8	31 101	1 701	989	22,3	9 858
Feb	217 640	3 617	2 284	5,9	56 357	-828	-892	1,4	116 217	339	-230	3,0	32 208	1 107	473	26,8	12 857
Mar	222 254	4 615	4 899	6,2	57 102	745	685	1,3	119 477	3 259	2 553	3,2	30 782	-1 426	-199	27,5	14 894
Abr	225 006	2 752	2 889	4,6	57 582	481	441	1,3	119 465	-11	515	2,6	31 578	796	621	18,6	16 380
May	P 225 991	984	...	3,7	58 295	712	...	1,2	119 904	439	...	1,8	30 404	-1 174	...	16,5	17 387

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

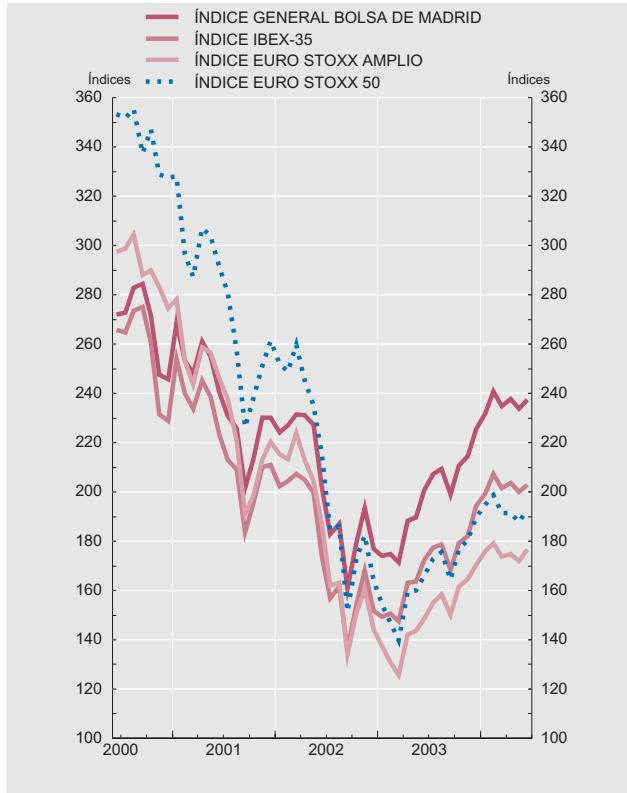
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

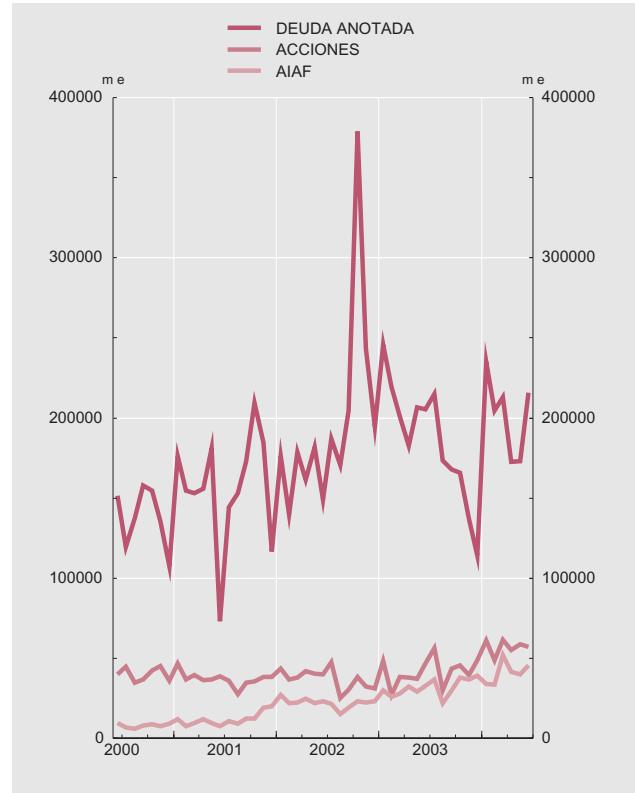
	Índices de cotización de acciones					Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX 35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	
03	706,88	6 727,59	212,92	2 413,39	499 745	74 346	2 234 366	380 204	-	11 677	1	3 653	
03 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	713,22	6 703,60	214,34	2 395,87	43 490	6 203	167 990	30 007	-	1 080	0	327	
Oct	755,09	7 129,50	230,69	2 575,04	45 571	7 582	165 674	37 844	-	740	0	328	
Nov	768,38	7 252,50	235,26	2 630,47	39 690	6 965	137 049	36 962	-	473	0	308	
Dic	807,98	7 737,20	243,21	2 760,66	48 589	8 767	114 414	39 030	-	1 061	0	312	
04 Ene	830,23	7 929,90	250,91	2 839,13	61 276	6 910	235 109	33 803	-	718	0	350	
Feb	862,50	8 249,40	255,66	2 893,18	48 757	6 956	204 758	33 643	-	635	0	370	
Mar	841,46	8 018,10	247,90	2 787,49	61 389	7 877	213 010	52 067	-	1 064	0	471	
Apr	851,91	8 109,50	249,62	2 787,48	55 268	6 795	172 710	41 488	-	402	0	374	
May	837,42	7 959,30	245,43	2 736,83	58 788	6 625	172 908	40 128	-	621	0	386	
Jun	P	850,50	8 078,30	252,24	2 811,08	57 168	7 528	215 732	45 679	-	726	0	358

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES

Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

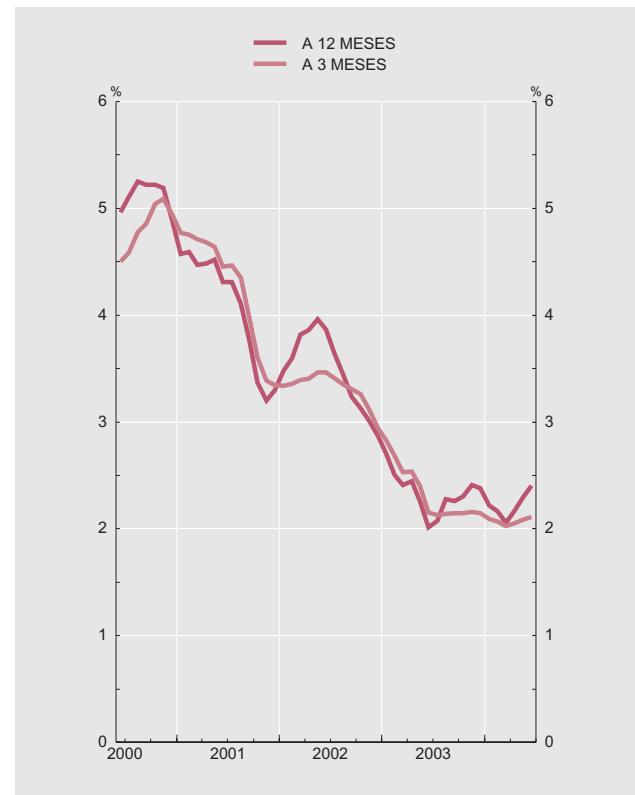
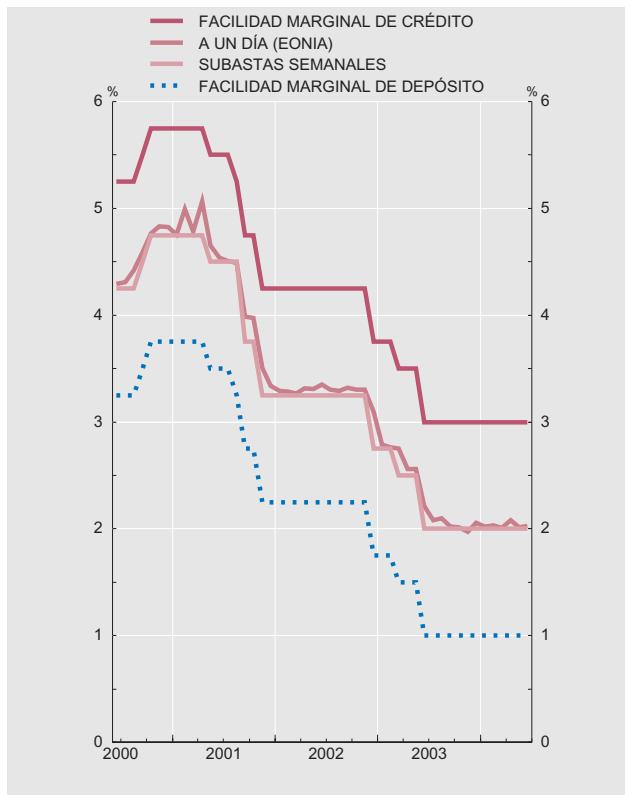
■ Serie representada gráficamente.

Medias de datos diarios. Porcentajes

Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria			Mercado interbancario													
	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (Euribor) (a)					España								
		De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles			Operaciones temporales con deuda pública					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	17	
01	3,25	3,29	4,25	2,25	4,38	4,33	4,26	4,15	4,08	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	3,30	3,32	3,35	3,49	3,28	3,29	3,31	3,49	3,21	3,21	3,20	3,38
03	2,00	2,12	3,00	1,00	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	2,31	2,34	2,33	2,35	2,26	2,26	2,21	2,23
03 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
Oct	2,00	2,13	3,00	1,00	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	2,01	2,08	2,14	2,28	2,00	2,02	2,02	2,16
Nov	2,00	2,12	3,00	1,00	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,98	2,07	2,15	2,43	1,96	2,01	2,04	2,30
Dic	2,00	2,12	3,00	1,00	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	2,02	2,11	2,14	2,36	1,95	2,03	2,04	-
04 Ene	2,00	2,03	3,00	1,00	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	2,01	2,06	2,08	2,21	1,94	1,97	1,92	2,07
Feb	2,00	2,01	3,00	1,00	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	2,03	2,05	2,06	2,22	1,98	1,96	1,97	2,03
Mar	2,00	-	3,00	1,00	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	2,00	2,02	2,03	2,03	1,94	1,95	1,93	1,87
Abr	2,00	2,01	3,00	1,00	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	2,06	2,03	2,03	2,18	1,96	1,94	1,95	2,12
May	2,00	2,04	3,00	1,00	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	2,01	2,05	2,08	2,30	1,97	1,96	1,97	2,18
Jun	2,00	-	3,00	1,00	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	2,03	2,06	2,10	2,41	1,99	1,98	1,99	2,15

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.

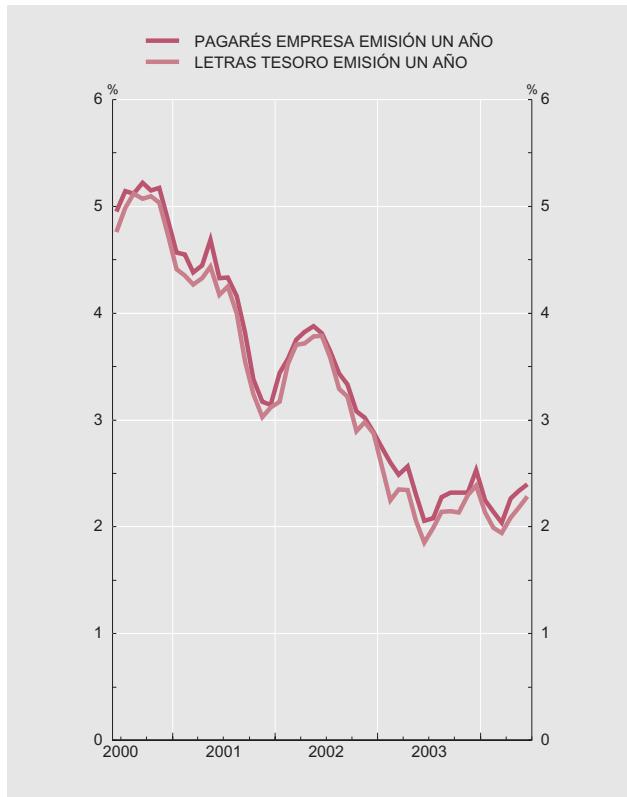
9.2. TIPOS DE INTERÉS: MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

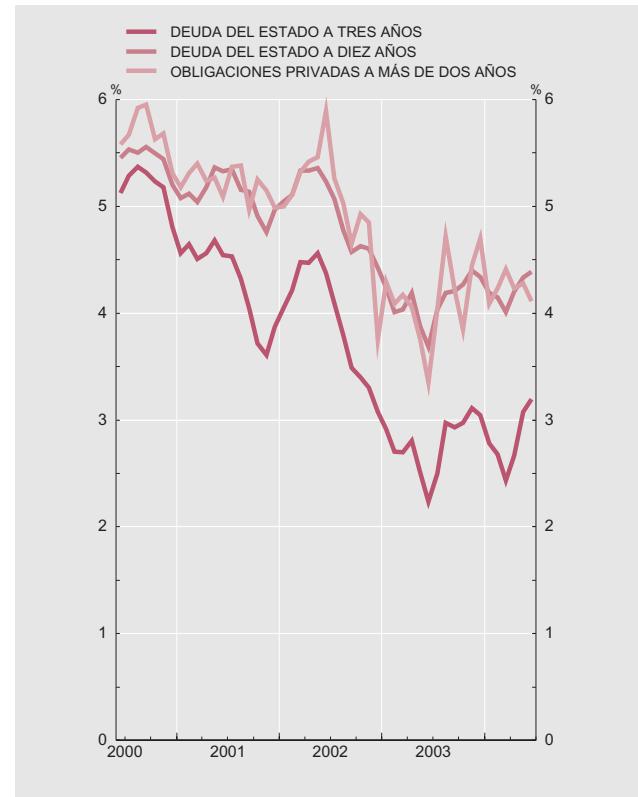
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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		
03	2,21	2,21	2,38	2,34	2,66	3,19	4,11	4,46	4,90	2,78	4,12	4,14		
03 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		
Oct	2,14	2,23	2,32	2,28	2,40	-	-	4,41	-	2,97	4,27	3,85		
Nov	2,30	2,32	2,32	2,42	-	-	4,40	-	5,05	3,11	4,40	4,45		
Dic	2,39	2,34	2,53	2,37	-	3,52	-	-	-	3,04	4,34	4,70		
04 Ene	2,14	2,15	2,25	2,21	-	3,39	-	4,45	-	2,78	4,19	4,09		
Feb	1,99	2,05	2,14	2,15	2,46	-	4,19	-	4,90	2,68	4,15	4,23		
Mar	1,95	2,08	2,04	1,97	-	3,29	-	4,24	-	2,43	4,01	4,41		
Abr	2,09	2,08	2,26	2,16	-	3,03	-	-	4,91	2,67	4,20	4,23		
May	2,18	2,14	2,34	2,30	2,93	-	-	4,63	-	3,08	4,33	4,28		
Jun	2,29	2,30	2,40	2,26	3,15	-	4,44	-	-	3,20	4,39	4,11		

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

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 euro (b)		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	4,86	5,24	4,33	7,05	4,44	5,07	3,90	1,56	1,61	0,53	2,66	2,66	1,50	0,82	2,62	2,69	
Feb	4,76	5,13	4,20	6,99	4,36	4,96	3,84	1,51	1,52	0,54	2,48	2,61	1,49	0,82	2,54	2,71	
Mar	4,58	4,92	4,07	6,67	4,21	4,83	3,73	1,43	1,44	0,53	2,35	2,60	1,41	0,78	2,44	2,62	
Abr	4,54	4,86	3,93	6,77	4,19	4,80	3,68	1,35	1,33	0,51	2,16	2,48	1,37	0,76	2,36	2,52	
May	4,46	4,76	3,85	6,62	4,14	4,68	3,67	1,35	1,30	0,48	2,13	2,45	1,42	0,78	2,33	2,51	
Jun	4,28	4,65	3,75	6,48	3,87	4,48	3,45	1,21	1,16	0,44	1,94	2,19	1,27	0,77	2,03	2,16	
Jul	4,11	4,44	3,55	6,28	3,75	4,38	3,25	1,16	1,14	0,42	1,94	2,05	1,18	0,66	1,97	2,05	
Ago	4,24	4,54	3,45	6,80	3,91	4,47	3,45	1,15	1,12	0,42	1,89	2,02	1,20	0,69	1,98	1,97	
Sep	4,19	4,53	3,46	6,76	3,82	4,35	3,38	1,14	1,10	0,41	1,87	2,04	1,20	0,68	1,98	2,02	
Oct	4,17	4,45	3,48	6,46	3,86	4,41	3,39	1,13	1,08	0,40	1,84	2,03	1,21	0,68	1,98	2,00	
Nov	4,13	4,43	3,46	6,41	3,80	4,37	3,33	1,14	1,09	0,39	1,88	1,97	1,21	0,69	2,03	1,97	
Dic	4,09	4,41	3,46	6,40	3,75	4,25	3,40	1,15	1,11	0,39	1,93	2,05	1,20	0,66	2,01	1,98	
04 Ene	4,14	4,51	3,53	6,55	3,74	4,32	3,29	1,16	1,14	0,39	1,99	1,93	1,18	0,68	1,98	1,95	
Feb	4,08	4,40	3,51	6,27	3,73	4,22	3,27	1,15	1,14	0,39	1,99	1,96	1,18	0,66	2,02	1,99	
Mar	3,95	4,29	3,39	6,20	3,59	4,17	3,13	1,13	1,11	0,39	1,93	2,00	1,15	0,66	1,91	1,99	
Abr	3,98	4,30	3,31	6,40	3,64	4,14	3,14	1,14	1,12	0,39	1,95	2,01	1,17	0,65	1,99	1,96	
May	P	3,89	4,16	3,25	6,12	3,61	4,18	3,12	1,12	1,09	0,38	1,92	1,94	1,16	0,66	1,96	1,96

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS
TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS
TIPOS SINTÉTICOS



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

(b) Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

(c) Véase nota de novedades del Boletín estadístico de junio de 2003.

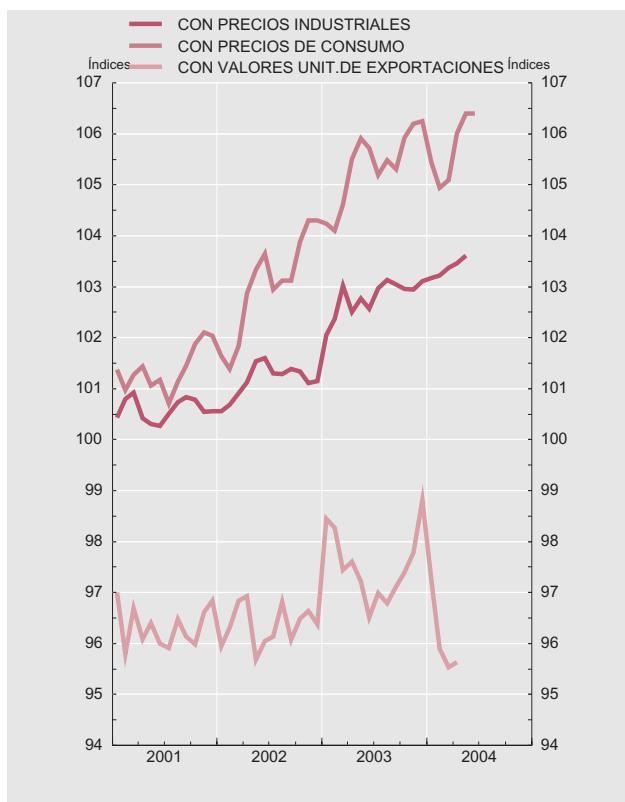
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FREnte A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

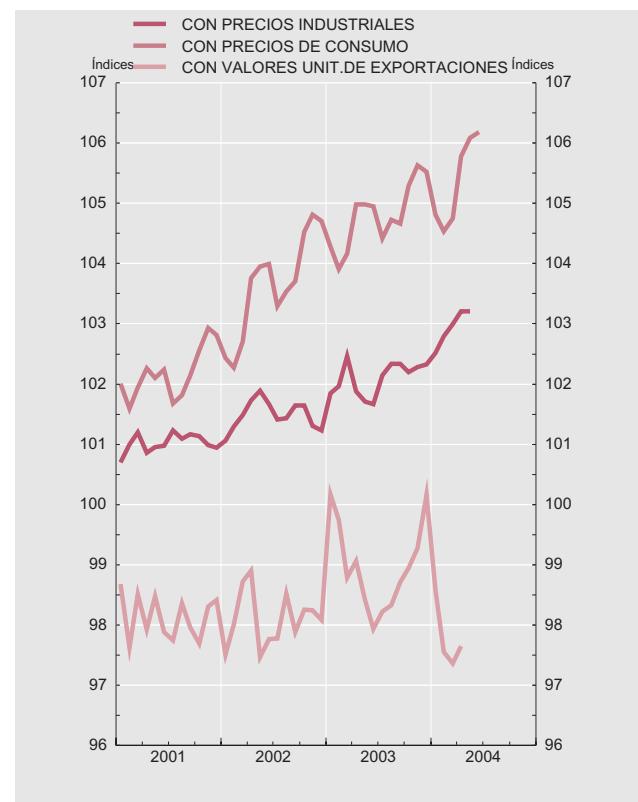
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 15)										Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con costes laborales unitarios de manufacturas	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4		6	7	8	9					
01	100,6	101,4	103,6	96,3	99,0	101,6	102,4	104,6	97,3	101,0	102,2	104,4	98,1	
02	101,2	103,0	105,4	96,4	99,1	102,1	104,0	106,4	97,3	101,5	103,6	106,1	98,1	
03	102,8	105,4	107,0	97,5	100,1	102,6	105,2	106,9	97,4	102,1	104,8	106,1	99,0	
02 //	101,4	103,3	105,1	96,2	99,1	102,4	104,3	106,1	97,1	101,8	103,9	106,0	98,0	
//	101,3	103,1	105,9	96,3	99,2	102,1	103,9	106,8	97,1	101,5	103,5	106,4	98,1	
IV	101,2	104,2	106,0	96,5	99,2	102,0	105,0	106,9	97,3	101,4	104,7	106,5	98,2	
03 /	102,5	104,3	106,6	98,0	99,8	102,7	104,5	106,8	98,3	102,1	104,1	106,4	99,6	
//	102,6	105,7	107,4	97,1	100,3	102,3	105,4	107,1	96,8	101,8	105,0	106,3	98,5	
///	103,1	105,3	107,1	97,0	100,3	102,8	105,0	106,8	96,7	102,3	104,6	105,9	98,4	
IV	103,0	106,1	107,0	98,0	100,2	102,8	105,9	106,7	97,8	102,3	105,5	105,8	99,5	
04 /	103,3	105,2	107,0	96,2	100,0	103,3	105,2	107,0	96,3	102,8	104,7	106,2	97,8	
03 Sep	103,1	105,3	...	97,1	100,2	102,8	105,1	...	96,9	102,3	104,7	...	98,7	
Oct	103,0	105,9	...	97,4	100,2	102,7	105,7	...	97,2	102,2	105,3	...	98,9	
Nov	102,9	106,2	...	97,8	100,1	102,8	106,1	...	97,6	102,3	105,6	...	99,3	
Dic	103,1	106,2	...	98,8	100,3	102,8	105,9	...	98,5	102,3	105,5	...	100,2	
04 Ene	103,2	105,4	...	97,3	100,2	103,0	105,3	...	97,1	102,5	104,8	...	98,6	
Feb	103,2	104,9	...	95,9	99,9	103,3	105,0	...	96,0	102,8	104,5	...	97,6	
Mar	103,4	105,1	...	95,5	99,8	103,5	105,3	...	95,7	103,0	104,7	...	97,4	
Abr	103,5	106,0	...	95,6	99,7	103,8	106,3	...	95,9	103,2	105,8	...	97,6	
May	103,6	106,4	...	99,8	103,8	106,6	...	...	103,2	106,1	...	...	...
Jun	...	106,4	...	99,7	...	106,7	...	...	...	106,2	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 15)



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.

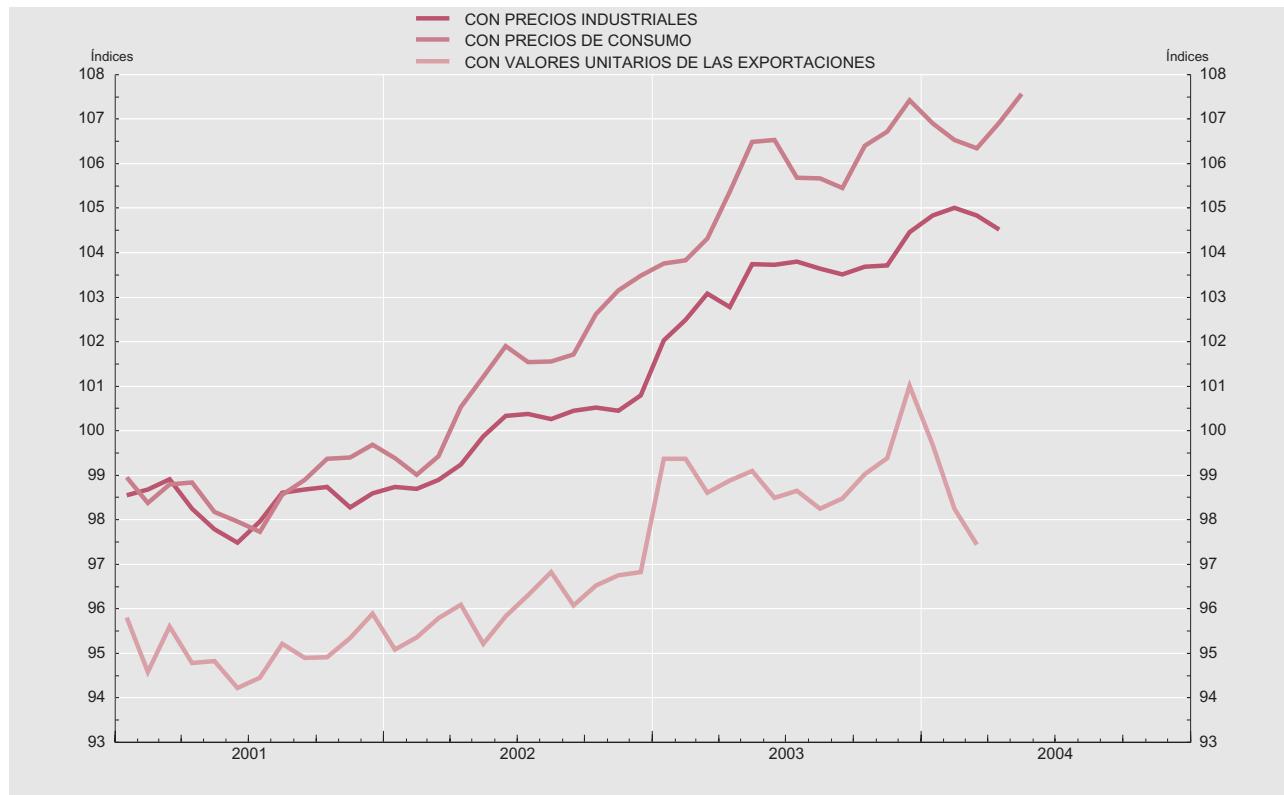
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ 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
01	98,4	98,7	101,2	95,0	96,3	102,2	102,6	105,1	98,7
02	99,9	101,3	104,4	96,1	97,1	102,9	104,3	107,6	98,9
03	103,4	105,6	108,2	99,0	100,0	103,4	105,6	108,2	99,0
02 II	99,8	101,2	103,9	95,7	96,8	103,1	104,6	107,3	98,9
III	100,4	101,6	105,4	96,4	97,5	102,9	104,2	108,1	98,9
IV	100,6	103,1	105,9	96,7	97,8	102,8	105,4	108,3	98,8
03 I	102,5	104,0	107,3	99,1	99,1	103,5	104,9	108,3	100,0
II	103,4	106,1	108,8	98,8	100,3	103,1	105,8	108,4	98,5
III	103,7	105,6	108,3	98,5	100,1	103,5	105,5	108,1	98,3
IV	104,0	106,8	108,5	99,8	100,4	103,5	106,4	108,0	99,4
04 I	104,9	106,6	109,3	98,5	100,9	104,0	105,7	108,3	97,6
03 Sep	103,5	105,5	...	98,5	99,9	103,6	105,5	...	98,5
Oct	103,7	106,4	...	99,0	100,3	103,4	106,1	...	98,8
Nov	103,7	106,7	...	99,4	100,2	103,5	106,5	...	99,2
Dic	104,5	107,4	...	101,0	100,9	103,5	106,5	...	100,1
04 Ene	104,8	106,9	...	99,7	101,1	103,7	105,8	...	98,6
Feb	105,0	106,5	...	98,2	101,0	104,0	105,5	...	97,3
Mar	104,8	106,3	...	97,4	100,6	104,2	105,8	...	96,9
Abri	104,5	106,9	...	...	100,1	104,4	106,8	...	...
May	...	107,6	...	...	100,4	...	107,1	...	...
Jun	...	...	...	...	100,3	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA 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

MAR 2003	Evolución reciente de la economía española 9 Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2002 y avance de cierre del ejercicio 21 La industria manufacturera española en el contexto europeo 33 ¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo? 49 Un análisis de las pautas cíclicas en la UEM 57
ABR 2003	Informe trimestral de la economía española 9 El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios 57 Algunas características del crecimiento de la economía española en la década de los noventa desde una perspectiva sectorial 65 Determinantes del crecimiento del crédito a los hogares en España 75 Regulación financiera: primer trimestre de 2003 83
MAY 2003	Evolución reciente de la economía española 9 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2003 23 La nueva reforma del IRPF. Principales modificaciones y análisis de sus efectos 31 Un análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM 45 Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España 55
JUN 2003	Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXX Jornadas de Mercados Financieros 9 Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 17 Evolución reciente de la economía española 25 Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2003 39 Transformaciones estructurales, precios y márgenes en el sector de distribución al por menor de alimentos 51 Similitudes y diferencias internacionales en los ciclos económicos 63 La posición de inversión internacional de España en el período 1992-2002 69 Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2002 83 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2002 97
JUL-AGO 2003	Informe trimestral de la economía española 9 La evolución del mercado de trabajo español en el entorno europeo 63 Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España 71 Estado actual de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional 79 Inversión, progreso técnico y empleo 95 La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas 99 Regulación financiera: segundo trimestre de 2003 105
SEP 2003	Evolución reciente de la economía española 9 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2003 23 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2003 35 Informe semestral de economía latinoamericana 43 Encuesta sobre préstamos bancarios: segundo trimestre de 2003 59 El precio de la vivienda en España 65 Los factores determinantes de la competitividad y sus indicadores para la economía española 73 Las entidades de tasación: actividad en 2002 87 Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2002 99
OCT 2003	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 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
NOV 2003	Evolución reciente de la economía española 9 Resultados de las empresas no financieras en 2002 y hasta el tercer trimestre de 2003 23 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2003 39

	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: tercer trimestre de 2003	47
	El impacto de la situación financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo	53
	Tipos de cambio de equilibrio, dolarización de pasivos y ajuste cambiario en América Latina	59
DIC 2003	Evolución reciente de la economía española	9
	Evolución de la calidad del trabajo en España	23
	La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas	29
	Las similitudes del ciclo económico en las economías europeas	39
	La nueva estadística sobre los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias a las sociedades no financieras y a los hogares	45
ENE 2004	Informe trimestral de la economía española	9
	La evolución de la demanda y de la producción en el sector eléctrico español	61
	Demanda de trabajo, contratos temporales y factores financieros	71
	Banca extranjera y estabilidad financiera	75
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003	81
FEB 2004	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003	9
	Evolución reciente de la economía española	23
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2003, según la Encuesta de Población Activa	31
	Una comparación entre los tipos de interés bancarios en España y en la UEM	41
	Encuesta sobre préstamos bancarios en España: cuarto trimestre de 2003	47
	Tipo de cambio fijo y relajación de la restricción presupuestaria en las economías emergentes	9
MAR 2004	Evolución reciente de la economía española	9
	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 2003 y avance de cierre del ejercicio anterior	23
	Informe semestral de economía latinoamericana	35
	Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas	53
	La evolución de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas	61
ABR 2004	Informe trimestral de la economía española	9
	La cuota de mercado de las exportaciones españolas en la última década	59
	Indicadores de convergencia real de España en la UE ampliada	69
	Créditos hipotecarios a tipo de interés fijo frente a tipo variable: comparación de riesgos e implicaciones macroeconómicas	73
	Regulación financiera: primer trimestre de 2004	85
MAY 2004	Evolución reciente de la economía española	9
	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2004	23
	Los efectos de los atentados del 11 de marzo de 2004, según los indicadores coyunturales	31
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: primer trimestre de 2004	39
	Un modelo para predecir cambios cíclicos en el área euro	45
	Una estimación del tipo de interés de equilibrio en Estados Unidos y Alemania	49
	Estabilidad financiera y el diseño de la política monetaria	55
	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2003	63
JUN 2004	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados	11
	Evolución reciente de la economía española	21
	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2004	39
	Los efectos de la ampliación de la UE sobre la economía española: estructuras productivas y flujos comerciales	53
	La carga financiera de las familias españolas: un primer análisis desagregado	67
	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2003	79
JUL-AGO 2004	Informe trimestral de la economía española	11
	El consumo privado en la UEM	75
	Algunas simulaciones con el modelo macroeconómico trimestral del Banco de España	87
	Una valoración de las perspectivas a medio plazo para América Latina	99
	Las entidades de tasación: actividad en 2003	111
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2004	125

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

- Balanza de Pagos de España (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)
Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web) (▲)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web) (▲)
Boletín Económico (mensual) (▲)
Boletín Estadístico (mensual) (▲)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual) (▲)
Circulares a entidades de crédito (▲)¹
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral) (▲)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual) (▲)
Economic Bulletin (trimestral) (▲)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral) (▲)
Informe Anual (ediciones en español e inglés) (▲)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual) (▲)
Mercado de Deuda Pública (anual) (▲)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web) (▲)

PUBLICACIONES NO PERIÓDICAS

- Notas de Estabilidad Financiera (▲)
Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

- 49 CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992). (▲)
50 MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992). (▲)
51 ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995). (▲)
54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996). (▲)
55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996). (▲)
56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996). (▲)
57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997). (▲)
60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997). (▲)
61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997). (▲)
62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998). (▲)
63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998). (▲)
64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999). (▲)
66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999). (▲)
67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999). (▲)

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

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

1. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Pùblicas en Espaùa (1999). (▲)
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000). (▲)
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: mètodes hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una ediciòn en inglés con el mismo nùmero.) (▲)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y Mª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximaciòn a los sesgos de mediciòn de las variables macroeconómicas espaùolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una ediciòn en inglés con el mismo nùmero.) (▲)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en Espaùa (2001). (Publicada una versiòn inglesa con el mismo nùmero.) (▲)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versiòn inglesa con el mismo nùmero.) (▲)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y Mª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en Espaùa durante la dècada de los años noventa (2001). (Publicada una ediciòn en inglés con el mismo nùmero.) (▲)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

- 25 MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992). (▲)
- 26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre Espaùa y el Río de la Plata (1778-1810) (1993). (▲)
- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre Espaùa e Hispanoamérica (1797-1820) (1993). (▲)
- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994). (▲)
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en Espaùa y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: Espaùa y México (1994). (▲)
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en Espaùa y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994). (▲)
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995). (▲)
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de Espaùa. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995). (▲)
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de Espaùa (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996). (▲)
- 35 Mª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996). (▲)
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997). (▲)
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998). (▲)
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999). (▲)
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000). (▲)
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000). (▲)
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de Espaùa (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 Espaùa. 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 Espaùa, 1940-1958 (2002). (▲)
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004). (▲)
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en Espaùa, 1844-1935 (2004). (▲)

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0221 MARCO HOEBERICTHS: The Credibility of Central Bank Announcements. (▲)
- 0222 KLAUS DESMET: Asymmetric Shocks, Risk Sharing, and the Latter Mundell. (▲)
- 0223 JOSÉ MANUEL CAMPA AND IGNACIO HERNANDO: Value creation in European M&As. (▲)
- 0224 JUAN AYUSO HUERTAS, DANIEL PÉREZ CID AND JESÚS SAURINA SALAS: Are capital buffers pro-cyclical? Evidence from Spanish panel data. (▲)
- 0225 ANDREW BENITO: Does job insecurity affect household consumption? (▲)
- 0226 ANDREW BENITO: Financial pressure, monetary policy effects and inventory adjustment by UK and Spanish firms. (▲)
- 0227 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Extricate: Financial Pressure and Firm Behaviour in Spain. (▲)
- 0228 ANA DEL RÍO, El endeudamiento de los hogares españoles. (▲)

- 0229 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND JORGE SICILIA: Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable? (▲)
- 0301 JAVIER ANDRÉS, EVA ORTEGA AND JAVIER VALLÉS: Market structure and inflation differentials in the European Monetary Union. (▲)
- 0302 JORDI GALÍ, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The euro area inefficiency gap. (▲)
- 0303 ANDREW BENITO, The incidence and persistence of dividend omissions by Spanish firms. (▲)
- 0304 JUAN AYUSO AND FERNANDO RESTOY: House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach. (▲)
- 0305 EVA ORTEGA, Persistent inflation differentials in Europe. (▲)
- 0306 PEDRO PABLO ÁLVAREZ LOIS: Capacity utilization and monetary policy. (▲)
- 0307 JORGE MARTÍNEZ PAGÉS Y LUIS ÁNGEL MAZA: Análisis del precio de la vivienda en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 0308 CLAUDIO MICHELACCI AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: Technology shocks and job flows. (▲)
- 0309 ENRIQUE ALBEROLA: Misalignment, liabilities dollarization and exchange rate adjustment in Latin America. (▲)
- 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 AND IGNACIO HERNANDO: Labour demand, flexible contracts and financial factors: new evidence from Spain. (▲)
- 0313 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: The daily market for funds in Europe: what has changed with the EMU? (▲)
- 0314 JAVIER ANDRÉS AND RAFAEL DOMÉNECH: Automatic stabilizers, fiscal rules and macroeconomic stability (▲)
- 0315 ALICIA GARCÍA HERRERO AND PEDRO DEL RÍO: Financial stability and the design of monetary policy. (▲)
- 0316 JUAN CARLOS BERGANZA, ROBERTO CHANG AND ALICIA GARCÍA HERRERO: Balance sheet effects and the country risk premium: an empirical investigation. (▲)
- 0317 ANTONIO DÍEZ DE LOS RÍOS AND ALICIA GARCÍA HERRERO: Contagion and portfolio shift in emerging countries' sovereign bonds. (▲)
- 0318 RAFAEL GÓMEZ AND PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Demographic maturity and economic performance: the effect of demographic transitions on per capita GDP growth. (▲)
- 0319 IGNACIO HERNANDO AND CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data. (▲)
- 0320 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Rule-of-thumb consumers and the design of interest rate rules. (▲)
- 0321 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Understanding the effects of government spending on consumption. (▲)
- 0322 ANA BUISÁN Y JUAN CARLOS CABALLERO: Análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM. (▲)
- 0401 ROBERTO BLANCO, SIMON BRENNAN AND IAN W. MARSH: An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps. (▲)
- 0402 ENRIQUE ALBEROLA AND LUIS MOLINA: What does really discipline fiscal policy in emerging markets? The role and dynamics of exchange rate regimes. (▲)
- 0403 PABLO BURRIEL-LLOMBART: An economic analysis of education externalities in the matching process of UK regions (1992-1999). (▲)
- 0404 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI AND EVA ORTEGA: Similarities and convergence in G-7 cycles. (▲)
- 0405 ENRIQUE ALBEROLA, HUMBERTO LÓPEZ AND LUIS SERVÉN: Tango with the gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina. (▲)
- 0406 ANA BUISÁN, JUAN CARLOS CABALLERO Y NOELIA JIMÉNEZ: Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda. (▲)
- 0407 VÍTOR GASPAR, GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Interest rate determination in the interbank market. (▲)
- 0408 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS AND LORENA SAIZ: Are european business cycles close enough to be just one? (▲)
- 0409 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND EDWARD NELSON: Tobin's imperfect assets substitution in optimizing general equilibrium. (▲)
- 0410 ANA BUISÁN, JUAN CARLOS CABALLERO, JOSÉ MANUEL CAMPA Y NOELIA JIMÉNEZ: La importancia de la histéresis en las exportaciones de manufacturas de los países de la UEM. (▲)
- 0411 ANDREW BENITO, FRANCISCO JAVIER DELGADO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: A synthetic indicator of financial pressure for Spanish firms. (▲)
- 0412 JAVIER DELGADO, IGNACIO HERNANDO AND MARÍA J. NIETO: Do European primarily internet banks show scale and experience efficiencies?. (▲)
- 0413 ÁNGEL ESTRADA, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, ESTHER MORAL AND ANA V. REGIL: A quarterly macroeconometric model of the Spanish Economy. (▲)

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0301 GIANLUCA CAPORELLO AND AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR. (▲)
- 0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO URTASUN: El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)

- 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. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 0305 ALICIA GARCÍA HERRERO Y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU. (▲)
- 0306 ESTHER MORAL Y SAMUEL HURTADO: Evolución de la calidad del factor trabajo en España. (▲)
- 0307 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española. (▲)
- 0308 ALICIA GARCÍA HERRERO AND DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective. (▲)
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MINGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS AND ANA DEL RÍO: An analysis of the impacts of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS). (▲)
- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central bank financial independence. (▲)
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)

EDICIONES VARIAS²

- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.
- BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.
- RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).
- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*) .
- BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
- PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
- TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
- VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito. (▲)
- BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

- Informe Anual (▲)
 Boletín Mensual (▲)
 Otras publicaciones (▲)

2. 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.

BANCO DE ESPAÑA	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono 91 338 6363. Fax 91 338 6488 <i>e-mail:</i> Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	--