

BOLETÍN ECONÓMICO

10/2004

BANCO DE ESPAÑA



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

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

© Banco de España, Madrid, 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 Públicas	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
DGTFP	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)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	E EK (corona estonia)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	CYP (libra chipriota)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	MTL (lira maltesa)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
SI	Eslovenia	SIT (tolar esloveno)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
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.

ÍNDICE

Comparencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11

Informe trimestral de la economía española

1 Rasgos básicos 23

2 Entorno exterior del área del euro 30

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 35

4 La economía española 49

5 Evolución financiera 72

Valoración de los avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional desde la crisis asiática 85

Un indicador sintético para el consumo privado 109

La dinámica de los precios de consumo en la economía española 119

Regulación financiera: tercer trimestre de 2004 131

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, JAIME CARUANA,
ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

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

Sr. Presidente, Sras. y Sres. Diputados:

Es muy grato para mí comparecer ante esta Comisión de Presupuestos del Congreso, con motivo de la presentación de los Presupuestos Generales del Estado de 2005. Se trata de los primeros presupuestos de la nueva legislatura, que responden a las directrices de política económica establecidas por el nuevo Gobierno. Se presentan, además, en un momento crucial para la evolución futura de la economía española, en el que el tono que adopte la política económica —y la política fiscal en particular— será muy influyente sobre sus posibilidades de crecimiento y de convergencia con Europa. Mi contribución basculará, como es habitual, sobre la valoración de la situación de la economía en el actual entorno internacional y la política monetaria del Eurosistema que compartimos con los demás miembros de la zona.

Comenzaré, por tanto, comentando el contexto externo y, dentro de él, las perspectivas para el área del euro. En los últimos meses, la fase de recuperación ha seguido consolidándose en la economía internacional y generalizándose a las diferentes regiones, a pesar de las tensiones experimentadas por el precio del petróleo. Las previsiones más recientes discutidas en diversos foros internacionales siguen siendo cautamente optimistas respecto a las perspectivas de expansión continuada en 2005, destacando especialmente los crecimientos esperados en Estados Unidos y en los países asiáticos, así como la progresiva ampliación de la base geográfica sobre la que se asienta el crecimiento mundial.

La aceleración más intensa del crecimiento de la economía mundial que tuvo lugar desde mediados de 2003 permitió que la zona del euro iniciara una recuperación gradual, que en los últimos cuatro trimestres ha mostrado unos ritmos de expansión próximos a la tasa de crecimiento potencial de esta región. De acuerdo con los últimos datos disponibles, el producto del área se expandió a una tasa interanual del 2% en el segundo trimestre de 2004 y se prevé que el crecimiento alcance en el conjunto del presente año una cifra similar, tras tres años de escaso dinamismo de la actividad. En cualquier caso, no se ha absorbido todavía la brecha de producción acumulada en los últimos años.

La recuperación se apoyó inicialmente en la demanda externa, dado el fuerte tirón del comercio mundial, pero el gasto interior también ha experimentado más recientemente un mayor empuje, aunque la mejora de la demanda interna está siendo relativamente lenta, sin que los indicadores de confianza hayan mostrado avances significativos en los últimos meses. En todo caso, la evolución del conjunto de la zona del euro es el resultado de comportamientos bastante dispares, pues hay países (como España o Francia) con tasas de expansión próximas al 3% y con una aportación significativa de la demanda interna, mientras que en otros (como Holanda o Alemania) el crecimiento ha sido más débil y ha descansado de forma significativa en la demanda exterior.

En este panorama internacional, relativamente positivo pero no exento de desequilibrios, la principal fuente de incertidumbre a corto plazo es el comportamiento del precio del petróleo, tras el significativo encarecimiento que ha experimentado en los últimos meses, si bien es difícil detectar, por el momento, un impacto apreciable de esa perturbación sobre el crecimiento en la UEM. Las previsiones apuntan a un fortalecimiento de la actividad en la zona del euro en los próximos trimestres, gracias al soporte que continuará proporcionando la expansión del comercio mundial, si, como parece probable, los principales países industrializados mantienen ritmos de crecimiento relativamente elevados. También cabe esperar que la demanda

interna de las economías más rezagadas de la UEM comience a mostrar un mayor dinamismo, a medida que el impulso del comercio exterior alimente la inversión y el empleo, y estas variables, a su vez, favorezcan las expectativas de renta y el gasto de las familias.

En el ámbito de la inflación, por el contrario, los efectos del encarecimiento del petróleo han sido más rápidos y perceptibles. La inflación en la UEM se ha situado por encima del 2% en los últimos meses y, probablemente, no disminuirá por debajo de esa cifra hasta la primera mitad de 2005, y ello siempre que no se produzcan los denominados «efectos de segunda ronda», como consecuencia de los intentos de los agentes de proteger sus rentas mediante incrementos de sus demandas salariales o de sus márgenes. Es obvio que el BCE vigilará si esos mecanismos de defensa se ponen en marcha, pues en ese caso habría riesgos sustanciales para el mantenimiento de la estabilidad de precios.

En este contexto, el Eurosistema ha mantenido, desde junio de 2003, los tipos de interés a corto plazo en el 2%, un nivel que representa un mínimo histórico y que, en términos reales, supone, para la mayor parte de los países, tasas próximas a cero o negativas. Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, también se encuentran en unos niveles muy reducidos. Por ello, las condiciones monetarias y financieras se han mantenido muy favorables para el afianzamiento de la recuperación.

Estos comentarios sobre la situación europea no pueden pasar por alto el debate que está teniendo lugar en los últimos meses acerca del seguimiento de las políticas económicas y, en particular, de la política presupuestaria dentro de la Unión Europea, tras los incumplimientos que se han producido en la aplicación del procedimiento de déficit excesivo previsto en el Pacto de Crecimiento y Estabilidad en los casos de Alemania y Francia. En primer lugar, es importante dejar constancia de que, pese a las dificultades que se han presentado, el marco europeo de disciplina fiscal, aunque no ha actuado con el rigor esperado, ha servido como freno del deterioro de las posiciones presupuestarias en la fase de desaceleración cíclica, que en ausencia de dicho Pacto habría sido incluso más grave.

Sin embargo, es obvio que se han puesto de manifiesto serios problemas en la aplicación de estos mecanismos de disciplina que es necesario corregir, para salvaguardar su eficacia y credibilidad. Recientemente, la Comisión Europea ha lanzado una serie de propuestas en torno a las cuales se está desarrollando el debate en las instituciones europeas. Sin entrar a valorar detalladamente dichas propuestas, me gustaría recalcar que, en mi opinión, a la vista de la experiencia reciente, resulta crucial realizar una vigilancia estricta de la política presupuestaria en las fases de auge, pues, solo si entonces se produce el ajuste adecuado, las finanzas públicas estarán preparadas para afrontar las etapas de desaceleración sin generar déficit públicos excesivos. Asimismo, me parece adecuado prestar más atención al criterio de deuda a la hora de evaluar las políticas presupuestarias, pues, en ocasiones, este criterio suministra información muy valiosa sobre la auténtica situación de las finanzas públicas. Obviamente, esa labor de vigilancia y coordinación solo podrá ejercerse si se dispone de información fidedigna y puntual sobre la evolución presupuestaria, que atienda a los criterios contables y a los calendarios establecidos.

La discusión sobre estas cuestiones continuará durante los próximos meses y mantengo una fundada esperanza en que se encuentre la forma de mejorar la aplicación del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, de manera que se reestablezca la eficacia y la credibilidad de los imprescindibles mecanismos de disciplina fiscal y de que ello sirva de marco para una coordinación suficiente de las políticas económicas de los países de la zona del euro. De todos modos, estas revisiones no requieren cambios normativos que, en todo caso, se encuentran

restringidos por las disposiciones del Tratado vigente —recogidas también en el nuevo Tratado Constitucional—, según las cuales los límites del 3% del PIB para el déficit público y del 60% del PIB para la ratio de deuda pública no pueden ser modificados.

También quiero señalar que la revisión del avance en los objetivos marcados en la Agenda de Lisboa apunta a un resultado claramente insuficiente, por lo que resulta prioritario reestablecer el impulso reformador. Del éxito de esta estrategia dependerá la capacidad de alcanzar un crecimiento alto y sostenido a medio plazo en la zona del euro.

En este contexto de expansión de la economía mundial y de progresivo afianzamiento de las perspectivas económicas en Europa, la economía española ha tendido a estabilizar su tasa de crecimiento en torno a los niveles comparativamente elevados que había alcanzado al finalizar el año pasado. Concretamente, según las estimaciones más recientes de la Contabilidad Trimestral, en el segundo trimestre de 2004 el incremento interanual del PIB fue del 2,6%, tras haber registrado aumentos ligeramente más elevados en los dos trimestres anteriores —del 2,8% y del 2,7%, respectivamente—. Estas estimaciones indican que el diferencial de crecimiento con la zona del euro sigue siendo positivo y que, por tanto, la economía española sigue convergiendo, en términos reales, con los niveles de renta de los países más avanzados de la zona, aunque el ritmo de convergencia sea ahora menor, debido a que el ligero debilitamiento reciente de nuestro ritmo de expansión ha coincidido con la recuperación que están experimentando estas economías.

El crecimiento sigue estando acompañado de una generación de empleo comparativamente elevada. De hecho, los últimos indicadores del mercado laboral apuntan a una estabilización del ritmo de creación de empleo, que aumentó un 2% en el segundo trimestre. No obstante, estas estimaciones confirman también que el ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo sigue siendo reducido.

El aspecto, sin duda, más positivo de la coyuntura reciente ha sido el avance de la inversión en equipo en el segundo trimestre de 2004, período en el que ha empezado a superar el estancamiento que venía registrando desde 2003. La información coyuntural parece confirmar la continuidad de esta mejoría. Sin embargo, otros aspectos de los factores que impulsan el crecimiento resultan menos novedosos. El consumo privado ha mantenido tasas de aumento superiores al 3%, más elevadas que las observadas en 2003; el avance del consumo público ha superado el 4%; y la construcción, con aumentos en el entorno del 4,2%, ha seguido proporcionando un soporte básico a la expansión del gasto, impulsada por la obra pública y por la inversión residencial. Esta última sigue progresando, a pesar de los elevados niveles que ya había alcanzado en los años precedentes.

La demanda exterior, por su parte, ha acentuado su carácter contractivo de forma significativa en los primeros trimestres de 2004, frenando el avance de la actividad. Aunque, por un lado, los datos de la Contabilidad Trimestral indicarían que las exportaciones de bienes han comenzado a beneficiarse del impulso del comercio mundial, creciendo a tasas similares a este, y parece que los datos más actualizados de comercio exterior reflejan este impulso. Sin embargo, en contraposición, el turismo ha registrado unos resultados bastante débiles en el segundo trimestre de 2004 que, según todos los indicios, se han extendido de forma algo atenuada a la campaña de verano. Más importante aún, las importaciones han repuntado fuertemente desde el inicio del año, contribuyendo a frenar el producto.

En definitiva, los resultados de la economía española se siguen asentando en un patrón de crecimiento muy similar al de los últimos años. El avance de la demanda se basa en gran

medida en el soporte que las holgadas condiciones financieras prestan al gasto de las familias en consumo e inversión residencial y en el avance del gasto en obra civil y en consumo público. Aunque la inversión productiva y las exportaciones han tendido a recuperarse, lo han hecho con una intensidad todavía inferior a lo deseable.

El dinamismo del gasto de los hogares ha generado tensiones sobre los precios, en especial en aquellos sectores con menor flexibilidad de oferta. Los datos recibidos desde la primavera han mostrado un repunte significativo de la tasa de inflación, en un contexto de presiones provenientes de los mercados de materias primas —singularmente, del petróleo— y de algunos alimentos. Concretamente, la tasa de inflación se ha situado en el 3,1% en septiembre, según el avance preliminar, con lo que el diferencial con el área del euro habría vuelto a la zona de un punto porcentual. Es probable que el alza del precio del petróleo haya tenido un impacto relativamente más intenso en nuestra economía que en otras economías europeas.

Sin embargo, el núcleo más permanente del diferencial de inflación procede de los componentes más estables del IPC: la inflación subyacente española se ha aproximado al 3% en los últimos meses, en torno a seis o siete décimas por encima de su nivel en la zona del euro, y en el caso de los servicios, el diferencial se mantiene en torno a un punto porcentual. La persistencia de este comportamiento está teniendo efectos negativos sobre la competitividad que empiezan a ser perceptibles en el déficit comercial y en el debilitamiento del turismo.

Por lo que se refiere a las implicaciones financieras del comportamiento de los hogares, cabe señalar que no se percibe todavía un cambio en la tendencia creciente del endeudamiento. De hecho, la financiación a los hogares se ha acelerado en la primera parte de 2004, impulsada por el fuerte crecimiento del crédito hipotecario. Asimismo, los diversos indicadores sobre el esfuerzo que representa la adquisición de vivienda muestran que este sigue aumentando, sin que, por otra parte, se haya reducido la presión sobre el precio de estos activos, que solo ha dado tibias señales de moderación. Aunque la posición patrimonial de las familias sigue siendo sólida, el peso de la carga financiera en relación a la renta se ha incrementado.

Por su parte, la financiación a las empresas, que había mantenido un tono más moderado, se ha acelerado en los últimos meses, posiblemente como reflejo del repunte de la inversión, que cuenta para su continuidad con el apoyo de una situación financiera y unos niveles de rentabilidad elevados.

Las informaciones disponibles permiten prever que la economía continúe creciendo en el segundo semestre a ritmos similares a los de la primera parte del año. De esta forma, el ejercicio podría cerrarse con un crecimiento del PIB ligeramente por debajo del 2,8%, dependiendo, sobre todo, de cuál sea el efecto contractivo de la demanda exterior neta. Y a partir de aquí, el escenario para 2005 vendrá condicionado por la intensidad de los impulsos procedentes del contexto exterior y por la evolución de las condiciones internas de la economía. Si la zona del euro sigue ganando fortaleza, en un entorno internacional expansivo, la economía española tendría también la oportunidad de reforzar su dinamismo y alcanzar ritmos de crecimiento que se podrían acercar al 3%. Sin embargo, en las circunstancias actuales, dicha tasa se encuentra, más bien, en la zona alta del rango posible de previsión.

En esa dirección apunta el riesgo de que el encarecimiento del petróleo se prolongue o incluso alcance una intensidad superior a la inicialmente prevista o de que la recuperación de las economías europeas muestre mayores vacilaciones. Las implicaciones de un comportamiento adverso del precio del petróleo en nuestra economía, tanto en la reducción del ritmo de crecimiento económico y de creación de empleo como en su presión alcista sobre los precios,

dependen, en buena medida, del comportamiento de los agentes económicos. En la medida en que estos —empresas y trabajadores— traten de eludir la pérdida de renta real que supone el aumento del precio del petróleo mediante aumentos de márgenes e incrementos salariales, se tenderán a producir deterioros más duraderos de la situación inflacionista, crecimiento y empleo. Conviene no olvidar, sin embargo, que diversos factores, como son la menor dependencia del petróleo y el menor incremento de precios en términos reales, matizan el impacto directo en relación con pasadas experiencias; por ello es importante evitar los efectos de segunda ronda mencionados y posibles compensaciones que podrían disminuir los incentivos necesarios para la mejora de la eficiencia energética.

A nivel interno, también existen factores que pueden actuar frenando el crecimiento, como es el caso de la posible materialización de algunos riesgos que subyacen al patrón de crecimiento que ha seguido la economía española o el agotamiento de algunos de los impulsos recibidos tras su ingreso en el euro.

Son estos riesgos los que reclaman una respuesta activa de la política económica que permita mitigarlos y establecer las mejores condiciones para aprovechar los impulsos procedentes del exterior. Los instrumentos disponibles a nivel nacional deben orientarse a preservar el marco de estabilidad macroeconómica, a moderar la demanda de los hogares y a fomentar, simultáneamente, la inversión productiva y la competitividad, de manera que se reequilibren los componentes del gasto que sustentan el avance de la demanda y se favorezcan las ganancias de productividad y la competitividad.

La política monetaria única ha determinado, hasta el momento, unas condiciones monetarias y financieras relativamente holgadas para las necesidades de la economía española. Es previsible que, a medida que la situación general de la economía de la zona del euro vaya mejorando, el tono de las condiciones monetarias retorne gradualmente hacia pautas más neutrales, de manera que se podrá ir absorbiendo, al menos en parte, la holgura financiera que ha prevalecido. No obstante, aunque la orientación de la política monetaria se mueva en una dirección más acorde con las necesidades domésticas, es más que probable que este cambio no sea suficiente para alcanzar el tono global de políticas que en este momento necesita la economía, por lo que reviste gran importancia la función que corresponde a las políticas internas.

En la situación que he descrito sobre la política presupuestaria recae la tarea de tratar de encauzar la demanda y el gasto de manera coherente con la contención de los riesgos que han empezado a emerger y para ello resulta imprescindible que se profundice en la senda de consolidación presupuestaria de los últimos años. Como dije el año pasado en esta misma Comisión, los Presupuestos Generales para el año en curso, que entonces se discutían, tenían un objetivo de equilibrio de la cuenta del conjunto de las Administraciones Públicas, que en aquellas circunstancias cíclicas tenía un carácter moderadamente expansivo, lo que aconsejaba utilizar cualquier margen disponible para una instrumentación más ajustada y para avanzar más decididamente hacia el superávit, en línea con requerimientos de la situación macroeconómica.

Las cifras sobre la ejecución presupuestaria en 2004 están afectadas por el reconocimiento de algunos ajustes en el gasto de las Administraciones Públicas en términos de Contabilidad Nacional que no estaban contempladas por los Presupuestos y la asunción de deuda de algunas empresas públicas, como RTVE y RENFE. Como consecuencia de ello, el saldo estimado ha resultado deficitario en una cuantía que, en lo fundamental, refleja estas operaciones puntuales, que pretenden mostrar de manera más exhaustiva la situación de las finanzas públicas.

La apuesta por la mejora de la transparencia en las cuentas públicas, manifestada en la presentación de presupuestos como un objetivo necesario para mejorar la eficiencia del sector público, debe valorarse positivamente dado que este es un elemento esencial para garantizar la disciplina fiscal. En este sentido, cualquier esfuerzo de transparencia debe servir para reforzar los mecanismos de disciplina y evitar la continuidad de las tendencias al gasto de las unidades saneadas. Ello pone de manifiesto la conveniencia de que vaya acompañado de las reformas necesarias que eviten la reaparición futura de los desequilibrios surgidos en el pasado en empresas públicas, como las anteriormente mencionadas, que han motivado los ajustes en 2004, de forma que estos ajustes no sirvan para dotar de una mayor holgura al presupuesto que pudiera favorecer un incremento permanente del gasto público.

La transparencia como mecanismo de disciplina tiene particular importancia cuando la estructura del gasto está fuertemente descentralizada, como ocurre en España. Es imprescindible que la situación de las finanzas del conjunto de las Administraciones Públicas se conozca con una frecuencia y una puntualidad similar a la del Estado, para lo que se requiere una mayor transparencia de las Comunidades Autónomas. Igualmente resulta importante que, más allá del propio rigor de los criterios contables, las distintas Administraciones Públicas expliciten aquellos compromisos o actividades que no consolidan dentro del sector pero que pueden representar riesgos de mayores pagos o deudas en el futuro.

En cualquier caso, una vez que se tienen en cuenta los ajustes contables realizados, la valoración del tono de la ejecución presupuestaria en el año 2004 apunta, de acuerdo con las previsiones de cierre del ejercicio disponibles, a que este ha resultado efectivamente expansivo, incluso si se tiene en cuenta el ligero debilitamiento de la recuperación. De modo que el esfuerzo de consolidación presupuestaria habría quedado por debajo de lo que hubiera sido deseable para alcanzar una sólida protección frente a los factores de riesgo que se estaban haciendo presentes.

Los Presupuestos Generales para el año 2005 presentan un objetivo de superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas de una décima de PIB, que es compatible con los criterios de estabilidad presupuestaria y que permitiría a España estar entre el reducido número de países del área del euro con saldo excedentario en sus cuentas públicas.

Desde el punto de vista de sus efectos macroeconómicos, con todas las cautelas que se derivan de un análisis que en esta ocasión está rodeado de mayor incertidumbre de la habitual, como consecuencia de los ajustes contables realizados, esta cifra podría significar que no se corrige suficientemente la mencionada orientación moderadamente expansiva de la política fiscal, resultando una contribución a la estabilidad que podría ser inferior a la deseable en la situación actual de la economía española.

Dada la ausencia de un suficiente margen de maniobra en el presupuesto para 2005, es especialmente importante que la ejecución de la misma por parte de las diferentes Administraciones Públicas sea especialmente rigurosa, que se aprovechen todas las oportunidades para profundizar la senda de consolidación presupuestaria y que se eviten desbordamientos de las cifras programadas, incluso en el caso de que el crecimiento económico o los ingresos sean ligeramente inferiores a los contemplados en la planificación presupuestaria.

El tono de política fiscal que requiere la economía española no se circunscribe a un saldo global que resulte apropiado para la actual coyuntura, sino que también se refiere a la composición y calidad de los ingresos y gastos públicos. Políticas que favorezcan el aumento del crecimiento potencial de la economía permiten también que se pueda financiar el gasto social

de forma sostenida, por ello es necesario priorizar adecuadamente el fomento de la inversión y del aumento de la productividad y una contención de otras rúbricas de gasto, especialmente si se pretende potenciar paralelamente algunos componentes del gasto social.

En conjunto, una combinación de políticas, monetaria y fiscal, menos holgada es la respuesta macroeconómica adecuada para abordar los riesgos que se presentan en el terreno de la competitividad, de las alzas de los precios de la vivienda y del endeudamiento de las familias. Ello plantea una especial exigencia y responsabilidad en el campo fiscal; un tono más estricto favorecerá la contención de incrementos de precios y de costes en los sectores menos expuestos a la competencia, la contención gradual de los precios de la vivienda hacia una senda compatible con la evolución de sus fundamentos y la desaceleración del ritmo de endeudamiento de los hogares hacia pautas más sostenibles.

Pero tan importante como el tono agregado de la política macroeconómica es el impulso de las reformas estructurales que aborden los problemas de rigideces o de inadecuación de la regulación en algunos mercados. Dichas reformas son también imprescindibles para impulsar el crecimiento de la productividad, al que tanta relevancia concede el Proyecto de Presupuestos, y para ello deben contribuir, en último término, a dinamizar la iniciativa empresarial y la capacidad de innovación de la economía en su conjunto.

La actuación pública se debe orientar, sobre todo, a crear las condiciones para que los agentes puedan tomar sus decisiones en un entorno suficientemente competitivo, evitando caer en un intervencionismo que dificulte el dinamismo y la capacidad de adaptación de nuestra economía. Es muy importante mantener un impulso liberalizador que despeje las dudas que se han podido suscitar sobre el carácter de algunas regulaciones, como en el caso de los horarios de apertura de los establecimientos comerciales, que afectan a un sector que desempeña un papel destacado en la difusión de las ganancias de productividad y en la formación de los precios finales.

El impulso reformador debe abarcar un abanico de sectores y medidas muy amplio, en respuesta a los problemas específicos de la economía española y en línea con los objetivos de la Agenda de Lisboa. En relación con propuestas relativas a sectores específicos, en el terreno de la vivienda, por ejemplo, es necesario que las medidas orientadas a favorecer el acceso vayan acompañadas de reformas que incrementen efectivamente la flexibilidad de la oferta, cuestión que depende fundamentalmente de la regulación del mercado del suelo, pues de otro modo las presiones siempre terminarán manifestándose a través de las subidas de precios.

Debe concederse gran importancia a las medidas encaminadas a consolidar las bases para un crecimiento que permita mejoras de productividad y paralelamente la generación continuada de empleo en la economía. Las reformas introducidas en los años noventa permitieron reducir significativamente la tasa de desempleo y, al aumentar el potencial de creación de empleo, han contribuido a sostener el dinamismo económico. Sin embargo, la inercia y la rigidez que siguen presentando los mecanismos de determinación salarial y los elementos de inflexibilidad que persisten en otros aspectos del mercado de trabajo hacen necesaria una profundización en las reformas en este mercado, clave para el funcionamiento de la economía.

La estrategia de mejora de la competitividad debe adoptar un enfoque general, que abarque desde el fomento de la inversión en capital físico y humano, base de las ganancias de productividad, hasta la revisión de algunas estrategias sectoriales y al propio patrón de especialización

productiva. Pero estas son cuestiones de gran alcance que desbordan el marco de esta comparecencia.

Permítanme terminar insistiendo en la importancia del papel que le corresponde a la política presupuestaria, a la hora de aprovechar la mejora del contexto externo y de asegurar que los riesgos que están emergiendo no pongan en peligro la continuidad de la recuperación y de la convergencia. Así mismo, la profundización en la consolidación presupuestaria es necesaria para afrontar con mayores garantías los retos de largo plazo a los que las cuentas públicas habrán de enfrentarse, en especial aquellos asociados al efecto del envejecimiento de la población.

13.10.2004.

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

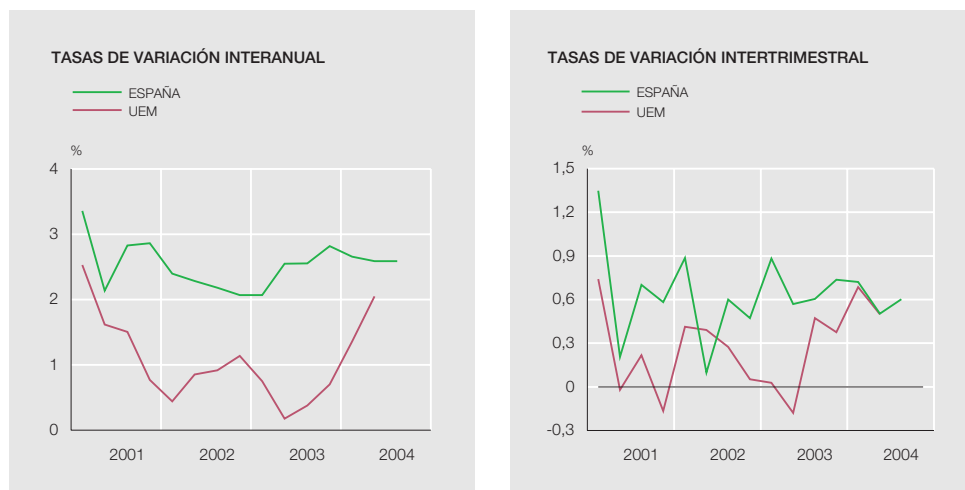
1 Rasgos básicos

El tono expansivo de la economía mundial ha ido afianzándose a medida que transcurre el año, aunque, en líneas generales, se espera que los ritmos de crecimiento tiendan a atenuarse, ligeramente, en la segunda mitad de 2004. El fuerte aumento experimentado por los precios de los productos petrolíferos se ha trasladado a las tasas de inflación de las distintas economías de forma moderada, sin que se haya producido, hasta ahora, un deterioro significativo de las perspectivas inflacionistas y la estabilidad es la nota dominante en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, la persistencia de precios del crudo considerablemente elevados en un horizonte de medio plazo, como anticipan los mercados de futuros y prevén numerosas agencias especializadas, podría terminar afectando a las expectativas de consumidores y empresas, y limitar el crecimiento de la economía mundial en 2005.

En esta situación, la economía española mantiene un ritmo de avance sostenido, similar al registrado en el primer semestre del año, sin que se aprecien cambios sustanciales en sus factores determinantes: la demanda nacional es la variable que impulsa el crecimiento de la producción, mientras que la contribución de la demanda exterior neta sigue siendo muy negativa. La creciente recuperación de la inversión en equipo, que se ha unido al continuado dinamismo del consumo y la inversión en construcción, es la nota más destacada de los últimos datos, junto con la firmeza que conserva el proceso de creación de empleo. Las exportaciones de bienes han ido acentuando sus tasas de crecimiento a lo largo del año —en relación con los bajos registros del año precedente y al hilo de la recuperación de los mercados internacionales—, pero su aportación positiva se ha visto compensada, sobradamente, por los pobres resultados del sector turístico y el notable aumento de las importaciones. Por el lado de las ramas, la industria y la construcción son las que han experimentado una evolución más estable.

En concreto, se estima que la tasa de crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB) real de la economía española durante el tercer trimestre de 2004 ha sido del orden del 2,6%, en términos de la serie desestacionalizada, igual que en el período precedente, mientras que el incremento intertrimestral podría alcanzar el 0,6%, una décima más que en el segundo trimestre del año. La variación interanual de la demanda nacional se espera que supere, en alguna décima, a la del trimestre anterior (3,8%), mientras que la demanda exterior neta podría restar al crecimiento del producto un punto porcentual y medio, una magnitud ligeramente mayor que la del período precedente.

El persistente desequilibrio entre la oferta y la demanda ha acabado por desestabilizar el mercado del petróleo y ha impulsado al alza los precios del crudo y los de sus principales derivados, hasta cotas históricas. Desde el lado de la oferta, las catástrofes naturales en el golfo de México, los problemas sociales y laborales en numerosos países productores y la persistente tensión en el Medio Oriente han afectado considerablemente a las disponibilidades de crudo, lo que se ha visto agravado, además, por la escasa flexibilidad de la producción para atender una demanda creciente, sobre todo de determinados productos derivados. El aumento de la demanda, por su parte, ha sido consecuencia de la expansión económica mundial y, en particular, de las altas tasas de crecimiento que están registrando las grandes economías del centro de Asia, con una fuerte dependencia energética. Aunque se cree que los precios del crudo tenderán a moderarse conforme remitan algunos de esos factores desestabilizadores, el horizonte no acaba de despejarse, por lo que se espera que los precios permanezcan elevados a medio plazo.



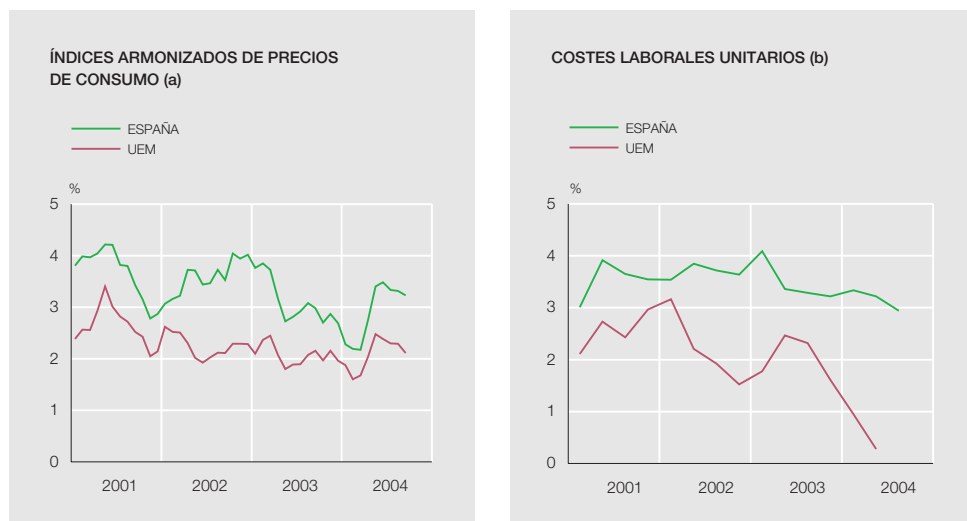
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

En esta situación, aunque las tasas de crecimiento de los principales índices de precios de las economías han reflejado el encarecimiento de los productos energéticos —con cierta desigualdad, en función de los diferentes niveles de dependencia y de la evolución de los tipos de cambio—, la credibilidad de las políticas antiinflacionistas instrumentadas por las autoridades y el arraigo de la estabilidad nominal como un valor necesario para preservar la competitividad están limitando la incorporación de los aumentos de precios a las expectativas inflacionistas de los agentes. A ello contribuyen, también, en algunos países, las ganancias de productividad y, en otros, la moderación salarial. Y todo ayuda a explicar la estabilidad constatada en los mercados financieros, los descensos que han tenido lugar, en algún caso, en los tipos de interés a largo plazo y el carácter limitado de los efectos de segunda vuelta sobre los salarios.

La economía de Estados Unidos ha moderado sus expectativas de crecimiento conforme avanza el año, aunque estas continúan siendo particularmente elevadas. El fuerte crecimiento de la inversión privada y las ganancias de productividad dan cuenta del dinamismo que conserva la economía norteamericana, mientras que ha sido el consumo privado el que ha ido desacelerando su tasa de avance, en un contexto de fuerte endeudamiento de las familias y dudas sobre la firmeza en la creación de empleo. Los indicadores más recientes, casi todos de carácter opinático, parecen confirmar este diagnóstico. A la vez, el creciente deterioro de la demanda exterior y el consiguiente aumento del déficit comercial pueden haber contribuido a la tendencia a la depreciación que se viene observando en el tipo de cambio del dólar de las últimas semanas. Los paulatinos movimientos al alza en los tipos de los fondos federales, hasta situarse en el 1,75% el pasado mes de septiembre, no se han transmitido a los plazos más largos, que han registrado descensos moderados en algunos momentos.

La tendencia a una suave desaceleración es también la nota dominante en las principales economías del este de Asia, dentro de un contexto expansivo bastante generalizado. En el caso de China, la pérdida de ritmo está siendo inferior a la que planeaban las autoridades y la tasa de inflación supera los valores que se habían previsto. El aumento de los precios se aprecia igualmente en las economías latinoamericanas, que crecen también de forma notable, como consecuencia, sobre todo, de un renovado dinamismo de sus demandas internas. Los mercados financieros evolucionan de forma favorable y así lo demuestran las emisiones y tipos de interés negociados en las deudas soberanas de estos países. En cuanto a las econo-



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.

mías de los nuevos miembros de la UE, los resultados son, en general, positivos, tanto en términos de crecimiento como en el control de sus tasas de inflación, mientras que en el frente fiscal los avances no son tan generalizados.

La zona del euro se está beneficiando de la expansión de los mercados internacionales, mientras que el gasto interno todavía no se ha afianzado suficientemente. Este es el resultado, sin embargo, de un balance desigual por países. En algunos de ellos, la contribución de la demanda externa es, prácticamente, el único elemento impulsor de la actividad, mientras que, en otros, el aumento del producto se asienta, básicamente, en el creciente dinamismo de la demanda interna, que limita la aportación positiva neta del contexto exterior. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre del año confirman este diagnóstico, sin que se esperen cambios sustanciales en la tasa de crecimiento del conjunto del área, aunque no hay que descartar que sea ligeramente inferior al dato del segundo trimestre.

El reducido nivel de los tipos de interés y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos que, en general, están promoviendo las autoridades europeas configuran el tono expansivo de las políticas macroeconómicas, que, sin embargo, no basta, por sí mismo, para consolidar la recuperación de la demanda interna. En el caso del consumo privado, es necesario que se concreten los síntomas de mejora que se aprecian en el mercado de trabajo y que el aumento del empleo contribuya a despejar los niveles de incertidumbre que aún se aprecian en las familias a la hora de emprender sus decisiones de gasto, y que podrían verse incrementados por las continuas alzas de los precios del petróleo. Queda pendiente, igualmente, un afianzamiento de la inversión empresarial, aunque aquí, también, los síntomas son esperanzadores, como consecuencia de que persisten unas condiciones de financiación favorables y de la mejora que ha tenido lugar en los márgenes empresariales, ante la contención en el aumento de los salarios y las ganancias de productividad.

La tasa de inflación de la zona del euro se situó en el 2,1% el pasado mes de septiembre, al haber compensado los precios de los alimentos el aumento que tuvo lugar en el componente ener-

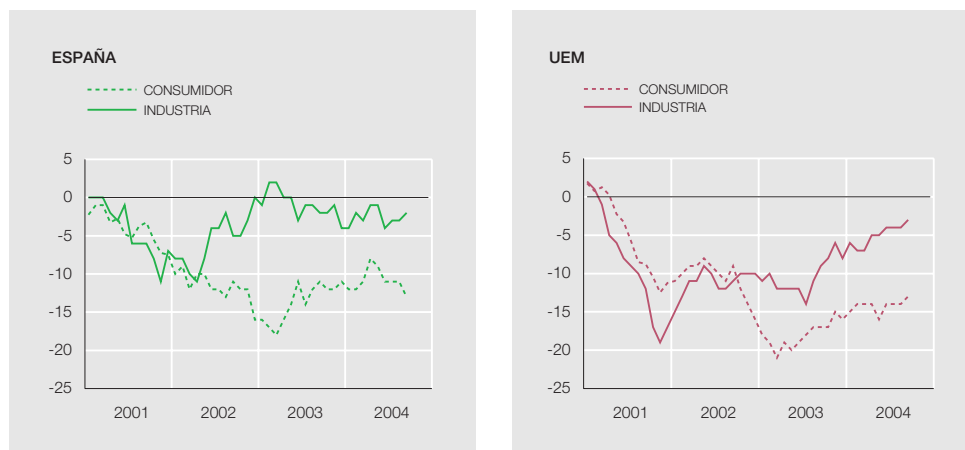
gético del índice armonizado. Las expectativas apuntan a que la tasa de inflación va a permanecer ligeramente por encima del 2% en los próximos meses, sin que se produzcan efectos de segunda vuelta relevantes tras la subida de los precios energéticos. A ello contribuirá, sin duda, la notable desaceleración de los costes laborales unitarios que se inició a mediados del pasado año. Ante estas perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, compatible con una recuperación gradual del ritmo de actividad, los tipos de interés del Eurosistema han permanecido sin cambios a unos niveles históricamente bajos, lo que proporciona un soporte significativo para el afianzamiento de la expansión económica en la zona del euro.

En el mes de septiembre, la Comisión Europea dio a conocer, a través de una Comunicación, una serie de propuestas con el ánimo de orientar el debate acerca del perfeccionamiento del marco en el que se desenvuelven las políticas fiscales en el área del euro y en el conjunto de la UE. En la actualidad, estas propuestas están discutiéndose en los foros europeos y se analizarán en el Consejo ECOFIN en los próximos meses.

En este entorno exterior estimulante y con unas condiciones de financiación que siguen resultando holgadas, la economía española ha estabilizado su ritmo de crecimiento interanual en tasas próximas al 2,6%, que es la cifra avanzada por el INE para el segundo trimestre de 2004 y la estimada por el Banco de España para el tercer trimestre. Los últimos datos muestran que la tasa de variación de la demanda nacional, excluida la variación de existencias, aumenta paulatinamente, al haberse incorporado los bienes de equipo a la senda expansiva que, en líneas generales, mantienen, desde hace varios años, el resto de los componentes. La mejora en el panorama internacional ha contribuido a restablecer —no sin ciertas vacilaciones, todavía— las expectativas de los agentes privados y ha impulsado el crecimiento de las exportaciones de bienes. Sin embargo, la fortaleza de las importaciones y los resultados poco estimulantes del sector turístico —algo mejores en el tercer trimestre que en el segundo— han limitado con notable intensidad el crecimiento del producto. La penetración creciente de productos extranjeros en el mercado nacional, a un ritmo muy superior al de los productos españoles en los mercados internacionales, y las dificultades por las que atraviesa el sector turístico alertan sobre los problemas de competitividad que podrían estar gestándose, lo que podría llegar a limitar el ritmo de avance de la convergencia real con los países de la zona del euro.

Si bien algunos indicadores muestran una ligera tendencia a la desaceleración del consumo privado, su ritmo de crecimiento sigue siendo considerable, igual que el de la inversión residencial. De hecho, en los últimos meses, se ha reavivado la iniciación de nuevas viviendas y, al mismo tiempo, los precios de venta siguen aumentando a tasas muy elevadas, del orden del 18% en el segundo trimestre. Aunque el crecimiento de la renta disponible de los hogares podría ser del orden del 3% en el promedio del año, en términos reales, y el crecimiento del empleo proporciona un buen soporte al gasto de las familias, estas han seguido acudiendo de manera muy intensa al endeudamiento para financiar sus flujos de consumo e inversión. Según los últimos datos disponibles, el crédito a los hogares aumentó un 20% hasta el pasado mes de agosto, siendo del 24% el incremento correspondiente para la financiación de la compra de viviendas. Esto implica que han seguido creciendo las ratios de deuda y carga financiera de las familias con respecto a su renta disponible —la primera se sitúa ya en el entorno del 100%—, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda continuó reduciéndose. La riqueza financiera del sector ha disminuido ligeramente, con datos del segundo trimestre del año, pero su patrimonio neto se ha revalorizado como consecuencia del aumento experimentado por el precio de la vivienda.

Los indicadores disponibles para el tercer trimestre confirman la recuperación de la inversión

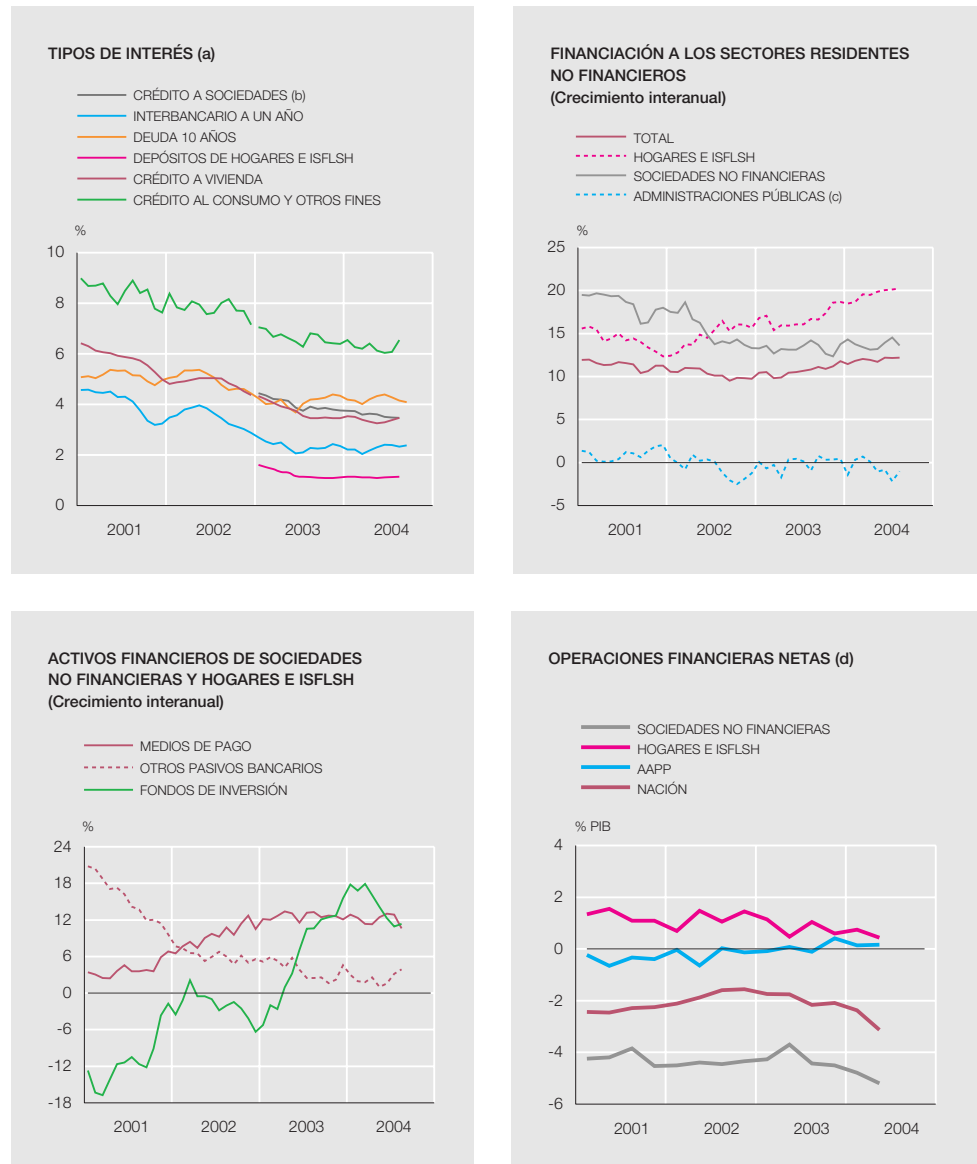


FUENTE: Comisión Europea.

en bienes de equipo, que ha incrementado de forma notable su ritmo de crecimiento interanual. La mejora de las expectativas, ante las perspectivas del entorno internacional, y las condiciones financieras favorables en las que se desenvuelve la actividad empresarial apoyan esta recuperación. El crédito a las empresas aumentó un 14% hasta el mes de agosto y, si bien son los sectores inmobiliarios los que han seguido acaparando los mayores fondos, resulta también relevante el crecimiento que se aprecia en la financiación a las ramas industriales. En esta situación, las ratios de endeudamiento han seguido aumentando ligeramente, pero los procesos de saneamiento que se han llevado a cabo y el descenso de la carga y de la presión financiera que muestran distintos indicadores confirman las buenas expectativas para que se consolide el proceso de recuperación de la inversión productiva.

Ya se ha comentado la aportación negativa de la demanda exterior neta real al crecimiento del producto, que, en el tercer trimestre, con la información parcial disponible, se estima que puede estar en torno a un punto porcentual y medio. Hasta el mes de agosto, el crecimiento de las exportaciones de bienes en términos reales, según la información del Departamento de Aduanas, ha sido ligeramente inferior al de nuestros mercados, apreciándose, en los datos de los últimos meses, una modesta recuperación en las ventas dirigidas a la UE, aunque son las exportaciones extracomunitarias las que siguen registrando mayor dinamismo. Las importaciones, por su parte, continúan aumentando a tasas muy elevadas, que abarcan todos los grupos de bienes —incluida la energía—, siendo especialmente relevante la fortaleza de la compra de bienes de equipo. Los resultados del sector turístico en el transcurso del año están siendo pobres, aunque, a lo largo del tercer trimestre, se han observado algunos síntomas de mejora. Las presiones competitivas de otros mercados están afectando a un sector muy sensible a las variaciones en los precios, como refleja el fuerte aumento de las salidas de turistas españoles hacia destinos que se han abaratado sustancialmente como consecuencia de la apreciación del euro.

El crecimiento del empleo mantiene un dinamismo elevado, como han puesto de manifiesto los indicadores correspondientes al tercer trimestre. En concreto, la Encuesta de Población Activa, que se acaba de publicar, ha elevado hasta el 25% la tasa de variación interanual del empleo en el tercer trimestre, superando los resultados obtenidos en el trimestre precedente. Uno de los rasgos más destacables de los datos de los últimos meses es que, aunque el núcleo de creación de puestos de trabajo sigue estando concentrado en las ramas de servicios de mercado y en la construcción, el proceso de caída del empleo en las actividades in-



FUENTE: Banco de España.

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

b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen.

c. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

dustriales parece estar amortiguándose. Sería necesario que esta evolución se consolidara en los próximos meses, sin detrimento en las ganancias de productividad, que deberían responder, en mayor medida, a aumentos genuinos ligados al crecimiento de la inversión y a la eficiencia en el uso de los factores y no a la destrucción de puestos de trabajo, como ha ocurrido en los años recientes. Las ramas de servicios de mercado son las que siguen registrando descensos en la productividad del trabajo más acusados.

Como al bajo crecimiento de la productividad se unen incrementos salariales relativamente elevados —cuando se los compara con los que están teniendo lugar en los países de la zona del euro—, el diferencial entre el crecimiento de los costes laborales unitarios de la economía española y el del conjunto del área sigue ampliándose, tal como se aprecia en el gráfico 2. Esta

situación podría terminar dañando la competitividad de la economía, sobre todo si los sistemas de indiciación y las cláusulas de salvaguardia terminan facilitando el traslado de los aumentos en los precios energéticos a los salarios, ampliándose sus efectos a través de la economía.

En septiembre, la tasa de crecimiento de los precios de consumo (IPC) se situó en el 3,2%, al haberse compensado el movimiento al alza de los precios energéticos con una fuerte desaceleración en los precios de los alimentos no elaborados, tras un largo período de fuertes aumentos que ahora se han descontado. En el resto de los componentes, más estables, las variaciones han sido poco relevantes, habiéndose situado el ritmo de crecimiento del índice que agrega los servicios y los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) en el 2,8%, tasa alrededor de la cual está fluctuando en los meses más recientes. El diferencial de inflación con los países de la UEM, medido a través de los índices armonizados, fue de 1,1 puntos porcentuales, destacando, un mes más, la persistente diferencia —de ese orden de magnitud— entre las tasas de crecimiento de los precios de los servicios.

En cuanto a la política presupuestaria, el hecho más relevante ha sido la presentación de las cifras de los Presupuestos Generales del Estado para el próximo ejercicio. Las previsiones de cierre para el año 2004, que apuntan a un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas equivalente al 0,8% del PIB, están afectadas por algunos cambios que se han introducido en el tratamiento contable que se daba a ciertas partidas de gasto y la decisión de que el Estado asuma las deudas acumuladas por algunas empresas públicas en el pasado. Ambas modificaciones son las que explican la revisión al alza de las cifras del déficit y responden al propósito de incrementar la transparencia de las cuentas públicas.

Es importante que la mayor transparencia se traduzca en un comportamiento más disciplinado del conjunto de las Administraciones Públicas, que es necesario para afrontar los riesgos con los que se encuentra la economía española —en un contexto de holgura de las condiciones monetarias— en el terreno de la competitividad y del endeudamiento de las familias.

2 Entorno exterior del área del euro

La evolución del precio del petróleo en los últimos meses ha centrado la atención de mercados y agentes. Desde inicios del tercer trimestre, el precio del barril de petróleo tipo Brent experimentó un aumento del 38%, lo cual lo situó en el máximo histórico de 51 dólares por barril a finales de octubre, aunque los precios de los crudos pesados registraron incrementos sensiblemente menores. Este aumento de precio, agudizado desde mediados de septiembre, se vio alentado por problemas derivados de las condiciones climáticas adversas en el golfo de México y por la inestabilidad social y laboral en otros países productores. A pesar de estos factores coyunturales, los precios del petróleo descontados por los mercados de futuros para finales de 2006 han sufrido un aumento de 10 dólares desde principios del tercer trimestre del año, con lo cual una parte importante de la subida experimentada en los últimos meses ha dejado de percibirse como transitoria. Con la excepción de los mercados del crudo y del resto de materias primas, la evolución financiera internacional se caracterizó por una reducida volatilidad en los mercados financieros, donde se registraron descensos en los tipos de interés a más largo plazo y un relativamente positivo comportamiento de los mercados de renta variable, en un período en que se producía el tensionamiento gradual de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos hacia tasas más acordes con la situación cíclica de la economía. Por su parte, la deuda pública corporativa y emergente registró un comportamiento positivo. En los mercados de divisas, el dólar volvió a mostrar una cierta debilidad frente al euro, que llegó a situarlo por encima del 1,27.

En EEUU, los primeros indicadores del tercer trimestre correspondientes al mes de julio apuntaban a un fuerte rebrote de la actividad tras la desaceleración del PIB en el segundo trimestre. Sin embargo, a medida que transcurría el trimestre, los indicadores han resultado menos favorables, pues muchos de ellos han vuelto a perder impulso, en parte posiblemente como reacción al alza persistente en el precio del petróleo. Estos indicios de desaceleración no deben afectar sensiblemente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre, pero aumentan la incertidumbre sobre la evolución de los próximos trimestres. El mercado de trabajo no contribuye a despejar estas dudas. En septiembre, el empleo creció en 96.000 puestos de trabajo, muy por debajo de lo esperado y del empleo creado en los meses de primavera. Por el lado de los precios, el panorama no es, hasta el momento, inquietante. El IPC de septiembre se situó en el 2,5% interanual, desde el 3,3% con el que concluyó el segundo trimestre, aunque la tasa subyacente pasó a un 2% interanual, la mayor desde noviembre de 2002. Además, en las fases iniciales de producción las tasas de avance de precios son más altas: la subyacente de los bienes intermedios aumentó en septiembre un 7,8% interanual. En cuanto al sector exterior, los últimos datos de la balanza comercial (que llegan a agosto) confirman los últimos tres meses como los de mayor déficit histórico registrado, por encima de 50 mm de dólares mensuales en cada uno de ellos. La fuerte expansión de las importaciones, que crecían al 20,7% interanual en agosto, impulsadas por el incremento de la factura energética, está detrás de esta evolución negativa reciente.

En Japón, se produjo una ralentización del ritmo de crecimiento del PIB en el segundo trimestre, al situarse en el 4,2% interanual, frente al 5,9% del primer trimestre, lo que generó alguna incertidumbre sobre la solidez de la recuperación japonesa. Sin embargo, en el tercer trimestre, parece apreciarse un ritmo de actividad algo mayor que en el trimestre precedente. Mientras que los indicadores de oferta y empleo aportaron señales moderadamente positivas, los de demanda mostraron una menor fortaleza. Así, en el mes de agosto se aceleró el crecimiento de la producción industrial (9,7% interanual) y el de los pedidos de maquinaria (5,4% inte-

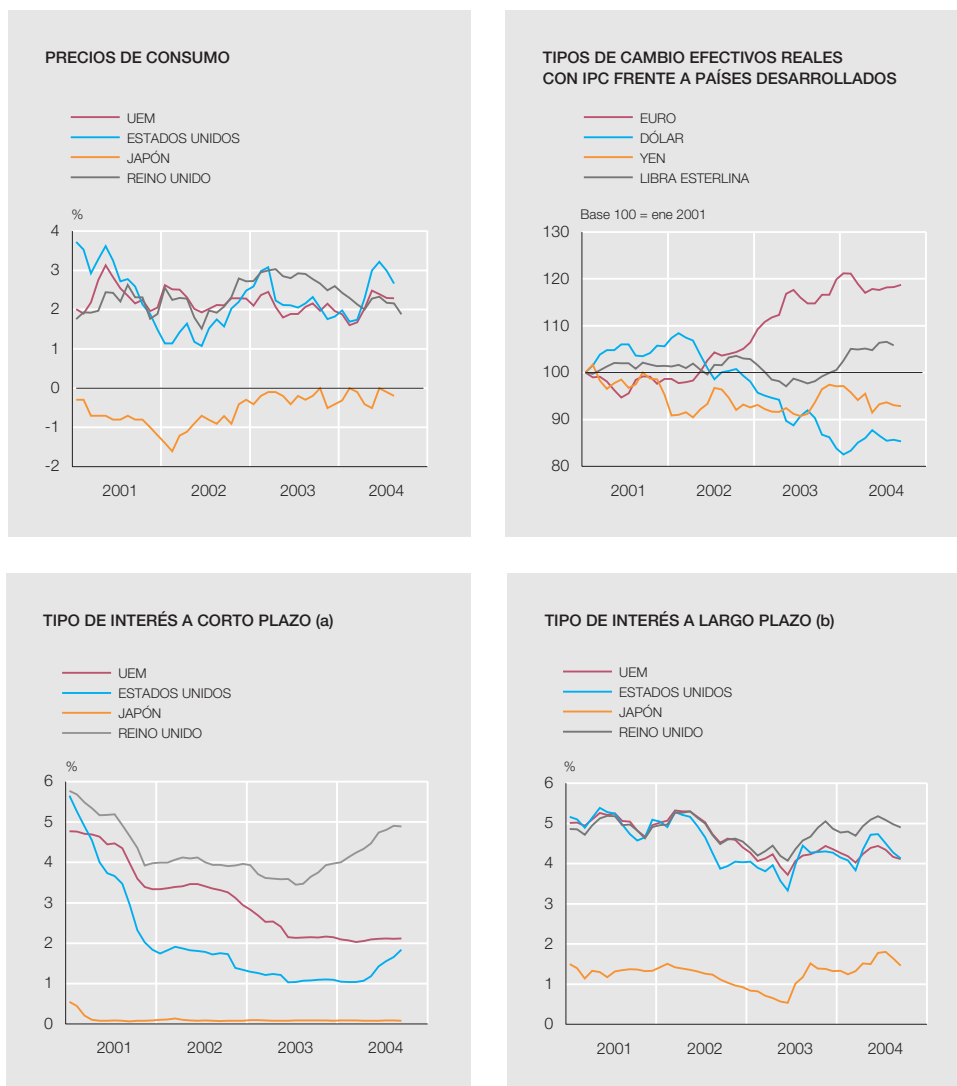


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

ranual) y mejoraron las expectativas, tal y como muestra el índice Takan de confianza industrial del tercer trimestre. Por el lado de la demanda, en agosto se observó un retroceso de la renta personal (-0,2% interanual) y de las ventas al por menor (-1,6% interanual) y, en septiembre, la confianza del consumidor experimentó un leve deterioro. Por su parte, el mercado de trabajo mantuvo una evolución favorable en agosto al crearse 290.000 empleos, lo que condujo la tasa de paro hasta el 4,8% (4,9% en julio). Los precios de consumo registraron en agosto una caída interanual del 0,2% (-0,1% en julio), al igual que la inflación subyacente (-0,2% en julio), lo que da fe de las dificultades para superar la deflación de precios. En cambio, los precios al por mayor registraron en septiembre un aumento interanual del 1,8% (1,7% en agosto), impulsados por el alza en los precios del petróleo y el carbón.

En el Reino Unido, después de crecer a ritmos interanuales de entre el 3% y el 4% en los últimos trimestres (3,6% en el segundo), la economía ha emitido señales de una desaceleración en los meses recientes. Se produjeron indicios de moderación en los precios de la vivienda, al tiempo que los préstamos hipotecarios bajaban notablemente; el índice de distribución de comercio en septiembre obtenía su peor registro en más de un año, anticipando una desaceleración

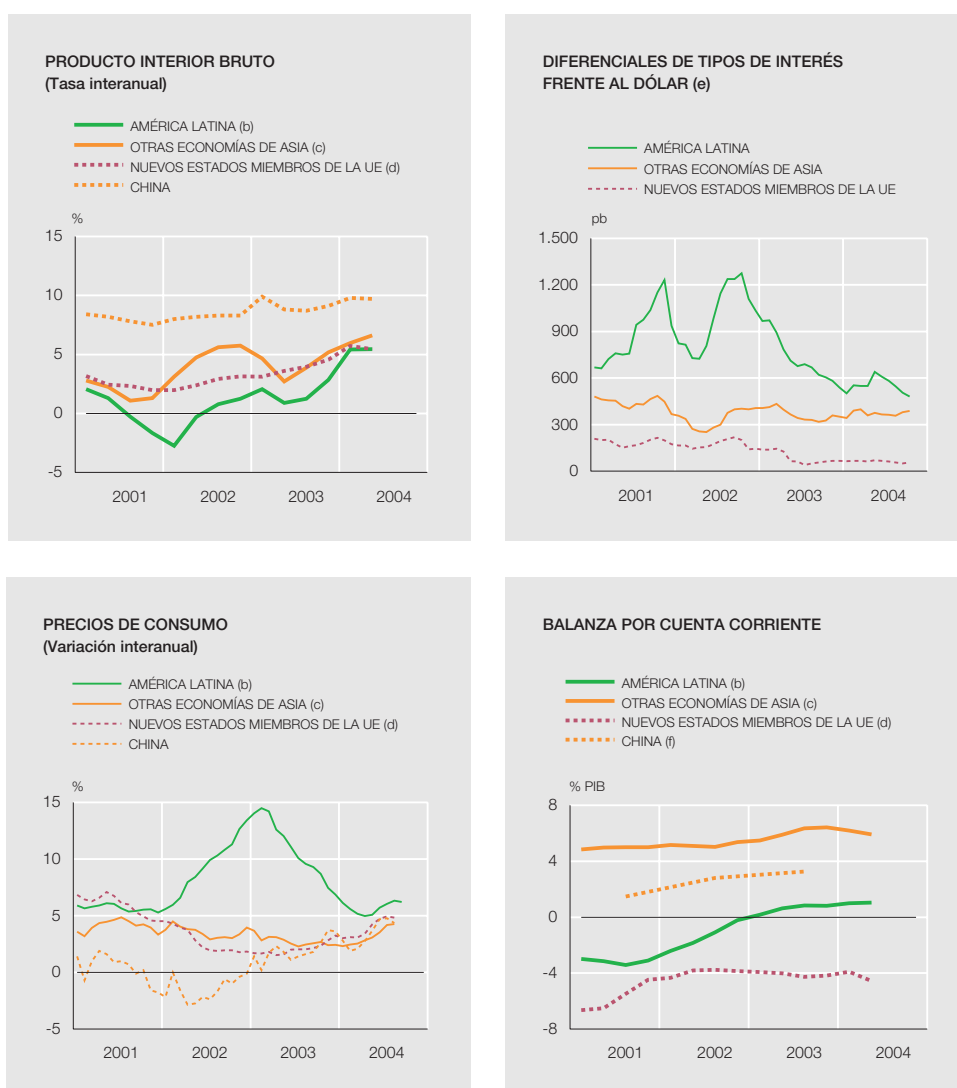


FUENTE: Banco de España.

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

del consumo que, sin embargo, aún no se refleja en los datos de ventas al por menor; y, finalmente, por el lado de la producción, destacó una nueva caída de la producción industrial en agosto y un PMI de manufacturas en septiembre que supuso el peor registro desde julio de 2003. Todo esto no ha tenido repercusión en el mercado de trabajo, en el que ha continuado aumentando el empleo, alcanzando una tasa interanual del 0,8% en agosto. A ello se añade la fuerte desaceleración del IPC (armonizado), del 1,3% en agosto al 1,1% en septiembre, muy por debajo del objetivo central del Banco de Inglaterra (2%), que mantuvo sus tipos oficiales en el 4,75% en sus reuniones de septiembre y octubre, tras la subida de 25 puntos básicos (pb) en agosto. Por su parte, la balanza comercial, con un déficit de 4 mm de libras en agosto, continuó su deterioro.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, se mantuvo un crecimiento robusto del PIB en el segundo trimestre de 2004, por encima del 4% interanual en casi todos ellos, destacando especialmente el crecimiento muy elevado de los países bálticos y Polonia, de más del 6% interanual. Los indicadores del tercer trimestre siguieron mostrando aumentos



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.

importantes de la producción industrial y de las exportaciones en los principales países de la región. En cuanto a los precios, se empezaron a moderar recientemente, tras el repunte de mediados de año, que se debió en parte a la liberalización de algunos precios administrados y a la subida de impuestos indirectos, como consecuencia de la entrada en la UE. En este contexto, tras los aumentos a mediados del trimestre de los tipos de interés oficiales en Polonia (del 5,75% al 6,50%) y en la República Checa (del 2,25% al 2,50%), desde agosto se han mantenido estables, e incluso en Hungría se redujeron en un punto porcentual, al 10,50%. En cuanto a la situación fiscal, los objetivos de déficit para 2004, fijados en los Programas de Convergencia, tienen visos de cumplirse en casi todos los casos, con la notable excepción de Hungría, que ya ha sobrepasado su objetivo inicial de déficit para todo el año, del 4,6% del

PIB, y lo ha revisado al 5,0%-5,3% del PIB. Los mercados financieros de los nuevos Estados miembros tuvieron un comportamiento relativamente estable, en el que destacó la apreciación frente al euro de los tipos de cambio de aquellos países que dejan fluctuar sus monedas, en especial del florín húngaro y del zloty polaco. Por su parte, los tipos de cambio de las monedas de los nuevos Estados miembros que pertenecen al mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (las de Eslovenia, Estonia y Lituania) se mantuvieron estables en torno a sus paridades centrales.

En las principales economías del Sudeste asiático, los datos de actividad y de exportaciones del tercer trimestre del año mostraron, en general, una cierta desaceleración respecto al notable dinamismo registrado en el segundo, si bien el ritmo de crecimiento de la actividad siguió todavía con buen tono en la mayor parte de ellos, con la excepción de Corea del Sur, donde persiste la debilidad del consumo privado. Asimismo, continuó el aumento gradual de las tasas de inflación en todas las economías, provocado básicamente por la elevación de precios energéticos, que ha comenzado a afectar, gradualmente, de forma negativa, a los índices de sentimiento de consumidores y empresarios en varios países. En China, las medidas administrativas restrictivas instrumentadas por las autoridades desde comienzos del año han ralentizado el ritmo de crecimiento de la economía en el tercer trimestre, pero de forma moderada. Así, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre fue del 9,1%, frente al 9,6% del trimestre anterior. Sin embargo, pese a las medidas restrictivas y a la desaceleración del crecimiento de la oferta monetaria y del crédito bancario, la tasa de inflación interanual apenas se redujo una décima (hasta el 5,2%) en septiembre, por el fuerte incremento de los precios de los alimentos.

En América Latina, el comportamiento de los mercados financieros se ha mantenido en un tono positivo durante todo el trimestre, de tal modo que los diferenciales soberanos regresaron a niveles similares o por debajo de los de finales de enero de 2004. Los indicadores del tercer trimestre siguieron confirmando la fortaleza de la actividad mostrada en los dos primeros trimestres del año y reafirmaron el creciente peso de la demanda interna como motor del despegue económico en la región. Sin embargo, la aceleración de la actividad, junto con el incremento de los precios energéticos, propició un aumento de la inflación en casi todos los países, lo que indujo un tono más restrictivo en la política monetaria en muchos casos. Así, en sus reuniones de septiembre, el banco central de Chile aumentó el tipo de interés de referencia en 25 pb, hasta el 2%, y el Banco de México elevó el «corto» por séptima vez en el año. Por otro lado, el Banco de Perú, en su reunión de octubre, elevó el tipo de interés de referencia en 25 pb, hasta el 3%, y el Banco de Brasil, en sus reuniones de septiembre y octubre, aumentó el SELIC en 25 pb y 50 pb, respectivamente, hasta el 16,75%. En Argentina, tras varios meses de intensas negociaciones, el Gobierno logró cerrar un acuerdo con las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) por los títulos actualmente en suspensión de pagos. El citado acuerdo supone un paso adelante para la culminación del proceso de reestructuración de la deuda.

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

En el tercer trimestre ha continuado la etapa de avance de la actividad iniciada en la zona del euro a mediados de 2003, apoyada en la fortaleza del crecimiento económico mundial, en las favorables condiciones monetarias y financieras y en la moderación del aumento de los costes laborales unitarios, que está permitiendo que se recuperen los márgenes empresariales. Por lo tanto, el mantenimiento de los factores que han impulsado el crecimiento del PIB en la primera parte de 2004 configura un escenario propicio para que en el segundo semestre prosiga la fase de recuperación, si bien no cabe esperar una aceleración del ritmo de crecimiento, como se preveía hace unos meses. De hecho, existen algunos riesgos para la continuidad de este escenario en el futuro, entre los que destacan la incertidumbre sobre los efectos económicos de la fuerte elevación de los precios del crudo y las dificultades que algunas economías europeas siguen mostrando para incorporarse a la fase de recuperación cíclica. Por lo que respecta a la inflación, en los meses de verano las tasas de variación del IAPC se han reducido progresivamente, ya que la favorable evolución de los precios de los alimentos ha permitido compensar el mantenimiento de las altas tasas de crecimiento del componente energético. Sin embargo, la reanudación de la escalada del precio del petróleo desde mediados del mes de septiembre puede retrasar la reducción de la inflación de la UEM por debajo del objetivo del 2%, a pesar de la moderación salarial y del notable repunte de la productividad.

En el ámbito de la política presupuestaria, todo parece indicar que en algunos países el déficit público va a seguir excediendo el límite máximo que establece el Tratado de la Unión Europea. Los indicadores disponibles apuntan a que el déficit público del conjunto del área no va a reducirse en 2004, lo que resulta preocupante dada la mejora que se detecta en la evolución cíclica.

3.1 Evolución económica

Según la segunda estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM, en el segundo trimestre de 2004 la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB del área fue del 0,5% (en dos décimas inferior a la registrada en el trimestre precedente), lo que supuso una nueva aceleración del ritmo de crecimiento interanual, que se elevó hasta el 2% (véase cuadro 1). Se mantuvo, por tanto, el mayor dinamismo de la actividad que viene observándose en los últimos trimestres. Aunque de forma algo más moderada que en los primeros meses del año, el sector exterior contribuyó positivamente al crecimiento, con una aportación a la tasa de variación intertrimestral de 0,2 pp. Esto fue el resultado de una intensa aceleración de las exportaciones, favorecida por la fortaleza del crecimiento económico mundial, que, no obstante, se vio parcialmente contrarrestada por un también notable incremento de las importaciones. La demanda interna —excluidas existencias— siguió mostrando una cierta debilidad, sin que se observara una clara respuesta al impulso procedente del exterior. Así, su contribución al crecimiento intertrimestral fue de 0,3 pp, similar a la del primer trimestre del año. Dentro de este agregado, destacaron la desaceleración del consumo privado, que creció un 0,3% —tras el 0,7% del trimestre precedente—, y, en sentido contrario, el mayor crecimiento del consumo público. La inversión, por su parte, permaneció estancada, como consecuencia del mal comportamiento de la construcción, mientras que la inversión en equipo se mostró más dinámica y creció un 0,7% (frente al -0,5% del primer trimestre). Por último, la variación de existencias tuvo una aportación nula al crecimiento intertrimestral del PIB de la UEM (véase gráfico 8).

El análisis de la Contabilidad Nacional por países señala la existencia de importantes disparidades en su evolución económica (véase recuadro 1). Con la excepción de Holanda y Grecia, los restantes países experimentaron un crecimiento positivo aunque con notables diferencias en la composición del crecimiento. Así, en países como Alemania e Italia —con tasas de va-

	2003				2004			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	0,7	0,2	0,4	0,7	1,4	2,0		
Crecimiento intertrimestral	0,0	-0,2	0,5	0,4	0,7	0,5		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3; 0,7)	(0,3; 0,7)
IPI (d)	1,0	-0,8	-0,2	1,3	1,0	2,8	1,8	
Sentimiento económico	90,5	91,4	94,2	97,7	98,8	100,0	100,5	
Confianza industrial	-11,0	-12,0	-11,4	-7,3	-6,7	-4,7	-3,7	
PMI manufacturas	49,3	47,1	49,1	52,0	52,8	54,4	53,9	
Confianza servicios	-5,7	-2,0	5,3	10,3	10,7	11,4	11,3	
PMI servicios	48,9	47,9	51,9	56,7	56,0	55,2	54,4	
Tasa de paro	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	
Confianza consumidores	-19,3	-19,3	-17,3	-16,0	-14,3	-14,7	-13,7	
IAPC (d) (e)	2,4	1,9	2,2	2,0	1,7	2,4	2,1	
IPRI (d) (e)	2,3	1,3	0,9	0,9	0,4	2,4	3,1	
Precio del petróleo en \$ (e)	30,3	27,6	27,1	29,9	33,8	35,3	43,3	49,5
Préstamos al sector privado (d) (e)	4,8	4,6	4,9	5,6	5,3	6,0	6,5	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,2	4,0
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,22	-0,32	0,09	-0,05	-0,11	0,28	0,14	0,15
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,090	1,143	1,165	1,263	1,222	1,216	1,241	1,261
Apreciación / Depreciación del euro (e)	3,9	9,0	11,1	20,4	-3,2	-3,8	-1,7	-0,2
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	-12,9	2,9	4,1	18,1	1,9	3,7	1,5	3,4

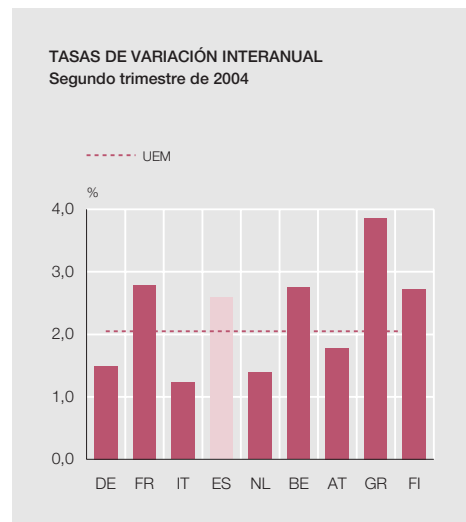
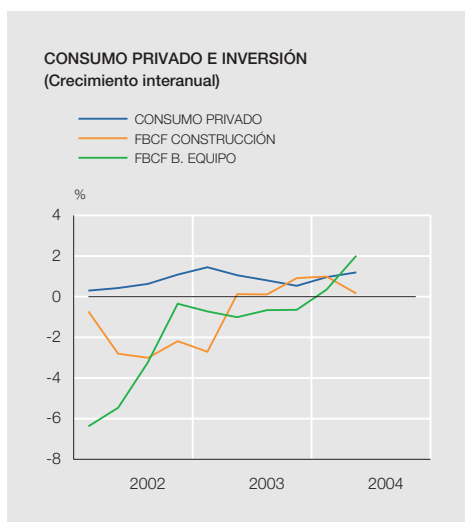
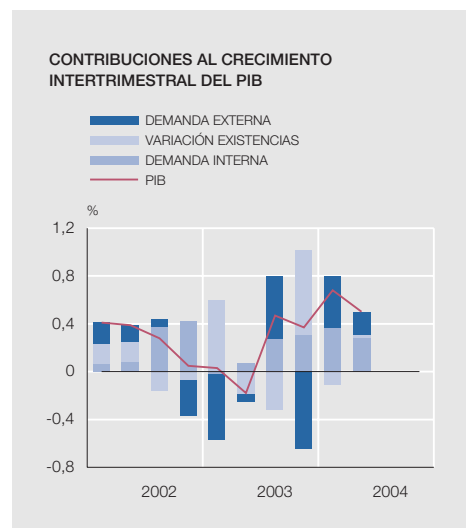
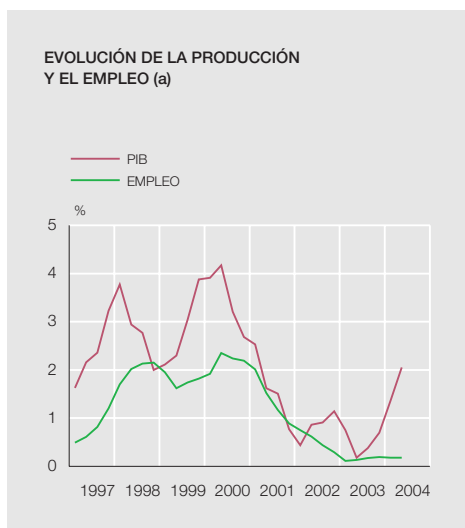
FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
b. Información disponible hasta el día 21 de octubre de 2004.
c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.
d. Crecimiento interanual.
e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

riación intertrimestral del 0,5% y 0,3%, respectivamente—, la demanda interna se mostró muy débil y el crecimiento se sustentó principalmente en la fortaleza del sector exterior. En particular, en Alemania, el consumo se incrementó tan solo un 0,1% (tras el crecimiento nulo del pasado trimestre) y la inversión, aunque mejoró respecto al período anterior, registró una nueva caída —del 1%—, consecuencia de la prolongación de la senda contractiva de la construcción. En otro grupo de países, que incluye a Francia y España —con tasas de crecimiento del 0,7% y 0,5%, respectivamente—, el gasto interno experimentó un dinamismo muy superior mientras que la demanda externa contribuyó negativamente a la expansión del producto.

Por ramas de producción, el mantenimiento del ritmo de crecimiento intertrimestral del valor añadido de la economía del área —en el 0,7%— se sustentó en la fortaleza de la rama industrial y, en segundo lugar, de los servicios, mostrando el resto de ramas un crecimiento más moderado. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo permaneció prácticamente estancado en el segundo trimestre, registrando, al igual que en los primeros meses del año, una variación interanual de 0,2%, como resultado de la destrucción de puestos de trabajo en la rama industrial y en la construcción y del aumento de la ocupación en los servicios. Dada la aceleración del ritmo de avance de la actividad del área, esta evolución del empleo se tradujo en un notable repunte en el crecimiento interanual de la productividad, que alcanzó el 1,9%, siete décimas más que en el trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro permaneció estable desde abril hasta agosto, en el 9%.

La información disponible acerca de la evolución de los indicadores en el tercer trimestre apunta hacia un mantenimiento o ligera disminución del ritmo de avance del PIB en relación



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

con el experimentado en la primera mitad del año (véanse cuadro 1 y gráfico 9). Por lo que respecta a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial disminuyó un 0,1% en el período de julio-agosto con respecto a la media del segundo trimestre, y también se observó una reducción de su ritmo de crecimiento interanual. Por su parte, los indicadores de opinión han permanecido en general en niveles muy similares a los del trimestre precedente. Así, el índice de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea mejoró ligeramente, en media, a lo largo del tercer trimestre —gracias a la favorable valoración de la cartera de pedidos—, al contrario de lo ocurrido con el índice procedente de la Encuesta de Directores de Compras (PMI) de la industria manufacturera, que, no obstante, se mantiene por encima del nivel de 50, lo que es compatible con un comportamiento expansivo de la economía. Asimismo, la confianza de la construcción también experimentó un ligero avance en los meses de verano, mientras que los indicadores de confianza correspondientes al sector servicios apenas han variado.

Por el lado de la demanda, los indicadores más recientes no reflejan todavía un repunte decidido del consumo privado. Así, mientras que la media del indicador de confianza de los consumi-

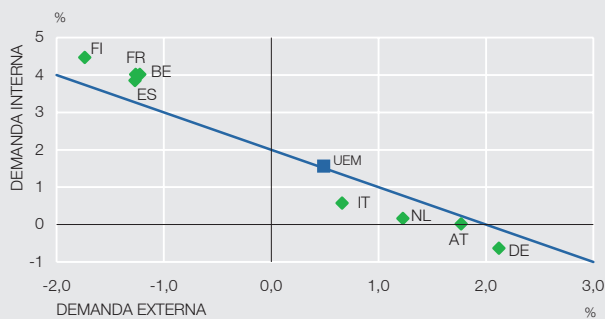
La actividad económica del área del euro se ha ido recuperando durante el último año, hasta mostrar un crecimiento interanual del 2% en el segundo trimestre de 2004. Este ritmo de expansión es el resultado de un comportamiento bastante divergente por países, pues hay algunos, como Francia, España, Bélgica y Finlandia, con tasas por encima del 2,5%, mientras que otros —como Alemania o Italia— crecieron muy por debajo de ese nivel. Además, un rasgo notable de las disparidades observadas entre ambos grupos de países radica en las diferencias en las contribuciones respectivas de la demanda interna y externa al producto, como puede observarse en el gráfico 1 (en el que la línea de trazo grueso representa los puntos en los que el crecimiento del PIB iguala el 2% —la media del área—). Así, en los países cuya actividad económica se ha expandido más débilmente, la aportación de la demanda externa ha sido mucho mayor que en las economías más dinámicas, mientras que, en estas últimas, el crecimiento del PIB se ha sustentado en la demanda interna.

La existencia de tasas muy distintas de expansión de la actividad entre estos dos grupos de países y las aportaciones divergentes de las vertientes externa e interna de la demanda no son fenómenos que caractericen exclusivamente la coyuntura económica más re-

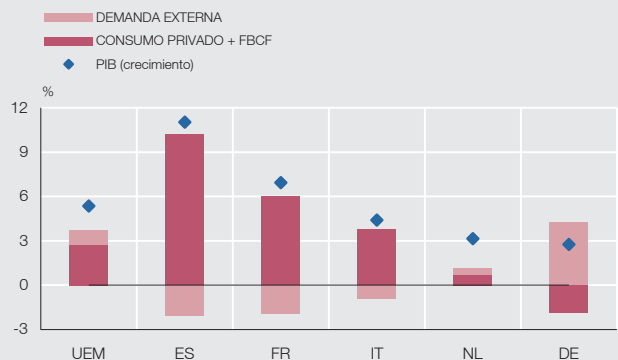
ciente. Desde que en el segundo trimestre del año 2000 se iniciara en el conjunto de la UEM la actual fase de desaceleración cíclica, el PIB del área ha crecido un 5,3% en términos acumulados (véase gráfico 2). Esta evolución agregada oculta desarrollos muy distintos entre las cinco mayores economías del área, de forma que las tasas correspondientes a España y Alemania han sido del 11% y 2,8%, respectivamente, mientras que Francia, Italia y los Países Bajos se situaron en cifras intermedias (6,9%, 4,4% y 3,1%). Esta misma ordenación de los cinco países se mantiene por lo que respecta a la contribución de la demanda interna, así como, con signo opuesto, en lo que se refiere a la aportación al crecimiento de la demanda externa.

En una Unión Monetaria existen mecanismos de ajuste que deben, en principio, contribuir a la corrección de las divergencias macroeconómicas, entre los que ocupa un lugar prominente el que discurre a través de la evolución de la competitividad exterior. Los países cuya demanda interna muestra una evolución más débil deberían experimentar menores presiones de costes y precios internos y, por tanto, una ganancia de competitividad que impulsara las exportaciones y, más tarde, la demanda interna. No obstante, la efectividad de este mecanismo depende, entre otros factores, del grado de rigidez de

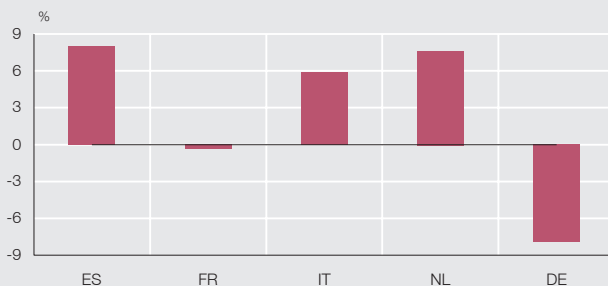
1. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA Y EXTERNA (II TRIMESTRE 2004)



2. CRECIMIENTO ACUMULADO Y CONTRIBUCIONES (a)



3. CRECIMIENTO ACUMULADO DE LOS CLU RESPECTO AL RESTO DEL ÁREA (a)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Crecimiento acumulado desde el segundo trimestre de 2000 hasta el segundo trimestre de 2004.

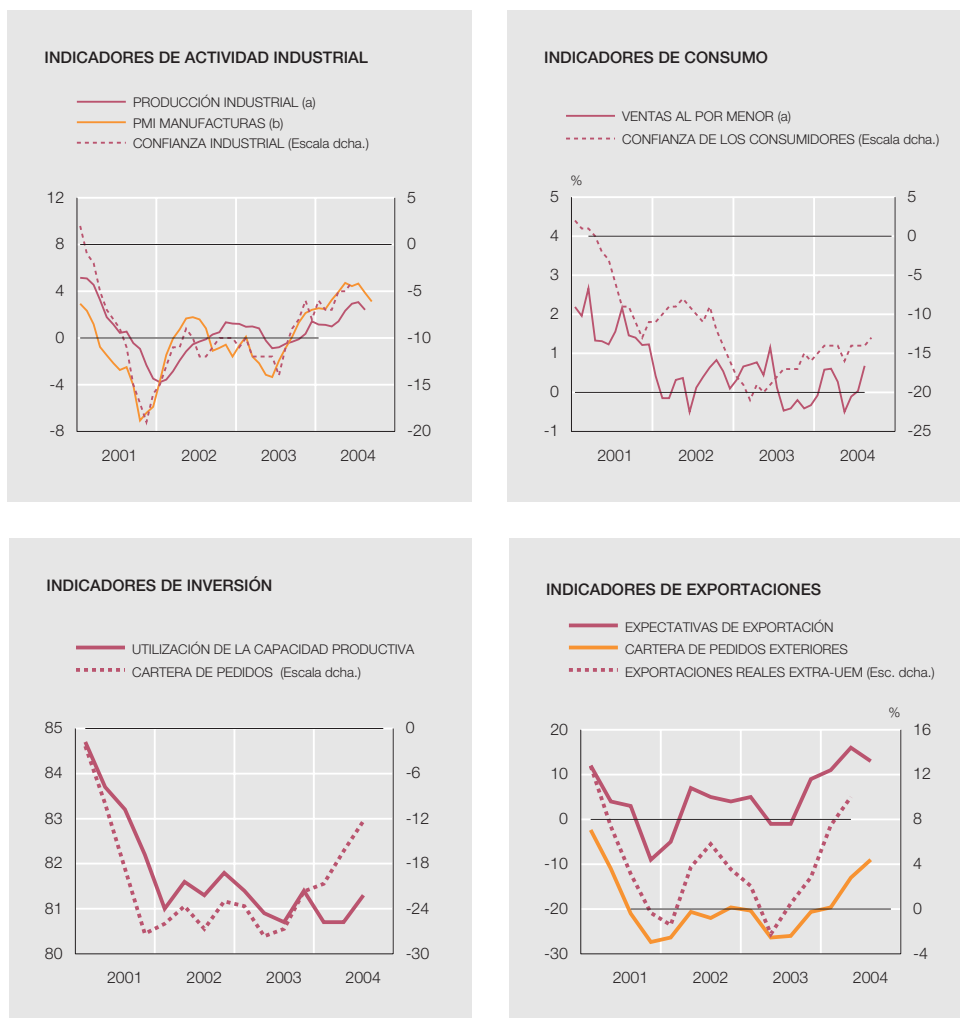
los salarios nominales, lo que puede provocar que el proceso sea costoso y muy dilatado en el tiempo o, incluso, que no llegue a desencadenarse. En este sentido, resulta interesante analizar la evolución de la competitividad en las tres economías —de entre las grandes aquí consideradas— cuyo crecimiento acumulado en el período de referencia fue inferior a la media de la UEM. En el gráfico 4 se observa cómo la economía alemana ha experimentado una notable ganancia de competitividad (medida por la evolución relativa de sus costes laborales unitarios) en el período considerado, lo que explica la notable contribución de sus exportaciones al crecimiento del pro-

ducto. En Holanda e Italia se aprecia, sin embargo, que ese proceso de mejora de la competitividad no es automático. En el caso holandés, la desaceleración de los costes laborales unitarios relativos solo comenzó a producirse tras una intensa desaceleración de la actividad, mientras que en Italia, a pesar del dilatado período de debilidad económica y de la fuerte pérdida de competitividad acumulada, sus salarios relativos continúan sin dar muestras de desaceleración. Ello parece haber propiciado que las exportaciones italianas apenas contribuyeran al crecimiento del producto durante los últimos cuatro años.

dores fue algo mejor en el tercer trimestre del año que en el precedente, el dato correspondiente a la confianza de los minoristas experimentó un ligero retroceso. Por otra parte, las ventas al por menor se han situado en promedio de julio y agosto en el mismo nivel del segundo trimestre y las matriculaciones de automóviles tuvieron una evolución negativa en ese período. Por lo que respecta a los indicadores referidos a la inversión, los empresarios mejoraron su valoración sobre la cartera de pedidos industriales y se incrementó el grado de utilización de la capacidad productiva, aunque se observó un cierto retroceso en la valoración de los empresarios sobre la capacidad instalada (véase el recuadro 2). Finalmente, los indicadores del sector exterior apuntan a un mantenimiento de su aportación al crecimiento, al permanecer favorables tanto la cartera de pedidos exteriores como las expectativas de exportación, las cuales, aunque se redujeron levemente en el tercer trimestre, se sitúan en niveles altos.

En septiembre, el crecimiento interanual del IAPC fue del 2,1%, tres décimas inferior al registrado en junio. Esta reducción de la tasa de inflación esconde evoluciones dispares de los componentes más volátiles del IAPC (véase gráfico 10). Así, mientras que la energía volvió a experimentar una aceleración de sus precios (hasta un crecimiento del 6,4%), en línea con la escalada del precio del crudo, los alimentos registraron en septiembre una caída interanual del 1,5%, debido, en buena medida, a los efectos de base derivados de las altas tasas de crecimiento que experimentaron hace un año como consecuencia de la ola de calor que afectó al continente europeo. Por lo tanto, la inflación subyacente, medida por el crecimiento interanual del IPSEBENE —indicador que excluye los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, dada su naturaleza más volátil—, se ha mantenido relativamente estable, en el 2,1% —una décima menos que en junio—, como resultado de la persistencia mostrada por la tasa de inflación de los servicios, del mantenimiento del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados. Los precios de producción siguieron acelerándose debido, nuevamente, al notable encarecimiento del petróleo, unido al de las materias primas —que continúan mostrando elevados crecimientos interanuales, a pesar de las caídas de los últimos meses—. Así, tanto en julio como en agosto se incrementó la tasa de variación interanual del índice de precios industriales, hasta alcanzar el 3,1%.

En cuanto a la formación de precios desde la perspectiva de la oferta, el notable repunte del crecimiento de la productividad en el segundo trimestre del año así como la moderación salarial observada en dicho período —con un incremento interanual de la remuneración por asalariado que permaneció estable en el 2,1%— dieron lugar a una importante ralentización del crecimiento de los costes laborales unitarios (hasta el 0,3%) y a una recuperación de los már-



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Dato normalizado.

genes empresariales. La situación de atonía que ha seguido mostrando el mercado de trabajo europeo hasta el momento — con unos indicadores sobre expectativas de empleo que solo han mejorado levemente — favorece el mantenimiento de la moderación del crecimiento salarial, como apuntan los datos de convenios colectivos disponibles para el tercer trimestre (véase gráfico 11).

En relación con la evolución del sector exterior en el tercer trimestre de 2004, solo se dispone de la información de la balanza de pagos correspondiente al mes de julio, lo que únicamente permite realizar un análisis tentativo de dicha evolución. El saldo neto acumulado en los siete primeros meses del año de la balanza por cuenta corriente de la UEM se elevó hasta 25,6 mm de euros, en contraste con el déficit acumulado, de 1,2 mm de euros, que se registraba en idéntico período del año 2003. Esta notable mejora obedeció, fundamentalmente, al incremento del superávit de la balanza de bienes (que pasó de 56,4 mm de euros en 2003 a 75,9 mm de euros en 2004), dado que, aunque los flujos netos acumulados de la balanza de servicios también arrojaron un superávit, este se redujo respecto al de 2003. También contribuyó positivamente a la mejora del saldo por cuenta corriente la reducción del déficit acumulado en la balanza de rentas. El signo de la balanza básica — que incluye, junto con el saldo de la

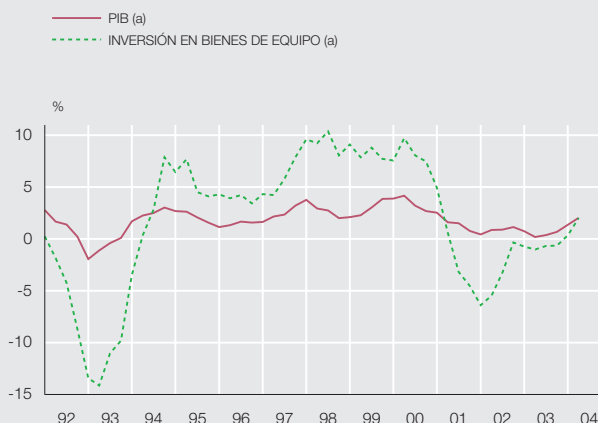
La inversión en bienes de equipo (que incluye, entre otros, la maquinaria y los equipos informáticos), a pesar de su peso relativamente reducido en el PIB, ejerce una notable influencia en la evolución del producto, tanto a corto plazo —debido a su elevada volatilidad y a su marcado carácter procíclico— como a largo plazo —puesto que permite la acumulación de capital y la incorporación del progreso técnico a los procesos productivos, lo que redundará en una mejora de la productividad y del PIB potencial de la economía—. La evidencia disponible parece indicar que, en general, la inversión en bienes de equipo evoluciona de modo contemporáneo con el PIB. Además, dado su carácter procíclico, cabe esperar que en las etapas iniciales de un proceso de recuperación cíclica, como el que se registra en la actualidad en la UEM, su expansión sea más intensa que la del producto.

La evolución más reciente de ambas variables en la zona del euro ha sido similar, con un crecimiento interanual del 2% en el segundo trimestre de 2004, lo que pone fin a la etapa iniciada a comienzos de 2001 en que la variación interanual de la inversión en bienes de equipo fue inferior a la del producto —e incluso negativa en muchos tri-

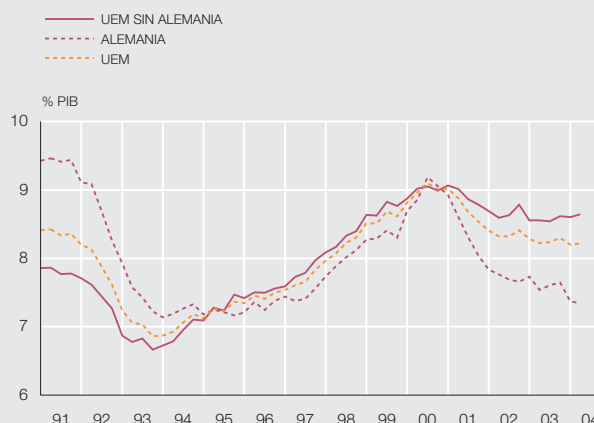
mestres— (véase gráfico 1). Como consecuencia de ello, a lo largo de esta fase de desaceleración cíclica, la participación de la inversión en bienes de equipo en el PIB, en el conjunto del área, fue reduciéndose desde el 9,1% alcanzado en el año 2000 hasta el mínimo de 8,2% registrado en el primer trimestre de 2004 (véase gráfico 2).

Esta pérdida de peso de este componente de la inversión es, sin embargo, menor que la registrada en la etapa recesiva de comienzos de los años noventa, que alcanzó 1,5 puntos porcentuales del PIB. Además, cabe destacar que en el mínimo cíclico más reciente la importancia de la inversión en bienes de equipo en relación con el PIB en el área del euro se situó casi al mismo nivel que en el máximo cíclico alcanzado a comienzos de la década de los noventa. La debilidad de esta variable queda aún más matizada si se atiende a la evolución por países, puesto que los resultados se ven significativamente condicionados por la falta de dinamismo inversor en Alemania. Si se analizara un agregado de la UEM sin considerar Alemania, se observaría, por ejemplo, que ya en el segundo trimestre de 2004, la inversión en bienes de equipo estaría creciendo a ritmos superiores a los del producto (3,4% frente a 2,3%). De hecho, en ese

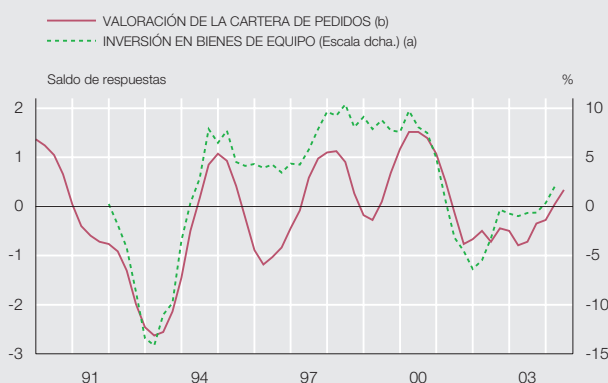
1. ACTIVIDAD E INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO



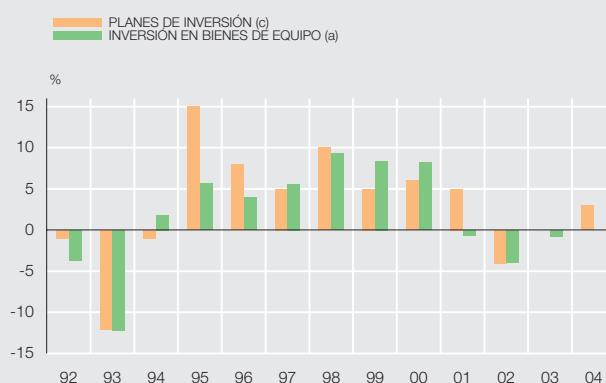
2. PESO DE LA INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO SOBRE EL PIB



3. VALORACIÓN DE LA CARTERA DE PEDIDOS



4. PLANES DE INVERSIÓN DEL SECTOR INDUSTRIAL



FUENTES: Comisión Europea y Eurostat.

a. Tasa de variación interanual

b. Serie normalizada.

c. Variación en volúmenes de la inversión, con respecto al año anterior, prevista en el segundo trimestre de cada año.

grupo de 11 países, la participación de la inversión en bienes de equipo en el PIB se ha ido recuperando ligeramente desde el tercer trimestre de 2003. Parece, por tanto, que en la UEM la inversión en bienes de equipo está comenzando a responder a las favorables condiciones monetarias y financieras y a la mejora de los márgenes empresariales.

La demanda potencial de inversión puede aproximarse a través del grado de utilización de la capacidad productiva instalada —en la medida en que un uso alto de esa capacidad puede animar a su ampliación— o de la evolución de las expectativas de las empresas sobre la demanda futura de los bienes y servicios que producen —que puede medirse, por ejemplo, mediante la valoración que hacen las empresas de sus carteras de pedidos—. Este último indicador se representa en el gráfico 3, donde se observa tanto su elevada correlación con las variaciones de la inversión en bienes de equipo como

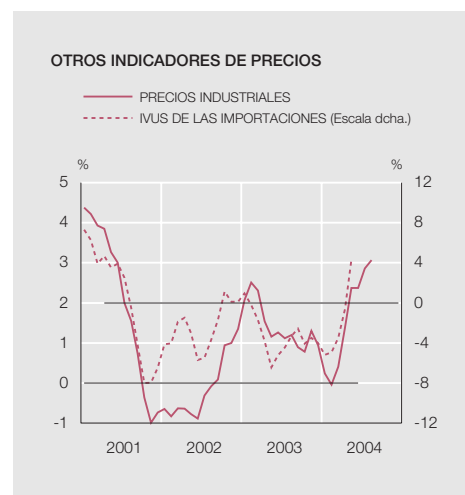
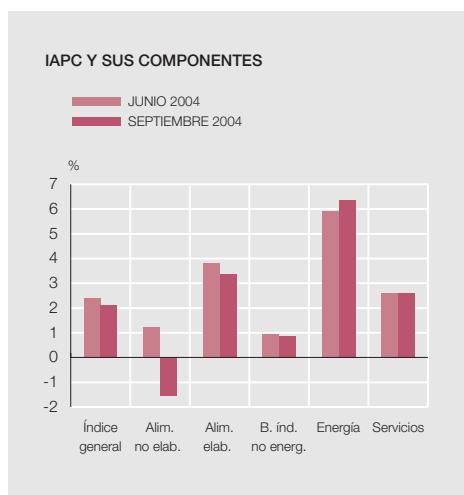
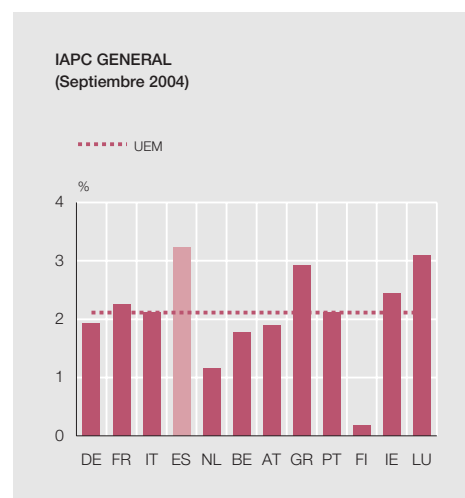
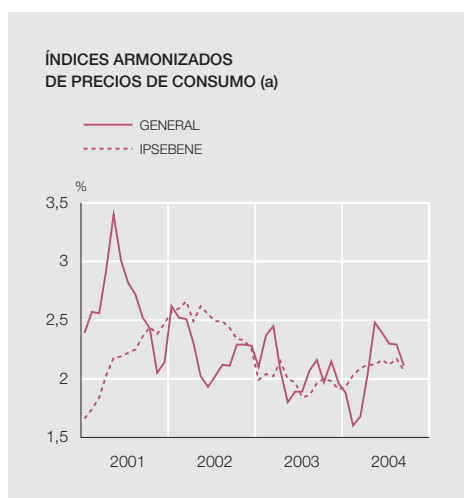
la sustancial mejora que ha registrado desde comienzos de 2003. Por último, en el gráfico 4 se representan los resultados de la Encuesta Industrial de Inversión, que realiza la Comisión Europea con carácter semestral. En concreto, se muestran los resultados de la encuesta realizada en el segundo trimestre de cada año, en los que se pregunta a las empresas del sector manufacturero por su previsión de variación de la inversión para el año en curso. Como se observa en el gráfico, tras dos años en los que no se planeaba incrementar la inversión, en 2004 se espera un ligero aumento, en torno al 3%.

Cabe mantener, por consiguiente, unas perspectivas moderadamente favorables sobre el comportamiento de la inversión en bienes de equipo en la UEM, aunque algunos factores de incertidumbre —como el alcance del encarecimiento del petróleo— pueden desincentivar o retrasar decisiones de inversión.

balanza por cuenta corriente, las inversiones netas directas y en cartera— varió entre 2003 y 2004: mientras que entre enero y julio de 2003 acumuló un superávit de 42,9 mm de euros, en el mismo período del presente año ha registrado un déficit de 40,6 mm de euros. Esto se ha debido, principalmente, a una notable caída de las entradas de capital en la UEM destinadas a inversión directa en lo que va de año.

Por todo lo anterior, parece probable que el crecimiento del PIB del área en el tercer y cuarto trimestre del año se sitúe en la parte media o inferior del intervalo de previsión que publica la Comisión Europea, cuyos límites suponen una tasa de variación intertrimestral del PIB entre el 0,3% y el 0,7% en ambos períodos. Ello sería compatible con un crecimiento medio anual ligeramente por debajo del 2%, inferior a la previsión del FMI pero coherente con la de otros organismos internacionales. No obstante, se plantean para el futuro ciertos riesgos a la baja derivados del entorno internacional, como consecuencia de la incertidumbre asociada a la escalada de precios del crudo y su posible influencia sobre la confianza de los agentes y de la persistencia de algunos desequilibrios macrofinancieros en algunas áreas económicas. A estos riesgos a la baja se añaden la incertidumbre que genera la falta de dinamismo que todavía presenta la demanda interna del área y la posibilidad de que el encarecimiento del petróleo se traslade a los precios finales y a las demandas salariales, e incida de forma más intensa sobre la evolución económica. El escaso dinamismo de la demanda interna es el resultado del avance decepcionante que muestra este agregado en algunos Estados. Sin embargo, es previsible que también en estos países la relativa fortaleza de la demanda externa se acabe trasladando a un crecimiento más boyante de la inversión —en línea con las condiciones financieras favorables de las empresas, las buenas perspectivas de negocio y la recuperación de márgenes— y del consumo, a medida que el empleo vaya reaccionando al empuje económico.

En el ámbito fiscal, las notificaciones realizadas por los Estados miembros en el mes de septiembre en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo confirmaron que el déficit público del conjunto del área alcanzó en 2003 el 2,7% del PIB. La significativa revisión al alza de los déficits públicos en Grecia en el período más reciente (hasta el 4,1% del PIB en el año 2000, el 4,2% en 2001, el 3,7% en 2002, y el 4,6% en 2003) constituyó la novedad más significativa de esta ronda de notificaciones. La revisión, en una cuantía aproximada de 2 pp de PIB en cada uno

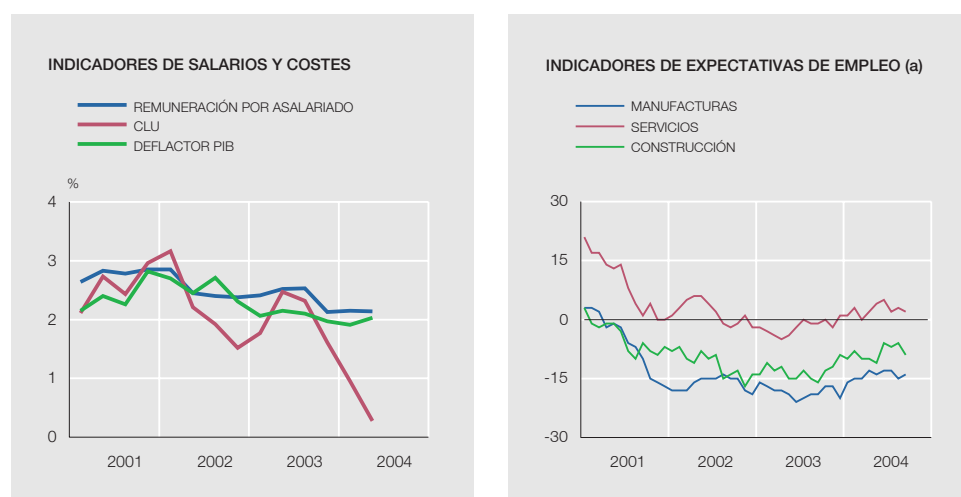


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

de esos cuatro ejercicios, se debió, entre otros factores, a la contabilización originalmente incompleta de los gastos militares y de los pagos por intereses, y a la sobreestimación de los superávits de la Seguridad Social. Estos desarrollos han subrayado la necesidad de disponer con prontitud de información precisa acerca de la verdadera situación de las finanzas públicas de los Estados miembros, con el fin de preservar la eficacia y la credibilidad de los mecanismos de disciplina presupuestaria de la UEM.

En el presente ejercicio no se espera una corrección de los desequilibrios fiscales, de forma que el saldo presupuestario podría situarse en niveles ligeramente peores a los alcanzados el año pasado (véase cuadro 2). De esta forma, se incumplirían a nivel agregado los objetivos fijados en los programas de estabilidad (de los cuales se desprende un déficit agregado del 2,3% del PIB). A diferencia de lo ocurrido en los tres últimos años, en esta ocasión no cabe imputar el deslizamiento a una evolución económica más desfavorable de la prevista en el momento en que fueron elaborados esos documentos. Además, es previsible que el desequilibrio se sitúe por encima del 3% del PIB en varios países del área. Dentro de este grupo de países, en Alemania no se espera una corrección significativa del déficit en 2004, puesto que parece improbable que la mejora de las cuentas del sistema sanitario a raíz de las reformas introducidas en



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

este subsector pueda compensar el impacto sobre el conjunto de ingresos de la mala evolución de las bases impositivas. Por el contrario, en Francia, los datos de ejecución presupuestaria disponibles anticipan una recaudación impositiva superior a la prevista, aunque su impacto sobre el saldo del conjunto de Administraciones Públicas se verá contrarrestado en parte por los deslizamientos en el sistema de la Seguridad Social. Finalmente, en Grecia es posible que el déficit supere en 2004 las previsiones oficiales, como consecuencia de la evolución desfavorable de la recaudación y de las desviaciones del gasto primario.

En la mayor parte de los países está ya en marcha el proceso de elaboración de los presupuestos para el año 2005. En Alemania, la estrategia diseñada se basa en el control del gasto primario en consumo público y transferencias a las familias, así como en la lucha contra el fraude fiscal. Al mismo tiempo, en enero entrará en vigor la última fase de la rebaja del impuesto sobre la renta. En Francia, el déficit previsto del 2,9% del PIB se alcanzará con ayuda de medidas temporales en una cuantía del 0,4% del PIB y del mantenimiento del gasto del Estado en términos reales. Asimismo, el borrador de presupuestos contiene algunas pequeñas disminuciones de la presión fiscal, que incluyen una reducción de los tipos del impuesto de sociedades, la mejora del tratamiento fiscal de la adquisición de primera vivienda y la ampliación del mínimo exento del impuesto de sucesiones. En Italia, el déficit previsto alcanzará el 2,7%, gracias igualmente a la congelación del gasto real y a la aplicación de medidas con efectos transitorios. Por último, en Holanda, el déficit previsto para 2005 es del 2,6%. En este caso, los presupuestos contienen un aumento de la imposición sobre la renta y sobre el tabaco, así como una reforma de las prestaciones por desempleo orientada a estimular la reincorporación de los parados al mercado de trabajo.

Por último, entre las propuestas de la reciente Comunicación de la Comisión Europea, encaminada a la mejora del marco de aplicación de las políticas fiscales de la UE, destaca, en primer lugar, la reorientación de la definición de una posición presupuestaria próxima al equilibrio o en superávit, de forma que se tengan en cuenta aspectos relevantes de la situación concreta de cada país, tales como su nivel de deuda y sus pasivos implícitos, su crecimiento potencial, su inversión pública o la existencia de reformas presupuestarias tendentes a mejorar la calidad de las cuentas del sector. En segundo lugar, esta institución ha planteado otorgar

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

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

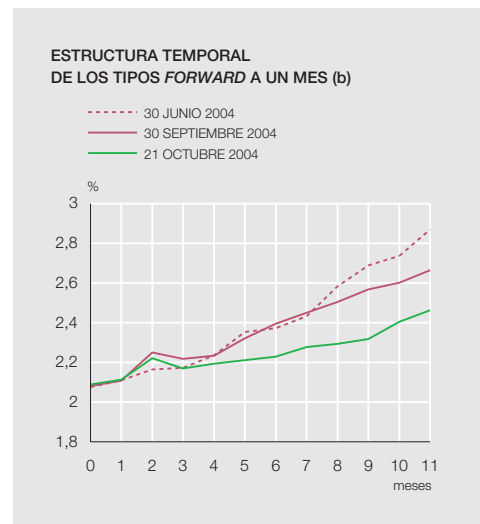
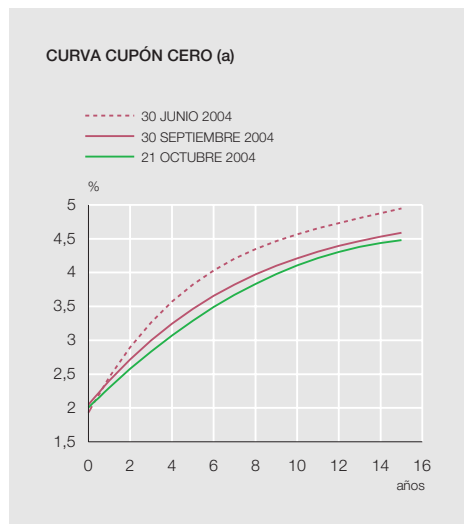
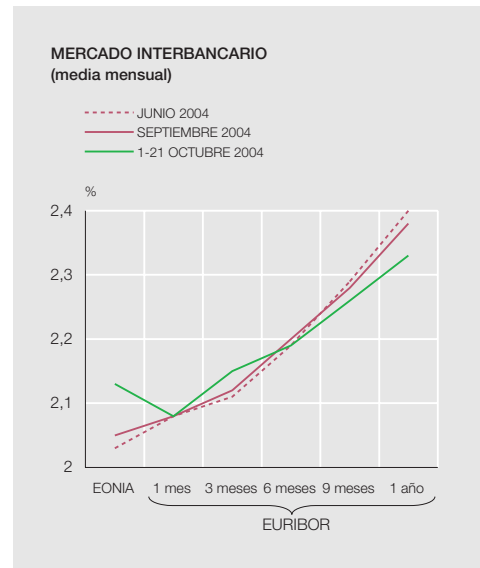
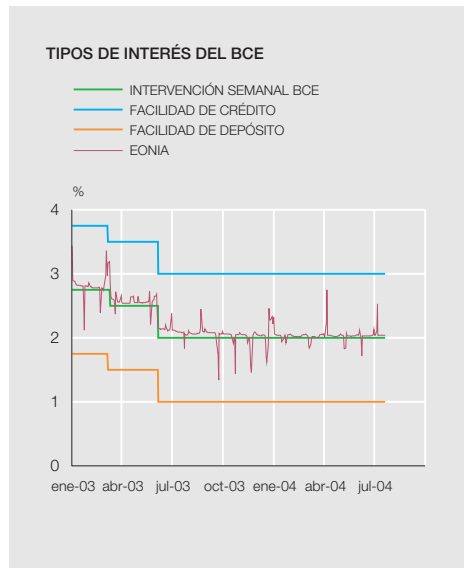
- a. En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
b. Previsiones de otoño de 2004 de la Comisión Europea.
c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

un mayor papel a la evolución de la deuda pública en el seguimiento de la situación fiscal nacional, para lo que debería precisarse cuál debe ser un ritmo satisfactorio de reducción de la ratio de deuda en aquellos países en que esta variable supera el nivel de referencia del 60% del PIB. Por último, la Comisión también ha sugerido la posibilidad de reconsiderar el papel atribuido a la evolución de la actividad económica en la aplicación del procedimiento de déficit excesivo.

3.2 Evolución monetaria y financiera

En las reuniones celebradas a lo largo del tercer trimestre de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener el tono de la política monetaria, al considerar que este seguía siendo coherente con el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo. En consecuencia, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito han permanecido estables en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente. Este reducido nivel de los tipos de interés ha contribuido, por tanto, a fortalecer el proceso de recuperación de la demanda interna del área.

Durante los meses de verano, los tipos de interés del mercado monetario mostraron un comportamiento bastante estable (véase gráfico 12). En las curvas de los tipos *forward*, en cambio, se aprecia un movimiento a la baja entre junio y septiembre en los plazos superiores a seis meses, aunque permanecen las expectativas de moderada elevación de los tipos de interés oficiales en el futuro. Tampoco los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo, de acuerdo con la información disponible hasta agosto, han registrado cambios significativos, y continúan en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 13).

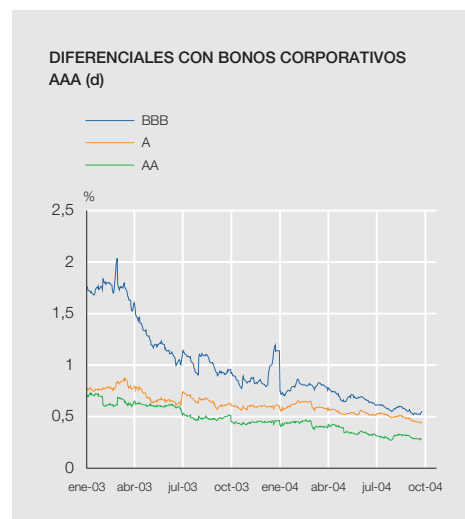
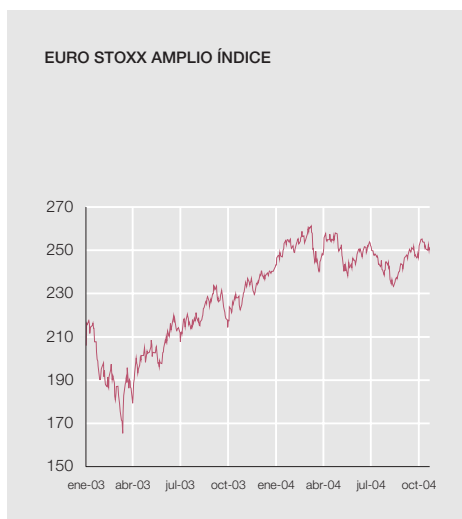
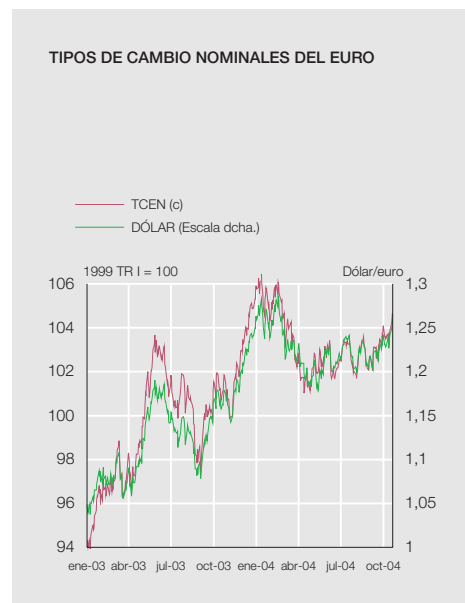
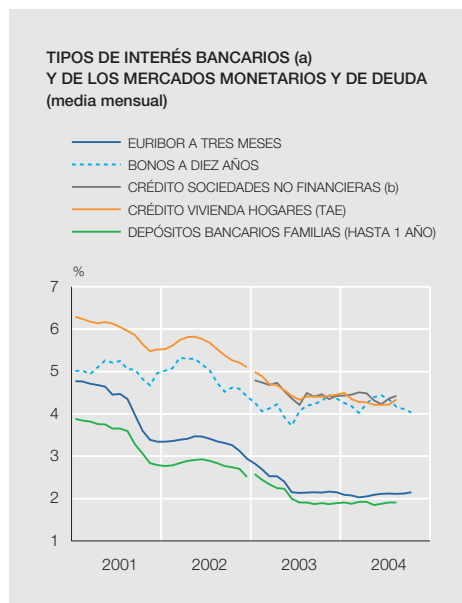


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estimación con datos del mercado de *swaps*.
- b. Estimados con datos del EURIBOR.

El rendimiento de la deuda pública a diez años ha mostrado una tendencia a la baja en el tercer trimestre del año, tanto en la zona del euro como en EEUU, aunque la mayor intensidad de la caída en este país ha dado lugar a un estrechamiento del diferencial positivo que mantenía el tipo de interés a largo plazo estadounidense con respecto al europeo. La evolución paralela de los tipos de interés a largo plazo en ambas áreas apunta a que, de forma creciente, los factores que determinan las expectativas de tipos de interés en el futuro en una de las economías –básicamente, por cambios en las perspectivas de crecimiento de la actividad o de los precios– afectan también a los elementos condicionantes de la otra región. En un contexto de encarecimiento del petróleo, la disminución de los tipos a largo plazo resulta algo anómala, pues parece reflejar que ese fenómeno puede afectar más a las perspectivas de crecimiento que a las expectativas de inflación.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro también tuvo un comportamiento estable en los meses de verano, si bien desde mediados del mes de septiembre ha experimentado

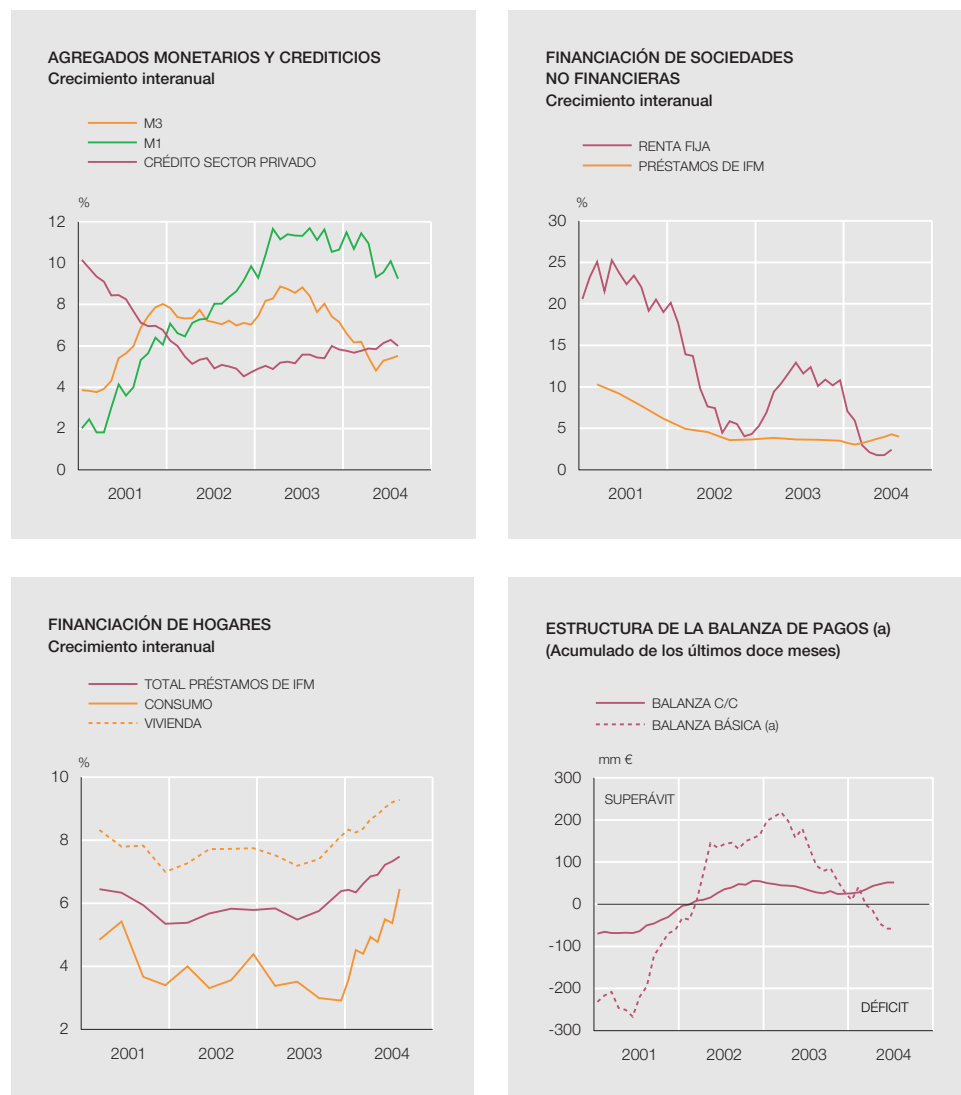


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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 (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

tado una cierta tendencia apreciatoria, que le ha situado en un nivel próximo a 1,26 dólares por euro en la fecha de cierre de este Boletín. El tipo de cambio efectivo nominal del euro registró tan solo ligeras fluctuaciones, aunque en las últimas semanas se ha apreciado cerca de un 2%. Durante los meses de verano los mercados de renta variable de la UEM siguieron sin mostrar una tendencia clara. A mediados del mes de octubre, el rendimiento acumulado en el año del índice Dow Jones EURO STOXX amplio era del 3,4%, ligeramente inferior al que alcanzó a finales de junio.

La evolución del agregado monetario M3 en el tercer trimestre ha mostrado una cierta aceleración, con un ritmo de variación interanual del 6% en septiembre (véase gráfico 14). El crédito al sector privado siguió mostrando una pauta de crecimiento estable, situándose la



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.

tasa de crecimiento interanual correspondiente al mes de septiembre en el 6,3%. No obstante, esto es el resultado de una evolución distinta del crédito a familias y a empresas. Así, los préstamos a hogares prolongaron su senda de aceleración, tanto en su vertiente destinada al consumo como, principalmente, en la dirigida a la adquisición de vivienda, que en septiembre alcanzó un incremento interanual del 8%. Sin embargo, el crédito otorgado a las sociedades no financieras mantuvo un ritmo de crecimiento más lento. Además, pese a la disminución de los diferenciales de la deuda privada respecto a la pública, las empresas solo recurrieron moderadamente a la emisión de valores de renta fija. Esto plantea algunas dudas sobre la capacidad o la disposición de las empresas para financiar nuevos proyectos de inversión, aunque también puede ser un síntoma del fortalecimiento de las fuentes de autofinanciación empresarial. En España, el crédito otorgado a las familias y a las sociedades no financieras ha seguido registrando tasas de crecimiento muy elevadas, que duplican las del conjunto de la zona del euro.

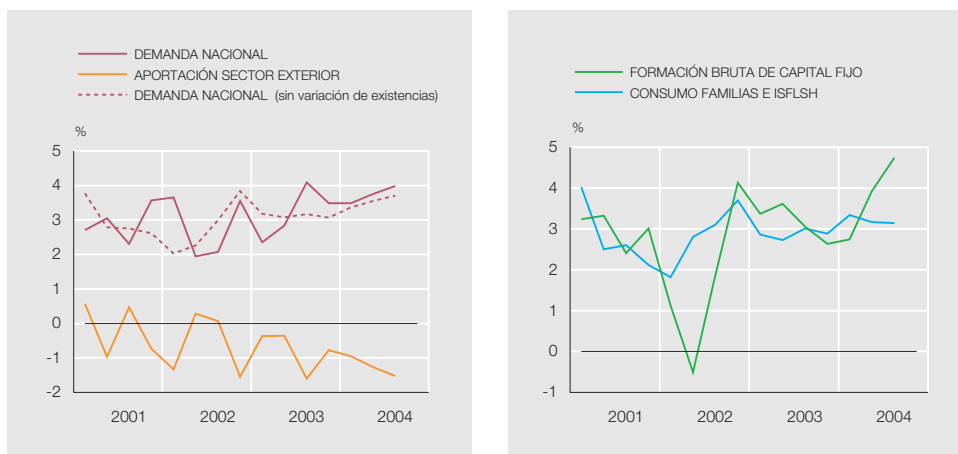
4 La economía española

Unos días antes de la publicación de la CNTR del segundo trimestre de 2004, el INE revisó las estimaciones de las Cuentas Nacionales de la economía española para el período 2000-2003, reflejando un crecimiento del producto, en términos reales, ligeramente mayor en esos años. La CNTR del segundo trimestre incorporó ya estas nuevas estimaciones, lo que ha supuesto una modificación de los perfiles trimestrales para los últimos años y una ligera revisión, en este caso a la baja, del crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2004 (del 2,8% anterior, al actual 2,7%). A partir de estas cifras, las estimaciones de la CNTR para el segundo trimestre muestran que en ese período la demanda interna experimentó un avance interanual del 3,8%, en términos reales, superando en tres décimas el ritmo de crecimiento registrado en los primeros meses del año. El mayor dinamismo de la demanda tuvo su origen en el despegue de la inversión en bienes de equipo, tras la atonía que caracterizó su evolución a lo largo de los trimestres anteriores, en un contexto de avance sostenido del consumo —tanto privado como público— y de la inversión en construcción. La aportación negativa de la demanda exterior se amplió de forma significativa, como consecuencia del fortalecimiento de las importaciones que acompañó a la recuperación del gasto interno y de un debilitamiento de las exportaciones, al que contribuyó especialmente el retroceso que registraron los ingresos por turismo. En conjunto, el ritmo de crecimiento interanual del PIB real se recortó en una décima en el segundo trimestre, hasta el 2,6%.

La información disponible para el tercer trimestre continúa mostrando un elevado dinamismo de la demanda interna, que habría vuelto a superar la tasa de aumento registrada en el trimestre anterior, apoyada en la aceleración de la formación bruta de capital fijo. El consumo, por su parte, habría crecido a tasas interanuales cercanas a las del segundo trimestre. No obstante, se estima que la aportación negativa del sector exterior al crecimiento pudo alcanzar los -1,5 puntos porcentuales en los meses de verano, ya que las importaciones siguieron creciendo intensamente —al prolongarse la recuperación de la inversión en bienes de equipo— y las exportaciones apenas mejoraron su comportamiento (véase gráfico 15). Como resultado de estos movimientos, se estima que el PIB estabilizó su ritmo de avance real durante el verano en el 2,6% interanual.

Desde la óptica del valor añadido, la ligera desaceleración del segundo trimestre se reflejó, principalmente, en la contracción experimentada por las actividades agrícolas y en la pérdida de tono de los servicios de mercado. En sentido contrario, el conjunto de actividades industriales registró un comportamiento positivo, en un contexto de recuperación de la inversión en bienes de equipo y de dinamismo continuado del consumo. Por su parte, la rama de la construcción volvió a ser la más dinámica, pese a la ligera desaceleración que mostró en el segundo trimestre. Los indicadores coyunturales correspondientes al tercer trimestre no muestran cambios importantes en estas tendencias: en particular, la actividad del sector primario habría experimentado un nuevo recorte en los meses de verano y los servicios de mercado habrían moderado nuevamente su tasa de crecimiento, mientras que el valor añadido en el conjunto de las actividades industriales tendió a estabilizar su ritmo de avance. En cuanto al empleo, la modesta desaceleración que registró en el segundo trimestre se frenó en los meses de verano, en los que la caída del empleo industrial se ha corregido apreciablemente, a la vez que se ha mantenido una intensa generación de puestos de trabajo en la construcción y los servicios.

La estabilidad de la tasa de crecimiento estimada para el empleo durante el tercer trimestre ha supuesto la prolongación de la senda de bajo crecimiento de la productividad aparente del



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

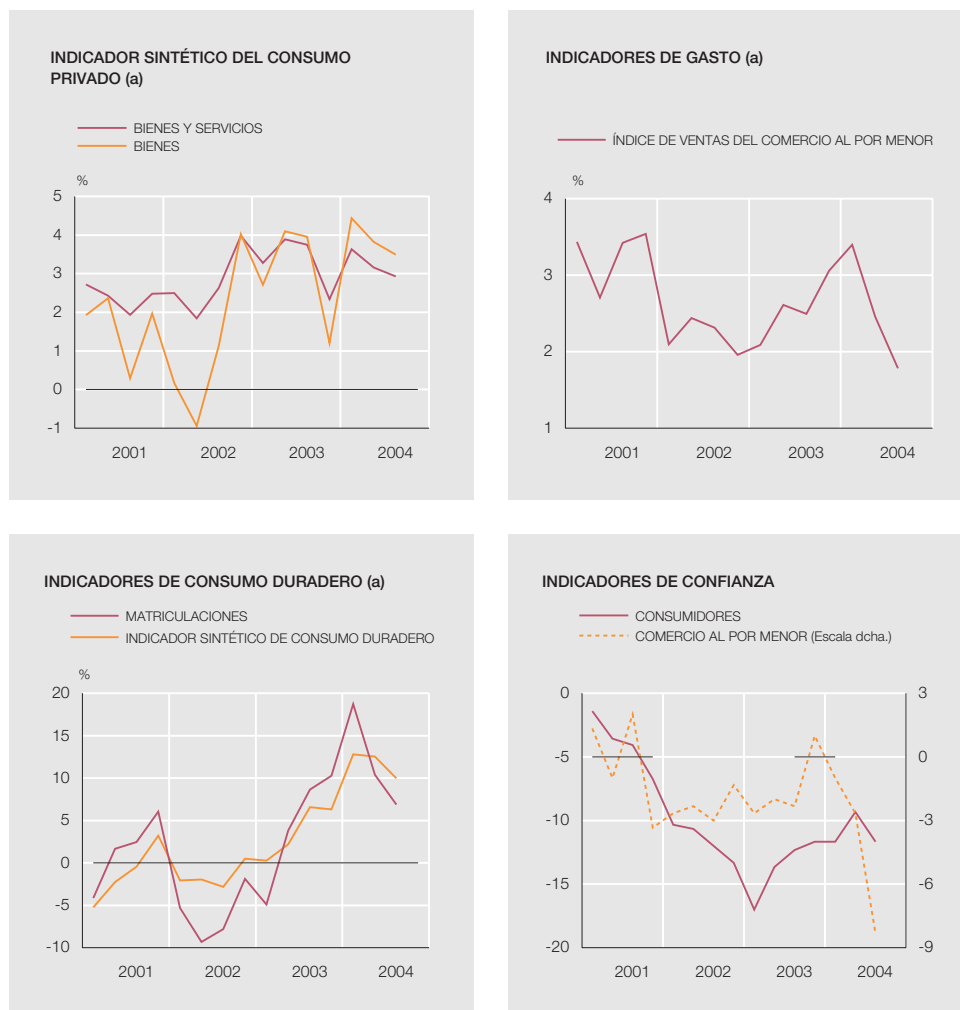
trabajo. Las ganancias de productividad han sido especialmente reducidas en la economía de mercado, donde las actividades de servicios han seguido generando puestos de trabajo a tasas superiores a las del valor añadido. En este contexto, los costes laborales unitarios han seguido avanzando por encima del 3%, y únicamente han mostrado un comportamiento más moderado en las ramas industriales. No obstante, el notable aumento de los precios finales y los crecimientos todavía moderados de los precios de importación han permitido absorber el avance de los costes sin que se haya detenido el proceso de ampliación de márgenes. A este respecto, cabe destacar la intensidad con la que siguen creciendo los excedentes unitarios en la construcción; por otra parte, aunque en menor medida, los márgenes también se han ampliado en las ramas industriales. Entre los indicadores de precios finales, el IPC se aceleró ligeramente en los meses de verano, como consecuencia, principalmente, del encarecimiento del petróleo importado, cuyo efecto sobre el índice general se vio parcialmente compensado por el abaratamiento de los alimentos.

4.1 Demanda

Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares moderó muy ligeramente su ritmo de avance en el segundo trimestre de 2004, situando su tasa de crecimiento interanual en el 3,2%, en términos reales. La información más actualizada parece indicar que esa suave desaceleración se habría prolongado a lo largo del tercer trimestre. A la firmeza que, en cualquier caso, viene caracterizando al gasto en consumo privado, y que se apoya en la expansión de la renta disponible de las familias, han contribuido asimismo las ganancias de riqueza real neta de este sector y el mantenimiento de unas condiciones holgadas de financiación, que, en conjunto, están frenando la recuperación de la tasa de ahorro de las familias y aumentando su nivel de endeudamiento.

Los indicadores disponibles apuntan, como ya se ha señalado, una escasa moderación de la tasa de avance del consumo en el tercer trimestre (véase gráfico 16). El nuevo indicador sintético de bienes y servicios de consumo¹ ha mostrado un perfil de suave desaceleración en ese período, más intensa en el caso de los bienes y, en particular, en los de consumo duradero, cuyo elevado dinamismo se ha suavizado a lo largo del tercer trimestre. Esta evolución recoge, en parte, la ligera pérdida de tono de las matriculaciones de automóviles hasta el mes

1. La metodología de elaboración de este indicador se describe en otro artículo de este Boletín.



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

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

de septiembre. Entre los restantes indicadores relacionados con el gasto de las familias, el índice general de ventas del comercio al por menor perdió dinamismo en julio y agosto, en línea con el empeoramiento mostrado por el indicador de confianza del comercio minorista hasta el mes de septiembre. El indicador de confianza de los consumidores también retrocedió en septiembre, tras mantenerse estable durante tres meses consecutivos, debido a unas peores expectativas sobre evolución del paro y posibilidad de ahorrar.

Sin embargo, los principales determinantes del consumo privado mantienen un tono favorable. El crecimiento de la renta disponible de los hogares, en términos reales, está respaldado por el continuado avance del empleo y por la aportación relativamente expansiva de las Administraciones Públicas: pese al agotamiento del impacto positivo de la reforma del IRPF, llevada a cabo en 2003, la aceleración de los pagos por prestaciones sociales ligadas al desempleo y a las pensiones ha ampliado esa contribución. Por otra parte, la riqueza de las familias sigue elevándose, como resultado, principalmente, de la revalorización del patrimonio inmobiliario, a la que están contribuyendo los incrementos del precio de la vivienda. La riqueza financiera ha mostrado un tono mucho más moderado que el observado en la primera mitad del año, debido al impacto negativo que ha tenido la evolución alcista de los precios del petróleo sobre las cotizaciones bursátiles a lo largo del verano. En un contexto caracterizado,

además, por el bajo coste de la financiación, la tasa de ahorro ha podido experimentar una pequeña reducción que, junto con el avance de la inversión residencial que se comentará más adelante, ha situado la capacidad de financiación de los hogares en niveles muy reducidos.

En el segundo trimestre de 2004, el consumo final de las Administraciones Públicas mantuvo su tasa de crecimiento en el 4,3% interanual. Para el tercer trimestre no cabe esperar variaciones significativas en el ritmo de avance de este agregado, de acuerdo con la evolución de los gastos de personal que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado, única información disponible por el momento.

La formación bruta de capital fijo se aceleró de forma significativa en el segundo trimestre de 2004, al crecer a una tasa del 3,9% interanual, superando en 1,2 puntos porcentuales el incremento registrado en el primer trimestre. Esta evolución fue consecuencia de la notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, que aumentó un 4%, en términos reales, tras haberse estancado en los dos trimestres anteriores. Los otros dos componentes de la formación bruta de capital fijo, la construcción y la inversión en otros productos, alcanzaron tasas de crecimiento del 4,2% y del 2,9%, respectivamente, muy similares a las del trimestre anterior. Las estimaciones realizadas para el tercer trimestre muestran un mantenimiento de estas tendencias, con una nueva aceleración de la inversión en equipo, que habría pasado a ser el componente más dinámico de la demanda, y la continuidad del tono expansivo de la inversión en construcción, a un ritmo parecido al registrado en la primera mitad del año.

El cambio en la evolución de la inversión en bienes de equipo observado en el segundo trimestre se habría consolidado en los meses de verano, de acuerdo con los indicadores disponibles (véase gráfico 17). En particular, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información todavía incompleta para el tercer trimestre, muestra un perfil de crecimiento acelerado, al que han contribuido de manera importante las importaciones de este tipo de bienes. Asimismo, las opiniones sobre la evolución de la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo han mejorado sustancialmente en el mes de agosto, tendencia positiva que se observa también en la valoración de la cartera de pedidos del conjunto de la industria. Por otra parte, la utilización de la capacidad productiva en la industria se ha incrementado ligeramente en el tercer trimestre, mientras que el porcentaje de empresas que consideran excesiva su capacidad instalada se ha reducido, respaldando ambos indicadores la existencia de un clima favorable para la inversión.

La información sobre sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances del Banco de España, señala que la actividad de las empresas españolas creció a un ritmo sostenido hasta el segundo trimestre de 2004, basado en la continuada expansión de las empresas cuya actividad principal se inscribe en el sector servicios —especialmente de aquellas relacionadas con el comercio— y en la reactivación de las empresas industriales. El avance de la actividad vino acompañado de un aumento moderado de los gastos de personal, de una mejora de los ingresos financieros y de nuevas reducciones de los gastos financieros, que han determinado una evolución muy positiva de los resultados ordinarios y la obtención de rentabilidades elevadas. Esta generación de recursos ha permitido a algunas de las empresas más endeudadas reducir sus niveles de endeudamiento, y ha posibilitado, en general, que el sector empresarial se posicione ventajosamente para llevar a cabo nuevos planes de inversión, a medida que se despejen las incertidumbres sobre la expansión de la economía mundial.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, la inversión en construcción redujo en una décima su tasa de crecimiento interanual en el segundo trimestre, hasta el 4,2%, manteniéndose como el componente más dinámico de la demanda interna. Esta fortaleza no se corres-



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.

ponde con la importante desaceleración que mostró en ese trimestre la Encuesta Coyuntural de la Industria de la Construcción (ECIC), elaborada por el Ministerio de Fomento, principal indicador de referencia para medir, tanto la actividad de la rama como la evolución del gasto en estos productos. El valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras, según la Encuesta, calculado en términos reales, registró un crecimiento interanual del 0,6% en el segundo trimestre, tras el aumento del 4,8% observado en los primeros meses del año. Esta repentina pérdida de dinamismo afectó a los distintos tipos de obra, aunque revistió particular intensidad en el caso de la obra civil, y debe ser interpretada con cautela hasta que sea confirmada por información adicional. Otros indicadores de la actividad en la construcción mostraron un cierto debilitamiento en los meses de primavera, aunque no con la intensidad reflejada por la ECIC, pero los datos más actualizados apuntan a un renovado impulso en el tercer trimestre. Así, la producción de algunos materiales utilizados en la construcción y el consumo aparente de cemento, con información hasta agosto, han mostrado una recuperación, tras el crecimiento más moderado del segundo trimestre, y los indicadores de empleo en esta actividad han evolucionado de forma similar.

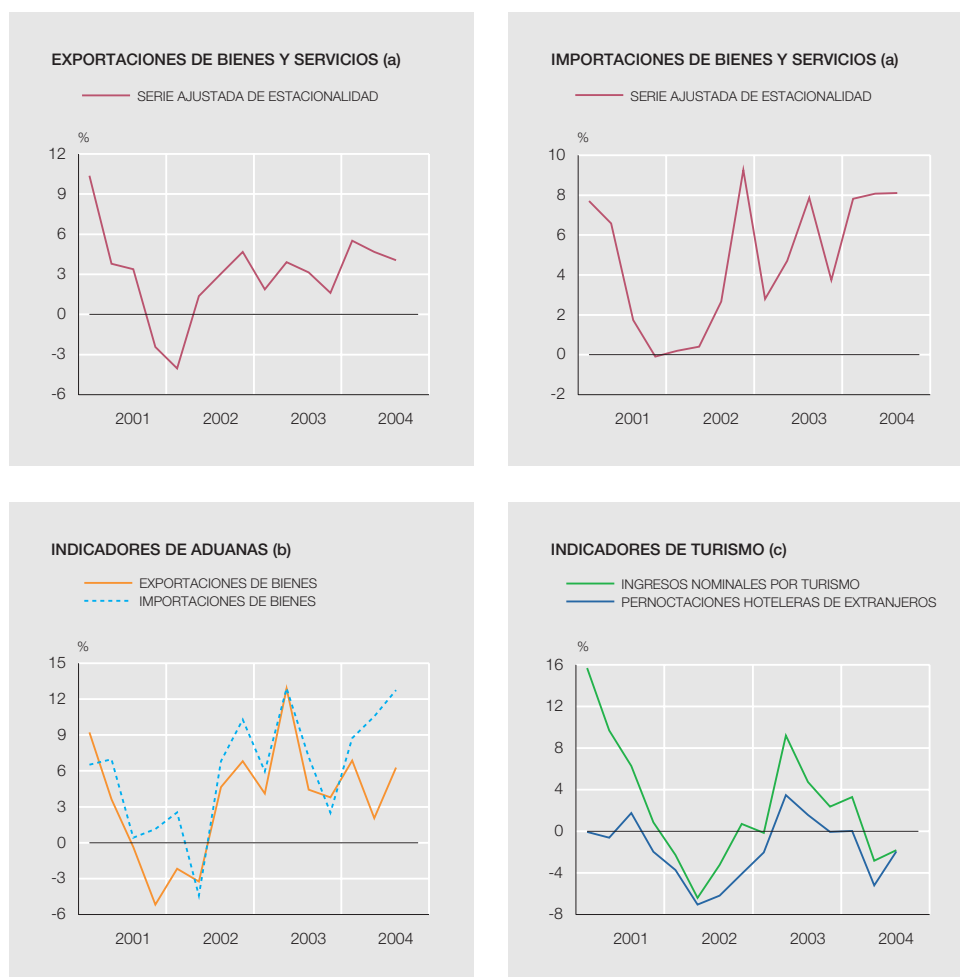
El crecimiento de la construcción en los trimestres más recientes está sustentado, en buena medida, en un comportamiento muy positivo de la edificación de viviendas, derivado del inten-

so incremento en las iniciaciones que tuvo lugar en el año 2003. Según los visados de dirección de obra, la superficie de edificación residencial a construir aumentó un 20% el pasado año; asimismo, según la estadística de viviendas iniciadas, en el conjunto del año 2003 se alcanzó un máximo histórico con la iniciación de más de 620.000 unidades, mientras que ya en el primer semestre de 2004 se han iniciado 330.000 viviendas. En cuanto a las perspectivas para la inversión residencial en los próximos trimestres, hay que tener en cuenta que la superficie visada en los colegios de arquitectos hasta el mes de julio experimentó un crecimiento interanual del 10%, lo que, dado el plazo medio que discurre entre el visado y la iniciación y el plazo medio de ejecución de este tipo de obras, permitiría proyectar una ligera moderación en el próximo año, tras un incremento en 2004 que podría superar el avance registrado en 2003. Por su parte, las perspectivas para la edificación no residencial que se desprenden de la evolución de los visados de dirección de obra muestran una continuidad del perfil contractivo. Para la obra civil, las licitaciones promovidas por el conjunto del sector público se han revitalizado en los meses de junio y julio, acumulando un crecimiento del 11,2% entre enero y este último mes, lo que llevaría a proyectar un mayor aumento de este tipo de obra para el próximo año.

Según las estimaciones de la CNTR para el segundo trimestre de 2004, en ese período la demanda exterior neta detrajo 1,3 pp del crecimiento del producto, ampliando en tres décimas la contribución negativa del trimestre precedente (véase gráfico 15). Las exportaciones reales de bienes y servicios moderaron su avance interanual hasta el 4,7%, desde el 5,5% registrado en el primero, mientras que los flujos reales de importaciones continuaron acelerándose y situaron su tasa interanual en el 8,1%, frente al 7,8% del trimestre precedente. Cabe señalar que una vez completado el conjunto de información coyuntural disponible acerca de la evolución del comercio exterior en el segundo trimestre, se confirma el deterioro de la demanda exterior neta en ese período, que incluso podría haber sido algo más acentuado de lo que ha reflejado la CNTR. Como se comentaba al inicio de esta sección, la información, todavía incompleta, disponible para el tercer trimestre de 2004 apuntaría al mantenimiento de una contribución negativa de magnitud elevada en ese período, pues la aceleración de las importaciones de bienes y servicios habría compensado la recuperación de las exportaciones, en relación con el escaso dinamismo del trimestre anterior.

En cualquier caso, el comportamiento de las ventas al exterior de los últimos trimestres se ha producido en un contexto de notable dinamismo de los intercambios comerciales mundiales, que se ha ido intensificando a medida que se consolidaba la mejoría de la economía estadounidense y de los principales países asiáticos; los países de la zona del euro, que constituyen nuestro principal mercado, también reflejaron un importante impulso, al menos durante el segundo trimestre del año. La pérdida de competitividad acumulada en 2003 frente al conjunto de países desarrollados, que solo se aminoró ligeramente en la primera mitad de 2004, gracias a la evolución de los precios relativos de las exportaciones, estaría frenando el avance de las ventas españolas al exterior. En la vertiente importadora, la fortaleza de las compras exteriores de bienes de consumo y de equipo está sustentada en la evolución expansiva de estos componentes de la demanda final, así como por el descenso de sus precios en euros. También las importaciones de bienes intermedios se han recuperado, en línea con el fortalecimiento de la actividad industrial.

En cuanto al comportamiento más reciente de los indicadores de comercio exterior, las exportaciones de bienes en términos reales, que ralentizaron su ritmo de avance interanual en el segundo trimestre de 2004 hasta el 2,2%, según los datos de Aduanas deflactados por los IVU correspondientes, han mostrado un cierto repunte en los meses de julio y agosto, cuando experimentaron un avance interanual del 9,5% (véase gráfico 18). Dada la volatilidad que ca-



FUENTES: INE, Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

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

caracteriza a estos flujos, la valoración de estos datos requiere cierta cautela, en especial si se tiene en cuenta que la evolución tendencial del indicador proyecta un perfil ligeramente descendente. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, las exportaciones de bienes crecieron un 5,7%, algo por debajo del registro promedio del ejercicio anterior (6,2%). Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los mercados comunitarios² se aceleraron ligeramente, en ese período, al avanzar un 4,4% en términos reales, frente al 3,9% de 2003. Las exportaciones extra-comunitarias, en términos reales, continuaron avanzando a un ritmo elevado, el 8,7%, aunque algo inferior al registrado en 2003. Dentro de este grupo, las ventas a Japón y al resto del continente asiático mostraron un notable dinamismo y las dirigidas a Latinoamérica se recuperaron, mientras que perdieron pulso las ventas a los países del centro y el este de Europa, y las dirigidas a Estados Unidos se mantuvieron muy moderadas.

Los ingresos reales por turismo retrocedieron un 2,2% en el segundo trimestre, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR, tras el estancamiento experimentado a lo largo del ejercicio

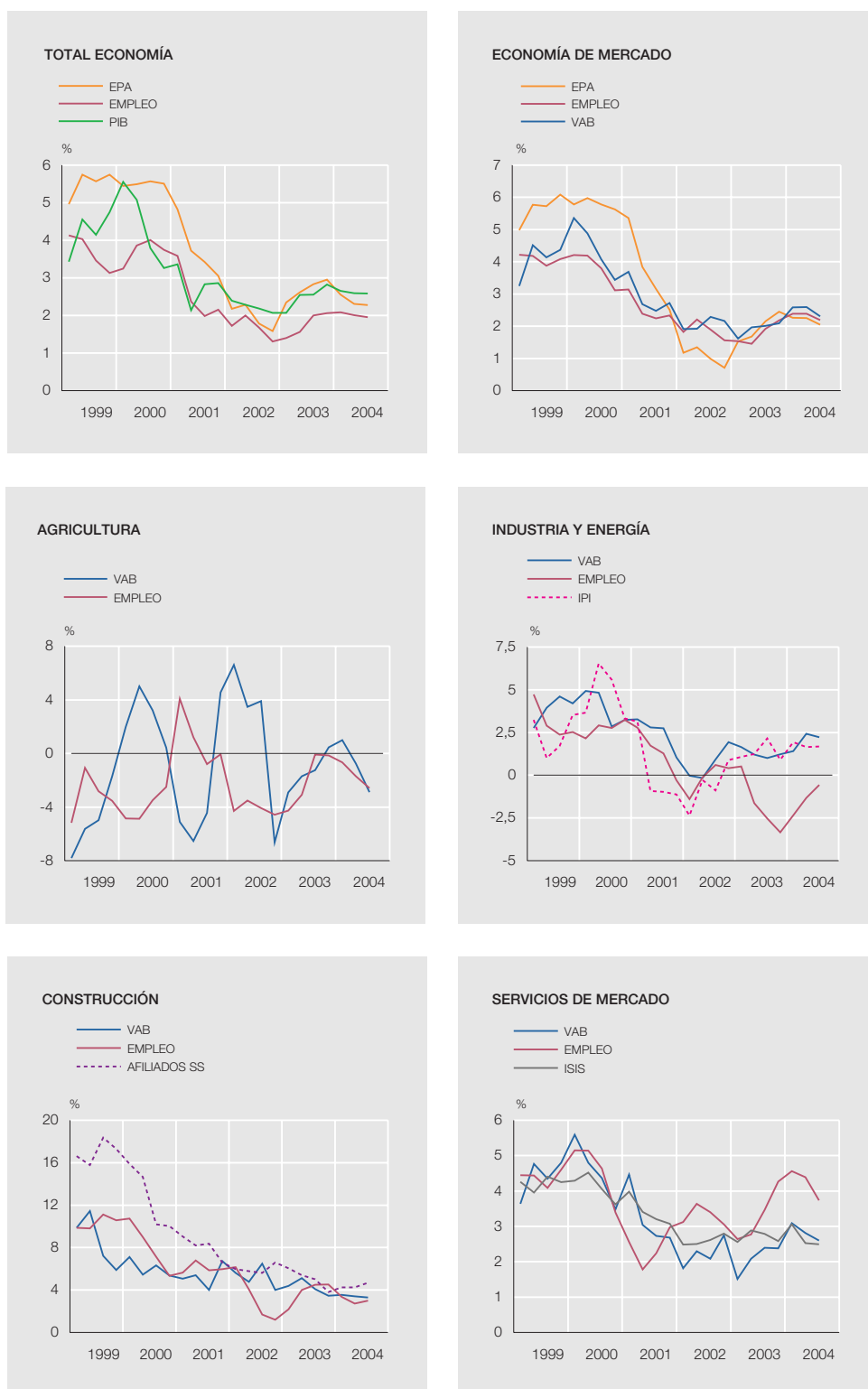
2. Antigua UE 15.

anterior y en los primeros meses de 2004. Este descenso vino acompañado de una caída del 2% en las exportaciones de otros servicios, incidiendo notablemente sobre el comportamiento global de las exportaciones. Los indicadores turísticos, tanto nominales como reales, reflejaron unos resultados bastante negativos durante el segundo trimestre que, aunque se han suavizado en alguna medida durante los meses de verano, no son solo atribuibles a factores coyunturales, como los atentados del 11 de marzo o los eventos deportivos de Portugal. Otros elementos de carácter más estructural han venido incidiendo en los pobres resultados turísticos del período más reciente, como la progresiva pérdida de competitividad frente a los países del Mediterráneo oriental, que compiten con España en el mismo segmento de sol y playa. Según la última información disponible, los indicadores de alojamientos y pernoctaciones hoteleras han tendido a moderar su tono de debilidad a lo largo del tercer trimestre, aunque en el conjunto de los nueve primeros meses del año ambos reflejan un comportamiento bastante negativo: los viajeros extranjeros alojados en hoteles se incrementaron un 0,9% y las pernoctaciones descendieron un 2,4%, revelando una disminución de la estancia media de los turistas en estos establecimientos, así como una reducción de su gasto medio. Por su parte, el indicador de turistas entrados por fronteras registró un crecimiento del 1,4% en el promedio de los meses del verano, con lo que el crecimiento acumulado en el año se sitúa en el 1,9%. Cabe destacar la desaceleración que ha registrado este año el turismo británico —principal emisor de turistas hacia España—, la continuada atonía de los últimos años del mercado alemán y el descenso del turismo francés. En los próximos trimestres, el impacto sobre el turismo de la esperada recuperación en los principales países europeos podría verse contrarrestado por el encarecimiento derivado de la fuerte escalada de los precios del crudo y la evolución adversa de la competitividad-precio.

Las importaciones reales de bienes registraron un notable vigor durante el segundo trimestre de 2004, según los datos deflactados de Aduanas, dinamismo que acentuaron en julio y agosto al crecer un 15,1%, proyectando para el conjunto del tercer trimestre una tónica de notable crecimiento. En los dos meses de verano se ha observado un avance muy significativo de las importaciones de bienes de equipo —por encima del 30%, en parte por la incidencia de algunas compras extraordinarias, correspondientes a material de transporte naval y maquinaria para la manipulación de tierras— y una recuperación de las compras de bienes intermedios no energéticos, si bien las importaciones de bienes de consumo también han crecido intensamente. En el conjunto de los ocho primeros meses del año las importaciones han acumulado un incremento real del 11,2%, superior al observado en el promedio del año anterior. Por su parte, las importaciones reales de servicios registraron un crecimiento del 3,4% en el segundo trimestre, según la CNTR, resultado de la atonía en las compras de servicios no turísticos (-0,4%) y de un elevado dinamismo del consumo de los residentes españoles fuera de nuestras fronteras (20,2%). Este dinamismo está influido, en parte, por los bajos niveles observados un año antes, coincidiendo con el conflicto bélico iraquí, aunque está sustentado asimismo en aquellos factores que explican el crecimiento del consumo privado y en la fortaleza del euro.

4.2 Producción y empleo

Desde el punto de vista de la oferta, se estima que el valor añadido de la economía de mercado, tras mantener estable su crecimiento en el primer semestre de 2004, experimentó una suave desaceleración en el tercer trimestre, que se dejó notar especialmente en la agricultura y en los servicios de mercado (véase gráfico 19). El valor añadido de las actividades agrarias registró un deterioro notable en el segundo trimestre, que se saldó con una variación del -0,8%, en tasa interanual, caída que ha podido intensificarse en los meses de verano. Estos malos resultados se han producido pese a las favorables condiciones climáticas, de abundante pluviosidad, que hubo en los meses de primavera. La producción de la mayor parte de los cultivos ha crecido de manera muy moderada, a excepción de los cereales, que registraron un



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 periodo disponible dentro del trimestre.

avance importante. La producción de frutas se ha reducido sustancialmente, mientras que las expectativas sobre la cosecha de aceituna apuntan hacia un retorno a sus niveles históricos, muy alejados de los máximos alcanzados en 2003. Por último, los productos de origen animal —leche y huevos— han mostrado un perfil de desaceleración. Cabe esperar que, al menos a corto plazo, el valor añadido de esta rama continúe evolucionando a tasas interanuales negativas.

El segundo trimestre de 2004 supuso una revitalización para la rama de industria y energía, cuyo valor añadido había venido registrando ritmos de avance reducidos y prácticamente estables en el transcurso de los trimestres anteriores. Según la CNTR, la actividad en este conjunto de ramas se aceleró en un punto porcentual, hasta crecer el 2,4% interanual, impulsada principalmente por la ya comentada recuperación de la inversión en bienes de equipo. Se estima que, en el tercer trimestre, el crecimiento ha podido moderarse ligeramente, a pesar del nuevo repunte de la demanda interna, debido, en parte, a un efecto base sobre el crecimiento del valor añadido de la energía, que en 2003 se vio impulsado por el elevado consumo que trajo consigo la ola de calor del mes de agosto. Los indicadores coyunturales referidos a la industria han dado señales algo dispares en el tercer trimestre, aunque en conjunto confirman la reactivación de estas actividades. Los resultados del índice de producción industrial (IPI) en julio y agosto proyectan una ligera desaceleración para el conjunto del trimestre, mientras que las importaciones de bienes intermedios registraron un avance importante en esos mismos meses y la cartera de pedidos en la industria se ha recuperado a lo largo del trimestre. Sin embargo, el indicador de confianza del sector empeoró en relación con el segundo trimestre, siguiendo el perfil de la tendencia esperada para la producción, mientras que el empleo continuó contrayéndose, aunque a un ritmo menos intenso que en primavera.

El valor añadido en la construcción se desaceleró en dos décimas, en el segundo trimestre, lo que situó su tasa interanual en el 3,4%. Como se ha comentado en el epígrafe anterior, al analizar la evolución de la inversión en construcción, la fortaleza de este sector ha venido sustentada en los últimos meses por el avance de la edificación residencial, mientras que la edificación no residencial ha mostrado una evolución contractiva, a la que podría haberse unido transitoriamente la obra civil. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre no dan, en cualquier caso, señales de un debilitamiento significativo.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, la aceleración de la actividad de la rama de servicios en el primer trimestre de 2004 no tuvo continuidad en el segundo, cuando se registró una desaceleración de 0,3 pp, que situó su tasa de variación interanual en el 2,9%. La pérdida de tono fue común a los dos componentes, aunque algo más moderada en el caso de los servicios no de mercado. Los servicios de mercado, por su parte, recortaron en tres décimas su ritmo de avance, que fue del 2,8%. La información contenida en los indicadores coyunturales apunta hacia una pérdida de vigor adicional en el tercer trimestre. El indicador sintético integral de los servicios de mercado (ISIS) ha mostrado una ligera pérdida de dinamismo en el período de julio-septiembre, mientras que los indicadores de opinión han acusado un empeoramiento del clima de confianza empresarial, tanto en lo que se refiere a la valoración del momento presente como a las perspectivas para el futuro. No obstante, las afiliaciones a la Seguridad Social se aceleraron en el verano, tras la pérdida de ritmo que sufrieron en el trimestre anterior.

La evolución de las actividades incluidas en los servicios de mercado ha sido muy dispar, aunque destaca la desaceleración del comercio, reflejada en el ligero retroceso que han experimentado las afiliaciones a la Seguridad Social, hasta el mes de agosto, y en la pérdida de dinamismo del índice de ventas del comercio al por menor. También la hostelería experimentó

un debilitamiento en el tercer trimestre, reflejado en la desaceleración de afiliaciones a la Seguridad Social, pese a que el buen comportamiento del turismo nacional permitió una recuperación en el mes de agosto, según apuntan los indicadores de pernoctaciones en hoteles. Entre las restantes ramas de los servicios, destaca el mayor dinamismo de las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales —que incluyen informática e I+D—, reflejado en las afiliaciones a la Seguridad Social. También la rama de transporte, almacenamiento y comunicaciones ha tenido en su conjunto una evolución positiva, especialmente en correos y telecomunicaciones, mientras que el transporte aéreo mantuvo un perfil de crecimiento modesto, en línea con el observado en el segundo trimestre.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el empleo —medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa— se desaceleró en una décima en el segundo trimestre y avanzó un 2,0%, en tasa interanual. Dado que esta moderación del empleo se correspondió con una ligera desaceleración del PIB, la productividad aparente del trabajo mantuvo un crecimiento modesto, del 0,6% interanual, en línea con la pauta que viene mostrando desde el verano de 2003. En el tercer trimestre se estima que la tasa de crecimiento del empleo se mantuvo en el entorno del 2,0% y que las ganancias de productividad continuaron al mismo ritmo que en la primera parte del año. Por su parte, en la economía de mercado, tanto el empleo como el valor añadido mantuvieron un ritmo de crecimiento estable a lo largo del primer semestre, en el 2,4% y el 2,6%, respectivamente, lo que sitúa el avance de la productividad aparente del trabajo en un escaso 0,2% interanual, sin que se estime una mejora a este respecto en el tercer trimestre (véase gráfico 19).

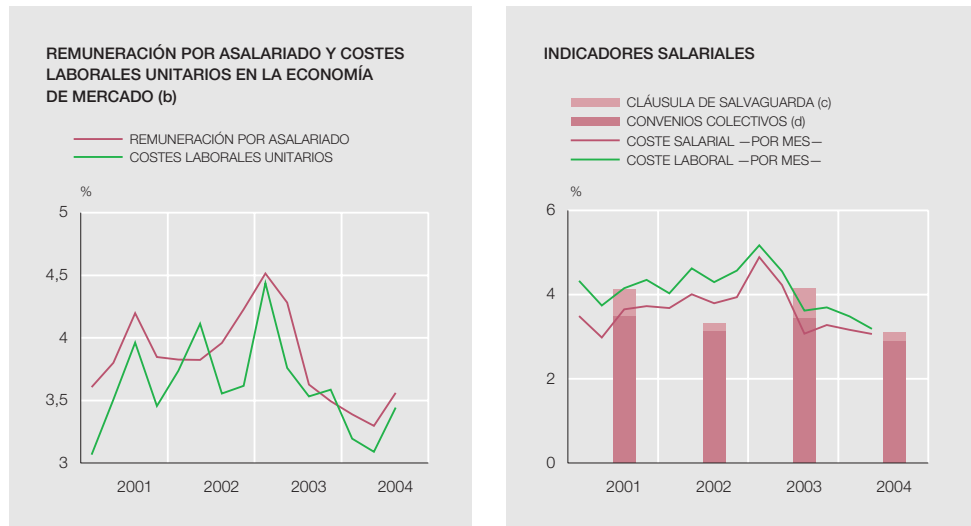
Los principales indicadores de empleo experimentaron una desaceleración más intensa que la estimada por la CNTR en el segundo trimestre de 2004: los ocupados de la Encuesta de Población Activa (EPA) redujeron su tasa interanual de crecimiento en tres décimas (del 2,6% al 2,3%) y el número de afiliaciones a la Seguridad Social pasó de crecer un 2,9% a hacerlo un 2,6%, entre el primer y el segundo trimestre. Ambos indicadores mostraron, sin embargo, una clara recuperación en los meses del verano. Así, las afiliaciones se aceleraron en una décima (2,7%) y el aumento del empleo, según la EPA del tercer trimestre, ha sido del 2,5%. Por su parte, la información del INEM, los contratos firmados han mantenido un crecimiento muy elevado y ligeramente acelerado a lo largo de los tres trimestres transcurridos de 2004, reflejando la elevada rotación que existe en el mercado de trabajo español.

Como se observa en el gráfico 19, el crecimiento del empleo —en términos de las CNTR— se desaceleró en el segundo trimestre en todas las ramas de actividad, con la excepción de la industria sin energía donde el proceso de destrucción de empleo se moderó apreciablemente, resultando en un crecimiento de la productividad aparente del trabajo del 3,8%, por debajo del avance del primer trimestre (4,4%). Los datos de la EPA del tercer trimestre indican que esta tendencia hacia la moderación no se ha acentuado en los meses de verano, por lo que continúa la expansión de la productividad en esta rama. En la construcción, el empleo aumentó un 2,7% en el segundo trimestre, reduciendo su tasa de avance interanual. Esta desaceleración permitió una ligera recuperación de las ganancias de productividad aparente, que no se habría mantenido en el tercer trimestre, período en el que los indicadores de empleo apuntan hacia una mayor creación de puestos de trabajo, tendencia que viene confirmada por los datos de la EPA. Por último, en los servicios se ha mantenido un diferencial importante entre el ritmo de aumento del empleo en las ramas orientadas al mercado y en las de no mercado. En las primeras, la ocupación ha conservado un elevado dinamismo, de forma que aumentó un 4,4% en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero, mientras que en las segundas, el empleo recortó en cuatro décimas su tasa de variación, que se situó en el 0,5%, prolongando la senda de ralentización iniciada en el verano de 2003. Para el tercer trimestre se había estimado una nueva

desaceleración en los ocupados en las ramas de los servicios de mercado, mostrando las cifras de la EPA un estancamiento en la tasa de avance, que sigue siendo elevada. Por último, en la agricultura el proceso de destrucción neta de empleo se agudizó en el segundo trimestre, tendencia que se habría prolongado a lo largo de los meses de verano, si bien la información de la EPA apunta hacia una moderación de la misma.

La ligera desaceleración del empleo que muestra la CNTR del segundo trimestre se concentró en el colectivo de asalariados, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 2,0%, dos décimas por debajo del registro del primer trimestre. Los trabajadores por cuenta propia experimentaron un avance del 2,1%, acelerándose en 0,5 pp en relación con los primeros meses del año. Este mayor protagonismo del empleo no asalariado se había detectado también en la EPA, de forma algo más intensa: el empleo asalariado aumentó un 2,2% en el segundo trimestre, lo que supone una desaceleración de seis décimas, mientras que el colectivo de autónomos creció un 2,6%, superando en más de un punto porcentual la tasa de avance del primer trimestre. En el tercer trimestre ambos colectivos crecieron un 2,5%, según la EPA, lo que significa que, por el momento, se frenaría la senda de desaceleración del empleo asalariado. En cuanto a la composición de este colectivo, atendiendo a la duración del contrato, en el primer semestre de 2004 se desaceleraron tanto los trabajadores indefinidos como los temporales, pero manteniendo mayor fortaleza los primeros. En los datos del tercer trimestre se ha observado, sin embargo, un notable repunte de los temporales, que crecieron un 4,1% (1,4% en el segundo trimestre), y una nueva ralentización de los fijos (del 2,6% al 1,8%). Esta evolución dispar provocó un aumento significativo de la ratio de temporalidad, hasta el 31,2%, lo que representa, además, el primer aumento interanual de esta tasa desde el año 2000. En cuanto a la duración de la jornada, la evolución de los ocupados está siendo divergente a lo largo del año, al desacelerarse de forma continua los ocupados de jornada completa, mientras que el colectivo de trabajadores a tiempo parcial mantuvo una senda ascendente, hasta situar la ratio de parcialidad en el 8,5% en el tercer trimestre, casi un punto por encima de la de hace un año. La información procedente del INEM muestra que la contratación indefinida ha mantenido prácticamente estable su peso en el conjunto de los nueve primeros meses del año, mientras que los contratos a tiempo parcial han ganado protagonismo, al aumentar en tasa acumulada un 22,8%, aunque el mayor auge se observa en los de duración determinada.

La población activa, aunque conservó una gran fortaleza en el tercer trimestre, volvió a ralentizar su ritmo de crecimiento interanual, desde el 2,1% de los meses de primavera, hasta el 1,8%, debido a que la incorporación de la población al mercado laboral (129.100) ha sido la de menor magnitud desde 1998. Esto ha provocado también que la elevación de la tasa de actividad, que se situó en el 56% en la época estival, fuera ligeramente inferior a la que es habitual en estas fechas, de forma que el incremento interanual fue de 0,7 pp. La desagregación por sexos muestra que la tasa de actividad aumentó en el trimestre en los dos colectivos, hasta colocarse en el 68%, para los hombres, y en el 44,7%, para las mujeres; en ambos casos, y al igual que ocurre con la tasa agregada, el aumento es de menor cuantía que el observado en el mismo período del año anterior. Al superar la creación de empleo el aumento de los activos, durante el tercer trimestre del año se ha producido una notable reducción del paro —61.300 personas menos que en el período precedente—, por lo que la tasa de desempleo se redujo en 0,4 pp, hasta quedar en el 10,5%; esta caída representa la mayor caída del paro, en esta época, de los últimos cinco años. En términos interanuales, la reducción de la tasa de paro se intensificó (0,6 pp menos que hace un año). Los datos del paro registrado confirman los resultados de la EPA, al haberse producido una evolución más positiva durante el tercer trimestre (incremento del 1,1%) que en el segundo (cuando el paro aumentaba un 2,4%).



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

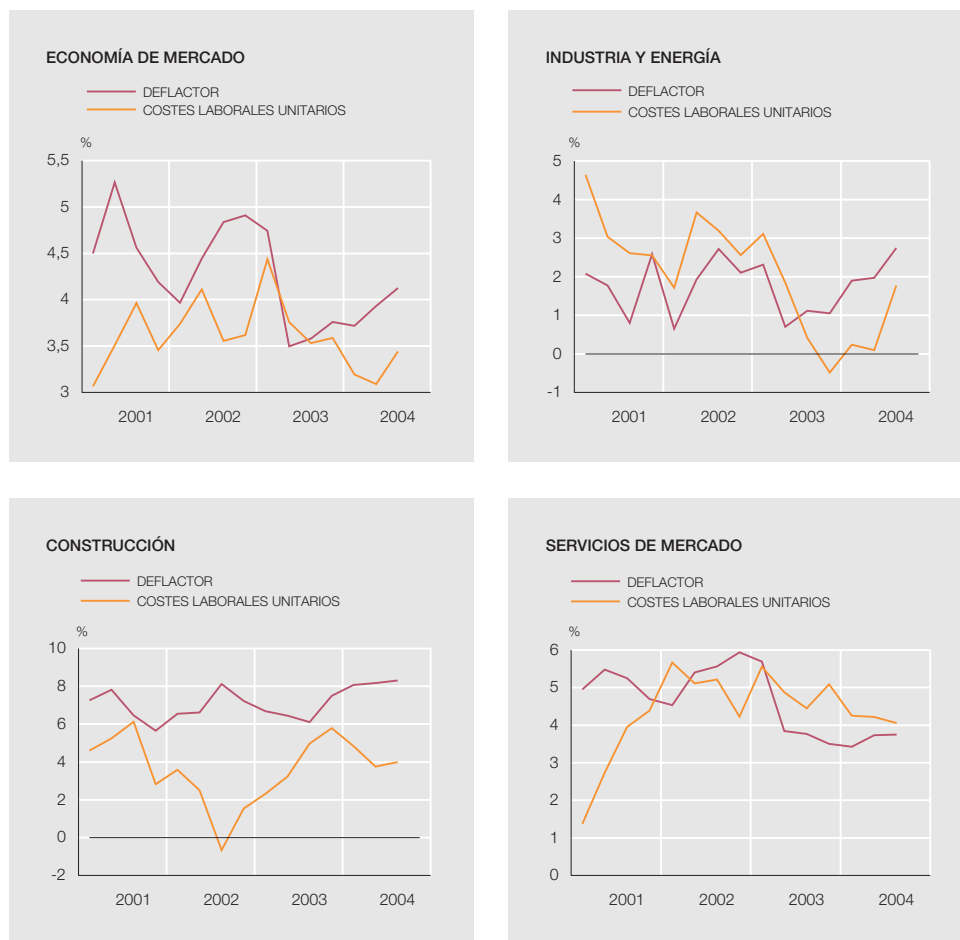
- a. Tasas de variación interanuales.
 b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
 c. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 d. Incremento acumulado.

4.3 Costes y precios

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido redujo muy ligeramente su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, situándose en el 3,1%, tanto en el conjunto de la economía, donde el recorte fue de dos décimas, como en la economía de mercado, donde la desaceleración fue de solo una décima (véase gráfico 20). Esta evolución se corresponde con el recorte de una décima en el ritmo de avance de la remuneración por asalariado, hasta el 3,8% en el conjunto de la economía y el 3,3% en la economía de mercado, y con el incremento de 0,1 pp en el crecimiento de la productividad del conjunto de la economía (medida como valor añadido por ocupado), mientras que en la economía de mercado la variación de la productividad se mantuvo estable. Se estima que, en el tercer trimestre, el coste laboral por unidad de valor añadido habrá experimentado un repunte, en línea con el mayor avance de la remuneración por asalariado, sin que haya variado significativamente la productividad.

La desaceleración en la remuneración por ocupado en la economía de mercado estimada por la CNTR para el segundo trimestre ha sido de una magnitud inferior a la reflejada en la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), estadística que sitúa el aumento interanual de los costes laborales por trabajador y mes en el 3,2%, tres décimas por debajo del registro del primer trimestre. Distinguiendo por componentes se observa que tanto el coste salarial como el no salarial se desaceleraron, aunque este último lo hizo en mayor medida (0,9 pp), hasta situarse en el 3,5%. El componente salarial, por su parte, registró un crecimiento del 3,1%, una décima menos que en el primer trimestre, aunque con una evolución dispar en las distintas ramas de actividad: la mayor desaceleración se produjo en la industria, seguida de la construcción —el sector con un mayor incremento interanual—, mientras que el coste laboral de los servicios se aceleró.

Según la información de los convenios colectivos registrados hasta el pasado 31 de agosto, el incremento de las tarifas salariales se situó en el 2,9%, seis décimas menos que en 2003, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Estos convenios afectan ya a casi 6 millones de trabajadores y la mayoría corresponde a convenios revisados. En estos últimos, el incremento pactado se situó en el 2,9%, mientras que en los de nueva firma fue del 3,0%. Estas cifras se

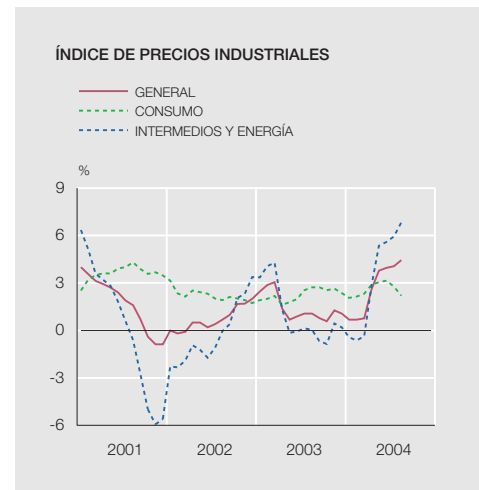
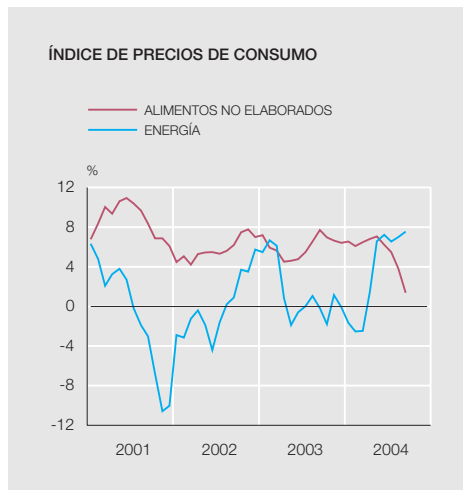
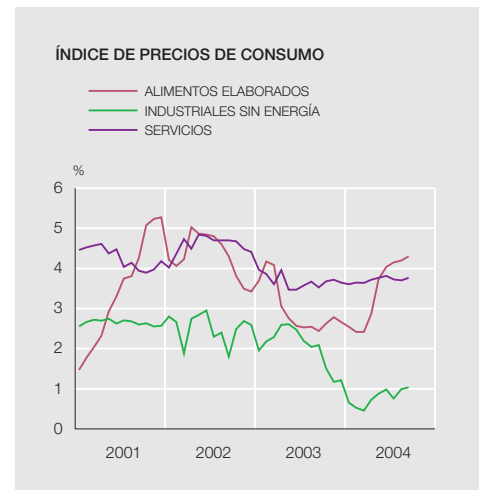
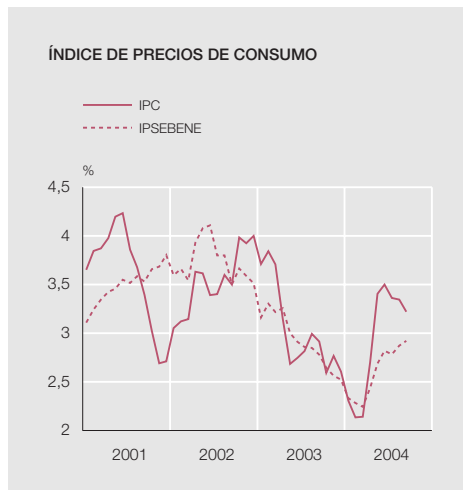


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

sitúan en torno al límite superior implícito en la renovación del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC) firmado en 2003, que suponía el mantenimiento del esquema de fijación de las tarifas salariales, según el cual, sus aumentos se determinan agregando a la previsión oficial de inflación (2%) un diferencial que vendría justificado por las ganancias de productividad. Tal y como viene siendo habitual, el incremento pactado en los convenios de empresa (2,4%) se mantuvo por debajo del pactado en los convenios de otro ámbito (3,0%). En 2004, el porcentaje de convenios que incorporan cláusulas de salvaguarda será del orden del 80%, porcentaje similar al de 2003; sin embargo se estima que su impacto sobre los salarios de 2005 superará al observado en 2004 —que estará en torno a 0,2 pp—, dada la evolución más desfavorable de la inflación. La incorporación del reciente repunte de la inflación en los convenios de nueva firma que quedan por cerrar podría suponer un riesgo adicional.

La desaceleración de los costes laborales unitarios en el segundo trimestre no se tradujo en una mayor moderación de los deflatores del valor añadido, como consecuencia de un comportamiento más expansivo de los márgenes de explotación (véase gráfico 21). En concreto, el deflactor del valor añadido del total de la economía se incrementó un 3,8% en el segundo trimestre, superando en una décima la tasa del primer trimestre, mientras que en la economía de mercado registró un avance interanual del 3,9%, desde el 3,7% en los primeros meses del año. El excedente unitario experimentó un crecimiento interanual en torno al 5%, consolidan-



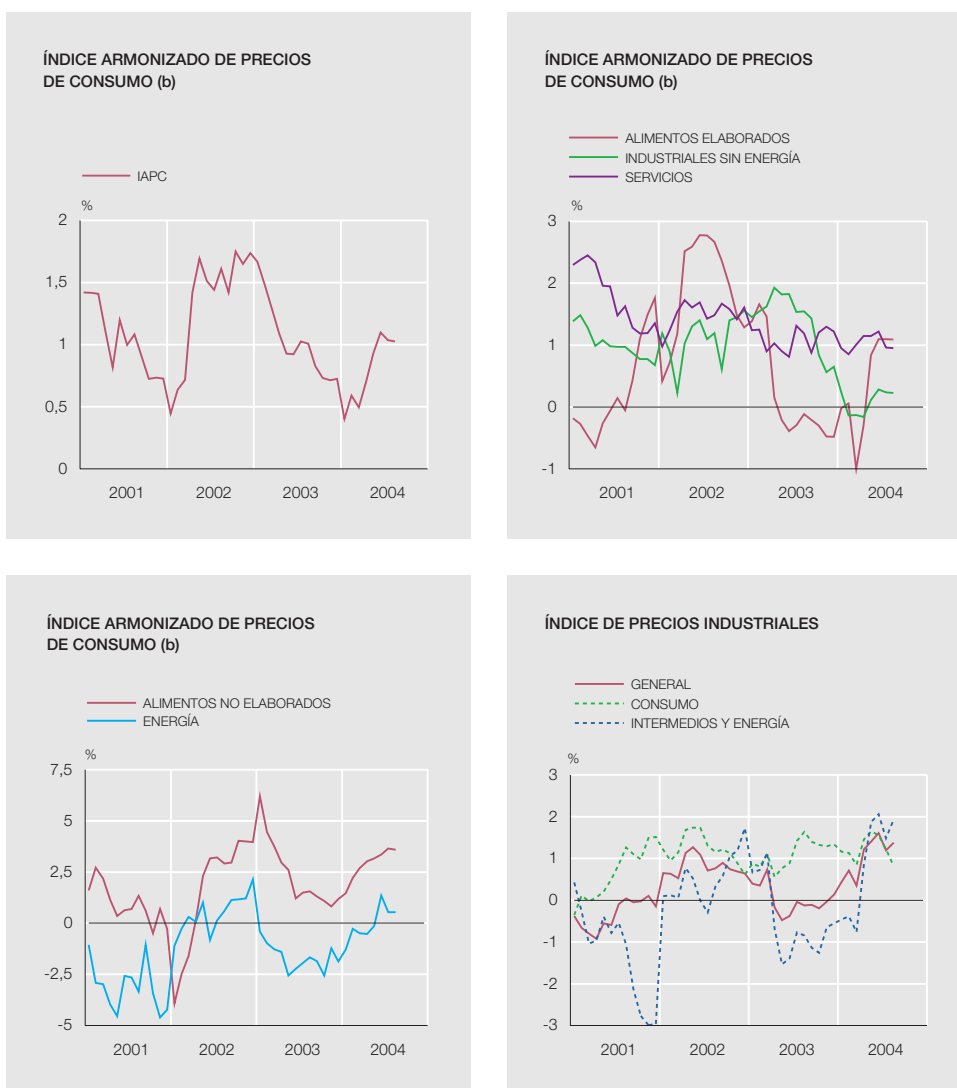
FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

do la ampliación de márgenes iniciada en el primer trimestre, tras el comportamiento más moderado del pasado ejercicio. Esta evolución se tradujo, dentro de las principales ramas, en una continuada ampliación de márgenes en la industria y, especialmente, en la construcción, y en una moderación de la pérdida de márgenes que se viene observando en los servicios.

Los indicadores disponibles para el tercer trimestre confirman, en líneas generales, las pautas de los pasados meses. El crecimiento del deflactor en las ramas de servicios y construcción tiende a estabilizarse, pero la aceleración que se aprecia en las ramas de industria y energía arrastra al deflactor de la economía de mercado. Algo parecido ocurre con los costes laborales unitarios —los únicos que muestran una tendencia creciente son los de las ramas industriales—, por lo que no se producen cambios relevantes en la evolución de los márgenes.

El deflactor del PIB se situó en el 3,7% en el segundo trimestre, superando en una décima el crecimiento del primer trimestre, en línea con la ya comentada evolución del deflactor del valor añadido. Sin embargo, el deflactor de la demanda final se aceleró en siete décimas, hasta alcanzar un 3,3%, como consecuencia del considerable repunte de los precios de los bienes importados, en un contexto de fortaleza de las compras al exterior. En concreto, el



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.

deflactor de las importaciones ha registrado un crecimiento del 2,5% en el segundo trimestre, desde el -0,3% del primero, reflejando, fundamentalmente, las tensiones en el mercado del petróleo.

El deflactor del consumo privado se aceleró en cuatro décimas, alcanzando un 2,9% en el segundo trimestre, comportamiento mucho más moderado que el observado en el IPC, principal indicador de precios finales, cuyo crecimiento se situó en el 3,2% en el período de abril-junio, un punto porcentual por encima del registro del primer trimestre.

En el tercer trimestre el incremento interanual de los precios de consumo se ha estabilizado, prácticamente, situándose su ritmo de avance en el 3,3% (0,1 pp por debajo del registro de septiembre). Esta evolución ha sido resultado de comportamientos muy dispares en algunos de sus componentes, compensando la desaceleración que han experimentado los precios de los alimentos no elaborados el impulso alcista de los precios energéticos y, en

menor medida, de los alimentos elaborados, que ha arrastrado al IPSEBENE hasta una tasa interanual del 2,9% en el promedio del período.

Los precios energéticos han sido el componente más inflacionista de estos últimos meses. Su tasa de variación interanual ha aumentado dos puntos, entre el segundo y tercer trimestre, situándose en el 7%. Los precios de combustibles y carburantes iniciaron una trayectoria alcista en el mes de agosto, que aún no ha flexionado. Por su parte, el precio del gas natural aumentó en el mes de julio, y el del butano lo hizo a comienzos del cuarto trimestre. Todo ello es un reflejo de las tensiones del precio del crudo en los mercados internacionales, que se ha ido encareciendo a lo largo de todo el tercer trimestre, hasta situarse por encima de los 47 dólares/barril a finales de septiembre, desde los 35 dólares a los que cotizó el crudo a principios del mes de julio. También fue notable el aumento que experimentaron los precios de los alimentos elaborados en el mes de junio, con tendencia a estabilizarse posteriormente. Este resultado estuvo determinado, en gran medida, por el comportamiento de los precios del aceite.

En sentido contrario, destaca la fuerte desaceleración que ha tenido lugar en los precios de los alimentos no elaborados, que han reducido su tasa de variación interanual en casi cinco puntos porcentuales entre junio y septiembre. En estos meses, se han descontado los incrementos registrados en los precios de los huevos y de algunas carnes durante el pasado año, a la vez que se producía una notable ralentización en la carrera alcista de los precios de frutas y hortalizas. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos han mantenido un crecimiento interanual bastante estable, por debajo del 1%, lo mismo que los servicios, aunque, en este caso, su ritmo de avance es particularmente elevado, del orden del 3,7%. En los últimos meses, se ha apreciado una evolución algo más moderada en las partidas relacionadas con el turismo y la hostelería.

La tasa de crecimiento del IAPC en el promedio del tercer trimestre ha sido del 3,3%, prácticamente igual que en el período precedente. Asimismo, en el conjunto de la UEM la inflación ha permanecido en el 2,3%, de forma que el diferencial ha llegado a ser ligeramente superior al punto porcentual en el mes de septiembre (véase gráfico 23). El deterioro que se ha observado en el diferencial de los bienes ha quedado compensado por un ligero estrechamiento del diferencial en los servicios. Se han producido ampliaciones significativas entre los ritmos de crecimiento de los precios de los alimentos, ya que la desaceleración que ha tenido lugar en la economía española, con ser importante, ha sido inferior a la que ha tenido lugar en el conjunto de la UEM. También se ha ampliado el diferencial en el caso de los bienes industriales, debido a que ha sido más intensa en España la aceleración de los energéticos.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) ha seguido aumentando de forma paulatina a lo largo del tercer trimestre, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 4,6% el pasado mes de septiembre, frente al 3,4% registrado, en promedio, en el segundo trimestre. El acusado deterioro de los precios de producción de la energía y de los bienes intermedios explica, en gran parte, esta evolución. Los precios de los bienes de consumo se han comportado más moderadamente y los de los bienes de equipo han registrado una ligera aceleración. La evolución de los precios de producción en la zona del euro ha sido similar, situándose su crecimiento interanual, en agosto, en el 3,1%, 1 pp por encima de la media del segundo trimestre.

4.4 La actuación del Estado

A finales del pasado mes de septiembre, el Gobierno presentó el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2005, que fija el objetivo de alcanzar un superávit del 0,1% del PIB en dicho año, en línea con lo establecido en el Programa Plurianual de Estabilidad Presupuestaria 2005-2007. En el mismo Proyecto se estima que el saldo de las operaciones no

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.941 millones de euros hasta julio de 2004, superior en un 10,9% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que se sitúa en línea con la ejecución hasta abril, pero contrasta con la fuerte disminución del superávit que resulta al comparar el presupuesto inicial de 2004 con la liquidación del año anterior¹ (véase cuadro adjunto). Tanto los ingresos como los pagos no financieros se desaceleraron en los últimos meses. En el caso de los ingresos, dicha desaceleración se debió, sobre todo, al diferente calendario de algunos ingresos patrimoniales², que figuran en el cuadro incluidos en la rúbrica «Otros», situando su crecimiento en el 6,9%. La desaceleración de los pagos provino principalmente de las prestaciones por incapacidad temporal y su ritmo de crecimiento se situó en el 6,3%, algo por debajo de lo presupuestado.

1. Esa disminución se debe a que, como en años anteriores, la recaudación por cuotas se halla muy subestimada en las previsiones presupuestarias. 2. En julio de 2003 se produjo un ingreso de intereses por los títulos de deuda del Estado afectos al Fondo de Reserva, mientras que en 2004 el ingreso por este concepto se produjo en febrero y abril.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un ritmo de crecimiento del 7,1%, que supone una cierta desaceleración respecto a la evolución seguida a lo largo del año 2003, a pesar del aumento de tipos en algunos regímenes especiales³. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,7% hasta septiembre 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 siguió creciendo a un ritmo del 6,5%, por debajo de lo presupuestado, aunque bastante por encima del crecimiento registrado en el conjunto del año 2003. El número de pensiones contributivas siguió una evolución muy moderada, con un incremento del 0,7% hasta julio, algo por debajo de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 7,4% hasta marzo, por encima del 6,6% previsto en el Presu-

3. Dichos incrementos de tipos están ligados a la financiación de la mayor cobertura por incapacidad temporal.

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 %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación		Liquidación	
	2003	2004	% variación	% variación	ENE-ABR	ENE-JUL	ENE-JUL	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
1. Ingresos no financieros	82.503	82.221	-0,3	7,4	47.468	50.762	6,9	
Cotizaciones sociales (c)	77.332	76.753	-0,7	7,2	44.329	47.489	7,1	
Transferencias corrientes	4.267	4.672	9,5	7,8	2.697	2.899	7,5	
Otros (d)	904	797	-11,9	34,7	441	374	-15,3	
2. Pagos no financieros	73.511	78.691	7,0	6,7	41.208	43.821	6,3	
Personal	1.777	1.907	7,3	5,2	1.009	1.072	6,2	
Gastos en bienes y servicios	1.496	1.497	0,1	6,2	732	784	7,1	
Transferencias corrientes	69.788	74.775	7,1	6,7	39.309	41.816	6,4	
Prestaciones	69.787	74.774	7,1	6,7	39.308	41.816	6,4	
Pensiones contributivas	60.151	64.307	6,9	6,4	33.931	36.140	6,5	
Incapacidad temporal	5.154	5.312	3,1	13,1	2.681	2.883	7,5	
Resto	4.481	5.155	15,0	3,4	2.697	2.793	3,6	
Resto transferencias corrientes	1	1	3,0	—	0	1	—	
Otros (e)	451	512	13,7	25,2	158	148	-6,0	
3. Saldo no financiero	8.992	3.530	-60,7	9,9	6.259	6.941	10,9	

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social solo están disponibles hasta marzo de 2004.

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.

puesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 8,2% hasta abril, frente al 21,4% que establecía la previsión presupuestaria.

Por su parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 8,9% hasta agosto, 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 73,8% en julio de 2004, bastante por encima del nivel con que terminó 2003. Por lo tanto, el número de beneficiarios creció un 5,7% hasta julio de 2004, frente al 3,2% de crecimiento medio en el año anterior, mientras que el paro registrado aumentó un 2,5% hasta septiembre de 2004, prácticamente igual que en el conjunto del año 2003.

financieras de las Administraciones Públicas, en términos de Contabilidad Nacional, cerrará este año 2004 con un déficit del 0,8% del PIB, frente al equilibrio previsto en los Presupuestos iniciales. Esta discrepancia se debe, principalmente, a la realización de una serie de ajustes entre la contabilidad presupuestaria y la Contabilidad Nacional (que no se habían tenido en cuenta en los Presupuestos del año 2004) y a la asunción por parte del Estado de la deuda de RENFE, en el marco del proceso de reestructuración del sistema ferroviario. Por subsectores, la Administración Central elevará su déficit hasta el 1,8% del PIB (debido a los ajustes citados y a la cancelación por parte del Estado de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía), mientras que las Comunidades Autónomas (por este último pago) y la Seguridad Social alcanzarán sendos superávits del 0,2% y del 0,8% del PIB, respectivamente, manteniendo las Corporaciones Locales una posición de equilibrio presupuestario.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005 proporciona estimaciones de los ingresos y gastos del Estado, en términos de caja, para el año 2004, información que se presenta en el cuadro 3. Según el Avance de Liquidación, el Estado obtendrá un déficit ligeramente menor que el previsto inicialmente, como consecuencia de un crecimiento de los ingresos por encima del presupuestado y de unos pagos de intereses más reducidos, que, en conjunto, compensarán la desviación al alza de los pagos primarios. Esta se producirá, principalmente, por el incremento en las transferencias corrientes vinculadas a la cancelación de la deuda de Andalucía y en el capítulo de compras.

De acuerdo con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta septiembre un superávit acumulado de 845 millones de euros (0,1% del PIB) en el saldo de sus operaciones no financieras, por encima del superávit de 214 millones del mismo período del año 2003 (véase cuadro 3), debido a un crecimiento de los recursos del 3,0%, algo superior al de los empleos, del 2,2%. En ambos casos, pero especialmente en el de los empleos —por los ajustes contables citados anteriormente—, las tasas de crecimiento observadas hasta septiembre están por debajo de la previsión para el conjunto del año ofrecida por el Avance de Liquidación, que adelanta un déficit del Estado de 14.279 millones de euros (1,8% del PIB).

Por su parte, en términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 2.513 millones de euros (0,3% del PIB), frente al déficit de 6.424 millones (0,8% del PIB) registrado durante el mismo período del año anterior. Estas cifras mejoran los resultados de las cuentas públicas hasta junio, como consecuencia de una aceleración en los ingresos y de la práctica estabilización en la caída de los gastos. Así, los ingresos registraron un aumento del 4,0%, frente al descenso del 0,8% hasta junio, en tanto que los pagos disminuyeron un 1,0%, frente a la reducción del 0,9% de la primera parte del año.

	me y %							
	Liquidación 2003	Variación porcentual 2003/2002	Avance de liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual	Liquidación		
						2003 ENE-SEP	2004 ENE-DEP	Variación porcentual
1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6	
1 Ingresos no financieros	109.655	1,1	111.116	1,4	-0,8	76.532	79.592	4,0
Impuestos directos	56.510	1,8	57.531	1,8	-5,3	37.525	39.189	4,4
IRPF	32.824	1,7	30.549	-6,9	-13,6	23.532	22.591	-4,0
Sociedades	21.912	2,3	24.773	13,1	17,2	12.722	14.907	17,2
Otros (a)	1.774	-3,7	2.209	24,5	48,4	1.271	1.691	33,0
Impuestos indirectos	39.084	2,8	40.930	4,7	2,1	29.269	30.959	5,8
IVA	27.130	5,5	28.466	4,9	-0,9	20.406	21.715	6,4
Especiales	9.787	-5,4	9.889	1,0	8,9	7.266	7.388	1,7
Otros (b)	14.061	-5,6	12.655	-10,0	4,4	9.738	9.445	-3,0
Otros ingresos	14.061	-5,6	12.655	-10,0	4,4	9.738	9.445	-3,0
2 Pagos no financieros	113.787	2,4	117.754	3,5	-0,9	82.955	82.105	-1,0
Personal	18.450	5,1	19.415	5,2	3,5	13.334	13.919	4,4
Compras	2.996	5,4	3.454	15,3	32,4	1.966	2.383	21,2
Intereses	19.788	4,9	17.888	-9,6	-19,5	16.203	13.689	-15,5
Transferencias corrientes	58.078	-0,4	62.364	7,4	2,1	42.162	43.049	2,1
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.535	7,0	7.629	1,2	-1,9	4.966	4.712	-5,1
Transferencias de capital	6.940	7,5	7.004	0,9	1,3	4.324	4.352	0,7
3 Saldo de caja (3=1-2)	-4.132	...	-6.638	...	...	-6.424	-2.513	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	110.449	1,9	115.972	5,0	-2,6	77.581	79.888	3,0
Empleos no financieros	112.566	0,7	130.251	15,7	2,1	77.367	79.043	2,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-2.117	...	-14.279	...	...	214	845	...

FUENTE: Ministerio de Economía y 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.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales, información, esta última, que no se recoge en el cuadro 3, pero que resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que tanto los impuestos directos como los indirectos se aceleraron apreciablemente en el tercer trimestre, al contrario que los otros ingresos. El IRPF aumentó un 1,5% hasta septiembre, frente a la caída del 5,3% registrada en el primer semestre, al irse compensando, a lo largo del trimestre, el efecto de la agilización de las devoluciones y otros efectos asimétricos que tuvieron lugar en los primeros seis meses con respecto al mismo período del año anterior³. En este sentido, la cifra de recaudación del Avance de Liquidación implica una aceleración adicional del IRPF en la última parte del año, hasta alcanzar un crecimiento del 3,0%. El impuesto sobre sociedades, por su parte, mantuvo sus elevadas tasas de crecimiento (17,2%) tras el ingreso de la cuota diferencial, aunque en los

3. Por un lado, las retenciones de los primeros meses del año 2003 eran más elevadas, debido a que todavía no reflejaban la reforma del impuesto, y, por otro, el cambio en el calendario de ingresos procedentes de ciertas Administraciones Públicas en el año 2003 elevó los ingresos por retenciones en dicho año.

últimos meses podría desacelerarse si se cumple la previsión del Avance de Liquidación (13,1% para el conjunto del año). Por lo que respecta a los impuestos indirectos, la recaudación del IVA, también afectada por la agilización de las devoluciones en la primera parte del año, aceleró su crecimiento en el tercer trimestre, hasta alcanzar el 8,5% en septiembre, en línea con el cierre anual del Avance de Liquidación. Los impuestos especiales, por el contrario, redujeron su ritmo de avance en los meses de verano —reflejando la congelación de los tipos—, hasta registrar un crecimiento del 4,3%; los otros ingresos también se desaceleraron en el tercer trimestre, y experimentaron en septiembre un descenso del 3,0%.

Por el lado del gasto, los de naturaleza corriente mostraron una pequeña aceleración en el transcurso del tercer trimestre, que compensó el menor ritmo de avance de los gastos de capital. Hay que destacar el elevado crecimiento que siguió registrando el capítulo de las compras (21,2% hasta septiembre) —si bien el Avance de Liquidación anticipa una moderación de estos pagos en el último trimestre—, así como la aceleración de los gastos de personal, hasta alcanzar una tasa del 4,4% en septiembre. Los pagos por intereses —cuyo perfil viene determinado por el calendario de vencimientos de la deuda pública— se aceleraron notablemente en el tercer trimestre (aunque su tasa siguió siendo negativa), tendencia que debería continuar en la parte final del año, según el Avance de Liquidación. Las transferencias corrientes, por su parte, mantuvieron su tasa de crecimiento durante el tercer trimestre en el 2,1%, aunque se estima una fuerte aceleración de estos pagos en la parte final del año, debida, como se ha señalado anteriormente, a la cancelación de la deuda con la Comunidad Autónoma de Andalucía. Por último, los pagos de capital⁴ se desaceleraron en este trimestre, especialmente las inversiones reales, cuya tasa se redujo hasta un 5,1%, aunque el Avance de Liquidación estima una corrección de esta tendencia en los últimos meses.

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

En el conjunto de los siete primeros meses de 2004, el saldo de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 14.968 millones de euros, superior en 8.768 millones al observado en idénticas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica por la notable ampliación que registró el déficit por cuenta corriente, hasta situarse en 19.567 millones de euros, ya que el superávit de las operaciones de capital alcanzó un ligero aumento. La desfavorable evolución de la cuenta corriente vino determinada por el fuerte repunte del déficit de mercancías, el deterioro del superávit de servicios y la ampliación del saldo negativo de rentas, mientras que el superávit por transferencias corrientes experimentó una importante mejora.

En el período de enero-julio de 2004, el déficit de la balanza comercial se amplió en 7.103 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, hasta situarse en 26.638 millones de euros; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 36,4%, acentuando el perfil de intenso deterioro que le había caracterizado durante los tres primeros trimestres del ejercicio anterior. El notable vigor de los flujos reales de importaciones, muy superior al experimentado por las exportaciones, unido al empeoramiento de la relación real de intercambio, son los factores que explican el acusado deterioro del desequilibrio comercial.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en los siete primeros meses del año se situó en 13.428 millones de euros, 1.785 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior: este empeoramiento se tradujo en un descenso interanual del 11,7%, que

4. Ha de tenerse en cuenta que la asunción por parte del Estado de la deuda de RENFE, citada en el texto principal, está considerada como una operación financiera en la ejecución presupuestaria, sin impacto, por tanto, ni en estos pagos ni en el saldo de caja. El SEC 95, sin embargo, trata la asunción de deuda como una operación no financiera y, por consiguiente, con impacto en los gastos de capital y en la capacidad o necesidad de financiación del Estado.

		ENERO-JULIO	
		2003	2004
Millones de euros			
INGRESOS	Cuenta corriente	144.665	149.848
	Mercancías	83.464	87.400
	Servicios	38.654	38.265
	<i>Turismo</i>	20.600	20.495
	<i>Otros servicios</i>	18.054	17.769
	Rentas	12.867	13.820
	Transferencias corrientes	9.681	10.363
	Cuenta de capital	5.018	5.142
	Cuentas corriente + capital	149.683	154.990
PAGOS	Cuenta corriente	155.301	169.414
	Mercancías	102.999	114.038
	Servicios	23.441	24.837
	<i>Turismo</i>	3.898	4.715
	<i>Otros servicios</i>	19.544	20.122
	Rentas	19.918	21.312
	Transferencias corrientes	8.943	9.228
	Cuenta de capital	582	544
	Cuentas corriente + capital	155.883	169.958
SALDOS	Cuenta corriente	-10.637	-19.567
	Mercancías	-19.535	-26.638
	Servicios	15.213	13.428
	<i>Turismo</i>	16.702	15.781
	<i>Otros servicios</i>	-1.489	-2.353
	Rentas	-7.052	-7.492
	Transferencias corrientes	738	1.135
	Cuenta de capital	4.436	4.598
	Cuentas corriente + capital	-6.200	-14.968

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

se explica por el retroceso del 5,5% que experimentó el superávit turístico, y por el empeoramiento del 58% del déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos frenaron en marzo el dinamismo de los primeros meses del ejercicio, a raíz de los atentados del pasado 11 de marzo, y han venido contabilizando caídas ininterrumpidas desde el mes de abril, en línea con la desfavorable evolución del sector. Por su parte, los pagos turísticos repuntaron hasta el 21% en el período de enero-julio, intensificando el perfil de aceleración iniciado a finales del año pasado, en un contexto de normalización del entorno geopolítico mundial, impulsados por la mejora de la confianza de los consumidores y la fortaleza del euro.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 7.492 millones de euros, en el conjunto de los siete primeros meses de 2004, lo que supone un aumento de 441 millones de euros en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. La ampliación del déficit de rentas fue resultado del comportamiento de los saldos del sector privado residente, especialmente del sector financiero, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit. En el caso del sector financiero, la ampliación del déficit de rentas se explica por el incremento de los pagos vinculados a instrumentos de renta fija, especialmente a cédulas hipotecarias,

y en el caso del sector privado no financiero el deterioro de su saldo fue consecuencia del aumento de los pagos correspondientes a inversiones directas y de cartera, relacionado con la distribución de dividendos realizada por empresas residentes.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.135 millones de euros durante el período analizado, lo que supone un aumento de 398 millones de euros en relación con el nivel observado en iguales fechas de 2003. Los ingresos aumentaron un 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 destinados al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía mostraron un ligero descenso; los pagos, por su parte, crecieron un 3,2%, por el aumento de los destinados a las arcas comunitarias en concepto de Recurso PNB y de Recursos propios tradicionales, así como por el vigor que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital fue de 4.598 millones de euros, 162 millones por encima del observado en igual período del año anterior; a pesar de esta mejora, las transferencias netas de capital procedentes de la UE, que es la partida cuantitativamente más importante, descendieron en este período, como consecuencia del retroceso que reflejaron los fondos estructurales en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación, mientras que los flujos correspondientes al Fondo de Cohesión mostraron una evolución favorable.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

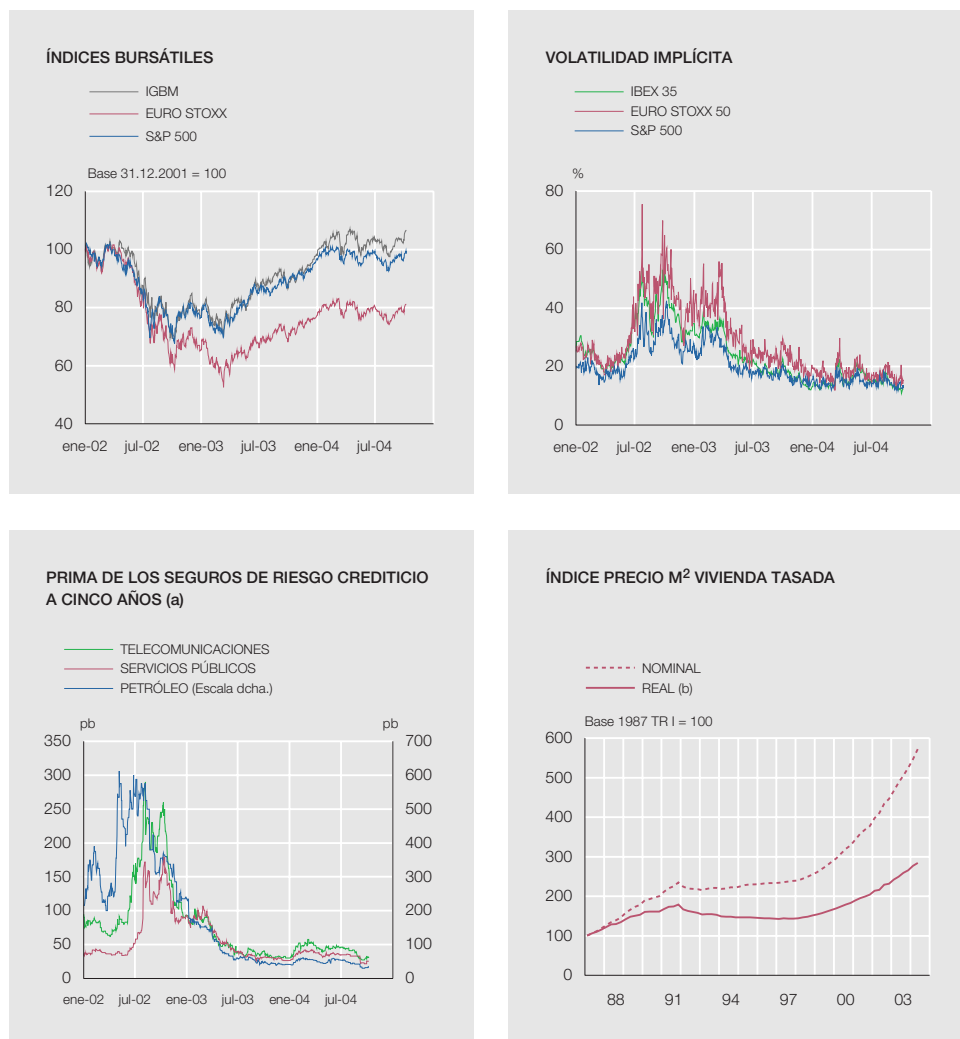
Durante el tercer trimestre de 2004, las decisiones del sector privado no financiero continuaron desarrollándose en un contexto de condiciones monetarias y financieras holgadas. Los tipos de interés se mantuvieron en niveles muy reducidos, si bien mostraron una evolución diferenciada por instrumentos. Así, en el mercado monetario del área del euro se produjeron variaciones escasas para el conjunto del período y el EURIBOR a un año se situó en septiembre en el 2,38%, 2 puntos básicos (pb) por debajo del registro de junio. Las rentabilidades de la deuda pública disminuyeron y, en el caso del bono español a diez años, alcanzaron el 4,08%, lo que representa una reducción de 31 pb en relación con el trimestre anterior. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y familias experimentaron, en cambio, cierto aumento durante el mismo período, aunque continuaron en valores inferiores a los que, en media, se observaron en 2003. Por su parte, el coste de la financiación con valores de renta fija privada se redujo, como consecuencia del descenso tanto de la rentabilidad de la deuda pública como en las primas de riesgo exigidas (véase gráfico 24).

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones se redujeron de forma significativa en la primera parte de agosto, movimiento que estuvo relacionado con la evolución alcista del precio del petróleo. Posteriormente, se inició un período de recuperación que se vio interrumpido a finales de septiembre, en un contexto de nuevos repuntes en la valoración del crudo. A pesar de ello, a fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 8% desde principio de año. Este comportamiento es más favorable que el del EURO STOXX amplio de las bolsas del área del euro, cuya revalorización durante el mismo período era del 3%, y que el del S&P 500 de los mercados norteamericanos, cuyo nivel se encontraba próximo al de finales de 2003. Por otro lado, la volatilidad implícita de las cotizaciones se mantuvo en niveles reducidos, a pesar de la tensión en el mercado del petróleo.

En el mercado de la vivienda, la información del segundo trimestre no confirmó la ligera desaceleración de los precios que se observó entre enero y marzo. De este modo, entre abril y junio, el valor de los inmuebles continuó creciendo a un ritmo interanual superior al 17%, con algunas diferencias por tipo de vivienda. En el caso de la usada, se produjo una moderación de la tasa de avance por segundo trimestre consecutivo, hasta el 17,7%, mientras que la nueva se revalorizó un 16,7% en relación con el mismo período del año anterior, más de un punto porcentual por encima del registro de marzo.

En este contexto, la financiación al sector privado no financiero y, en particular, a las familias mantuvo, durante el segundo trimestre, un fuerte dinamismo, que, de nuevo, estuvo liderado por el comportamiento del sector inmobiliario. Así, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda aumentó ligeramente, hasta situarse, en junio, algo por encima del 23%, y el crédito bancario destinado a los servicios inmobiliarios se aceleró hasta alcanzar una tasa superior al 43%. En ambos casos, estas cifras representan registros máximos de los últimos años. La información provisional del tercer trimestre no muestra un cambio significativo en el comportamiento del recurso a la deuda por parte de los hogares y las sociedades.

El aumento de los pasivos de los hogares vino acompañado de una nueva contracción del ahorro no destinado al servicio de la deuda, que continúa así en niveles muy reducidos, y supuso un aumento en las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la



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.

renta bruta disponible (RBD) anual del sector. Además, su riqueza financiera neta, medida en términos del PIB, se situó en junio ligeramente por debajo de los niveles de marzo, si bien el patrimonio neto de las familias mantuvo la trayectoria creciente de los últimos años, derivada de la evolución alcista del precio de los activos inmobiliarios.

La situación financiera de los hogares en su conjunto continúa siendo sólida y no supone un impedimento para que el gasto del sector mantenga su tono actual durante los próximos trimestres. Sin embargo, el margen disponible para absorber posibles perturbaciones de carácter adverso ha seguido reduciéndose, dado el descenso de los distintos indicadores de ahorro. Por otro lado, el continuo aumento del endeudamiento sigue elevando la sensibilidad de sus decisiones de consumo e inversión a cambios desfavorables, como, por ejemplo, un aumento de los tipos de interés. Además, no debe olvidarse que la dispersión de la distribución de la deuda dentro de la población sugiere que la vulnerabilidad de algunos grupos de población es comparativamente más elevada que la que reflejan los indicadores agregados.

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003			2004	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
					Economía nacional	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-1,8	-2,2	-2,1	-2,4	-3,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-0,3	-2,3	-3,4	-2,9	-3,2	-3,4	-3,9	-4,0	-4,8
Sociedades no financieras	-2,3	-3,4	-4,5	-4,3	-3,7	-4,4	-4,5	-4,8	-5,2
Hogares e ISFLSH	2,0	1,1	1,1	1,4	0,5	1,0	0,6	0,7	0,4
Instituciones financieras	0,5	0,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5	1,5
Administraciones Públicas	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,1	-0,1	0,4	0,1	0,2

FUENTE: Banco de España.

En el caso de las sociedades, en cambio, la evolución reciente de su situación financiera ha sido más favorable. Así, a pesar de que sus necesidades de financiación y ratios de endeudamiento agregadas mantuvieron durante el segundo trimestre un perfil ascendente, la carga financiera por intereses se redujo ligeramente y los indicadores sintéticos muestran una disminución de la presión financiera sobre el empleo y, en mayor medida, sobre la inversión. Además, la información microeconómica disponible parece confirmar que el proceso de saneamiento de los balances de las grandes empresas podría haber concluido, al tiempo que las expectativas de beneficios de las sociedades cotizadas mostraron una mejoría, aunque no de forma generalizada para todos los sectores y plazos¹.

La holgura de las condiciones de financiación para las sociedades no financieras, su sólida situación patrimonial agregada, la recuperación de las expectativas de los analistas sobre los beneficios a largo plazo de las empresas cotizadas, los síntomas de mejoría en la industria y los signos de que el proceso de saneamiento de los balances de las grandes compañías podría haber concluido configuran un escenario propicio para el avance de la inversión productiva. No obstante, los elevados niveles de deuda alcanzados constituyen un factor de riesgo, en la medida en que desarrollos adversos como una subida de los tipos de interés o un descenso de los resultados podrían repercutir significativamente sobre las decisiones de gasto del sector.

5.2 El sector de hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo holgadas durante el tercer trimestre del año. Así, aunque los tipos de interés crediticios aplicados por las entidades en las operaciones nuevas aumentaron, los niveles alcanzados se sitúan todavía por debajo de los registros medios de 2003. Por finalidad, el movimiento alcista fue más intenso en los préstamos para consumo y otros fines, cuyo coste alcanzó el 6,54% en agosto, 50 pb por encima del registro de junio. En el caso de los préstamos para la adquisición de vivienda, se produjo un incremento de 17 pb, hasta el 3,46%.

El contexto macroeconómico y financiero continuó siendo propicio para la expansión de la financiación externa. Así, entre abril y junio, la demanda de crédito de los hogares se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 10,6% del PIB, 0,6 pp por encima del dato de marzo (véase cuadro 6). Esta evolución continúa reflejando el comportamiento del crédito

1. En el recuadro 4 se ofrece un primer análisis de la relación entre este indicador y la inversión en capital de las sociedades no financieras.

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

CUADRO 6

% del PIB						
	2000	2001	2002	2003	2004	
				IV TR	I TR	II TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,6	7,8	8,8	10,1	11,0	11,4
Medios de pago	0,9	1,2	3,8	4,4	4,3	4,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,1	3,4	1,5	-0,2	0,2	0,8
Acciones y otras participaciones (b)	1,5	-0,2	0,8	0,8	1,0	1,0
Fondos de inversión	-3,3	0,8	0,2	2,3	2,3	2,2
FIAMM	-1,2	1,3	0,7	0,6	0,1	0,0
FIM	-2,0	-0,5	-0,5	1,7	2,3	2,2
Reservas técnicas de seguros	3,5	2,7	2,6	2,1	2,0	1,9
De las cuales:						
De vida	2,1	1,5	1,5	0,7	0,7	0,8
De jubilación	1,1	0,9	0,9	1,1	1,1	0,9
Resto	0,9	0,0	-0,1	0,8	1,2	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	8,6	6,8	7,3	9,5	10,3	11,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,0	5,4	7,2	9,3	10,0	10,6
Créditos para adquisición de vivienda (c)	5,3	4,8	5,1	7,2	7,8	8,3
Créditos para consumo y otros fines (c)	1,6	0,6	2,1	2,1	2,1	2,3
Resto	1,5	1,3	0,1	0,2	0,4	0,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	26,2	16,4	16,4	17,1	15,7	16,1
Medios de pago	0,9	1,7	1,6	0,9	0,6	1,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,7	1,7	1,5	0,7	0,0
Acciones y otras participaciones	14,1	6,1	6,8	6,7	5,3	5,4
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	10,5	4,6	5,1	4,6	3,2	3,6
Resto	10,1	7,9	6,2	7,9	9,1	9,3
Operaciones financieras (pasivos)	29,6	21,0	20,8	21,6	20,5	21,3
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,5	6,5	6,3	7,0	7,1	7,7
Préstamos exteriores	3,5	4,0	3,0	2,8	2,4	2,3
Valores de renta fija (a)	-0,9	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Acciones y otras participaciones	12,8	5,3	6,0	5,0	3,7	3,5
Resto	6,7	5,2	5,8	6,9	7,3	7,9
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (d)	18,1	15,6	14,3	15,8	16,0	16,6
Hogares e ISFLSH	17,3	12,3	15,6	18,7	19,5	20,1
Sociedades no financieras	18,7	18,0	13,3	13,8	13,4	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.

Las decisiones de inversión dependen, entre otros factores, de la comparación entre la rentabilidad esperada del proyecto y el coste de oportunidad de los recursos invertidos. En este sentido, a la hora de explicar la evolución y perspectivas de la formación de capital empresarial puede resultar útil analizar variables relacionadas con la rentabilidad esperada del nuevo capital adquirido. Las expectativas de beneficios a largo plazo de los analistas bursátiles que recopila el Institutional Brokers Estimate System, referidas a las sociedades cotizadas, ofrecen una aproximación a dicho concepto. No obstante, debe advertirse que dichas expectativas son las de los analistas y no las de las empresas y que, por otro lado, se trata de juicios sobre rentabilidades medias y no sobre rentabilidades marginales, que, en puridad, serían las relevantes en este contexto.

En el gráfico adjunto se presentan, para el período 1997-2003, las expectativas de crecimiento medio de los beneficios a largo plazo y la ratio de inversión sobre capital de las principales sociedades no financieras españolas que cotizan en la bolsa¹. En el gráfico de la izquierda se representa, para cada año de la muestra, el valor medio de ambos conceptos para el conjunto de las empresas consideradas. Puede apreciarse que existe, como cabía esperar, una clara

relación positiva entre ambas variables. Son particularmente significativos los resultados para el año 2001 y, en especial, para 2000, en los que los importantes volúmenes de inversión acometidos coincidieron con unas elevadas tasas de avance de los resultados económicos esperados. Asimismo, en 2003 las reducidas adquisiciones netas de capital coexistieron con una disminución en la rentabilidad anticipada por los analistas. En el segundo panel se presentan igualmente valores medios de las variables de interés pero calculados, en este caso, a lo largo del tiempo y para cada sector². La relación es también positiva, aunque más débil que en el análisis anterior.

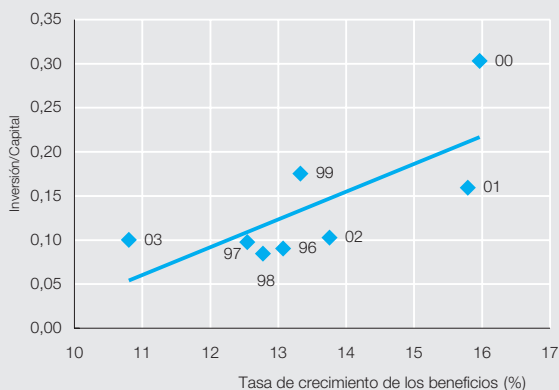
Este análisis, basado en simples correlaciones temporales y de sección cruzada entre el indicador de expectativas de beneficios a largo plazo y la inversión, ofrece evidencia favorable a la existencia de un cierto contenido informativo del primero en relación con la segunda. Por tanto, y con las cautelas que se derivan de la ausencia, por falta de información, de un análisis en mayor profundidad de la relación entre ambas variables, la recuperación del indicador a lo largo de 2004 podría contribuir a explicar el reciente aumento del dinamismo de la inversión productiva.

1. Las variables agregadas se obtienen a partir de la suma de los datos individuales ponderados en función del capital total de cada empresa.

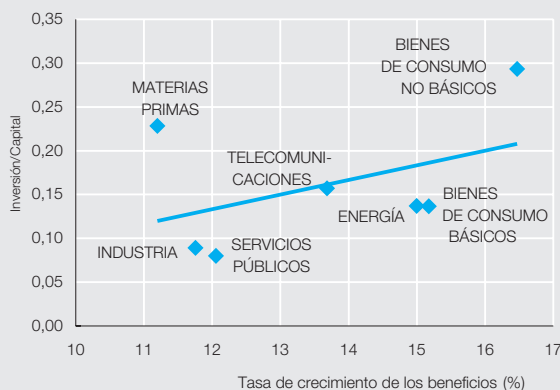
2. Los datos sectoriales se han obtenido como la suma ponderada por capitalización de las distintas empresas pertenecientes a cada rama productiva.

BENEFICIOS A LARGO PLAZO Y RATIO INVERSIÓN/CAPITAL

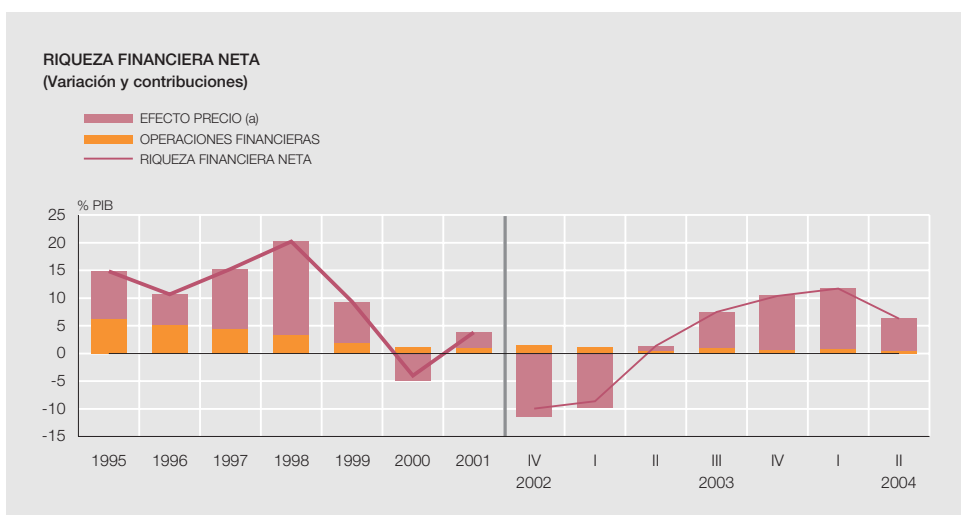
1. ANÁLISIS TEMPORAL



2. ANÁLISIS EN SECCIÓN CRUZADA



FUENTE: I/B/E/S.



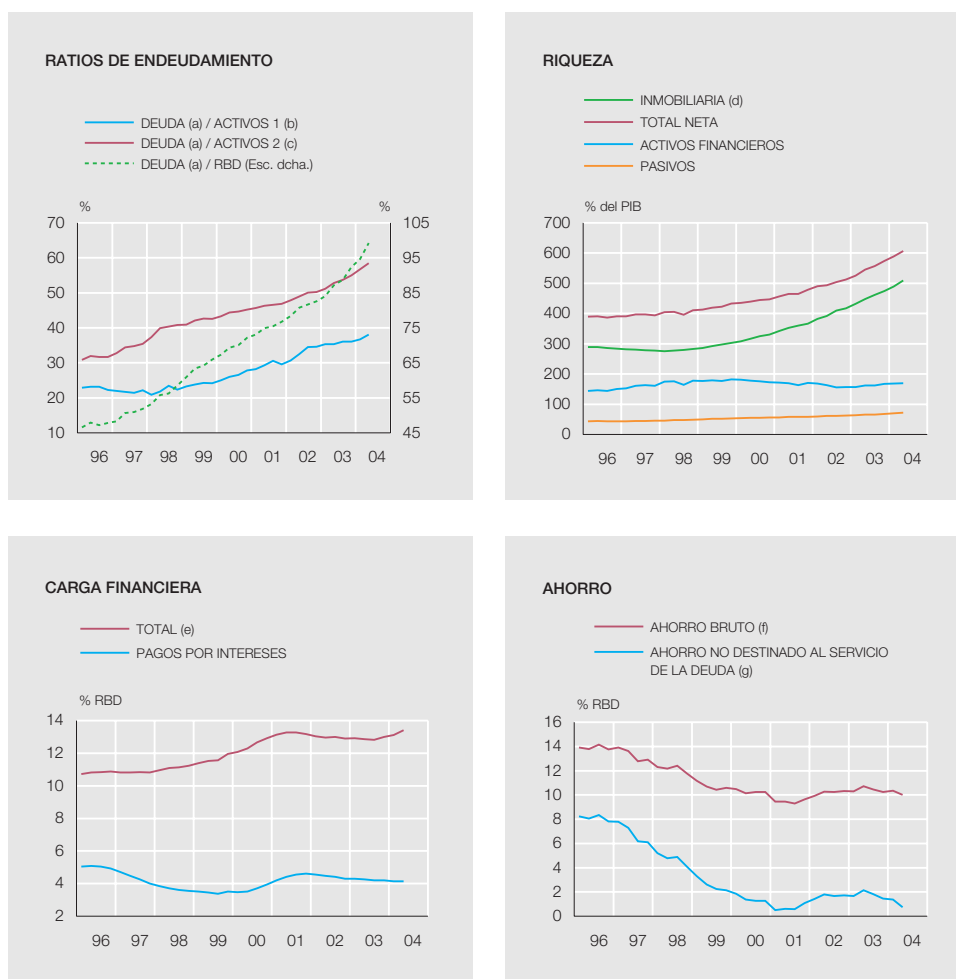
FUENTE: Banco de España.

a. Incluye revalorización y otras variaciones en volumen.

para adquisición de vivienda, que representa cerca del 70% del total y que ha mostrado un suave perfil de aceleración a lo largo del año, hasta alcanzar, en junio, una tasa de crecimiento interanual algo superior al 23%. La financiación dirigida al consumo y otros fines, en cambio, ha mantenido ritmos de avance sensiblemente menores, en el entorno del 13%. La información provisional para el tercer trimestre del año apunta una continuidad en el dinamismo de la deuda de las familias.

Por lo que respecta a las decisiones de cartera, entre abril y junio la inversión de los hogares en activos financieros supuso, en términos acumulados de doce meses, un importe equivalente al 11,4% del PIB, 0,4 pp por encima del registro de marzo. Las adquisiciones se dirigieron, de forma más intensa que en meses anteriores, hacia los activos más líquidos (efectivo y depósitos, fundamentalmente), alcanzando el 5,3% del PIB, frente al 4,5% del trimestre anterior. La inversión en fondos de inversión, y en acciones y otras participaciones no experimentó, en cambio, variaciones significativas y se situó en el 2,2% y 1% del PIB, respectivamente.

El elevado crecimiento de los pasivos de los hogares hizo que las ratios de endeudamiento mantuvieran la trayectoria alcista que las ha caracterizado en los últimos años, de modo que el valor de la deuda se situó en junio en torno al 99% de la RBD anual del sector (véase gráfico 26). La carga financiera asociada se volvió a incrementar por tercer trimestre consecutivo, hasta el 13,4% de la RBD, si bien el componente de pagos por intereses se mantuvo estable en el 4,1%. En consonancia con lo anterior, la capacidad de ahorro del sector después de descontar las obligaciones financieras —ahorro no destinado al servicio de la deuda— descendió hasta alcanzar niveles muy bajos (0,7% de la RBD). Además, las operaciones financieras netas durante el segundo trimestre fueron negativas, de forma que, en términos acumulados de cuatro trimestres, el ahorro financiero se redujo hasta niveles históricamente bajos: 0,4% del PIB (véase cuadro 5). Esta contracción se reflejó en un descenso de la riqueza financiera en relación con la de marzo, si bien en términos interanuales continuó mostrando tasas de avance positivas. El patrimonio neto de las familias, no obstante, siguió aumentando gracias a la evolución alcista del precio de la vivienda (véanse gráficos 25 y 26).



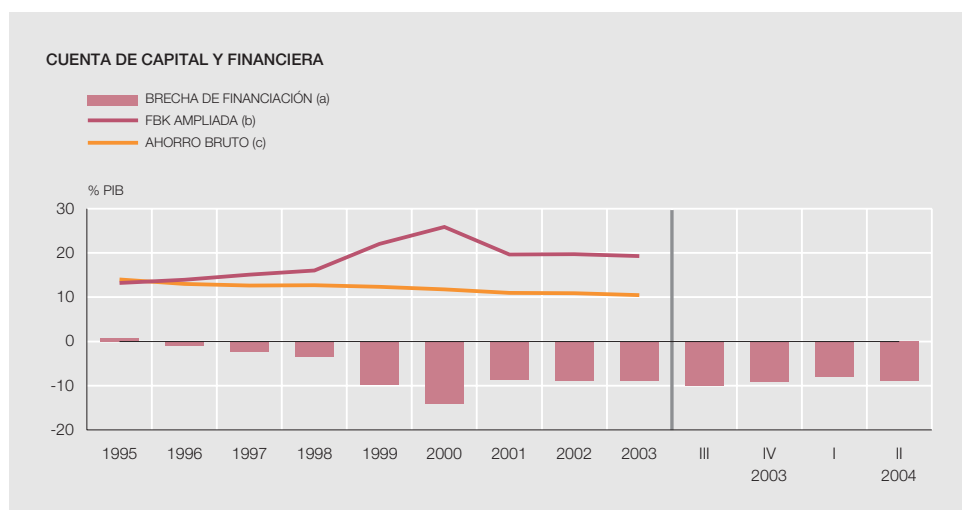
FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y titulización.
 b. Activos 1 = Total de activos financieros - la rúbrica de «Otros».
 c. Activos 2 = Activos 1 - acciones - participaciones de FIM.
 d. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m².
 e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
 g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

A pesar de la reducción del ahorro en términos agregados, el último avance de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, correspondiente al segundo trimestre, indica un crecimiento en el número de hogares que declaran poder dedicar recursos al ahorro, hasta el 37,4%, el nivel más alto desde mediados de 2002. Esta evolución fue, sin embargo, compatible con un aumento en la proporción de unidades familiares que declara llegar a fin de mes con mucha dificultad, que se situó algo por encima del 12%.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también continuaron siendo holgadas durante el tercer trimestre. Los tipos de interés crediticios experimentaron variaciones pequeñas y se mantienen, por tanto, en valores reducidos, por debajo de los observados en 2003. Así, el coste de las operaciones nuevas de crédito por importe superior a un millón de euros se situó en el 2,88%, acumulando entre julio y agosto un descenso de 21 pb. En el caso de los préstamos hasta un millón de euros se produjo, durante el mismo período, un aumento de 6 pb, hasta el 4,21%. En los mercados de renta fija se observó una reducción en el coste



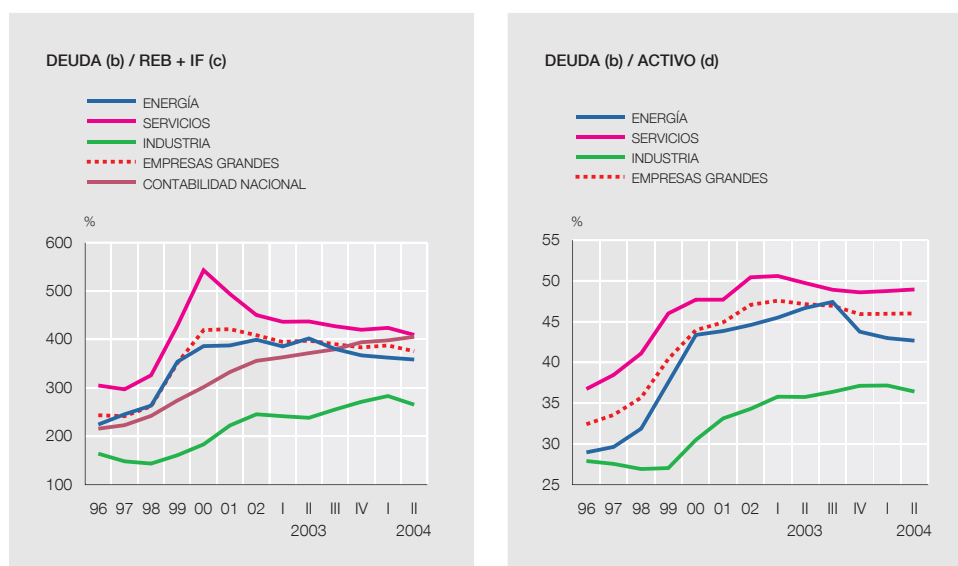
FUENTE: Banco de España.

- 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.

de la financiación, que refleja la disminución tanto en la rentabilidad de la deuda pública como en las primas de riesgo exigidas. Por último, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable no mostraron cambios significativos, dado que las cotizaciones y su volatilidad se mantuvieron relativamente estables.

En este contexto, las operaciones de pasivo del sector mantuvieron, entre abril y junio, cierto dinamismo y alcanzaron, en términos acumulados de doce meses, el 21,3% del PIB, 0,8 pp por encima del dato del trimestre anterior (véase cuadro 6). Por componentes, la financiación ajena con coste aumentó su tasa de crecimiento interanual hasta el entorno del 14%, ritmo de avance que, según la información provisional disponible, se habría mantenido entre julio y septiembre. El desglose por instrumentos muestra que el sector realizó amortizaciones netas de valores de renta fija, principalmente de largo plazo, sin que exista evidencia de que las empresas estuvieran recurriendo a las emisiones a través de sus filiales en el extranjero. De hecho, la importancia del flujo de financiación mediante préstamos exteriores continuó reduciéndose, hasta un 2,3% del PIB. En cambio, la apelación al crédito de entidades residentes continuó adquiriendo un mayor protagonismo. Así, los recursos captados mediante dicha modalidad alcanzaron el 7,7% del PIB, 0,6 pp por encima del dato del primer trimestre. Por su parte, la emisión de acciones y otras participaciones volvió a disminuir, hasta alcanzar, en términos acumulados de doce meses, el 3,5% del PIB. Finalmente, de acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral (CBT), el volumen de deuda de las grandes empresas mostró una variación positiva por segundo trimestre consecutivo, lo que podría indicar que el proceso de saneamiento que algunas empresas realizaron durante 2002 y 2003 podría haber concluido.

El desglose por actividad productiva de la principal fuente de financiación del sector, el crédito de entidades residentes, muestra una aceleración significativa de los recursos dirigidos a la rama de la construcción y de los servicios entre abril y junio. Este mayor dinamismo fue particularmente intenso en el caso de los servicios inmobiliarios, donde el avance fue de alrededor del 43% en términos interanuales, tres puntos por encima del registro de marzo, si bien en el



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.

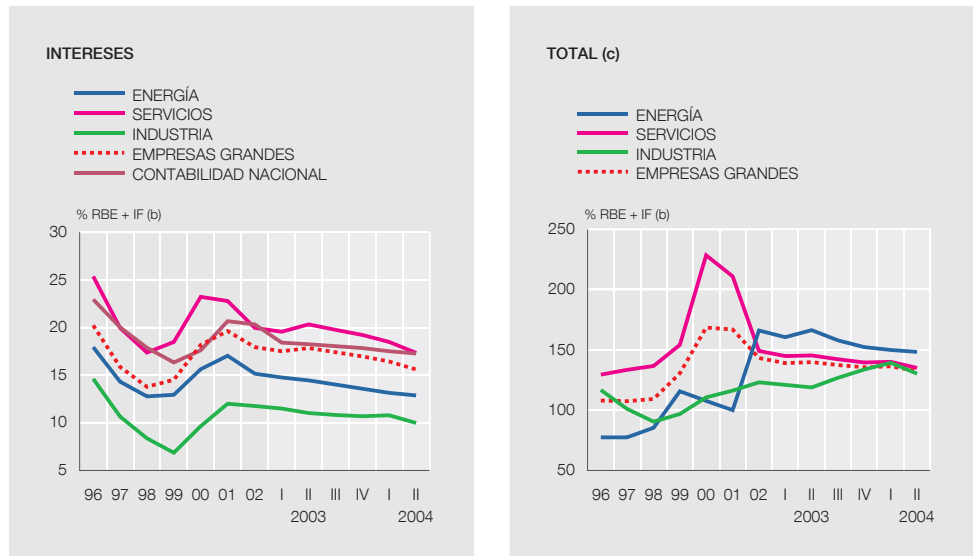
d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

resto de los servicios se observó también un aumento en el ritmo de avance. En la industria se produjo una moderada recuperación en la apelación al crédito bancario, coherente con la mejoría de la actividad de este sector, aunque en términos interanuales se sigue observando una ligera contracción.

En relación con la adquisición neta de activos financieros, las sociedades no financieras aumentaron, durante el segundo trimestre, el volumen de sus inversiones, que, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron el 16,1% del PIB (véase cuadro 6). Esta evolución se observó en la mayoría de las rúbricas, salvo en el agregado de otros depósitos y valores de renta fija por las menores adquisiciones de valores a corto plazo de entidades de crédito.

Las operaciones de activo y pasivo resultaron en un aumento notable de las necesidades de financiación del sector, que, en términos acumulados de doce meses, alcanzaron en junio el 5,2% del PIB, 0,4 pp por encima del nivel de marzo. Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos netos necesarios para acometer la formación bruta de capital y la inversión financiera con carácter permanente en el exterior, se incrementó en mayor medida (0,8 pp), hasta el 8,8% del PIB (véase gráfico 27).

Por otro lado, los resultados económicos de las sociedades colaboradoras de la CBT continuaron mostrando una evolución positiva en el segundo trimestre. Así, el resultado ordinario neto aumentó durante el primer semestre un 22,5%, más de 10 pp por encima de lo observado en el mismo período del año anterior, si bien una parte importante de esta variación es atribuible al impacto positivo de los menores gastos financieros y, sobre todo, de los mayores ingresos financieros (dividendos) de filiales en el extranjero. Como resultado, la ratio de rentabilidad ordinaria sobre recursos propios fue el 10,7% en el primer semestre, frente al 9% del mismo período del año anterior, mejora que se observó en todas las ramas productivas, aun-



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.

que de forma más intensa en los servicios y en la industria. Por el contrario, el resultado neto descendió en términos interanuales como reflejo del comportamiento menos favorable de los ingresos extraordinarios.

A pesar de la solidez de los resultados económicos de las empresas, el recurso a la financiación ajena hizo que las ratios de endeudamiento agregadas continuaran aumentando durante el segundo trimestre, si bien la carga financiera por intereses disminuyó ligeramente, como consecuencia del descenso de los costes de financiación acumulados durante los últimos doce meses, hasta situarse en el 17,2% del excedente bruto de explotación (al que se añaden los ingresos financieros; véanse gráficos 28 y 29). En cambio, de acuerdo con la CBT, el menor ritmo de avance de la financiación ajena de las grandes empresas, junto con la evolución favorable de los beneficios, determinó una ligera contracción de la ratio entre la deuda y los resultados, al tiempo que la carga financiera mostró también una reducción.

La evolución conjunta del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad empresarial de las sociedades colaboradoras con la CBT se tradujo en una reducción de los indicadores sintéticos agregados de presión financiera sobre el empleo y, en mayor medida, sobre la inversión (véase gráfico 30).

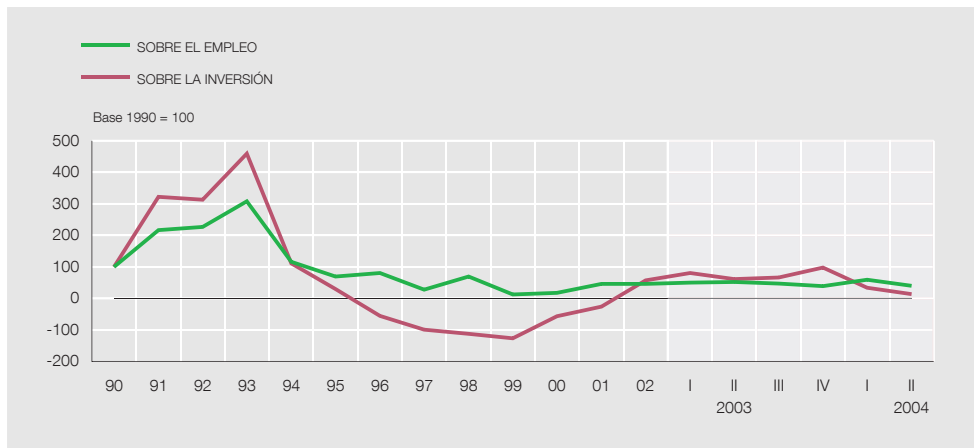
5.4 Las Administraciones Públicas

Durante el segundo trimestre de 2004, el sector de AAPP incrementó ligeramente el saldo positivo de sus operaciones financieras netas en términos acumulados de doce meses (véase gráfico 31). Por subsectores, la Seguridad Social mantuvo un superávit, mientras que tanto la Administración Central como las Administraciones Territoriales mostraron unas necesidades de financiación positivas.

El desglose por instrumentos de las operaciones financieras recoge una emisión neta de valores a largo plazo positiva, por un importe del 1,4% del PIB, compensada, en gran medi-

**INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA
SOBRE LAS SOCIEDADES (a)**

GRÁFICO 30

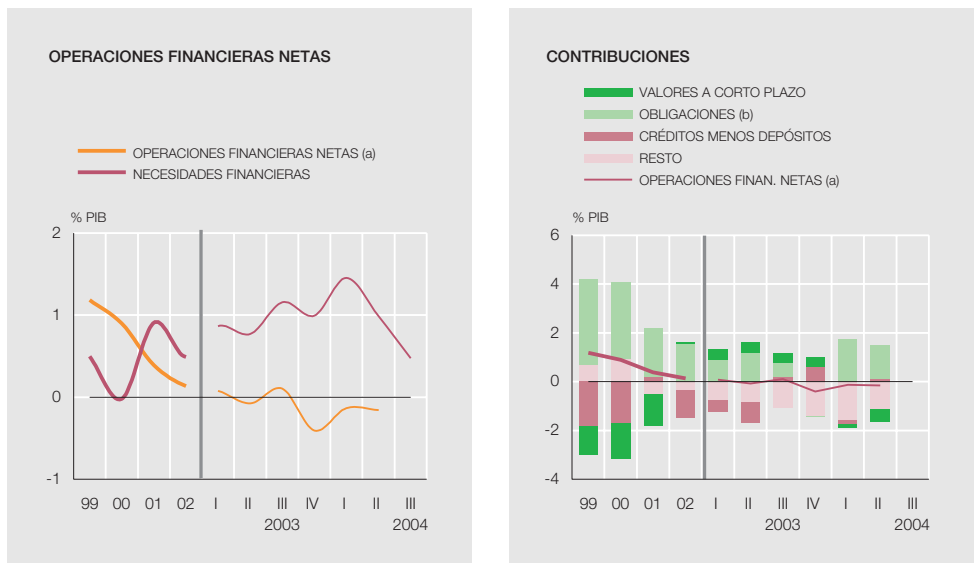


FUENTE: Banco de España.

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.

da, por una amortización neta de valores a corto plazo, equivalente al 0,5% del PIB, y por un componente denominado «resto» que recoge, fundamentalmente, operaciones de autocartera o de adquisición de deuda pública por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

La información provisional para el tercer trimestre de 2004 apunta hacia una reducción del indicador de *necesidades financieras*, que recoge la apelación del sector a los mercados financieros y que puede tomarse como un avance del comportamiento del (des)ahorro de las AAPP. Esta evolución resultó, en términos acumulados de doce meses, de una reducción en

% del PIB	2000	2001	2002	2003			2004	
				IV TR		I TR	II TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-2,4	-3,1		
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	25,0	12,2	13,7	13,5	12,1	13,7		
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Efectivo y depósitos	2,8	-2,7	3,5	0,8	1,3	2,7		
Valores distintos de acciones	3,9	7,2	4,3	7,0	4,8	4,3		
<i>De los cuales:</i>								
<i>Entidades de crédito</i>	-0,3	2,0	0,5	3,7	3,6	3,3		
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,7	5,4	3,5	3,4	1,3	0,7		
Acciones y otras participaciones	15,6	5,1	5,3	4,7	4,7	5,5		
<i>De las cuales:</i>								
<i>Sociedades no financieras</i>	10,5	4,6	5,1	4,6	3,2	3,6		
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,2	0,5	-0,1	1,1	1,7	1,8		
Créditos	2,7	2,5	0,6	1,0	1,2	1,2		
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	27,5	14,4	15,3	15,6	14,4	16,8		
Depósitos	6,7	2,8	4,4	7,5	5,0	7,0		
Valores distintos de acciones	7,1	3,1	4,5	5,6	8,9	9,5		
<i>Instituciones financieras</i>	1,1	1,5	3,2	6,7	7,6	8,2		
<i>Resto de sectores nacionales</i>	6,0	1,6	1,2	-1,1	1,3	1,3		
Acciones y otras participaciones	9,4	4,6	4,1	0,8	-0,6	-1,5		
<i>De las cuales:</i>								
<i>Sociedades no financieras</i>	7,7	4,1	3,5	0,9	-0,6	-1,0		
Créditos	4,1	4,3	3,4	3,2	2,8	2,8		
Otros neto (b)	0,3	-0,4	-1,2	-1,4	-1,6	-0,9		

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.

la emisión de obligaciones y en la amortización de valores a corto plazo, así como de un incremento de los depósitos (neto de créditos).

5.5 El resto del mundo

Durante el segundo trimestre de 2004, la necesidad de financiación de la economía española se incrementó, en términos acumulados de doce meses, hasta el 3,1% del PIB. El deterioro del saldo de las operaciones financieras de la nación fue el resultado, principalmente, del menor ahorro financiero de los hogares y de las empresas, ya que el resto de sectores no mostraron variaciones significativas (véase cuadro 5).

La adquisición neta de activos exteriores se incrementó hasta el 13,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 1,6 pp por encima del registro del primer trimestre (véase cuadro 7). Este comportamiento resultó, como venía ocurriendo en los trimestres anteriores, de un aumento de los flujos dirigidos hacia depósitos y de un descenso de los materializados en valores distintos de acciones, así como de una recuperación de la compra de acciones y otras participaciones, especialmente por parte de las sociedades no financieras, hasta niveles que superan los observados en los últimos años. Según la información provisional de Balanza de Pagos, la inversión directa en el exterior habría empezado a moderar el ritmo de descenso que ha venido mostrando recientemente, de modo que entre enero y julio el volumen de las operaciones fue solo ligeramente inferior al del mismo período del año anterior.

ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)
Datos del cuarto trimestre

CUADRO 8

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (b)
Economía nacional	-29,6	-26,2	-27,0	-30,9	-38,0	-39,4
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,6	-14,7	-13,4
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-19,3	-23,2	-22,0
Hogares e ISFLSH	6,8	7,3	7,4	7,7	8,5	8,6
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,6	6,5	-0,8	-2,3
Instituciones de crédito (c)	-7,5	-11,5	-13,9	-14,3	-22,0	-22,5
Inversores institucionales (d)	16,3	20,7	24,3	24,4	27,5	28,1
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-7,9
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,8	-22,4	-23,7

FUENTE: Banco de España.

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

b. Datos del segundo trimestre.

c. Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

d. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

Por el lado de los pasivos, las entradas netas de capital alcanzaron el 16,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 14,4% del trimestre anterior. Este aumento se observó en la mayoría de los instrumentos, salvo en las acciones y otras participaciones. Para estas últimas los no residentes realizaron ventas netas por un importe del 1,5% del PIB, que se produjeron en mayor medida en acciones cotizadas. Una parte creciente y significativa de la inversión del exterior en España se materializó en depósitos y en valores distintos de acciones emitidos por instituciones financieras (en particular, depósitos interbancarios y obligaciones emitidas por las entidades de crédito). Por otro lado, de acuerdo con la Balanza de Pagos, las entradas de capital en forma de inversión directa continuaron reduciéndose. Concretamente, entre enero y julio supusieron solamente un 25% de las realizadas en 2003 durante el mismo período. Por instrumentos, los flujos de inversión directa se concentraron fundamentalmente en inmuebles, ya que los no residentes realizaron desinversiones en capital y la financiación entre empresas relacionadas se contrajo hasta niveles muy reducidos.

Finalmente, la información provisional disponible muestra que la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el segundo trimestre de 2004, en el 39,4% del PIB, lo que supone un deterioro de algo más de un punto porcentual en relación con la situación de finales de 2003 (véase cuadro 8).

28.10.2004

VALORACIÓN DE LOS AVANCES EN LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA
INTERNACIONAL DESDE LA CRISIS ASIÁTICA

Valoración de los avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional desde la crisis asiática¹

Este artículo ha sido elaborado por Miguel de las Casas, Santiago Fernández de Lis, Emiliano González Mota y Clara Mira Salama, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

Introducción

En este artículo se analizan los principales avances que han tenido lugar en la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) tras la crisis asiática de 1997-1998, que generó un debate internacional de gran calado sobre las causas y mecanismos de propagación de las crisis y sobre las reformas que podrían mejorar su prevención y resolución. En el otoño de 1998 se publicaron tres informes² que este artículo toma como punto de partida: el primero de ellos sobre transparencia y rendición de cuentas de los sectores público y privado y de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI); el segundo sobre cómo mejorar la prevención y resolución de crisis y limitar el contagio de unos países a otros; y el tercero sobre el fortalecimiento del sistema financiero, tanto en los países industrializados como en las economías emergentes (*Emerging Market Economies*, EME³). Tras la publicación de los tres informes, la agenda de reformas fue modificándose a medida que nuevas crisis revelaban puntos débiles adicionales o alteraban el diagnóstico sobre sus causas o sobre la mejor forma de prevenirlas o resolverlas.

Para valorar los avances en la AFI en este período, se combinan dos métodos: por un lado, siempre que es posible, se realiza un estudio basado en indicadores objetivos; por otro, se presentan y analizan los resultados de una encuesta⁴ distribuida entre representantes del sector público, del sector privado y académicos, en la que los encuestados realizan, en primer lugar, una evaluación sistemática de los avances en la AFI en los últimos cinco años y, en segundo lugar, expresan su opinión sobre aspectos más concretos (recogida en el cuadro 1). La calificación otorgada a cada pregunta oscila entre 0 y 10 y el análisis, realizado para el conjunto de las respuestas, se basa, principalmente, en las medias. Una valoración de 5 se interpreta como un nivel de progreso normal, las calificaciones por encima como progresos adecuados y aquellas por debajo como avances insuficientes. Las notas por debajo de 4 podrían interpretarse, incluso, como un retroceso.

Las principales conclusiones apuntan a un progreso modesto en la reforma de la AFI, a pesar de las numerosas iniciativas que se han puesto en marcha. El avance parece mayor en las áreas de fortalecimiento del sector financiero y transparencia, mientras que es significativamente inferior en prevención y especialmente pobre en resolución de crisis. No se percibe una reducción de la probabilidad de crisis en los últimos años y no se reconocen mejoras en la recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales tras una crisis por parte de los países afectados. En cuanto al futuro, emergen algunas ideas clave: es necesario perseverar en la mayoría de las iniciativas, si se quiere lograr que sean efectivas en términos de reducción de la probabilidad y coste de las crisis; los problemas derivan, en ocasiones, de una implementación deficiente de las reformas, lo que sugiere la necesidad de reforzar el seguimiento de dicha implementa-

1. Este artículo es un resumen del Documento Ocasional n.º 0407, *A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian Crisis*. 2. *Informe sobre transparencia y responsabilidad*, *Informe sobre crisis financieras internacionales* e *Informe sobre el fortalecimiento de los sistemas financieros*, disponibles en <http://www.bis.org/publ/othp01.htm>. 3. Para una mayor claridad en la exposición, este y otros acrónimos del documento se facilitan en inglés, tal y como son conocidos internacionalmente. 4. El cuestionario se envió, entre noviembre de 2003 y marzo de 2004, a un grupo de expertos (460), tanto de países industrializados como de emergentes. El número de respuestas final fue de 53.

Medias

1. ¿Han contribuido los desarrollos en el sistema financiero internacional a hacer las crisis menos probables en los últimos años? (0 = no, 10 = mucho menos probables)	4,04
2. ¿Son las crisis más costosas en la actualidad que antes? (0 = no, 10 = mucho más costosas)	4,63
3. ¿Se ha reducido el contagio en los años recientes? (0 = no, 10 = mucho menor)	5,13
4. ¿Son adecuadas las iniciativas actuales tendentes a fortalecer la Arquitectura Financiera Internacional? (0 = no lo son en absoluto, 10 = muy adecuadas)	5,29
5. ¿Los actores económicos utilizan la información disponible en su toma de decisiones? (0 = poco, 10 = toda la información disponible)	6,41
6. ¿Contribuye una mejora en la transparencia a reducir la probabilidad de crisis en mercados emergentes? (0 = poco, 10 = mucho)	6,05
7. ¿Contribuye la iniciativa de normas y códigos del FMI-BM a la estabilidad del sistema financiero? (0 = no, 10 = mucho)	5,64
8. ¿Contribuyen las tendencias actuales en regímenes cambiarios a la prevención de crisis? (0 = no, 10 = mucho)	5,38
9. ¿Son las siguientes medidas eficaces en la resolución de crisis? ¿Hasta qué punto? (0 = no son eficaces, 10 = muy eficaces)	
a) Rescates del FMI	4,52
b) Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)	6,05
c) Código de conducta	4,71
d) Mecanismo estatutario de reestructuración	4,73
e) Controles de capital	4,25
f) Suspensión de pagos	5,00
g) Suspensión temporal de la capacidad de emprender acciones legales contra el deudor (<i>stay on litigation</i>)	4,94

FUENTE: Banco de España.

ción; y, finalmente, parece necesaria una mayor claridad en la estrategia de resolución de las crisis, particularmente en los procesos de reestructuración de deuda, lo que posiblemente facilitaría la recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales.

El resto del artículo se estructura como sigue: a continuación se describen los principales acontecimientos que han marcado los cambios en la agenda de reformas de la AFI tras la crisis asiática (1998-2003); en las tres secciones siguientes se estudia el progreso que ha tenido lugar en las tres áreas identificadas por los informes de 1998, cuya estructura sigue siendo válida, aunque se ha completado con los nuevos elementos identificados en la mencionada sección dedicada a los desarrollos principales del debate sobre AFI. Por último, se presentan algunas conclusiones.

Desarrollos principales en el debate sobre AFI a partir de 1998

La elaboración y publicación de los mencionados informes sobre AFI prácticamente coincidió con las crisis rusa y de Long Term Capital Management (LTCM), acaecidas en el verano y otoño de 1998. Aunque su análisis y recomendaciones están influenciados por aquellos acontecimientos, algunas de las lecciones extraíbles de estas experiencias se incorporaron solo parcialmente a los informes de 1998. El objetivo de esta sección no es llevar a cabo una revisión exhaustiva de las crisis que tuvieron lugar entre 1998 y 2003 (tema sobre el que existe

abundante literatura⁵), sino únicamente apuntar los principales acontecimientos que afectaron al debate sobre AFI.

El principal cambio en este sentido fue la reorientación del énfasis, que pasó de las crisis de liquidez a las de solvencia, principalmente como resultado de las crisis de Rusia (1998) y de Argentina (2001). La suspensión de pagos de Rusia fue, en buena medida, una sorpresa para los mercados financieros internacionales y tuvo como consecuencia un aumento súbito de la percepción de la probabilidad de impago de la deuda soberana de los países emergentes como categoría de inversión. En un contexto de apalancamiento muy elevado de los participantes en estos mercados, la crisis rusa dio lugar a un incremento de los diferenciales de una gran variedad de activos de alto riesgo, entre ellos la deuda de las EME⁶. En esta situación, la crisis de LTCM exacerbó la sensación de riesgo de liquidez y de crédito, lo que explica que parte del debate sobre AFI tras la crisis rusa se centrara en la importancia de la publicación de información sobre la posición y nivel de apalancamiento de los agentes participantes en estos mercados, sobre todo las instituciones con alto apalancamiento, como los Fondos de Cobertura (Hedge Funds). Otra lección de Rusia se refiere al papel y políticas del FMI: no hay países «demasiado grandes para caer», y los impagos pueden ser, en última instancia, inevitables si la deuda es insostenible (crisis de solvencia).

Uno de los países más afectados por la crisis rusa fue Brasil (1999). El incremento de la aversión al riesgo respecto a las economías emergentes como categoría de inversión llevó a los inversores a ajustar posiciones en países que tenían escasos vínculos reales con el país de origen de la crisis. Este ajuste tuvo lugar, con frecuencia, en los mercados emergentes más líquidos, lo que explica, en parte, que Brasil sufriera un impacto mayor. Sin embargo, esta no fue la única causa: la debilidad del régimen de tipo de cambio y de las finanzas públicas brasileñas también desempeñó un papel significativo.

El enfoque del debate sobre resolución de crisis cambió, en septiembre de 2000, con la adopción por parte del FMI del Marco de Praga, que hacía hincapié en el peligro del riesgo moral (entendido como una excesiva asunción de riesgo por parte de los inversores privados ante la expectativa de un rescate por parte de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) en caso de crisis). Este nuevo paradigma reforzó la idea de que la resolución de crisis requería una combinación de ajuste doméstico, financiación oficial «catalítica»⁷ e implicación del sector privado (*Private Sector Involvement*, PSI). La aplicación de este marco ha guiado buena parte de los desarrollos de la AFI en los últimos años, muy especialmente aquellos relacionados con la resolución de crisis. Una de las primeras consecuencias de su aplicación fue la consideración de la implicación del sector privado (de carácter más o menos voluntario) como parte integral y esencial de todo programa del Fondo, lo que centró el debate en las formas de mejorar la coordinación entre el deudor y sus acreedores y entre estos últimos.

El Marco de Praga se puso a prueba muy pronto, como consecuencia de las crisis argentina y turca, episodios que tuvieron en común los problemas fiscales y la rigidez del régimen cambiario. Tras la crisis asiática, que se centró en los riesgos derivados del alto endeudamiento privado, la mayoría de las crisis que tuvieron lugar entre 1998 y 2003 supusieron un retorno de los problemas tradicionales de política fiscal. En Turquía (2001) no solo hubo un problema de deuda y déficit excesivos, sino que la estructura de la deuda estaba, además, muy sesgada hacia el corto plazo, lo que acrecentaba los problemas de liquidez. En materia de resolu-

5. Véanse, por ejemplo, Fisher (2002), Eichengreen (2001) y Ortiz (2002). 6. Véase CGFS (1999a). 7. Este término hace referencia al efecto de incentivo sobre los flujos de capitales privados que tiene el anuncio de un programa económico respaldado por las IFI.

ción de crisis, el caso de Turquía demostró que la estrategia de PSI voluntario (que había tenido éxito en Corea unos años atrás) era mucho más complicada de llevar a la práctica cuando estaba involucrado un mayor número de instituciones (tanto nacionales como extranjeras) y cuando había una menor disposición de los bancos centrales de los países industrializados a ejercer una cierta persuasión moral sobre sus instituciones para renovar los créditos.

La crisis en Argentina (2001) fue, probablemente, la más dramática de los últimos años y de la que es posible extraer más lecciones sobre las políticas que conviene aplicar. Entre ellas cabe destacar la dificultad para distinguir, en la práctica, entre iliquidez e insolvencia (o, más concretamente, los problemas para decidir, en una situación de dinámica adversa de los mercados, en qué momento la suspensión de pagos resulta inevitable). El caso argentino reforzó además la idea de que es difícil mantener regímenes de tipo de cambio fijo extremos a largo plazo si el mercado de trabajo no es también muy flexible y la política fiscal suficientemente disciplinada. Esto confirmó a su vez la creencia de que, en general, la flotación es la mejor opción para países con gran movilidad de capitales y muy dependientes de la financiación exterior. La elevada dolarización de los pasivos de los sectores público y privado introdujo una fuerte vulnerabilidad ante una devaluación.

Una lección adicional de la crisis argentina fue la necesidad de asegurar la disciplina fiscal a todos los niveles gubernamentales, incluidas las Administraciones Locales. En esta crisis, también se pusieron de manifiesto los riesgos asociados a una excesiva exposición de los bancos a la deuda gubernamental; cuando se cortó el acceso a los mercados financieros internacionales, la presión del Gobierno para colocar deuda pública en el sistema financiero doméstico agravó este problema. En lo relativo a prevención de crisis, el caso argentino demostró que las líneas de crédito contingente privadas no fueron operativas cuando realmente se necesitaron. Finalmente, la crisis argentina destacó la importancia de la solidez legal e institucional para reducir la probabilidad de crisis y para hacer su resolución menos onerosa.

Las crisis rusa y argentina generaron un intenso debate sobre las reestructuraciones de deuda soberana, que desembocó en la discusión de un enfoque estatutario (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM) y otro contractual (con las Cláusulas de Acción Colectiva, CAC, como principal elemento), además de un Código de Conducta para su resolución.

En el contexto de un amplio consenso internacional en torno a las virtudes de la flotación, la crisis de Brasil (2002) recordó a la comunidad internacional que los regímenes cambiarios flexibles también son vulnerables cuando la deuda es elevada y está indiciada al tipo de cambio y/o al tipo de interés. La importancia de las expectativas sobre futuros acontecimientos políticos, como catalizador de ataques especulativos, fue un factor importante en la crisis brasileña, que demostró nuevamente que un país puede pasar de un equilibrio «bueno» a uno «malo» muy rápidamente (equilibrios múltiples).

En resumen, todos estos episodios pusieron de manifiesto que, a pesar de los avances en la reforma de la AFI, las crisis (algunas de ellas especialmente profundas y dolorosas) continuaban siendo una característica de los mercados financieros internacionales. El mayor énfasis en la distinción entre crisis de liquidez y de solvencia fue, en la práctica, difícil de aplicar, en parte debido a la existencia de una zona gris entre ambas. El propio concepto de PSI voluntario se vio cuestionado. Después de las crisis argentina y rusa, los mecanismos para reducir el coste de las crisis de solvencia y las suspensiones de pagos constituyeron una de las principales áreas de debate.

Medias

1. Transparencia del sector público	1. Transparencia en la gestión de la política fiscal y monetaria	5,86
	2. Implementación del Código de Transparencia Fiscal del FMI	5,29
	3. Disponibilidad de información sobre la posición neta de divisas	6,23
	4. Implementación del Código sobre Transparencia en Política Monetaria del FMI	6,25
	5. Utilidad de la información que proporcionan el GDDS y SDDS	6,61
	Total	6,05
2. Transparencia de las instituciones financieras internacionales:	1. Transparencia de las políticas del FMI	6,38
	2. Responsabilidad y rendición de cuentas del FMI	4,86
	3. Utilidad y conocimiento de <i>Informes Sobre Observancia de Códigos y Normas (ROSC)</i>	5,91
	4. Transparencia de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD)	4,92
	5. Responsabilidad y rendición de cuentas de los BMD	4,22
	Total	5,26
3. Transparencia del sector privado	A) Publicación de información relevante por parte de las empresas financieras	4,01
	A.1. Su exposición en los mercados emergentes	4,40
	A.2. Su exposición en los mercados industrializados	4,75
	A.3. En el caso específico de los fondos de cobertura	2,42
	A.4. En el caso particular de los inversores institucionales	3,84
	B) Publicación de información relevante por parte de empresas no financieras	3,85
	B.1. Su exposición en mercados emergentes	3,69
	B.2. Su exposición en mercados industrializados	4,08
	Total	3,86
	Total de transparencia	4,98

FUENTE: Banco de España.

Para completar el repaso a los cambios en el debate sobre la AFI desde 1998, debe hacerse una referencia a las crisis empresariales en buen número de países industrializados, tras el estallido de la burbuja bursátil a principios de 2000, de las cuales Enron fue, probablemente, la más significativa. Estos episodios motivaron un extenso debate sobre gestión empresarial, contabilidad, auditoría y regulación del sector privado. Aunque estos problemas afectaron principalmente a las economías más desarrolladas, también tuvieron incidencia en los mercados emergentes, ya que los flujos financieros hacia estos últimos dependen, en gran medida, del correcto funcionamiento de los mercados financieros en los países más avanzados.

Transparencia

La crisis asiática puso de manifiesto las deficiencias existentes en este campo y, por ende, las reformas que debían realizarse. Una mayor transparencia permitiría un funcionamiento más eficiente de los mercados financieros internacionales, que ejercerían de manera más eficaz la llamada «disciplina de mercado», que a su vez proporcionaría a los Gobiernos incentivos para llevar a cabo políticas económicas saneadas. Además, una mayor transparencia contribuiría a aumentar la capacidad de discriminación de los agentes financieros, reduciendo el contagio. Según el FMI⁸, los países con mayores niveles de transparencia suelen tener menores tasas de inflación y también un menor déficit, lo que contribuye a la estabilidad financiera internacional y al crecimiento económico.

Los principales resultados de la encuesta en el área de transparencia se recogen en el cuadro 2.

8. FMI (2003).

En este campo, los avances en las distintas áreas siguieron pasos similares: inicialmente, el FMI, en colaboración con otros organismos internacionales, elaboró un código de buenas prácticas, que vino seguido por unas directrices sobre cómo aplicarlo. Este modelo se utilizó en el caso de la transparencia en la política fiscal, política monetaria, deuda externa y posición de liquidez internacional en divisas de un país.

Los resultados de la encuesta muestran que, en general, se valora de manera positiva el progreso en la transparencia del sector público (6,05), y también, aunque en menor medida, de las IFI (5,26), lo que contrasta con la peor valoración del progreso en el sector privado (3,86).

En las áreas de transparencia fiscal y monetaria, destaca la adopción de sendos códigos de buenas prácticas, cuya aplicación es voluntaria, si bien el FMI trata de fomentar su cumplimiento. La encuesta muestra que se aprecia cierto avance en la puesta en práctica del Código de Transparencia Fiscal (5,29), aunque este progreso es el más bajo de todo el bloque de transparencia del sector público. Por el contrario, la puesta en práctica del Código de Transparencia en las Políticas Monetarias y financieras muestra un progreso significativo (6,25, uno de los resultados más altos del bloque del sector público).

En cuanto a estadísticas macroeconómicas, se han realizado progresos sustanciales en la recopilación, calidad y diseminación de datos por parte de los países suscriptores de la iniciativa de Normas Especiales para la Divulgación de Datos [*Special Data Dissemination System* (SDDS)] y del Sistema General de Divulgación de Datos [*General Data Dissemination System* (GDDS)]⁹. Estudios empíricos muestran que los países que cumplen con el SDDS normalmente consiguen reducir sus costes de financiación y, por tanto, se facilita su acceso a los mercados internacionales¹⁰. En la misma línea, los resultados de la encuesta señalan que tanto el GDDS como el SDDS proporcionan una información de notable utilidad (el 6,61 con el que se evalúa esta sección es la calificación más alta de la misma y una de las más elevadas de todo el cuestionario). Se podría concluir, por tanto, que estas iniciativas han contribuido significativamente a la mejora en la recopilación, diseminación, calidad y transparencia de la información y, por extensión, al mejor funcionamiento de los mercados financieros internacionales.

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) elaboró un formulario que serviría de modelo para la publicación de información sobre la posición neta en divisas, desarrollado posteriormente por el CGFS y el FMI¹¹. Esta última institución preparó unas directrices para su puesta en práctica, e incorporó este modelo a los requerimientos del SDDS. Además, todos los suscriptores de este sistema publican ahora información sobre su posición de inversión internacional, información que también publican otros países no suscriptores a través de las Estadísticas Financieras Internacionales.

La inclusión de la deuda externa como nueva categoría en el SDDS, que abarca información sobre el endeudamiento del Gobierno, las autoridades monetarias, el sector bancario y otros sectores internos, es asimismo resultado de la crisis asiática. El GDDS también incluye la exigencia de publicar información sobre la deuda externa, pero limitada a la deuda pública y

9. Las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (SDDS), establecidas por el FMI en 1996 y dirigidas a países que tienen –o podrían tener– acceso a los mercados internacionales de capital, indican el compromiso de aplicar una serie de normas de divulgación en cuatro niveles: características, calidad e integridad de los datos, y acceso público a los mismos. El Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD), menos ambicioso y abierto a todos los países, trata de ayudar a estos a proporcionar datos más fiables y mejorar sus sistemas estadísticos. 10. Véase, por ejemplo, Gelos y Shang-Jin Wei (2002). 11. CGFS (1999b).

garantizada por el Estado, así como sobre el servicio de esta deuda. Además, desde marzo de 1999 la OCDE, el BIS, el FMI y el Banco Mundial distribuyen una nueva serie de datos trimestrales sobre la deuda externa de 176 países en vías de desarrollo y en transición.

Los encuestados evalúan positivamente todas estas reformas y consideran que el progreso ha sido significativo en lo referente a la información disponible sobre la posición en moneda extranjera (6,23), lo cual es coherente con la valoración positiva de los avances en materia de SDDS y GDDS.

Los *Informes sobre la Observancia de Estándares y Códigos* [*Reports on the Observance of Standards and Codes* (ROSC)] consisten en la preparación de un informe por parte del FMI y el Banco Mundial, que analiza el cumplimiento de determinados códigos y estándares internacionales, en un país y a lo largo de un período determinado. La evidencia empírica muestra una correlación positiva entre el número de ROSC publicados y las mejoras en la calificación crediticia de los países¹². Asimismo, estos informes contribuyen a identificar las vulnerabilidades institucionales de un país, permitiéndole mejorar sus puntos débiles y reforzar la supervisión, a través de la prestación de asistencia técnica. La encuesta muestra un considerable nivel de conocimiento y utilización de los ROSC (5,91).

Para un correcto funcionamiento de los mercados financieros, además de una amplia publicación y disseminación de información por parte de las autoridades, es necesario que esta información sea utilizada de manera adecuada por los agentes económicos, es decir, que estos la incorporen a sus procesos de toma de decisiones. Los encuestados opinan que los agentes utilizan la información disponible en su toma de decisiones de forma bastante adecuada (6,41, uno de los resultados más altos de la encuesta).

TRANSPARENCIA
EN LAS INSTITUCIONES
FINANCIERAS INTERNACIONALES

En los últimos años se ha observado un incremento sustancial en el número de documentos publicados por parte del FMI, lo que incluye informes, agendas, artículos, etc. Varias reformas sucesivas han ido mejorando la política de publicaciones de esta institución, que alcanza a un número cada vez mayor de documentos. La política de presunción de publicación, según la cual los documentos se publican a no ser que las autoridades se opongan expresamente, se extendió de las cartas de intención y los memorandos de política económica y financiera (1999) a los documentos de política del FMI (en septiembre de 2002), y más recientemente a los informes sobre el uso de los recursos del Fondo, informes del artículo IV y notas de información al público relacionadas con ellos. Tras la revisión de 2003 también se publica la *Agenda del directorio ejecutivo*.

Los encuestados valoran todas estas reformas positivamente (6,38, la nota más alta en el bloque de instituciones internacionales). En cuanto a la rendición de cuentas del FMI, los resultados de la encuesta muestran que el progreso se considera más limitado (4,86).

Los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) también han llevado a cabo reformas en este sentido. Según los encuestados, el progreso tanto en la transparencia como en la rendición de cuentas de estos organismos es más reducido que en el caso del FMI (4,92 y 4,22, respectivamente).

TRANSPARENCIA EN EL SECTOR
PRIVADO

La publicación de información empresarial es parte fundamental de las exigencias sobre gestión corporativa, que se analiza con mayor detenimiento en el epígrafe dedicado al fortaleci-

12. Fitch Ratings (2002).

miento del sector financiero. Los resultados de la encuesta en este apartado son bastante inferiores (3,86) a los del sector público y las IFI.

El desglose por apartados muestra que el progreso en transparencia de empresas no financieras es, a nivel agregado, inferior al de las empresas financieras (3,85 frente a 4,01). En ambos casos se valora mejor la información sobre su exposición en países industrializados que en emergentes. En el caso de las empresas no financieras, la crisis de Enron puso de manifiesto la necesidad de realizar mejoras en la transparencia y en las prácticas contables. En cuanto a las mejoras destinadas a empresas financieras, tanto el Comité de Basilea como el FMI contribuyeron a la preparación de códigos y principios. En este último grupo destaca la valoración negativa que resulta de la encuesta de los avances en transparencia de los fondos de cobertura (*hedge funds*).

Prevención y resolución de crisis

El área de prevención y resolución de crisis es, probablemente, la que ha generado un mayor debate en los últimos años. Los avances han estado marcados por importantes acontecimientos, como la adopción del llamado Marco de Praga en el año 2000 y la propuesta para la creación de un Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM)¹³, que alteraron profundamente la agenda de reformas previstas. El debate académico también ha sido muy activo, tal como se refleja en el cuadro 3, que resume la evidencia empírica sobre frecuencia, intensidad, duración y contagio de las crisis. En lo relativo a la frecuencia la literatura es escasa y los resultados ambiguos y muy dependientes del período de estudio escogido, aunque el análisis a largo plazo parece revelar una tendencia creciente. Tampoco hay evidencia clara de que las crisis sean, en términos generales, más dañinas o duraderas que en el pasado, aunque sí parece haber evidencia del mayor coste de las llamadas crisis gemelas (en las que coinciden las crisis bancaria y de tipo de cambio).

Los resultados de la encuesta en el área de prevención y resolución de crisis, recogidos en el cuadro 4, también muestran una amplia diversidad de opiniones en este terreno. Las respuestas reflejan incertidumbre sobre si las crisis son ahora más dañinas que en el pasado (con una media de 4,63, las medidas de dispersión presentan unos valores muy elevados).

PREVENCIÓN A NIVEL NACIONAL

La primera línea de defensa en la prevención de crisis son las políticas nacionales. Es muy difícil encontrar indicadores objetivos del grado de progreso en la aplicación de políticas monetarias y fiscales adecuadas en las economías emergentes, aunque el descenso en las tasas de inflación y el aumento de los déficit públicos en este bloque de países podría apuntar a un mejor progreso en el primer ámbito que en el segundo, lo que resulta coherente con los resultados de la encuesta (6,13 frente a 4,71).

En lo que se refiere a los regímenes cambiarios, en los últimos años un número cada vez mayor de países ha optado por regímenes de flotación, al menos «de jure». Según los resultados de la encuesta, esta evolución se percibe como positiva (5,83). Los comentarios que acompañan las respuestas al cuestionario indican que los regímenes flexibles se consideran, en general, menos proclives a las crisis que los tipos de cambio fijos. Los encuestados también confirman este punto de vista cuando se les pregunta directamente hasta qué punto la actual tendencia hacia una mayor flexibilidad de los regímenes cambiarios contribuye a la prevención de crisis.

También es positiva la valoración de los avances en la gestión de la posición en moneda extranjera (5,48), de acuerdo con lo señalado en el apartado sobre transparencia.

13. Véase Krueger (2001 y 2002).

PREVENCIÓN A NIVEL
INTERNACIONAL
Reducción de la vulnerabilidad
a la volatilidad de los flujos
de capital

En los últimos años se han puesto en marcha distintas iniciativas con el objetivo de mejorar la capacidad para detectar vulnerabilidades en el sistema monetario internacional, entre ellas el análisis de balances y de los desajustes en la posición en moneda extranjera, la supervisión de los sectores financieros y el análisis de la sostenibilidad de la deuda. Aunque la evidencia empírica parece apuntar a una reducción de la volatilidad de los flujos de capitales desde 1998, las respuestas al cuestionario muestran que los agentes están lejos de percibir una reducción de la vulnerabilidad de las economías emergentes ante movimientos inesperados de los flujos de capital (3,87). De hecho, una calificación tan baja podría interpretarse incluso como un incremento de dicha vulnerabilidad.

Contagio

Entre las iniciativas adoptadas en diversos momentos para evitar el contagio destacan las líneas de crédito contingente, tanto de organismos multilaterales como privadas, aunque ni unas ni otras han tenido éxito. En 1999, tras la crisis rusa, el FMI estableció su Línea de Crédito Contingente [*Contingent Credit Lines* (CCL)], como mecanismo de prevención de crisis. Esta línea estaba diseñada para aquellos países que contasen con una evaluación positiva de sus políticas por parte del Fondo y que se enfrentasen a una posible pérdida de acceso a los mercados financieros internacionales, motivada por un problema de contagio y no por una debilidad interna. La idea subyacente era ofrecer una línea de crédito preventiva a aquellos países que cumplieren una serie de requisitos. A pesar de varias tentativas para hacerla más atractiva, la CCL nunca se utilizó. Finalmente, el Consejo del FMI decidió dejar que expirase en noviembre de 2003.

Las líneas de crédito contingente privadas constituyen un tipo de seguro frente a una crisis de liquidez. Negociadas en tiempos de calma, tienen la capacidad de movilizar fondos privados en momentos de dificultad. Sin embargo, su aplicación se ha revelado difícil en la práctica, ya que las instituciones financieras se muestran reticentes a su activación cuando se acerca una crisis y, además, pueden contrarrestar su impacto reduciendo su exposición al país en cuestión por otras vías. En la práctica, países que contaban con estas líneas se han encontrado con problemas a la hora de activarlas cuando realmente las necesitaban.

A pesar del fracaso de las líneas de crédito contingente oficiales y privadas, los problemas de contagio parecen haberse reducido ligeramente, quizá gracias al aumento de la transparencia comentado en la sección sobre transparencia. Esta es la opinión que parece desprenderse de la encuesta (5,13), apoyada por los comentarios, que afirman que en las crisis recientes no se han observado fenómenos de contagio comparables a los de la crisis asiática. La valoración de las iniciativas orientadas a establecer líneas de crédito contingente e instrumentos para facilitar el acceso a la liquidez es muy baja (3,79).

Cláusulas de acción colectiva

Las CAC¹⁴ constituyen una de las áreas en las que más se ha progresado. Las primeras propuestas, de mediados de los años noventa¹⁵, tropezaron con la oposición de los inversores privados y de los Gobiernos de los países con mercados emergentes, temerosos, respectivamente, de que facilitaran indebidamente las reestructuraciones de deuda y de que aumentarían sus costes de financiación.

A pesar de esta oposición inicial, las opiniones fueron cambiando y en el año 2003 tuvo lugar un claro giro hacia la adopción de CAC en los contratos de deuda soberana emitidos bajo las

¹⁴. Provisiones legales que se introducen en los contratos de deuda y que, mediante la reducción los umbrales de voto necesarios para modificar los términos del acuerdo, facilitan una eventual reestructuración de dicha deuda. ¹⁵. Véase Echengreen y Portes (1995).

REVISIÓN DE LA LITERATURA EMPÍRICA RECIENTE SOBRE CRISIS

AUTOR	METODOLOGÍA	FRECUENCIA
GUPTA, MISHRA & SAHAY (2003)	195 crisis cambiarias en 91 países entre 1970 y 1998.	
KAMINSKY, REINHART & VÉGH (2003)	Crisis financieras entre 1980 y 2000.	
KAMINSKY (2003)	Crisis de 20 países industrializados y en desarrollo, entre 01/1970 y 02/2002 (96 crisis cambiarias en total).	
BORDO & EICHENGREEN (2002)	Análisis cuantitativo de crisis bancarias y cambiarias anteriores a 1914 (32) y su comparación con los noventa.	Las crisis son cada vez más frecuentes.
HUTCHISON & NEUBERGER (2002a)	Datos de 24 países emergentes de 1975-1997.	
HUTCHISON & NEUBERGER (2002b)	Datos de 24 países emergentes de 1975-1997.	
HOGGARTH, REIS & SAPORTA (2001)	Datos de 47 países de 1977-1998.	
BORDO, EICHENGREEN, KLINGEBIEL & MARTÍNEZ-PERIA (2000)	Base de datos de 120 años de indicadores financieros.	Desde 1973 la frecuencia dobla la del período de Bretton Woods. La mayor movilidad de los flujos es un determinante de la mayor frecuencia de las crisis.
BORDO & MURSHID (2000)	Crisis antes de la II Guerra Mundial (entre guerras y antes de la I GM) y dos crisis recientes (México, 1994, y Asia, 1997).	
KAMINSKY & REINHART (2000)	80 crisis cambiarias en países industrializados y en desarrollo de 1970-1998.	
BORDO & EICHENGREEN (1999)	15 países emergentes de 1880-1914 y seis economías maduras. Similar para 10 economías emergentes con crisis en los últimos 25 años.	
EICHENGREEN & ROSE (1999)	Más de 20 países OECD desde finales de los años cincuenta.	

GRAVEDAD/TRASTORNO	CONTAGIO	COSTE
Los efectos contractivos de las crisis aumentan con mayor (i) volumen de flujos privados de capital antes de la crisis, (ii) grado de liberalización de la cuenta de capital, (iii) <i>boom</i> del ciclo económico y (iv) nivel de renta per cápita del país.		Bastante similar en los setenta, ochenta y noventa.
	Depende de la reversión de los flujos de capital, de los anuncios sorprendentes y de la existencia de un acreedor común con alto apalancamiento. Las crisis recientes son menos contagiosas por: desencadenamiento más lento, parón anterior de los flujos y acreedores menos apalancados	
El acceso a los mercados de capital puede verse seriamente dañado. Si las causas de las crisis son los excesos financieros, el ajuste puede venir vía caída de las importaciones (25%) y sin incremento de las exportaciones. En ausencia de fragilidad doméstica, la recuperación viene vía <i>boom</i> de las exportaciones. La dureza de las crisis está muy ligada al tipo de crisis (mayor en casos con excesos financieros).		Mayores pérdidas de producción en las crisis causadas por excesos financieros y menos importantes en países en los que no se han observado fragilidades domésticas.
Las crisis no son más severas ahora que antes de 1914. Las pérdidas de producción son, aproximadamente, las mismas. Poca evidencia de que sea necesario más tiempo para la recuperación.		Las pérdidas de producción son, aproximadamente, las mismas en el período previo a 1914 y en la actualidad.
		Los frenazos en las entradas de capitales tienen un impacto mayor, aunque más corto, que las crisis cambiarias. Estas últimas pueden reducir el crecimiento del PIB en un 2%-3%, mientras que los primeros pueden llegar a un 13%-15% acumulado en tres años.
		Las crisis bancarias reducen la producción un 8%-10%; las cambiarias, un 5%-8%; las gemelas no implican pérdidas mayores que la combinación de ambas.
		La pérdida de producción es mayor en las crisis gemelas que en las bancarias. También es mayor en el caso de países desarrollados donde las crisis bancarias duraron más.
Poca evidencia de que las crisis sean más severas o más largas. Las bancarias son más costosas con tipo de cambio fijo. Cada vez hay más crisis gemelas que son más dañinas.		No ha empeorado: la pérdida de producción en las crisis cambiarias está en torno a 1/2 o 1/3 del período anterior; las bancarias, en un 75%-80% respecto de las del período 1880-1913; las gemelas, algo más duras. Redes de seguridad excesivamente proteccionistas aumentan el coste.
En el siglo y medio previo a la II Guerra Mundial hubo numerosas crisis financieras, algunas de las cuales dejan a las actuales muy atrás en términos de dureza y amplitud	No hay evidencia clara de contagio, especialmente en el período más reciente.	
	El contagio es más regional que mundial; es no lineal; algunos canales de transmisión son relativamente nuevos para los mercados emergentes.	
Más graves, dado que hay más crisis gemelas.		Las pérdidas de producción en mercados emergentes son, aproximadamente, iguales en la actualidad y antes de 1914.
	Se halla evidencia de la existencia de contagio en las crisis cambiarias.	Las crisis bancarias producen una reducción de la producción del 2%-3%.

Medias

1. Prevención a nivel doméstico	1. Políticas monetarias adecuadas	6,13
	2. Políticas fiscales adecuadas	4,71
	3. Régimen de tipo de cambio adecuado	5,83
	4. Gestión adecuada de la posición en moneda extranjera	5,48
	Total	5,54
2. Prevención a nivel internacional	1. Reducción de la vulnerabilidad de las economías emergentes a la volatilidad de los flujos de capital externos	3,87
	2. Cláusulas de acción colectiva (CAC)	6,06
	3. Líneas privadas de crédito contingente y mecanismos de liquidez	3,79
	4. Coordinación de acreedores, deudores y comunidad internacional	4,31
	Total	4,51
3. Resolución de crisis	1. Contacto rápido con el FMI y acreedores	4,47
	2. Diseño y aplicación de un programa de ajuste interno	4,11
	3. Prevención de fuertes fluctuaciones del tipo de cambio	4,09
	4. Concesión de preferencia a los nuevos créditos	3,70
	5. Iniciativas para racionalizar y limitar el crédito del FMI	4,18
	6. Condicionalidad de los programas del FMI	4,48
	7. Implicación voluntaria del sector privado	3,82
	8. Mecanismos para la reestructuración de deuda soberana	3,50
	9. Acceso de las economías emergentes a los mercados financieros tras una crisis	4,32
	Total	4,07
Total de prevención y resolución de crisis		4,52

FUENTE: Banco de España.

leyes de Nueva York (en el mercado de Londres ya era práctica habitual). Como consecuencia, el porcentaje de emisiones con estas cláusulas pasó del 27,87% en 2002 al 63,22% en 2003 y al 91,67% a comienzos de 2004.

Los resultados de la encuesta muestran una evaluación relativamente buena de los avances en este terreno (6,06), la segunda más alta entre las iniciativas para mejorar la prevención y resolución de crisis. La evaluación también es alta cuando se pide a los encuestados que den su opinión sobre la utilidad de estas provisiones como mecanismo de resolución de crisis (6,05). Los comentarios subrayan que la introducción de las CAC fue un éxito y no supuso un aumento de los diferenciales de la deuda de los países emergentes. De acuerdo con otras opiniones, sin embargo, estas cláusulas, aunque son útiles, deben integrarse en un marco de resolución de crisis más amplio.

RESOLUCIÓN DE CRISIS

El progreso en el área de resolución de crisis se ha centrado, básicamente, en la reducción del riesgo moral y se ha concretado en cuatro puntos principales: la aplicación más rigurosa de los límites a la financiación por parte del FMI, la mejora de la condicionalidad de sus préstamos, las reestructuraciones de la deuda soberana y la recuperación del acceso a los mercados de capitales. Resulta interesante que la evaluación global de la encuesta sobre el progreso en la resolución de crisis (4,07) sea significativamente inferior a la de prevención de crisis (5,02).

Racionalización y limitación del crédito del FMI

Las iniciativas en esta área pueden agruparse en dos grandes bloques; clarificación y limitación de la financiación excepcional del Fondo y revisión de sus líneas de préstamo.

La discusión sobre la conveniencia de que el Fondo conceda financiación por encima de los límites normales¹⁶ ha constituido uno de los puntos centrales del debate sobre AFI en los últimos años. En septiembre de 2002 se llegó a un acuerdo y se fijaron cuatro condiciones para la concesión excepcional de financiación por encima de dichos límites: i) presiones excepcionales de balanza de pagos sobre la cuenta de capital; ii) alta probabilidad de que la deuda siga siendo sostenible, basada en un análisis riguroso y sistemático; iii) buenas perspectivas de que el país recupere el acceso a los mercados internacionales de capitales; y iv) una razonable expectativa de éxito del programa de políticas que debe aplicar el país en cuestión.

En 2000, el FMI llevó a cabo una importante revisión de sus instrumentos financieros para estudiar su grado de adecuación a la nueva economía globalizada. Se planteó, principalmente, si todos los instrumentos disponibles eran necesarios y si su diseño era apropiado. El resultado final fue la eliminación de algunas facilidades obsoletas y la modificación de otras. Al mismo tiempo, el FMI trató de mejorar su política de préstamo a países en mora (*Lending Into Arrears policy*, LIA), como un elemento clave a la hora de dar apoyo a los programas de ajuste de países en procesos de reestructuración de su deuda.

No obstante todas estas iniciativas, los resultados de la encuesta muestran una evaluación relativamente pobre de los avances en este terreno (4,18), lo que puede interpretarse como i) la existencia de cierto descontento con el nuevo marco o ii) que los agentes perciben falta de aplicación práctica de dicho marco. El análisis conjunto de este resultado y de la baja calificación obtenida por los rescates del FMI como medida de resolución de crisis (4,52) puede llevar a pensar que los agentes se inclinan más por la segunda explicación. Esta interpretación es avalada por los comentarios que acompañan la encuesta, que señalan que se ha avanzado en términos de diseño de los mecanismos de crédito del FMI, pero que su aplicación es deficiente.

Condicionalidad del FMI

Un paso más en el marco de la resolución de crisis fue la actualización de la condicionalidad¹⁷ del FMI en septiembre de 2002. La revisión que se llevó a cabo entonces tuvo dos objetivos principales: racionalizar las condiciones introducidas en los programas y potenciar la participación y la titularidad¹⁸ de los países receptores. Como consecuencia se aprobaron las nuevas líneas maestras de condicionalidad, aplicables a todos los instrumentos financieros. Los aspectos novedosos incluyeron el fortalecimiento de la «titularidad» de los programas, la limitación del número de condiciones (de manera que se pusiera más énfasis en las consideraciones esenciales), la posible evaluación de la condicionalidad basada en resultados, la relación de la condicionalidad del FMI con la de otras IFI, la especificación de todas las herramientas disponibles para el seguimiento de los programas y la posibilidad de que se establezcan plazos variables para la ejecución de las reformas estructurales.

La encuesta muestra de nuevo divergencias entre el marco aprobado y su aplicación. A pesar de la aprobación de las nuevas líneas, los encuestados no son muy entusiastas con la evaluación de los progresos (4,48). Esto puede indicar que el marco institucional no se ha aplicado tanto como estaba previsto, quizá por su relativa novedad. Algunos comentarios apuntan en esta dirección y manifiestan que la aplicación ha sido demasiado laxa, mientras que otros cuestionan el propio marco, afirmando, por ejemplo, que la racionalización de la con-

¹⁶ Estos límites constituyen la cantidad máxima de financiación que, en principio, concede el FMI y se fijan en función de la cuota de cada país en esta institución. El límite anual se sitúa en un 100% de la cuota, y el límite en términos acumulados, en un 300%. ¹⁷ Conjunto de políticas económicas que un país debe seguir como condición para la concesión de un programa del FMI. ¹⁸ Esta titularidad, «ownership» de acuerdo con la terminología del Fondo, hace referencia a la identificación del país con los objetivos del programa y a la participación en su diseño e implementación.

dicionalidad ha ido demasiado lejos o que una titularidad reforzada implica una condicionalidad blanda.

Los análisis de sostenibilidad de la deuda son imprescindibles para determinar si el recurso a su reestructuración está justificado. Así, en junio de 2002, el Consejo del FMI adoptó un nuevo marco para evaluar dicha sostenibilidad. No obstante, las iniciativas para mejorar la resolución de crisis financieras que han sido objeto de mayor atención son las relacionadas con la necesidad de llevar a cabo reestructuraciones de deuda soberana más ordenadas. La propuesta del Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM), presentada por Anne Krueger en noviembre de 2001, marcó el principio de un largo debate sobre el potencial que tendría un mecanismo estatutario de reestructuración de deuda internacionalmente aceptado. A consecuencia de este debate, el FMI presentó, a lo largo de 2002 y 2003, varias versiones de este mecanismo. Finalmente, en las reuniones del FMI de la primavera de 2003, se abandonó la idea de instaurar el SDRM, debido a la falta de apoyo político en el Consejo. La consecuencia inmediata fue la concentración de los esfuerzos en el desarrollo de las CAC, como se ha señalado más arriba.

A pesar de que la idea general de un mecanismo estatutario no llegó a implantarse con éxito, se identificaron aspectos muy importantes durante su discusión: la importancia de resolver los problemas de agregación —la posibilidad de englobar dentro de una misma reestructuración distintas emisiones de bonos y distintos tipos de deuda—, la posibilidad de declarar la suspensión de la capacidad de los acreedores para emprender acciones legales contra el deudor (en tanto que se resuelve la reestructuración), la concesión de preferencia a los nuevos créditos, etc. Algunas de estas ideas se han incorporado a otros enfoques para la reestructuración de deuda soberana, entre los cuales, además de las CAC, destaca el Código de Buena Conducta en la Reestructuración de Deuda Soberana, concebido como una herramienta complementaria para la resolución de crisis y actualmente en discusión entre los agentes privados y los Gobiernos de economías emisoras emergentes.

En las respuestas al cuestionario, el fracaso en la implementación del SDRM ha lastrado gravemente la evaluación del diseño de mecanismos de reestructuración (3,50). Sin embargo, los encuestados conceden una calificación superior a la media del bloque a la efectividad que tendría un mecanismo estatutario para la resolución de crisis (4,73). Algunos comentarios señalan que la introducción del SDRM, o de un mecanismo similar, constituiría un avance muy importante, pero que es políticamente poco realista.

En general, la pronta recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales se considera uno de los principales objetivos del proceso de resolución de crisis. Por lo tanto, puede utilizarse como un indicador general de hasta qué punto están funcionando las iniciativas adoptadas. En este sentido, las respuestas muestran que, a pesar de dichas iniciativas, después de una crisis las economías emergentes todavía encuentran dificultades para volver a los mercados internacionales (4,32). Por lo que respecta a la participación del sector privado en la resolución de crisis, como un elemento integrante del Marco de Praga, los encuestados apenas reconocen avances (3,82).

Fortalecimiento de los sistemas financieros

Un aspecto distintivo del *Informe sobre el fortalecimiento de los sistemas financieros*, en comparación con los otros dos informes publicados en 1998, es que este se refiere no solo a los sistemas financieros de los países emergentes, sino también a los de los países industrializados. La inclusión de estos es consecuencia, sobre todo, del papel fundamental que desempeñan los sistemas financieros desarrollados en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y en la determinación de los flujos de capitales a los países emergentes.

Medias

1. Gobierno de las empresas	1. Controles internos	5,22
	2. Estructura de propiedad; supervisión y control por los accionistas	4,52
	3. Identificación de responsabilidades	4,97
	4. Rendición de cuentas	4,79
	5. Independencia de la junta	4,81
	6. Marco regulador	5,50
	7. Utilización de normas contables adecuadas (como NIC)	4,46
	8. Eficacia del régimen interno de insolvencia	3,79
	9. Régimen de insolvencia	4,38
	Total	4,71
2. Gestión de riesgos	1. Identificación, medida, control y gestión de los riesgos generales	5,45
	2. Gestión del riesgo de tipo de cambio	5,87
	3. Riesgo de liquidez	5,87
	4. Riesgo de tipo de interés	5,57
	5. Evaluación y gestión del riesgo de crédito	5,57
	6. Valoración de activos	5,07
	7. Valoración de préstamos y provisiones para insolvencia	5,32
	Total	5,53
3. Redes de seguridad	1. Limitación de las garantías gubernamentales al sector privado	3,87
	2. Mecanismos de intervención temprana en el sector bancario	4,45
	3. Regímenes de protección de los depositantes adecuadamente elaborados	5,11
	Total	4,48
4. Desarrollo de mercados financieros interiores robustos y líquidos	1. Desarrollo de mercados internos de capital	4,84
	2. Infraestructura institucional, legal y reguladora	5,34
	3. Supervisión y control oficial	5,39
	4. Emisión y gestión de la deuda	5,46
	5. Gestión adecuada de la deuda	4,90
	Total	5,19
5. Coordinación entre supervisores y reguladores nacionales, organismos y agrupaciones internacionales		5,69
Total de fortalecimiento de los sistemas financieros		5,05

FUENTE: Banco de España.

Con frecuencia, el «apetito internacional por el riesgo» está detrás de cambios importantes en la cuantía y en la dirección de los flujos de capitales hacia mercados emergentes.

No obstante, con posterioridad a la elaboración de los informes se produjeron importantes crisis de empresas financieras y no financieras, en economías altamente industrializadas (World Com, Enron, Parmalat, etc.). Estos acontecimientos, no previstos en los informes, motivaron que el centro de atención de los debates se desplazara hacia los sistemas financieros de los países desarrollados en mayor medida de lo previsto.

Los principales resultados de la encuesta en el área de fortalecimiento de los sistemas financieros se recogen en el cuadro 5.

GOBIERNO DE LAS EMPRESAS

Todavía no hay consenso sobre si las crisis mencionadas han sido el resultado de un comportamiento fraudulento derivado de la infracción de la legislación en vigor, del incumplimiento de códigos, principios y estándares no obligatorios, pero ampliamente aceptados, o de una inadecuada regulación o fallos en la misma. En cualquier caso,

algunas de las crisis recientes han hecho que se cuestione la utilidad y la suficiencia de las normas y principios existentes. Aunque este sigue siendo un tema controvertido, hay argumentos para creer que algunos escándalos corporativos podrían señalar deficiencias estructurales y lagunas en las reglas, principios y estándares de gobierno corporativo. La evaluación de la encuesta sobre el gobierno de las empresas indica ausencia de progreso en su conjunto (4,71), si bien en algunos apartados sí se aprecian avances.

Aunque en ninguno de estos episodios podría identificarse una causa única que precipitara los acontecimientos, parece claro que aspectos tales como un mal gobierno empresarial, irregularidades contables y conflictos de intereses estuvieron presentes en la mayoría, si no en todas, estas crisis. El gobierno de las empresas figura como el principal punto en lo que al fortalecimiento del sector financiero se refiere.

De hecho, las autoridades de los países en los que acontecieron las crisis reaccionaron con la aprobación de nuevas normas, con objeto de reforzar las funciones de auditoría, mejorar la transparencia e imponer un control y unas sanciones más severas en los casos de comportamiento inadecuado, en un intento de preservar o recuperar la confianza y la integridad del mercado.

En los últimos años, además, se ha aprobado un gran número de códigos y principios que contienen recomendaciones no obligatorias¹⁹. Aunque estos principios ofrecen ventajas en términos de mayor flexibilidad que las normas vinculantes, su aplicación es más incierta y depende del correcto funcionamiento de la disciplina de mercado. Es fundamental, por tanto, que existan incentivos adecuados a su aplicación. Nótese que, en algunos casos, las autoridades nacionales han incorporado a su legislación interior algunos de los principios que se habían consensuado a nivel internacional, convirtiéndolos así en normas vinculantes.

La evaluación de la encuesta de este trabajo muestra que la iniciativa conjunta del FMI y el Banco Mundial sobre normas y códigos contribuye a una mayor estabilidad del sistema (5,64). También se considera positivo el avance en lo referente al marco regulador (5,50), a pesar de la recurrencia y la gravedad de las últimas crisis financieras. Una explicación de estos resultados podría ser que los encuestados tuvieron más en consideración el impacto esperado de las recientes iniciativas para mejorar la regulación que las deficiencias puestas de manifiesto en las crisis empresariales.

Controles internos, identificación de responsabilidades, rendición de cuentas, control por parte de los propietarios e independencia de la junta de gobierno

Numerosas iniciativas legislativas y principios y estándares adoptados han regulado, entre otros temas, los controles internos, la identificación de responsabilidades y la rendición de cuentas como elementos fundamentales en el proceso de mejora del gobierno de las empresas. También las organizaciones profesionales han desempeñado un papel activo en el diseño de directrices sobre controles internos.

En la encuesta, estos controles obtienen la mayor calificación de este apartado (5,22). Los avances en la identificación de responsabilidades, independencia de la junta de gobierno y rendición de cuentas se valoran en niveles muy cercanos al 5, situándose en un terreno neutral en términos agregados. El apartado de estructura y control por los accionistas recibe la nota más baja del bloque (4,52).

¹⁹. Se puede encontrar una lista completa de las normas, principios y códigos en OECD (2004), *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*.

La utilización de técnicas contables por parte de las empresas para sustentar expectativas exageradas de beneficios empresariales estuvo en los orígenes de las crisis recientes. Con objeto de mejorar la contabilidad empresarial, la Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad [International Accounting Standards Committee (IASC)] completó sus principios contables básicos en diciembre de 1999, y en mayo de 2000 la Organización Internacional de Comisiones de Valores [International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)] recomendó a las empresas su utilización en las operaciones transnacionales. Además, la Financial Accounting Standards Board (FASB) de Estados Unidos y la IASC comenzaron un proyecto conjunto en octubre de 2002, que debería concluir en enero de 2005, para analizar las diferencias entre ambos sistemas y aproximarlos. En Europa, tanto a nivel nacional como de la UE, se han introducido medidas importantes para mejorar el control y la transparencia de la información que proporcionan las empresas. En 2005, todas las empresas de la UE que coticen en Bolsa deberán preparar sus cuentas consolidadas utilizando las normas del IASC.

No obstante, según la encuesta, el avance en la utilización de normas contables adecuadas no ha sido satisfactorio (4,46), lo que podría reflejar un descontento sobre la puesta en práctica de estas nuevas iniciativas.

La existencia y el adecuado funcionamiento de regímenes de insolvencia eficientes contribuyen sustancialmente a la estabilidad del sistema financiero. En consecuencia, se han realizado numerosos trabajos para reforzar este marco. Entre estas iniciativas se pueden destacar las directrices del Banco Mundial sobre principios y pautas para los regímenes de insolvencia y derechos de los acreedores, que identifican y establecen principios coherentes con las mejores prácticas a nivel internacional, con la intención de guiar la reforma y el progreso en este área en los países en vías de desarrollo. Adicionalmente, en enero de 2003 se publicó un borrador de normas y se han elaborado varios ROSC sobre insolvencia y derechos de los acreedores. A pesar de estas y otras iniciativas, los resultados de la encuesta señalan que todavía hay un margen considerable de mejora en este campo (3,79).

En líneas generales, existe consenso en que la disciplina de mercado es eficaz para tratar la exposición al riesgo a nivel individual, pero se plantean dudas sobre su capacidad de gestionar el mismo a nivel agregado, en el conjunto del sistema financiero. Los informes de 1998 pidieron al FMI que diera prioridad a los trabajos sobre las dimensiones macroeconómicas del riesgo de liquidez y otros riesgos relacionados. Asimismo, mencionaron varias iniciativas que ya estaban en marcha en el contexto del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, tales como la transparencia bancaria, los derivados bancarios y aspectos relacionados con su negociación, la valoración de préstamos, provisiones y los niveles de capital asociados al riesgo de crédito.

En este contexto, el FMI, en colaboración con el Banco Mundial, ha llevado a cabo Programas de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Programs, FSAP) desde 1999, de manera voluntaria, para identificar potenciales vulnerabilidades y prioridades en los sistemas financieros de los países miembros. En los últimos años, se ha llevado a cabo un esfuerzo importante tendente a reforzar la calidad y consistencia de estos análisis, a través del desarrollo, entre otros, de un conjunto de indicadores de solidez del sector financiero, la utilización de análisis de robustez (los llamados «tests de tensionamiento del sistema financiero») y la elaboración de metodologías y modelos para valorar los códigos y normas del sistema financiero. Los resultados de la encuesta son positivos en este campo (5,53 en total). Destacan los avances en la gestión del riesgo de liquidez (5,87), de tipo de cambio (5,87), de crédito (5,57) y de tipo de interés (5,57), mientras que la evaluación referente a la valoración de activos es menos positiva (5,07). De acuerdo con los comentarios recibidos, el nuevo Acuerdo

de Capital de Basilea tendrá una gran importancia en este campo, potenciando la aplicación de métodos más avanzados para la medición del riesgo de crédito.

REDES DE SEGURIDAD

Las redes de seguridad contribuyen a mejorar la solidez de un sistema financiero si se diseñan y aplican adecuadamente. Estas redes desempeñan un papel doble: tanto preventivo como de resolución de crisis, y cubren aspectos muy variados, como la protección de los depositantes, garantías gubernamentales para las instituciones financieras, el papel del banco central como prestamista de última instancia y la asistencia financiera procedente de instituciones internacionales como el FMI. La dificultad mayor en este sentido es diseñar e implementar una red de seguridad que aúne un nivel apropiado de protección y el mínimo riesgo moral.

Según la encuesta, los avances en este ámbito han sido insuficientes (4,48), con la excepción de los seguros de depósitos (5,11). El avance en la limitación de las garantías gubernamentales al sector privado se considera claramente insuficiente (3,87), lo que podría indicar la presencia de problemas de riesgo moral. El progreso en los mecanismos de intervención temprana en el sector bancario se considera algo mejor (4,45), aunque insuficiente.

DESARROLLO DE MERCADOS FINANCIEROS PROFUNDOS Y LÍQUIDOS

Los informes de 1998 consideraron que para proteger a los países emergentes de frenazos bruscos en las entradas de capital, causadas por factores originados en los mercados financieros internacionales, era fundamental desarrollar mercados internos profundos y líquidos, que permitieran absorber y amortiguar la volatilidad exógena de los flujos de capital.

El desarrollo de los mercados de deuda pública en la última década ha sido muy significativo en algunos países emergentes. Instituciones como el Banco Mundial han realizado esfuerzos encaminados a potenciar el desarrollo de los mercados de bonos soberanos en los países emergentes. De hecho, según la opinión reflejada en la encuesta, se ha avanzado en el desarrollo de los mercados internos de capital (5,19), sobre todo en lo referente a emisión y gestión de deuda (5,46), supervisión y control oficial (5,39) y a su infraestructura institucional, legal y reguladora (5,34).

Conclusiones

La tarea de valorar los progresos en la AFI en los últimos años es, sin duda, ambiciosa y compleja: ambiciosa porque el abanico de reformas es muy amplio, y compleja, por las diferentes interpretaciones de lo que constituye un «progreso adecuado» en este ámbito, así como las opiniones divergentes sobre los avances en el diseño de las iniciativas y su puesta en práctica. En este artículo se ha realizado una valoración de conjunto, no exhaustiva, de las principales áreas de reformas, con la ayuda de una encuesta circulada a una serie de expertos en la materia. Las principales conclusiones son las siguientes:

1. Según los encuestados, el avance en la reforma de la AFI desde 1998 parece haber sido moderado, a pesar de las numerosas iniciativas adoptadas. El progreso parece ser más significativo en lo referente al fortalecimiento del sistema financiero y la transparencia, y menor en la prevención y, sobre todo, en la resolución de crisis. Es importante señalar que, en un sentido amplio, las iniciativas tendentes a fortalecer el sistema financiero y a mejorar la transparencia forman parte de la prevención de crisis. Si se adopta esta noción más amplia de prevención de crisis, los resultados confirman el mejor progreso en esta área que en el ámbito de la resolución de crisis.

2. De la valoración general de la encuesta se desprende que este progreso moderado y desigual en la reforma de la AFI no ha conseguido reducir la probabilidad de crisis en las economías emergentes. Tampoco emerge con claridad una opinión sobre la mayor o menor gravedad de las crisis actualmente. Por un lado, parece consi-

derarse que el contagio se ha reducido ligeramente, lo que coincidiría con la evidencia empírica reciente y estaría relacionado con un incremento de la transparencia y la utilización más eficiente de la información por parte de los mercados financieros, que permiten una mayor capacidad de discriminación entre EME. Por otra parte, no se aprecia que haya mejorado la recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales por parte de los países que han experimentado una crisis.

3. Los resultados de la encuesta indican un progreso limitado en la reducción de la probabilidad de que ocurran crisis, lo que podría parecer contradictorio con la valoración, en general positiva, que hacen los encuestados de las recientes iniciativas para fortalecer la AFI (véase el cuadro 1). Estos resultados podrían conciliarse según las siguientes interpretaciones, no excluyentes entre sí: (i) todavía no ha transcurrido el tiempo necesario para que las reformas tengan impacto sobre la probabilidad de que estallen crisis, (ii) se ha avanzado en áreas que constituyen una condición necesaria, pero no suficiente, para reducir la vulnerabilidad, objetivo que requeriría un progreso en áreas donde este ha sido, hasta ahora, insuficiente, (iii) las crisis son, en cierta medida, inherentes a un sistema financiero globalizado, y (iv) se ha avanzado en el diseño y la adopción de mecanismos y reformas, pero no tanto en su puesta en práctica. En relación con esta última posibilidad, es difícil distinguir en qué medida los pobres resultados de algunos apartados de la encuesta son achacables a una insatisfacción con las medidas o reformas adoptadas, o bien a su deficiente puesta en práctica. El análisis de los resultados de varias preguntas parece indicar, no obstante, que, en la mayoría de casos, las valoraciones negativas se refieren más bien a los aspectos de aplicación y no tanto a los de diseño.

4. En el área de la transparencia, los resultados son relativamente positivos en lo referente al sector público y, en menor medida, a las IFI, y menos satisfactorios en lo que se refiere a la transparencia del sector privado. Esto es congruente con las numerosas iniciativas que se han emprendido para mejorar la calidad de las estadísticas oficiales y la política informativa de Gobiernos e IFI. Además, en este campo la agenda de reformas estaba acotada con claridad desde el principio y no se produjeron cambios importantes a raíz de las crisis posteriores, que más bien vinieron a confirmar la necesidad de mejorar la calidad y cantidad de información disponible para reforzar la disciplina de mercado, lo que podría haber facilitado su puesta en práctica. Por el contrario, en el caso del sector privado, la agenda no estaba tan definida desde el principio.

5. En lo referente a la prevención y resolución de crisis, los peores resultados podrían tener que ver con los cambios fundamentales que experimentó la agenda de reformas después de 1998, principalmente con la adopción de la estrategia de Praga en 2000, que puso de manifiesto la importancia del riesgo moral y la necesidad de distinguir entre crisis de solvencia y de liquidez. La puesta en práctica de las reformas parece, según los resultados de la encuesta, particularmente decepcionante en este punto. Los avances son más significativos en la prevención de crisis, lo que se confirma si se considera una noción más amplia de prevención, como se ha señalado más arriba. Esta valoración diferente podría atribuirse al hecho de que la resolución de crisis siempre entrañaría un mayor nivel de incertidumbre, al afrontarse acontecimientos, en cierta medida, únicos. En el ámbito de la prevención de crisis, se valoran más positivamente las iniciativas a nivel nacional –como la gestión adecuada de las políticas monetarias y un régimen apropiado de tipo de cambio– que aquellas a nivel internacional, incluyendo la reducción de la vulnerabilidad ante la volatilidad de los

flujos de capitales. Las iniciativas de resolución de crisis reciben una valoración poco optimista, con la excepción de las CAC.

6. Los aspectos anteriores, transparencia y prevención y resolución de crisis, se consideran cuestiones que afectan, principalmente, a los mercados emergentes. Sin embargo, el fortalecimiento de los mercados financieros es un objetivo aplicable tanto a los mercados emergentes como a los países industrializados. Esta característica dificulta el análisis de los avances en este sector. Las recientes crisis empresariales en países industrializados volvieron a poner de manifiesto la necesidad de reformas en este ámbito, de manera que, aunque algunas reformas se pusieron en marcha en línea con las medidas sugeridas por los informes de 1998, otras fueron completamente nuevas. Los resultados de la encuesta, en lo que a fortalecimiento del sector financiero se refiere, son comparativamente buenos, lo que parece reflejar un mayor énfasis de las respuestas en las iniciativas para resolver las deficiencias observadas recientemente que en las crisis en sí mismas. La mejor valoración de determinadas áreas (gestión del riesgo, desarrollo de mercados nacionales sólidos y líquidos, coordinación internacional) podría explicarse también por el hecho de que algunas de las medidas recomendadas por los informes de 1998, en realidad, ya estaban en fase de implementación cuando estos se prepararon. Los resultados en el área de redes de seguridad son decepcionantes, con la excepción de los sistemas de seguro de depósitos.

7. Si bien es difícil tratar de extraer lecciones para el futuro a partir de este análisis retrospectivo, algunas de las ideas que se desprenden de los resultados de la encuesta son las siguientes:

a. La perseverancia es una característica fundamental y necesaria para que las reformas puedan tener repercusión en la probabilidad y coste de las crisis. Un progreso parcial en algunas áreas puede no dar lugar a un impacto visible, a no ser que vaya acompañado de avances en otras áreas. La identificación de este tipo de interacciones mejoraría probablemente la comprensión del proceso de reforma por todas las partes implicadas.

b. A menudo, el problema se centra en la incorrecta aplicación de las reformas, más que en su diseño y adopción. Posiblemente, en algunas áreas sería conveniente establecer o reforzar mecanismos de vigilancia y control de la implementación de las reformas.

c. La resolución de crisis es el área que obtiene un resultado peor, lo cual no resulta sorprendente. Parecería por tanto recomendable conseguir una clarificación de las estrategias para la resolución de crisis (fundamentalmente en lo referente al papel de la financiación oficial), lo cual permitiría a los agentes participantes en los mercados financieros definir sus expectativas en un entorno más predecible, lo que a su vez crearía los incentivos adecuados. No obstante, esta necesidad de mayor claridad debe equilibrarse con un cierto grado de flexibilidad en la gestión de cada crisis, pues estas suelen ser únicas e impredecibles. En concreto, esta mayor claridad sería especialmente bienvenida en los procesos de reestructuración de deuda, y posiblemente contribuiría a una recuperación más rápida del acceso al mercado tras una crisis por parte de los países afectados.

7.9.2004.

BIBLIOGRAFÍA

- BORDO, M., y B. EICHENGREEN (1999). *Is our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?*, RBA Annual Conference Volume, Reserve Bank of Australia.
- (2002). *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization*, NBER Working Paper n.º W8716, enero.
- BORDO, M., y A. MURSHID (2000). *Are financial crisis becoming increasingly more contagious? What is the historical evidence on contagion?*, NBER Working Paper Series, WB 7900, septiembre.
- BORDO, M., B. EICHENGREEN, D. KLINGEBIEL, y M. S. MARTÍNEZ-PERIA (2000). *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, World Bank Working Paper.
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1999a). *A Review of Financial Market Events in Autumn 1998*, CGFS Publications n.º 12, octubre.
- (1999b). *Data template on international reserves/foreign currency liquidity*, CGFS Publications n.º 9b, marzo.
- EICHENGREEN, B. (2001). *Crisis prevention and management: Any new lessons from Argentina and Turkey?*, octubre.
- EICHENGREEN, B., y R. PORTES (1995). *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, Londres.
- EICHENGREEN, B., y A. ROSE (1999). *The Empirics of Currency and Banking Crises*, NBER Reporter.
- FISCHER, S. (2002). *Financial crises and reform of the international financial system*, Working Paper n.º 9297, National Bureau of Economic Research, octubre.
- FITCH RATINGS (2002). *Standards and Codes – Their impact on Sovereign Ratings*, 10 de julio.
- GELOS, R. G., y S.-J. WEI (2002). *Transparency and International Investor Behaviour*, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, IMF WP/03/74, octubre.
- GUPTA, P., D. MISHRA, y R. SAHAY (2003). *Output Response to Currency Crises*, IMF Working Paper WP/03/230.
- HOGGARTH, G., R. REIS, y V. SAPORTA (2001). *Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence*, Bank of England Working Paper n.º 144.
- HUTCHISON, M., y I. NEUBERGER (2002a). *Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets*, Working Paper n.º PB02-03, Pacific Basin Working Paper Series.
- (2002b). *How bad are twins? Output costs of currency and banking crisis*, Working Paper n.º PB02-02, Pacific Basin Working Paper Series.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2003). *International Standards: Strengthening Surveillance, Domestic Institutions, and International Markets*, 5 de marzo.
- KAMINSKY, G. (2003). *Varieties of Currency Crises*, NBER Working Paper w10193, diciembre.
- KAMINSKY, G., y C. REINHART (2000). «On Crisis, Contagion, and Confusion», *Journal of International Economics*, junio.
- KAMINSKY, G., C. REINHART, y C. VÉGH (2003). «The Unholy Trinity of Financial Contagion», *Journal of Economic Perspectives*, fin de 2003.
- KRUEGER, A. (2001). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring--Preliminary Considerations*, International Monetary Fund, 30 de noviembre.
- (2002). *Sovereign Debt Restructuring Mechanism- Further Reflections and Future Work*, 14 de febrero.
- OECD (2004). *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*, <http://www.oecd.org/dataoecd/58/27/21755678.pdf>.
- ORTIZ, G. (2002). «Recent Emerging Market Crises – What have we learned?», *Per Jacobsson Lecture*, Basel, 7 de julio.

UN INDICADOR SINTÉTICO PARA EL CONSUMO PRIVADO

Un indicador sintético para el consumo privado

Este artículo ha sido elaborado por Paula Sánchez y Teresa Sastre, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El consumo privado —esto es, el gasto final en bienes y servicios de consumo realizado por los hogares¹— es el componente de la demanda agregada con mayor peso relativo. Representa el 60% del PIB real, de forma que su comportamiento es un determinante fundamental de la evolución del producto, en términos reales. Por ello, para analizar la situación coyuntural de la economía y realizar previsiones macroeconómicas a corto plazo resulta indispensable disponer de información y de instrumentos adecuados para valorar y proyectar el consumo privado.

La Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) proporciona estimaciones trimestrales del consumo privado, junto con las de los principales agregados macroeconómicos². A su vez, existe un amplio conjunto de información coyuntural sobre el consumo, que permite valorar su evolución más allá del último dato publicado por la CNTR. Sin embargo, la mayor parte de los indicadores existentes son parciales, en especial los más actualizados, y no permiten aproximar la evolución global del gasto. Por ello, es habitual entre los analistas elaborar indicadores combinados que sean representativos del comportamiento del consumo total de los hogares. Hasta hace poco tiempo, en el Banco de España se elaboraba con este fin el denominado «índice de disponibilidades de bienes y servicios de consumo». Sin embargo, en los últimos años la evolución de ese indicador se ha ido distanciando de la del componente de la demanda agregada, tal y como lo estima la CNTR. Por este motivo, se ha procedido a revisar la información coyuntural existente sobre el consumo y a elaborar un nuevo indicador que presente una relación más estrecha con el agregado de la Contabilidad. Este indicador sintetiza la información procedente de diversas fuentes y permite, además, realizar un análisis desagregado del consumo, a través de sus componentes, en un marco coherente con el análisis global del gasto de las familias.

En este artículo se presenta el nuevo indicador real del consumo privado, que ha comenzado a elaborarse recientemente y al que se ha denominado «indicador sintético del consumo privado» (ISCP). Antes de entrar en la descripción del ISCP, en la sección que sigue se realiza un breve repaso de la información coyuntural existente para el seguimiento del consumo privado. En la tercera sección, se presenta el método seguido en la elaboración del nuevo ISCP. A continuación, se analizan las propiedades del indicador así elaborado, comparándolas con las del anterior indicador de disponibilidades, y se estima su relación con el propio agregado macroeconómico. El artículo se cierra con una sección de conclusiones.

La información coyuntural sobre el consumo privado

Los indicadores coyunturales del consumo privado forman, posiblemente, uno de los conjuntos de información más amplios relacionados con una misma variable de la Contabilidad Nacional. Algunos son de carácter global, es decir, son indicativos del gasto total en bienes y servicios de consumo, si bien la mayoría son más específicos y ofrecen información solo sobre ciertos componentes del gasto.

Existe un nutrido grupo de estadísticas cuyo objetivo es medir directamente el gasto en consumo y que aportan información cuantitativa sobre su evolución. Entre ellas, la más amplia es

1. También se incluye el consumo realizado por las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). 2. La serie de referencia del consumo privado para todo el ejercicio se corresponde con las estimaciones de la CNTR en términos reales y corregidos de calendario y variaciones estacionales.



FUENTES: INE, Comisión Europea y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual de las series ajustadas de estacionalidad, salvo los indicadores de opiniones que están en niveles.

la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares (ECPF), que ofrece información sobre el origen y la cuantía de las rentas familiares, así como sobre su materialización en gasto en bienes y servicios de consumo. Entre los datos que ofrece, los que se utilizan en el seguimiento coyuntural del consumo privado son las estimaciones trimestrales (gasto total, gasto medio por hogar y la desagregación entre alimentos y otros bienes y servicios). En el gráfico 1, se recoge la evolución histórica del consumo final de los hogares de la CNTR, en términos reales y en serie desestacionalizada, junto con la de algunos de los indicadores más representativos, entre ellos el gasto total de la ECPF. Como puede observarse, el gasto total de la ECPF registra algunas desviaciones significativas en relación con la evolución del consumo y tiene una variabilidad mayor que el agregado. Por otra parte, la ECPF presenta el inconveniente del desfase con el que se publica —posterior al propio dato de la CNTR—, así como alguna dificultad en la asignación temporal de los datos trimestrales³.

3. Para determinados bienes y servicios, la Encuesta registra los pagos realizados en el trimestre precedente al de la entrevista, la cual varía entre los diferentes grupos de hogares que componen la muestra, de modo que las estimaciones de gasto solo se corresponden parcialmente con los trimestres naturales.

El índice de comercio al por menor (ICM) aporta información mensual sobre la facturación de las empresas dedicadas al comercio al por menor. Aunque en algunos establecimientos de comercio minorista se comercializan servicios, la mayor parte de la facturación está compuesta por bienes de consumo, por lo que el ICM constituye, principalmente, un indicador de este componente del gasto. Otros indicadores habituales de consumo de bienes son los índices de disponibilidades. El Banco de España elabora un índice de disponibilidades de bienes de consumo que proporciona una aproximación al gasto, combinando datos de producción interior y de comercio exterior —importaciones y exportaciones— de bienes de consumo⁴. En el gráfico 1 aparecen representados el índice del comercio al por menor y el de disponibilidades de bienes junto con el consumo privado. La relación de ambos con el agregado es algo difusa, lo cual resulta lógico si se tiene en cuenta que son indicadores parciales. Un aspecto interesante de estos indicadores es que se elaboran a partir de información mensual que se publica con un desfase pequeño, proporcionando información actualizada, aunque parcial, sobre el consumo.

Otro indicador que proporciona información cuantitativa —en este caso, de carácter censal— es el de matriculaciones de automóviles, que recoge el número de vehículos matriculados en España por las empresas fabricantes establecidas en el país. Estos datos se utilizan a menudo como indicador de la evolución del gasto real en bienes de consumo duradero, aunque pueden constituir una aproximación poco precisa de esta variable en aquellas ocasiones en las que la adquisición de automóviles y el resto de bienes de consumo duradero (cerca del 50% del gasto total en bienes duraderos) presenten una evolución dispar.

En los últimos años, han ido ganando relevancia los indicadores de opinión, que proporcionan información de tipo cualitativo, procedente de encuestas que se realizan con carácter regular. Dentro de este grupo se encuentra la Encuesta de Opinión de los Consumidores, publicada mensualmente por la Comisión Europea —y disponible también para otros países de la UE—, que proporciona información cualitativa sobre la percepción y expectativas de los hogares respecto a diversos aspectos del entorno económico, y a su propia situación económica y financiera. A partir de las respuestas sobre expectativas a corto plazo se elabora el indicador de confianza de los consumidores. Dentro del conjunto de encuestas de opinión de la Comisión Europea, también tiene interés para el seguimiento del consumo el indicador de confianza del comercio al por menor, que recoge la percepción del comercio minorista sobre la situación y expectativas de sus ventas y sobre el nivel de existencias. Por último, el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo publica el indicador de clima industrial de bienes de consumo, que contiene información de tipo cualitativo sobre la actividad en el sector industrial productor de estos bienes.

Aunque los indicadores de opinión no miden directamente el gasto, hay varios aspectos que los hacen atractivos. En primer lugar, la rapidez con la que se publican sus datos⁵, que proporcionan información muy actualizada respecto al consumo privado. También el hecho de que incorporen preguntas relativas a las perspectivas de los agentes respecto al futuro les otorga una capacidad potencial de señalar con adelanto cambios en la evolución del gasto de las familias, aunque, de hecho, este adelanto no se percibe en la frecuencia trimestral con carácter sistemático. Además, este tipo de indicadores, que sintetizan varias respuestas de un grupo de agentes, puede ser indicativo de la actitud de estos respecto al futuro, tanto de sus expectativas como del grado de incertidumbre que enmarca sus decisiones. Esta clase

4. El INE y el Ministerio de Economía y Hacienda publican indicadores similares. En Estrada y Buisán (1999) se describe este tipo de índices con detalle. 5. Los indicadores de opinión de la Comisión Europea se publican el último día del mes al que se refiere la información.

% del total	1995	2001
Bienes de consumo	48,67	49,35
Bienes de consumo no duradero	34,23	32,91
Alimentos	20,45	19,01
Resto	13,79	13,90
Bienes de consumo duradero	8,93	11,13
Automóviles	3,91	5,79
Resto	5,02	5,34
Energía	5,50	5,32
Servicios	51,33	50,65

FUENTES: INE y Banco de España.

de información, que resulta difícil de discernir en indicadores que se elaboran a partir de datos sobre materialización de gasto, es de gran utilidad, por ejemplo, para valorar el perfil temporal de la tasa de ahorro.

Por último, existen diversos indicadores de la financiación que reciben los hogares para la adquisición de bienes y servicios —préstamos para la adquisición de bienes de consumo duradero, para bienes y servicios corrientes...—. La relación entre estos indicadores y el consumo privado es más indirecta, ya que solo una pequeña parte del gasto de consumo se financia con crédito bancario.

El indicador sintético del consumo privado

Los indicadores sintéticos permiten resumir la información de un conjunto de indicadores parciales para aproximar la evolución de una variable de referencia. En el caso del consumo privado en términos reales, la elaboración de un indicador sintético está justificada porque ninguno de los indicadores disponibles a corto plazo proporciona información completa sobre el consumo suficientemente actualizada. Esencialmente, la elaboración de un indicador sintético requiere tomar dos decisiones interrelacionadas entre sí: la selección de los indicadores parciales —y, por tanto, del nivel de desagregación— y la elección del método de agregación.

La selección de los indicadores parciales y del grado de desagregación «apropiado» deberá ser tal que permita aprovechar al máximo la información disponible con carácter regular, pero que evite un excesivo grado de complejidad, ocasionado por la utilización de un elevado número de indicadores parciales. En el caso del ISCP se ha optado por un nivel de desagregación relativamente bajo, que, no obstante, resulta suficiente para obtener la evolución de los principales componentes del consumo. Otras alternativas con un mayor grado de desagregación fueron descartadas por introducir un grado de complejidad muy superior sin ofrecer, a cambio, mejores propiedades que las de la desagregación elegida. La estructura finalmente seleccionada para el ISCP es la que aparece en el cuadro 1. Se elaboran seis índices básicos (consumo de alimentos, otros bienes de consumo no duradero, automóviles, otros bienes de consumo duradero, energía y servicios), todos ellos en términos reales y desestacionalizados, que luego se agregan para obtener el indicador global.

El criterio de agregación adoptado corresponde a una aproximación estructural, en la que las ponderaciones se determinan a partir de la participación de cada componente en el gasto

total, en contraposición a procedimientos más estadísticos, en los que las ponderaciones están basadas en correlaciones o en análisis factorial. La principal ventaja de la aproximación estructural es su representatividad, ya que la relevancia de cada indicador parcial queda determinada de acuerdo con el peso en el consumo del componente del gasto al que representa⁶. La estructura de ponderaciones se corresponde, por tanto, con la estructura del gasto de consumo por finalidad que publica el INE. En el cuadro 1 se presenta dicha estructura conforme a la desagregación de gasto elegida para elaborar el indicador sintético. Como puede apreciarse, la participación de los bienes de consumo duradero se ha incrementado entre 1995 y 2001, en detrimento de la de los servicios y la del gasto en alimentación, si bien las variaciones han sido pequeñas.

Para seleccionar los indicadores parciales, se han tenido en cuenta una serie de características, principalmente: la significación económica, la calidad estadística de la información, la longitud de las series históricas, la rapidez en la disponibilidad de los datos, la frecuencia temporal de los mismos y, por supuesto, el grado de coherencia entre la evolución del indicador parcial y el componente del consumo que aproxima. Los indicadores seleccionados para cada componente de gasto considerado son los siguientes:

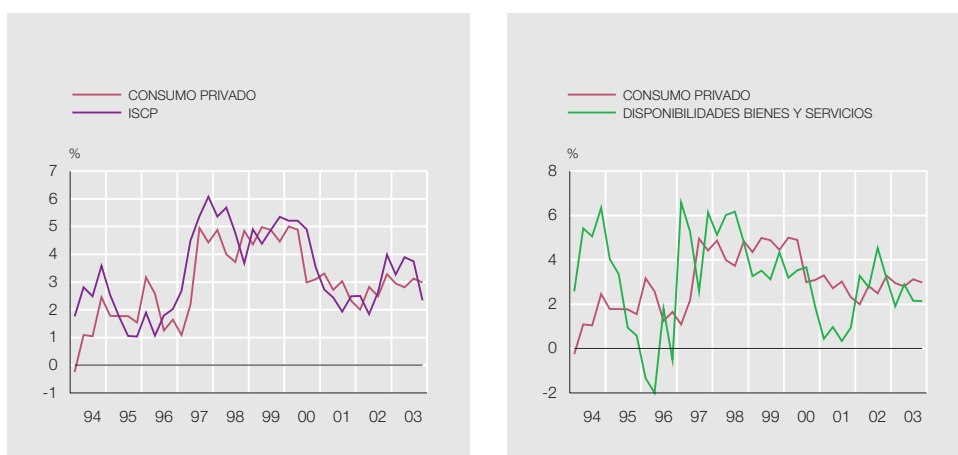
- Para el gasto en alimentos, se ha optado por utilizar la información de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, relativa al «gasto total de las familias en alimentos, bebidas y tabaco», a pesar del retraso en su publicación, ya que proporciona una aproximación mucho mejor que la de un índice de disponibilidades de alimentos.
- El consumo de otros bienes de consumo no duradero se aproxima mediante un indicador de disponibilidades, obtenido a partir de datos de producción interna, exportaciones e importaciones de este tipo de bienes. Las ponderaciones utilizadas en la elaboración de este índice de disponibilidades provienen de las tablas *input-output* de 1998.
- El gasto en automóviles se aproxima por el número de matriculaciones de turismos de particulares y de vehículos todo-terreno.
- Para el resto de bienes de consumo duradero, se utiliza un índice de disponibilidades, elaborado de forma similar al del componente de bienes no duraderos no alimenticios.
- El consumo de energía se aproxima a través del consumo de gasolina.
- Por último, el indicador seleccionado para el componente de servicios es el empleo de la Encuesta de Población Activa: concretamente, el número de ocupados en un subconjunto relevante de ramas de servicios. En el caso de los alquileres y los servicios imputados a la vivienda en propiedad, el indicador utilizado es el *stock* de viviendas.

El ISCP es el índice que resulta de agregar estos indicadores parciales con la estructura de ponderaciones del cuadro 1⁷. El período base del índice es 1998, ya que las ponderaciones empleadas para combinar los datos de producción y de comercio exterior en los índices de

6. Véase Álvarez y Jareño (2002). 7. Se ha utilizado la estructura del gasto en consumo final de los hogares del año 2001, que es la última disponible.

**GASTO EN CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES E ISFLSH
E INDICADORES DE GASTO TOTAL (a)**

GRÁFICO 2



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual de las series ajustadas de estacionalidad.

**CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES: CORRELACIÓN ENTRE EL INDICADOR
Y EL COMPONENTE DE CN CORRESPONDIENTE (a)**

CUADRO 2

Componente de CN	ISC	DISPONIBILIDADES
Total	0,93	0,83
Bienes de consumo	0,85	0,80
Alimentos	0,85	-0,10
Bienes no duraderos no alimentos	0,34	0,43
Venta de automóviles	0,98	0,86
Bienes duraderos no automóviles	0,90	0,55
Servicios	0,77	0,95
Total (b)	0,78	0,44

FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación de los datos anuales para el período 1995-2001.

b. Correlación máxima de datos trimestrales, en tasa de variación interanual de las series ajustadas de estacionalidad.

disponibilidades proceden de las tablas *input-output* de este año, el último disponible en el momento de elaborar el ISCP. El indicador sintético así obtenido es un indicador real, desestacionalizado y de frecuencia trimestral; se compone de varios indicadores parciales, que se publican con distintos desfases, algunos de los cuales son mensuales y otros trimestrales. Con el fin de disponer de una estimación del ISCP correspondiente al trimestre para el que existe información del indicador más adelantado, se realizan previsiones de los componentes más retrasados.

**El indicador sintético
y el consumo privado
de la CNTR**

En el gráfico 2, se representa el nuevo ISCP junto con la serie de consumo privado de la CNTR y el indicador global anteriormente utilizado, el índice de disponibilidades de bienes y servicios de consumo. Como puede observarse, el ISCP recoge de manera muy próxima la evolución del consumo privado, mejorando con ello el ajuste obtenido a través del índice de disponibilidades. El cuadro 2 confirma esta mejora, al comparar la correlación de cada uno de los indicadores globales considerados (y sus componentes) con el consu-

Variable dependiente	Consumo privado (CONS)	
Indicador	Indicador sintético de consumo privado (ISCP)	
Período muestral	1993:01 - 2002:04	
Ecuación (a):	$\Delta \ln \text{CONS}_t = 0,9009 \underset{(38,5)}{\Delta \ln \text{ISCP}_{t-1}} + 0,0166 \underset{(-7,5)}{\Delta 1Q1995} + \left(1 - 0,7688 L^2\right) \underset{(6,0)}{a_t}$	
Desviación típica residual (%)	0,40	
Test de autocorrelación (Q ₅)	1,60	
Test de autocorrelación (Q ₉)	8,80	
Test de normalidad (BJ)	2,00	
Test de bondad de previsión (b)	1 período = 0,5	2 períodos = 0,4
Test de causalidad en el sentido de Granger		
H ₀ : ISCP no causa CONS	F (4,36) = 5,73	p-value = 0,00
H ₀ : CONS no causa ISCP	F (4,36) = 0,66	p-value = 0,62

a. Estimada con datos hasta 2002q4 [actualizados a marzo de 2004] y series desestacionalizadas.

b. Raíz cuadrada del ECM en relación con la de un modelo de paseo aleatorio. Dieciséis puntos de origen (1999:1 2002:4), uno y dos períodos por delante.

mo privado (y sus componentes). Se comprueba que, con datos trimestrales, el ISCP presenta una correlación con el consumo real por encima de la del índice de disponibilidades. Además, aunque resulta difícil obtener conclusiones a partir de las correlaciones anuales —obtenidas con un escaso número de datos—, la relación entre los componentes del consumo privado y los del ISCP mejora respecto a la del antiguo índice de disponibilidades, especialmente en el caso del consumo de alimentos. No obstante, en otros casos, como el de consumo de bienes no duraderos no alimenticios, existe todavía un margen de mejora considerable.

Quando se mide la intensidad de la relación entre el ISCP y el agregado de consumo de la CNTR con datos trimestrales, esta se mantiene relativamente elevada, ya que la correlación se acerca a 0,8 calculada con tasas interanuales. El coeficiente simple de correlación constituye, no obstante, una caracterización muy simplificada de la relación entre dos variables, que prescinde de los aspectos dinámicos de la misma. Para tener en cuenta estos aspectos, se ha formulado un modelo estadístico de función de transferencia, que permite relacionar el indicador sintético y el consumo privado a través de una relación dinámica. Dicha relación, que aparece recogida en el cuadro 3, se establece entre la tasa de variación trimestral del consumo y la del ISCP —ambas en aproximación logarítmica—. El hecho de que el indicador aparezca en el modelo con un desfase confiere un carácter de indicador adelantado a esta variable. De acuerdo con los dos contrastes realizados sobre la bondad de las predicciones del consumo obtenidas con el modelo a uno y dos períodos, se observa una disminución del error medio de predicción del 50% y 60%, respectivamente, en relación con un modelo de paseo aleatorio. Por otra parte, el test de causalidad de Granger, que puede interpretarse también como un contraste sobre la capacidad predictiva del indicador sintético respecto al agregado de la CNTR, permite rechazar la hipótesis de que este indicador no tiene contenido informativo en relación con el consumo privado de la contabilidad trimestral.

Conclusiones

En este artículo se ha presentado un nuevo indicador de consumo privado —el ISCP—, que sintetiza la información de diversos indicadores parciales, con el fin de aproximar la evolución trimestral del gasto real de los hogares en bienes y servicios. Asimismo, este indicador permite analizar la contribución de los diferentes componentes del gasto de las familias, de forma coherente con el consumo total del sector.

Este nuevo indicador presenta un elevado grado de coherencia con el agregado de consumo privado de la Contabilidad Nacional Trimestral, por lo que constituye una herramienta muy útil para el seguimiento coyuntural de esta variable y la obtención de previsiones a corto plazo.

18.10.2004.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., y J. JAREÑO (2002). «El seguimiento coyuntural de los servicios de mercado», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- ESTRADA, A., y A. BUISÁN (1999). *El gasto de las familias en España*, Estudios Económicos n.º 65, Banco de España.

Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Álvarez e Ignacio Hernando, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Parece generalmente admitido que las distintas empresas de una economía no modifican inmediatamente sus precios en respuesta a las diferentes perturbaciones que se producen. Estas inercias en el mecanismo de formación de precios provocan que las perturbaciones nominales —por ejemplo, las medidas de política monetaria— afecten transitoriamente a variables reales como la producción y el empleo. Esta observación ha dado lugar a una amplia literatura dedicada a analizar las implicaciones de los distintos tipos de rigideces nominales sobre la dinámica de la inflación y de la producción agregada. Esta literatura teórica ha demostrado que la naturaleza de las rigideces determina la respuesta de la economía a una amplia gama de perturbaciones y tiene implicaciones claras para el diseño de la política monetaria.

No obstante, a pesar de la importancia que tiene analizar el proceso de formación de precios a nivel microeconómico, el trabajo empírico existente es muy escaso y de naturaleza parcial, probablemente como consecuencia de la carencia de información de precios individuales. Además, la escasa evidencia disponible se refiere principalmente a la economía de Estados Unidos. En definitiva, parece necesario llevar a cabo investigación adicional para los distintos países europeos. En este contexto, el Eurosistema —integrado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los países que forman parte de la Unión Monetaria Europea— decidió poner en marcha una red de investigación sobre la persistencia de la inflación (*Inflation Persistence Network*), con el objetivo de profundizar en el conocimiento de los mecanismos de formación de precios en los países de la zona del euro, en la que, entre otros aspectos, se abordase el proceso de formación de precios desde un punto de vista microeconómico. Este artículo resume los resultados de un trabajo que se enmarca dentro de este proyecto conjunto y que ha sido posible gracias a la colaboración del Instituto Nacional de Estadística (INE).

El objetivo del trabajo es analizar algunas características del proceso de formación de precios de consumo individuales en la economía española. En particular, se trata de medir la periodicidad con la que se producen los ajustes de precios y el tamaño medio de los cambios en los mismos, distinguiendo entre aumentos y disminuciones de precios. Además, se establecen comparaciones entre productos y se valora en qué medida estas características se ven influenciadas por diversos factores: patrones estacionales, nivel medio de inflación, introducción de cambios en los impuestos indirectos y utilización de precios atractivos. Para realizar este análisis, se emplea una base de datos individuales de precios de consumo que permite analizar con detalle el proceso de formación de precios a nivel individual e identificar diferencias en el grado de rigidez nominal de los distintos tipos de productos. Asimismo, la amplia dimensión temporal permite explorar la dependencia del proceso de formación de precios de las condiciones macroeconómicas y, en particular, del nivel de la inflación.

El resto del artículo se estructura de este modo: En la siguiente sección se describen brevemente las características básicas de la información utilizada. A continuación, se analiza la periodicidad en los cambios de precios, discutiéndose los diferentes enfoques estadísticos para su medición, y la magnitud de los mismos. El artículo finaliza enumerando las principales conclusiones del análisis.

Los datos

La base de datos empleada corresponde a un subconjunto de los precios individuales recogidos por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para calcular el índice de precios de consumo (IPC) de la base 1992. La muestra está compuesta por 1.112.076 precios, que representan algo más del 70% del gasto total de los hogares y están referidos al período enero de 1993 a diciembre de 2001; cada registro corresponde al precio de un artículo específico, vendido en un mes concreto, en un establecimiento determinado, ubicado en la capital de una comunidad autónoma dada. De este modo, es posible seguir de manera precisa la evolución mensual de los precios de los distintos artículos contenidos en la muestra. Expresado en otros términos, la base de datos se compone de un conjunto de trayectorias de precios, siendo cada una de ellas una serie temporal del precio de un producto determinado, en un establecimiento dado. La necesidad de salvaguardar el secreto estadístico motiva un conjunto de restricciones sobre la cobertura geográfica y de productos que impiden identificar el producto exacto o la ciudad en la que se ha tomado el precio. No obstante, las exclusiones de categorías de productos corresponden fundamentalmente a precios de artículos que se recogen de manera centralizada, como los de los alquileres, productos energéticos, telecomunicaciones, automóviles, tabaco, servicios financieros, seguros, gastos hospitalarios y dentales, y hoteles. Asimismo, se han excluido los precios administrados, a excepción de aquellos determinados en el nivel regional o local, y los precios de los artículos rebajados, en oferta o en promoción.

La base de datos contiene información con frecuencia mensual que coincide con la periodicidad con la que, con carácter general, el INE recoge los datos de precios para la elaboración del IPC. No obstante, hay dos tipos de excepciones. Por un lado, los precios de algunos productos como, por ejemplo, las frutas frescas o las verduras son recogidos por el INE tres veces al mes. En este caso, se ha utilizado el primer dato de cada mes. Por otro lado, para algunos productos —típicamente aquellos cuyos precios son bastante estables— el INE recoge precios siguiendo un esquema rotatorio, de modo que cada establecimiento solo es entrevistado cada tres meses. Para estos productos, hemos supuesto que el precio se mantiene constante a lo largo del trimestre.

La periodicidad en los ajustes de precios

La periodicidad con la que las empresas modifican sus precios es un elemento clave para caracterizar sus estrategias de formación de precios. Para calcular esta periodicidad se suelen emplear dos medidas alternativas: la frecuencia (F) de cambios —definida como el cociente entre el número de observaciones en las que se produce un cambio de precio y el número total de observaciones— y la duración media (D) de las secuencias de precios que no se modifican. Obviamente, ambas medidas están relacionadas y deben proporcionar conclusiones similares sobre la periodicidad de los ajustes de precios. De hecho, bajo determinados supuestos¹, la duración media puede derivarse a partir de la frecuencia de cambio mediante la siguiente expresión:

$$D = -\frac{1}{\ln(1-F)} \quad [1]$$

La principal ventaja asociada al empleo de la medida de frecuencia estriba en que para su cálculo se utiliza toda la información estadística disponible. Por el contrario, para el cálculo directo de la duración media de las secuencias de precios que no varían se utilizan solo las secuencias de precios completas (es decir, secuencias que empiezan y terminan con un cambio de precios)². Además de prescindir de información disponible, el cálculo directo de la du-

1. En concreto, se supone estacionariedad y homogeneidad en la dimensión transversal. 2. Expresado en otros términos, para el cálculo de la duración media se descartan aquellas secuencias censuradas o incompletas, es decir, aquellas secuencias en las que, por coincidir el primer (último) elemento de la secuencia con la primera (última) observación del precio del artículo en el establecimiento, no es posible conocer con exactitud la duración.

%	Porcentaje de variaciones de precios	Porcentaje de aumentos de precios	Porcentaje de disminuciones de precios	Porcentaje de aumentos de precios sobre total de variaciones
Grupos del IPC				
Total	14,8	9,2	5,6	62,2
Alimentos no elaborados	49,5	26,3	23,2	53,1
Alimentos elaborados	18,1	10,7	7,4	59,0
Industriales no energéticos	7,0	5,3	1,8	74,9
Servicios	5,7	4,9	0,8	86,5
Pro memoria				
Cambio impositivo. Enero de 1995	28,5	24,0	4,5	84,3
Precios con atractivo comercial	12,6	8,0	5,0	63,5
Precios sin atractivo comercial	16,0	10,0	6,0	62,5

FUENTES: INE y Banco de España.

ración media puede incurrir en un sesgo de selección, dado que es más probable que las secuencias de precios de artículos con duraciones mayores estén incompletas y, por tanto, que sean descartadas para el cálculo de esta medida. Ventajas adicionales asociadas al empleo de la medida de frecuencia son, por un lado, que no requiere la disponibilidad de series temporales muy largas y, por otro lado, su menor sensibilidad a la existencia de sucesos específicos que afecten transitoriamente a la periodicidad de los cambios de precios.

Por estos motivos, los resultados que se presentan en este artículo corresponden a la frecuencia de ajuste, pudiéndose consultar los resultados obtenidos con un enfoque de duraciones en Álvarez y Hernando (2004).

Las distintas medidas analizadas en este trabajo se presentan a nivel de subclase del IPC base 1992, que es el menor nivel de agregación para el que se dispone de ponderaciones. Posteriormente, se han utilizado estas ponderaciones para derivar los resultados para mayores niveles de agregación.

El cuadro 1 presenta las frecuencias medias mensuales de cambio de precios para el conjunto de los artículos analizados así como para los principales componentes del IPC. La frecuencia media ponderada de cambio para la cesta analizada es 0,15, que se traduce, utilizando la relación (1) anterior, en que los precios permanecen inalterados, en promedio, 6,2 meses. Esta estimación es bastante similar a la obtenida para otros países europeos. Así, Aucremanne y Dhyne (2004), Baudry et al. (2004) y Dias et al. (2004) obtienen frecuencias medias de cambios de precios de 0,17, 0,19 y 0,22 para Bélgica, Francia y Portugal, respectivamente. La menor frecuencia estimada en este trabajo refleja la ausencia de productos energéticos en nuestra muestra (cuyos precios suelen experimentar variaciones muy frecuentes), la no inclusión de rebajas y precios de promoción, y la presencia de algunos precios administrados (que suelen caracterizarse por frecuencias reducidas de ajuste).

En cualquier caso, se debe hacer hincapié en la existencia de una heterogeneidad muy acusada entre los distintos productos. Las mayores frecuencias de ajuste se observan en los productos alimenticios. En particular, centrándose en los principales componentes del IPC, son los alimentos no elaborados los que presentan la frecuencia máxima de ajuste: en cada mes, uno de cada dos precios analizados cambia. La elevada variabilidad de la oferta de estos

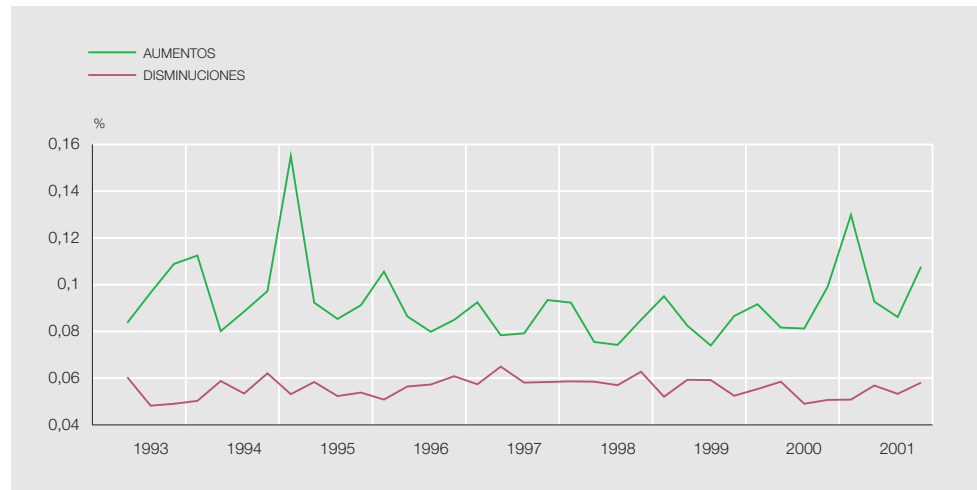
productos, debida en parte a su dependencia de factores meteorológicos, y el carácter perecedero de los mismos parecen explicar esta elevada flexibilidad de los precios. Por el contrario, la frecuencia de cambio es sustancialmente menor en los otros componentes del IPC y el valor mínimo, 0,06, se observa en el componente de servicios. La dispersión en las frecuencias estimadas es mayor cuando se desciende a niveles de desagregación más detallados (por ejemplo, cuando se calculan las frecuencias medias a nivel de artículo).

El cuadro 1 también recoge las frecuencias medias mensuales de incrementos y descensos de precios para el conjunto de artículos analizados y para los principales componentes del IPC. Estos resultados sugieren que las bajadas de precios no son infrecuentes en la muestra analizada: casi un 40% de los cambios de precios observados son reducciones, lo que puede interpretarse como evidencia contraria a la existencia de una especial rigidez a la baja de los precios. También en este aspecto hay diferencias sustanciales entre tipos de productos. Así, mientras que las bajadas de precios en los servicios son relativamente raras (menos del 15% de los cambios de precios son bajadas), en el caso de los alimentos no elaborados, bajadas y subidas presentan frecuencias muy similares. En general, se observa que cuanto mayor es la frecuencia de ajuste de precios, mayor es la proporción de bajadas sobre el total de cambios. Esta observación se corrobora cuando se analizan estas frecuencias a un mayor nivel de desagregación.

Los resultados presentados en el cuadro 1 ponen de manifiesto la existencia de importantes diferencias en la periodicidad de los cambios de precios entre los distintos tipos de productos. Incluso dentro de cada componente del IPC, existen artículos que presentan frecuencias de ajustes de precios muy diferentes. Esta heterogeneidad puede ser explicada por factores de carácter microeconómico —tales como las características de los productos, el grado de competencia en los mercados en que se comercializan o el tipo de establecimiento en el que se venden— cuya relevancia no se analiza en este artículo por limitaciones de la información disponible. No obstante, sí es posible abordar la influencia en la frecuencia de ajustes de precios de otros factores que pueden ayudar a identificar algunos rasgos relevantes de las estrategias de formación de precios de las empresas. En concreto, en este artículo se analiza el impacto sobre la periodicidad de los ajustes de precios de determinados factores: la existencia de un patrón estacional —que informa sobre la relevancia de estrategias de determinación de precios dependientes del tiempo—, el impacto de la introducción de cambios en la imposición indirecta y la influencia del nivel de inflación —para aproximar la importancia de las políticas de precios que varían según el estado de la economía— y, por último, la relevancia de las estrategias de fijación de precios en términos atractivos, como factor adicional que puede afectar a la velocidad del ajuste de los precios. Estos factores inciden tanto en la dimensión temporal —reflejada en su impacto sobre la evolución de la frecuencia media agregada de los cambios de precios— como en la dimensión transversal —que se pone de manifiesto en su influencia en la probabilidad, estimada con la información individual de observar un cambio de precio.

El gráfico 1 presenta la evolución temporal de las frecuencias medias de aumentos y disminuciones de precios para el agregado de los productos contenidos en la muestra³. En primer lugar, se aprecia un claro patrón estacional en las frecuencias de aumentos de precios. En promedio, los ajustes de precios son más frecuentes en el primer trimestre del año, mientras que es en los meses de verano cuando menos variaciones de precios se producen. Este perfil estacional general presenta algunas alteraciones cuando se analiza a nivel de compo-

3. En el gráfico se presenta la serie trimestral, al estar distorsionada la serie mensual por la presencia de artículos de recogida trimestral.



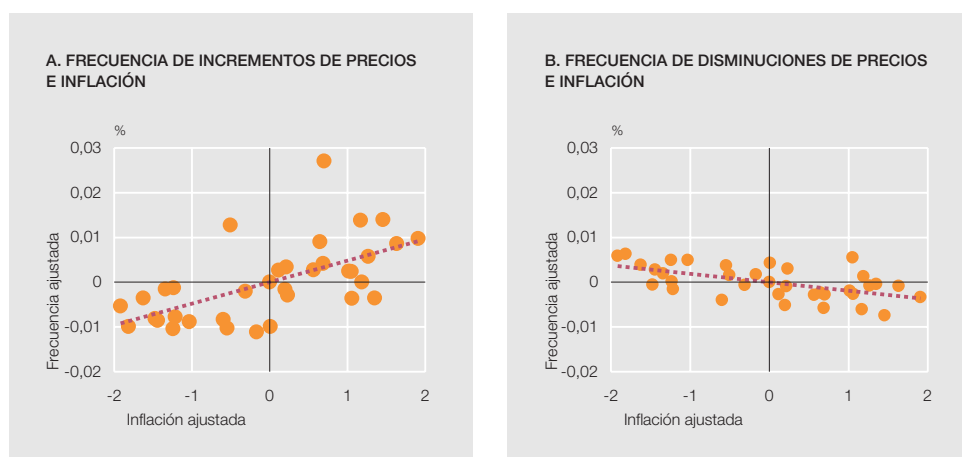
FUENTES: INE y Banco de España.

mentos del IPC. Esta evolución estacional es, en principio, coherente con la existencia de algunas empresas que sigan reglas de fijación de precios dependientes del tiempo, es decir, que revisen sus precios a intervalos de tiempo predeterminados con independencia de la evolución de la demanda o los costes. No obstante, esta interpretación debe ser matizada en la medida en que los cambios en los costes presenten un perfil estacional similar.

A lo largo del período muestral analizado, se produjeron algunas modificaciones de los tipos de la imposición indirecta. En particular, la medida que revistió un carácter más general fue la elevación de los tipos del IVA en un punto porcentual en enero de 1995. Como se aprecia en el gráfico 1, en ese período se produjo una elevación significativa de la frecuencia media de subidas de precios y una moderada reducción de la frecuencia de bajadas (véase también Pro memoria del cuadro 1)⁴. No obstante, el porcentaje de precios que se modificaron se mantuvo en un nivel relativamente bajo, lo que puede venir explicado en parte por la reducida cuantía de la subida impositiva en relación con la cuantía media de los cambios de precios. Este incremento en la frecuencia de ajuste como consecuencia del cambio en los tipos del IVA es favorable a la existencia de empresas que siguen reglas de fijación de precios dependientes del estado de la economía, es decir, que revisan sus precios no a intervalos específicos sino en función de la evolución de un conjunto de factores determinantes.

En este mismo sentido, la existencia de una relación significativa entre la frecuencia de ajuste y las condiciones macroeconómicas pondría de manifiesto la importancia potencial de las reglas de fijación de precios dependientes del estado de la economía. En particular, el gráfico 2 muestra la relación entre las frecuencias de incrementos y disminuciones de precios y la tasa de inflación⁵. Este gráfico indica que las subidas de precios son más frecuentes cuanto mayor es el nivel de inflación de la economía (panel A). Análogamente, los recortes de precios son menos frecuentes cuanto mayor es la tasa de inflación (panel B). Esta evidencia sugiere que la periodicidad en la revisión de los precios se ve afectada por las condiciones macroeco-

⁴ Además, en el período analizado tuvieron lugar diversas modificaciones de los tipos de los impuestos especiales sobre el alcohol y la cerveza, produciéndose elevaciones en la frecuencia de subidas de precios de estos productos. ⁵ Tanto las series de frecuencias como la tasa de inflación están ajustadas de estacionalidad y cambios impositivos. Es decir, el gráfico 2 presenta los residuos de una regresión lineal de la inflación sobre variables ficticias estacionales y una variable ficticia asociada al cambio impositivo del IVA y los residuos de las regresiones de las series de frecuencias de subidas y bajadas de precios sobre los mismos regresores.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Datos ajustados de estacionalidad y cambios impositivos.

nómicas. En particular, cuanto menor sea la tasa de inflación en el conjunto de la economía, menor será la frecuencia con la que los empresarios individuales revisan sus precios.

Finalmente, es relativamente común que las empresas utilicen políticas de formación de precios consistentes en emplear aquellas terminaciones que puedan resultar atractivas para el consumidor. Dentro de estas políticas, cabe mencionar los precios en términos redondeados, que se caracterizan por la presencia de ceros en su cifra o cifras finales, y los precios psicológicos (como, por ejemplo, 199), que pretenden generar la sensación de que el artículo es barato⁶. Este tipo de prácticas pueden contemplarse como una fuente de rigidez en el proceso de formación de precios en la medida en que, ante una determinada perturbación, los comerciantes puedan decidir retrasar el ajuste de sus precios hasta que se alcance un nuevo precio atractivo. Este comportamiento, por tanto, podría generar mayores duraciones de los precios (menor frecuencia de ajustes) y mayor tamaño de los cambios. En la muestra analizada se ha encontrado que los precios fijados en términos atractivos⁷ presentan una frecuencia media de cambio menor⁸ y un tamaño de cambio mayor, lo que es coherente con que las empresas que siguen estas estrategias solo cambian el precio cuando es adecuado establecerlo en un nuevo umbral atractivo.

Para resumir la influencia que los distintos factores analizados ejercen sobre la periodicidad de los cambios de precios se ha estimado un modelo *logit* para la probabilidad de cambiar precios. En este modelo, la variable dependiente es una variable binaria que señala si ha tenido lugar un cambio del precio. Las variables explicativas son variables ficticias que indican el mes, el tipo de producto y si el precio está fijado en términos atractivos, otra variable ficticia que toma valor 1 en enero de 1995 (el mes en el que se alteraron los tipos del IVA), la tasa de inflación y una variable que especifica el número de meses transcurridos desde el último cambio de precios. El modelo se estima con efectos fijos puesto que observaciones pertenecientes a una misma trayectoria (secuencia temporal de precios de un producto determinado en un

6. Véase Álvarez y Jareño (2002) para un análisis de la importancia de estas estrategias de fijación de precios. 7. Se ha considerado que un precio está fijado en términos atractivos si sus dos últimas cifras son: 00, 25, 50, 75, 90, 95 o 99. Hay que tener en cuenta que los precios de la base de datos se determinaron en pesetas. 8. Dado que en algún caso los precios contenidos en la base de datos son precios a los que se les ha aplicado algún coeficiente corrector (por ejemplo, por cambio de unidad), estas diferencias pueden estar infraestimadas y, en general, los resultados relativos a los precios atractivos deben tomarse con una cautela adicional.

%	Variación media	Incremento medio	Disminución media
Grupos del IPC			
Total	8,6	8,2	-10,3
Alimentos no elaborados	15,2	14,9	-15,6
Alimentos elaborados	7,3	6,9	-8,0
Industriales no energéticos	6,5	6,1	-8,3
Servicios	8,4	8,2	-11,2
Pro memoria			
Cambio impositivo. Enero de 1995	8,1	7,6	-11,8
Precios con atractivo comercial	9,5	9,1	-11,1
Precios sin atractivo comercial	8,1	7,7	-9,5

FUENTES: INE y Banco de España.

establecimiento dado) pueden tener características potencialmente correlacionadas con los regresores. Los resultados indican que la reforma del IVA generó un incremento sustancial [13,6 puntos porcentuales (pp)] en la probabilidad de cambiar el precio. El efecto de la inflación es positivo y significativo, aunque su magnitud es moderada: un incremento de un punto porcentual en la tasa de inflación se traduce en un incremento en la probabilidad de cambiar precios de 0,89 pp. Una vez que se controla por efectos fijos, los precios fijados en términos atractivos tienen una probabilidad de ser cambiados que es 6,8 pp más baja.

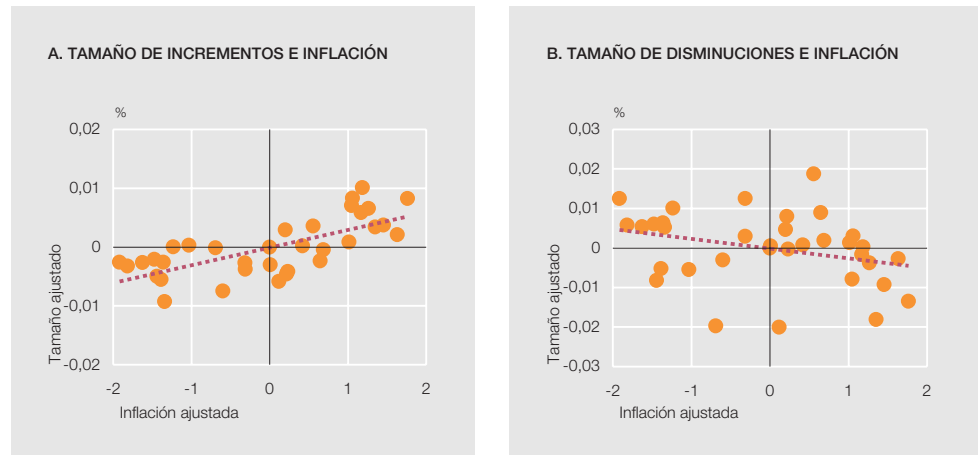
El tamaño de los ajustes de precios

En esta sección se analiza el tamaño de los cambios de precios definido como la variación logarítmica. El supuesto implícito en el análisis es que los precios cambian solamente una vez dentro de un determinado mes (o dentro de un determinado trimestre para aquellos artículos cuyo precio se recoge trimestralmente). Hay que señalar que en el caso de algunos alimentos no elaborados, cuyos precios duran a menudo menos de un mes, el cambio de precios calculado es la suma de los cambios ocurridos dentro de un determinado mes.

El cuadro 2 presenta el tamaño medio (en valor absoluto) de los cambios de precios para el conjunto de la muestra así como para los principales componentes del IPC⁹. El tamaño medio de los cambios de precios en la muestra analizada es del 8,6%. Las magnitudes medias difieren según el signo de los cambios de precios. Así, el tamaño medio de las subidas es del 8,2% y el de las bajadas del 10,3%. Estas estimaciones son similares a las disponibles para otros países de la zona del euro. En relación con las subidas de precios, Aucremanne y Dhyne (2004), Baudry et al. (2004) y Dias et al. (2004) estiman tamaños medios de las mismas de 6,8%, 12,5% y 8,1% para Bélgica, Francia y Portugal¹⁰, respectivamente, mientras que para los descensos los tamaños medios son 8,7%, 10,0% y 7,5%.

De nuevo, se aprecia una cierta heterogeneidad entre productos en el tamaño medio de los cambios de precios, aunque es menos pronunciada que en el caso de las frecuencias. Los cambios de precios de mayor magnitud se observan en los productos alimenticios no elaborados. Para esos artículos el tamaño medio de los incrementos de precios es del 14,9%, y el de los descensos de precios, del 15,6%. Cabe volver a mencionar que los factores meteoro-

9. Como en el caso de la frecuencia, se calcula el tamaño medio de los cambios de precios a nivel de subclase y, después, utilizando las ponderaciones del IPC, se obtiene el tamaño medio para los principales grupos del IPC y para el conjunto del IPC. 10. Las estimaciones para Bélgica y Portugal se corresponden con los valores medianos, que en las distribuciones de los tamaños de cambios de precios tienden a ser inferiores a los valores medios.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Datos ajustados de estacionalidad y cambios impositivos.

lógicos pueden desencadenar importantes cambios en la oferta de este tipo de productos, lo que, unido a la relativamente reducida elasticidad de su demanda, puede explicar las importantes fluctuaciones de sus precios. Además, estos productos son en general muy perecederos, lo que contribuye a que, cuando se aproxima el final de su ciclo vital, se produzcan importantes reducciones de sus precios. En el caso de los servicios, cuyos precios se suelen ajustar con reducida frecuencia, el tamaño de los ajustes es también elevado. La magnitud media de las subidas y bajadas de precios es del 8,2% y del 11,2%, respectivamente. Finalmente, los tamaños de los ajustes son algo menores en las otras dos categorías del IPC analizadas —alimentos elaborados y productos industriales no energéticos.

Al igual que en el caso de la frecuencia, se ha analizado la influencia sobre el tamaño medio de los cambios de precios de cuatro factores: la existencia de un patrón estacional, el impacto de la introducción de cambios en la imposición indirecta, la influencia del nivel de inflación y la relevancia de las estrategias de fijación de precios en términos atractivos. En primer lugar, los resultados indican que las diferencias estacionales son mucho menos acusadas que en el caso de la frecuencia de los ajustes y que se circunscriben básicamente a las subidas de precios y a los productos alimenticios no elaborados. Por otro lado, la evidencia obtenida (Pro memoria del cuadro 2) sugiere que el cambio impositivo del IVA no tuvo una incidencia muy marcada en el tamaño medio de los ajustes de precios, lo que se explica fundamentalmente por el reducido tamaño del cambio impositivo en comparación con el tamaño medio de los cambios de precios.

El gráfico 3 muestra la relación entre el tamaño medio de los incrementos y de las disminuciones de precios y la tasa de inflación¹¹. Este gráfico sugiere que, como cabe esperar, en los períodos de inflación elevada la magnitud media de las subidas de precios es más elevada y la magnitud media (en valor absoluto) de las bajadas es más reducida.

Como ya se mencionó anteriormente, la utilización de precios atractivos puede considerarse como una fuente de rigidez en la determinación de los precios. Así, las empresas que siguen estas prácticas pueden retrasar el ajuste de sus precios en respuesta a determinados *shocks*

11. Como en el caso del análisis de las frecuencias de ajuste, en el gráfico 3 tanto las series de tamaños como la tasa de inflación están ajustadas de estacionalidad y cambios impositivos.

hasta que el ajuste deseado alcance un nuevo umbral atractivo, pero una vez que esto se produce la magnitud del cambio puede ser mayor. Los resultados sugieren (véase Pro memoria del cuadro 2) que el tamaño medio de los cambios (tanto de los aumentos como de las disminuciones) de precios es mayor en el caso de los comerciantes que establecen precios en términos atractivos. Estos resultados generales se reproducen cuando se realiza el análisis para los principales grupos del IPC.

Conclusiones

Este trabajo ha analizado algunas características básicas del proceso de fijación de precios de consumo de la economía española, haciendo uso de un subconjunto de los precios individuales empleados para la elaboración del IPC base 1992. En particular, el análisis se ha centrado en la periodicidad y magnitud de los cambios de precios, examinando las diferencias existentes entre distintos tipos de productos y tratando de identificar algunos factores que pueden condicionar estas características del proceso de fijación de precios. Las principales conclusiones del análisis pueden sintetizarse como sigue:

1. Los precios de consumo muestran un grado de rigidez moderado. La frecuencia media mensual de cambios en precios es 0,15. Expresado en otros términos, los precios cambian en promedio cada 6 o 7 meses.
2. Existe una elevada heterogeneidad en la frecuencia de ajuste de precios. Esta frecuencia oscila entre 0,5 en el caso de los alimentos no elaborados, por lo que sus precios se cambian cada dos meses, y 0,06 en el caso de los servicios, lo que implica que sus precios permanecen en promedio inalterados por encima de un año.
3. En el conjunto de la economía, la frecuencia de disminuciones de precios es solo ligeramente inferior a la frecuencia de aumentos de precios, lo que parece sugerir que no existe un elevado grado de rigidez nominal a la baja. No obstante, existe cierto grado de heterogeneidad, siendo particularmente reducido el porcentaje de bajadas de precios correspondientes a servicios.
4. Aunque los precios de consumo no cambian a menudo, cuando lo hacen la magnitud del ajuste es relativamente elevada. El tamaño medio del cambio de precios, en valor absoluto, es del 8,6%. Además, el tamaño medio de las reducciones de precios es mayor que el de los aumentos.
5. La frecuencia de cambios de precios presenta una estacionalidad acusada. En principio, esto parece sugerir que algunas empresas siguen reglas de fijación de precios dependientes del tiempo. No obstante, no se puede descartar que los cambios en los costes de producción presenten un perfil estacional similar, lo que constituiría un indicio favorable a la existencia de estrategias de fijación de precios dependientes del estado.
6. Tanto la frecuencia como la magnitud de los cambios de precios dependen de la tasa de inflación. Así, alzas (bajadas) de precios son más (menos) frecuentes cuando el nivel de inflación de la economía es más elevado, lo que es coherente con la utilización de reglas de fijación de precios dependientes del estado.
7. La vigencia de este tipo de reglas también viene avalada por el hecho de que la frecuencia de los ajustes varía significativamente cuando se producen cambios en la imposición indirecta.

8. La utilización de precios atractivos está asociada a una menor frecuencia y a una mayor magnitud de los ajustes de precios. En términos absolutos, tanto los recortes como las subidas de precios son de mayor magnitud en los comercios que siguen políticas de fijación de precios en términos atractivos.

9. No hay evidencia de que a nivel individual exista una relación significativa entre el tamaño del ajuste de precios y el tiempo transcurrido desde el último cambio.

20.10.2004.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L., e I. HERNANDO (2004). *Price setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data*, Documento de Trabajo de próxima publicación, Banco de España.
- ÁLVAREZ, L., y J. JAREÑO (2002). *Implicaciones para la inflación de la conversión de precios a euros*, Documento de Trabajo n.º 0202, Banco de España.
- AUCREMANNE, L., y E. DHYNE (2004). *How frequently do prices change? Empirical evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI*, ECB Working Paper n.º 331.
- BAUDRY, L., H. LE BIHAN, P. SEVESTRE, y S. TARRIEU (2004). *Price rigidity in France. Some evidence from consumer price micro-data*, ECB Working Paper n.º 384.
- DIAS, M., D. DIAS, y P. NEVES (2004). *Stylised features of price setting behaviour in Portugal: 1992-2001*, ECB Working Paper n.º 332.

Introducción

Durante el tercer trimestre de 2004, la promulgación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente escasa.

En primer lugar, se ha actualizado la normativa del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) para incorporar los últimos cambios introducidos por el Banco Central Europeo (BCE) en el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET). En concreto, se ha establecido que tanto la entidad emisora como la receptora de una orden de pago puedan reclamar una compensación por sus gastos de administración en caso de mal funcionamiento del sistema.

En segundo lugar, se ha modificado la normativa de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito para ampliar la relación de bancos multilaterales de desarrollo, así como recoger la nueva denominación de dos de ellos.

En el ámbito del mercado de valores, se han establecido, por un lado, las obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda, así como el intercambio de información entre Administraciones Tributarias de la Unión Europea (UE) respecto de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la UE, y, por otro, la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

Finalmente, se han publicado nuevos reglamentos de los impuestos sobre la renta de las personas físicas, sobre sociedades y sobre la renta de no residentes, con el objeto de refundir en un único cuerpo normativo todas las disposiciones reglamentarias vigentes de los citados impuestos.

Sistema Europeo de Bancos Centrales: modificación del sistema TARGET

El Consejo de Gobierno del BCE publicó la *Orientación BCE/2004/4, de 21 de abril* (DOUE de 9 de junio), por la que se modificaron algunos aspectos recogidos en la *Orientación BCE/2001/3, de 26 de abril*, que establece los fundamentos del TARGET.

El contenido de la nueva Orientación se refiere, básicamente, a dos aspectos. Por una parte, se introduce una mención expresa que generaliza la posibilidad de que los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los Estados miembros de la Unión Europea que no han adoptado el euro puedan conectarse al sistema TARGET. La implantación de este aspecto no requiere, sin embargo, una modificación específica de la normativa del SLBE.

Por otro lado, la Orientación modifica determinados aspectos relacionados con el sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET, de forma que ahora tanto la entidad emisora como la receptora de una orden de pago puedan reclamar una compensación por sus gastos de administración.

Con el fin de incorporar estos últimos cambios a la normativa del SLBE, el Banco de España ha publicado la *CBE 2/2004, de 23 de julio*, sobre actualización del sistema de compensación

en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET (BOE de 30 de julio), que modifica la CBE 2/2003, de 24 de junio¹.

La CBE 2/2003 contemplaba que la *entidad emisora* de las órdenes de pago pudiera realizar una reclamación de compensación en concepto de intereses y de los gastos de administración y que la *entidad receptora* de las órdenes de pago pudiera realizar una reclamación de compensación solo en concepto de intereses. Ahora, como novedad, la CBE 2/2004 establece que la *entidad receptora* de órdenes de pago puede realizar una reclamación de compensación por sus gastos de administración, siempre que el participante no hubiera recibido un pago por TARGET que esperaba recibir en el día en que se produjo el mal funcionamiento del sistema. En este caso, y como ocurría anteriormente, también se podría reclamar una compensación en concepto de intereses si el participante hubiera recurrido a la facilidad marginal de crédito o si, tratándose de un participante sin acceso a dicha facilidad, tuviese un saldo deudor al finalizar la sesión. También cabe dicha posibilidad si el sistema de pagos nacional que sufrió el mal funcionamiento fuese el de la entidad receptora o, en caso de no ser así, el mal funcionamiento del sistema se hubiese producido a última hora de la sesión de TARGET, de modo que fuese técnicamente imposible para la entidad receptora acudir al mercado monetario.

Respecto al cálculo de la compensación por los gastos de administración, para las entidades emisoras de órdenes de pago, se reduce a la mitad la cuantía fijada en la Circular 2/2003, quedando, por tanto, establecida en 50 euros para la primera orden de pago no completada en la fecha debida con cada entidad receptora, 25 euros para las siguientes cuatro órdenes dirigidas a la misma entidad receptora, y 12,50 euros por cada orden de pago adicional en las mismas circunstancias. Estas cantidades serán idénticas en el caso de las entidades receptoras.

Por último, se mantiene sin variación el cálculo de la compensación en concepto de intereses tanto para las entidades emisoras como para las receptoras. En este sentido, cabe recordar que la compensación en concepto de intereses se determinaba aplicando un tipo de referencia al importe de la orden de pago no procesada por cada día del período de mal funcionamiento. Dicho tipo de referencia será el menor entre el índice medio del tipo del euro a un día (*euro overnight index average*, EONIA), y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito.

**Entidades de crédito:
modificación
de la normativa de
los recursos propios
mínimos**

La Directiva 2004/69/CE de la Comisión, de 27 de abril de 2004, modificó la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en lo que respecta a la definición de «bancos multilaterales de desarrollo», incluyendo por primera vez en la relación de los mismos la *Oficina Multilateral de Garantía de Inversiones*, integrada en el grupo del Banco Mundial.

Con el fin de transponerlo a la normativa española, se ha publicado la *CBE 3/2004, de 23 de julio*, por la que se amplía la relación de bancos multilaterales de desarrollo contenida en la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito.

Al mismo tiempo, se aprovecha esta regulación para recoger la nueva denominación de «Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo», en sustitución de «Banco para la Recons-

¹. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 2003, pp. 106-108.

trucción y Desarrollo Europeo», y de «Fondo para la Reinstalación del Consejo de Europa», en lugar de «Banco de Desarrollo del Consejo de Europa».

Obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea

El Real Decreto 2281/1998, de 23 octubre, desarrolló, entre otros aspectos, las disposiciones aplicables a determinadas obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria.

Recientemente, se ha modificado el Real Decreto 2281/1998 mediante la publicación del *Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio* (BOE de 7 de agosto), por el que se establecen las obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea.

El Real Decreto desarrolla las obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria por parte de determinadas personas o entidades mencionadas en la norma. En particular, establece la presentación de declaraciones anuales con información acerca de las personas autorizadas en cuentas bancarias, de algunas operaciones realizadas con activos financieros y con participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea.

Por otro lado, precisa las obligaciones de información que tendrán que asumir determinadas entidades respecto de la emisión de participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda. En concreto, se detallan las obligaciones de información de las entidades de crédito dominantes o entidades cotizadas que no sean de crédito respecto de las emisiones de participaciones preferentes y de otros instrumentos de deuda realizadas por entidades participadas o controladas en su totalidad por aquellas.

Asimismo, incorpora al ordenamiento jurídico interno la Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses. En este sentido, hay que destacar dos aspectos: en primer lugar, se concreta el ámbito de aplicación de las obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria respecto de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea, se delimitan las rentas que deben ser objeto de información, y se establecen los sujetos obligados al suministro de información en función de los diferentes tipos de rentas.

En segundo lugar, se estipulan los plazos y procedimientos para el intercambio de información entre la Administración Tributaria y los otros Estados miembros. En particular, se establece un plazo de seis meses después de finalizar el año natural, y se determina el procedimiento que deberán seguir los pagadores de rentas para identificar tanto al perceptor como su residencia para realizar el suministro de información de manera adecuada, con el objeto de que cada Estado miembro reciba información de sus residentes, distinguiéndose entre los contratos formalizados antes del 1 de enero de 2004 y los formalizados a partir de esa fecha.

Finalmente, habilita al ministro de Economía y Hacienda para la determinación del plazo, lugar y forma en que debe hacerse efectivo el suministro de información.

La entrada en vigor del Real Decreto será el día siguiente de su publicación en el BOE, si bien las normas que se incorporan al ordenamiento jurídico como consecuencia de la aprobación de la Directiva 2003/48/CE entrarán en vigor el 1 de julio de 2005.

**Sociedades emisoras
de valores: información de
las operaciones
vinculadas**

La Ley 24/1988, de 28 de julio², del mercado de valores, en la redacción dada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre³, de medidas de reforma del sistema financiero, estableció que las sociedades emisoras deberían incluir necesariamente en las informaciones semestrales que les exige la ley información cuantificada de todas las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas en la forma que determine el Ministerio de Economía o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV). Además, señalaba que este Ministerio determinaría las operaciones sobre las que habrá de facilitarse información individualizada en el caso de que aquellas fueran significativas por su cuantía o relevantes, así como las operaciones vinculadas sobre las que no habría que facilitar información, fundado en causa legítima.

Por otra parte, en aras de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, la Ley 26/2003, de 17 de julio⁴, por la que se modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, introdujo nuevas obligaciones de información societaria, como la de hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo en cuyo contenido mínimo figurarán las operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores y cargos directivos.

Con el objeto regular algunas de las materias mencionadas, se ha publicado la *Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre* (BOE del 27), sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales (en adelante, las sociedades).

Las sociedades deberán incluir necesariamente en las informaciones semestrales determinada información cuantificada de todas las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas.

La norma define dos conceptos: por un lado, considera *parte vinculada* cuando una de ellas, o un grupo que actúa en concierto, ejerce o tiene la posibilidad de ejercer directa o indirectamente, o en virtud de pactos o acuerdos entre accionistas, el control sobre la otra o una influencia significativa⁵ en la toma de decisiones financieras y operativas de esa otra. Por otro, considera *operación vinculada* toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre las partes vinculadas con independencia de que exista o no contraprestación.

En cualquier caso, deberá informarse, entre otros, de los siguientes tipos de operaciones vinculadas: las compras o ventas de bienes, terminados o no, y de inmovilizado, ya sea material, intangible o financiero; la prestación o recepción de servicios; los contratos de colaboración; los contratos de arrendamiento financiero; los acuerdos de financiación, incluyendo préstamos y aportaciones de capital, ya sean en efectivo o en especie; intereses abonados o cargados, o aquellos devengados pero no pagados o cobrados; los dividendos y otros beneficios distribuidos; y las aportaciones a planes de pensiones y seguros de vida.

No será necesario informar sobre las operaciones entre sociedades de un mismo grupo consolidado, siempre y cuando hubieran sido objeto de eliminación en los estados financieros consoli-

2. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, pp. 61 y 62. 3. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 2003, pp. 75-89. 4. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 2003, pp. 97-99. 5. Se entenderá por «influencia significativa» la posibilidad de designar o destituir algún miembro del consejo de administración de la sociedad, o haber propuesto la designación o destitución de algún miembro del consejo de administración de la sociedad. También se entiende por influencia significativa la participación en las decisiones financieras y operativas de una entidad, aunque no se ejerza el control sobre esta.

datos y formaran parte del tráfico habitual de las sociedades. Tampoco será necesario informar en el caso de operaciones que formen parte del tráfico ordinario de la compañía, se efectúen en condiciones normales y sean de escasa relevancia a efectos de la imagen fiel de la entidad.

La información sobre operaciones con partes vinculadas se presentará desglosada bajo los epígrafes siguientes: a) operaciones realizadas con los accionistas significativos de la sociedad; b) operaciones realizadas con administradores y directivos de la sociedad; c) operaciones realizadas entre personas, sociedades o entidades del grupo, y d) operaciones con otras partes vinculadas.

Dentro de cada epígrafe se dará información cuantificada de las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas hasta su extinción. La información versará sobre el tipo y la naturaleza de las operaciones efectuadas, su cuantificación, el beneficio o pérdida que cada tipo de operación haya devengado para la entidad, la política de precios empleada, condiciones y plazos de pago, los detalles de garantías otorgadas y recibidas y las partes vinculadas que han intervenido en ellas, así como cualquier otro aspecto de las operaciones que permita una adecuada interpretación de la transacción efectuada, pudiendo agregarse la información cuando se trate de partidas de contenido similar.

De cualquier modo, las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales estarán obligadas a facilitar información de carácter individualizado sobre las operaciones vinculadas que fueran significativas por su cuantía o relevantes para una adecuada comprensión de la información pública periódica.

Finalmente, la CNMV podrá eximir, de manera individual, del cumplimiento de estos deberes cuando la información fuera contraria al interés público o en detrimento grave de quien la divulga por contener algún secreto industrial, comercial o financiero o algún dato que afecte negativamente a su posición competitiva, siempre y cuando tal omisión no induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento fuera esencial para la evaluación de los valores afectados.

**Nuevos reglamentos
de los impuestos sobre
la renta de las personas
físicas, sobre sociedades
y sobre la renta
de no residentes**

INTRODUCCIÓN

La disposición adicional cuarta de la Ley 46/2002, de 18 de diciembre⁶, de reforma parcial del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), por la que se modifican las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la Renta de no Residentes, en la redacción dada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, establecía que el Gobierno debía elaborar y aprobar en el plazo de 15 meses a partir de la entrada en vigor de esta Ley los textos refundidos del IRPF, del impuesto sobre la renta de no residentes y del impuesto sobre sociedades. Dando cumplimiento a dicho precepto, el Gobierno publicó el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprobaba el texto refundido de la Ley del IRPF; el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprobaba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, y el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprobaba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

NUEVO REGLAMENTO
DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA
DE LAS PERSONAS FÍSICAS

El Real Decreto 214/1999, de 5 de febrero, por el que se aprobó el Reglamento del IRPF, que ahora se deroga, contenía las disposiciones reglamentarias que desarrollaban la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del IRPF y otras normas tributarias. Con el ánimo de refundir en un único cuerpo normativo todas las disposiciones reglamentarias publicadas desde esa fecha, se ha

6. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 2003, pp. 1-94.

promulgado el *Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio* (BOE de 4 de agosto), por el que se aprueba el Reglamento del IRPF.

En este Real Decreto se introducen modificaciones técnicas de referencias efectuadas en el texto anterior debido a la reciente aprobación de algunas normas, tales como la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, y la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, general tributaria. Asimismo, se incorporan los nuevos supuestos que determinan la obligación de declarar y que afectan a los contribuyentes que tengan derecho a deducción por cuenta ahorro-empresa o que realicen aportaciones a patrimonios protegidos de las personas con discapacidad o a planes de previsión asegurados. También se recogen las obligaciones de retener e ingresar a cuenta de los representantes designados por las entidades aseguradoras y por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, que operen en España en régimen de libre prestación de servicios. Finalmente, se han convertido en euros los importes que todavía figuraban en pesetas.

NUEVO REGLAMENTO
DEL IMPUESTO
SOBRE SOCIEDADES

El Real Decreto 537/1997, de 14 de abril, por el que se aprobó el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, que ahora se deroga, contenía las disposiciones reglamentarias que desarrollaban el régimen de tributación de los contribuyentes por el impuesto sobre sociedades, regulado por la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del impuesto sobre sociedades. Del mismo modo, se ha procedido a refundir en un único texto todas las disposiciones reglamentarias publicadas desde esa fecha, mediante la promulgación del *Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio* (BOE de 6 de agosto), por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.

Como en el caso anterior, en este Real Decreto se introducen algunas modificaciones técnicas derivadas de la publicación de determinadas normas, como la Ley Concursal y la Ley General Tributaria, ya citadas, y el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. En relación con este último Real Decreto, se extiende la exoneración de la obligación de practicar retención de los intereses percibidos por todas las empresas de servicios de inversión.

Asimismo, entre los supuestos en los que no existe obligación de retener, se añade uno nuevo para las rentas derivadas de la variación en los compromisos por pensiones que estén instrumentados en un contrato de seguro colectivo que haya sido objeto de un plan de financiación, en tanto no se haya dado cumplimiento íntegro al mismo.

Por otra parte, se han suprimido los preceptos reglamentarios de desarrollo del régimen de reinversión de beneficios extraordinarios, contenidos en la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del impuesto de sociedades, y se ha completado la relación de sujetos obligados a practicar retención o ingreso a cuenta, incluyéndose a los representantes de determinadas entidades que operan en España en régimen de libre prestación de servicios, designados de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, y en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, respectivamente. Finalmente, se han convertido en euros los importes que todavía figuraban en pesetas.

NUEVO REGLAMENTO
DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA
DE NO RESIDENTES

El Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, que ahora se deroga, contenía las disposiciones reglamentarias que desarrollaban el régimen de tributación de los contribuyentes no residentes establecido por la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del impuesto sobre la renta de no residentes y normas tributarias. Al igual que en los casos anteriores, se ha promulgado el *Real*

Decreto 1776/2004, de 30 de julio (BOE de 5 de agosto), por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, que reúne en una única norma todas las disposiciones reglamentarias publicadas desde esa fecha.

Este Real Decreto da nueva numeración a los artículos y a determinados capítulos del Reglamento del Impuesto, adaptándose al orden seguido en el texto refundido de la Ley del Impuesto, e introduce modificaciones técnicas de referencias efectuadas en el texto de algunas normas, de acuerdo con la publicación de la citada Ley General Tributaria, y del Real Decreto 1496/2003, de 28 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento que regula las obligaciones de facturación.

Finalmente, en virtud de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, se completa la relación de sujetos obligados a practicar retención o ingreso a cuenta, incluyéndose a los representantes designados que actúen en nombre de las gestoras que operen en régimen de libre prestación de servicios.

18.10.2004.

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. Deflatores 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).

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS
DE CAMBIO

- 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*
- 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 plazo¹ 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).

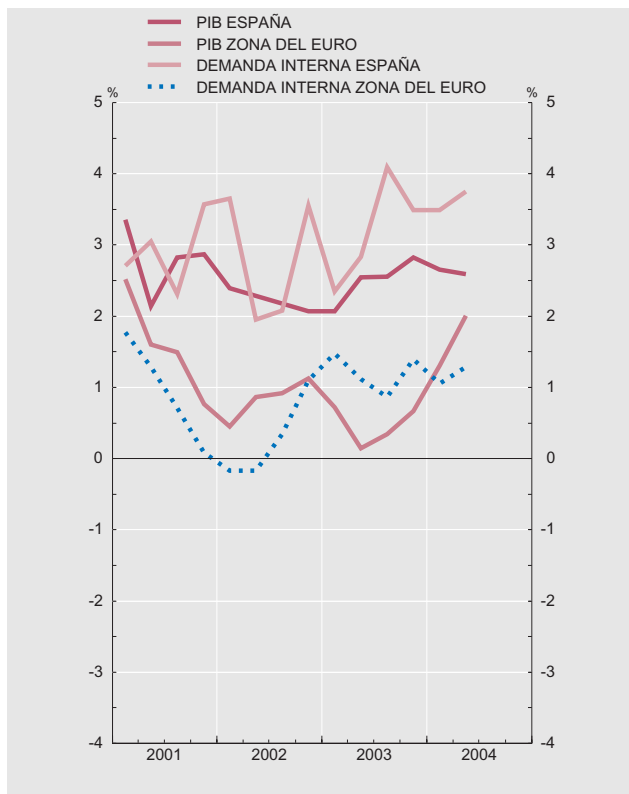
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

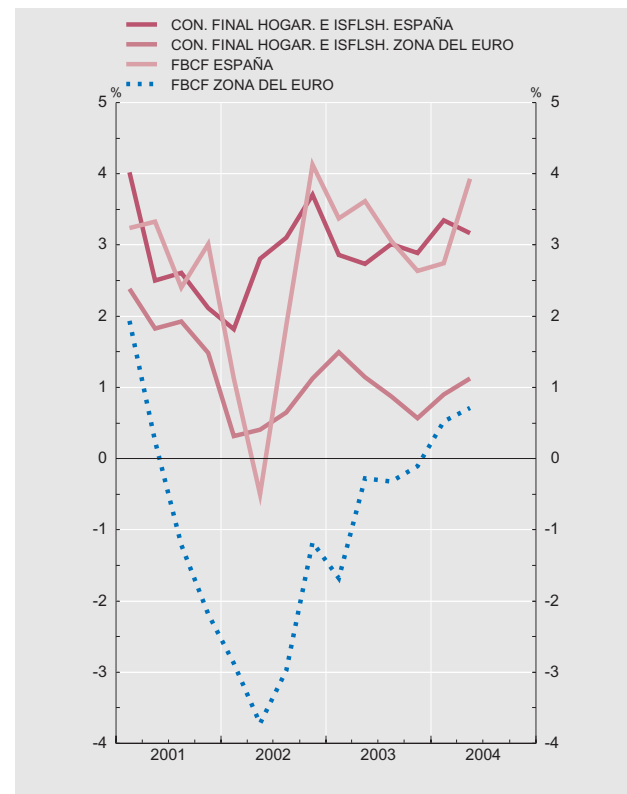
Tasas de variación interanual

		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	1,9	3,5	2,5	3,0	-0,3	2,9	1,0	3,6	3,5	3,9	1,9	654	6 843
02	P	2,2	0,8	2,9	0,6	4,1	3,1	1,7	-2,7	2,8	0,3	1,2	1,8	3,1	0,3	699	7 076
03	P	2,5	0,5	2,9	1,0	3,9	1,7	3,2	-0,6	3,2	1,2	2,6	0,1	4,8	2,1	745	7 256
01	///	2,8	1,5	2,6	1,9	3,7	2,7	2,4	-1,2	2,3	0,7	3,4	2,2	1,7	0,1	165	1 715
	IV	2,9	0,8	2,1	1,5	3,7	2,8	3,0	-2,2	3,6	0,1	-2,4	-1,8	-0,1	-3,8	167	1 728
02	I	2,4	0,4	1,8	0,3	4,0	2,8	1,1	-2,9	3,7	-0,2	-4,0	-1,6	0,2	-3,4	170	1 749
	II	2,3	0,9	2,8	0,4	4,3	3,4	-0,5	-3,7	1,9	-0,2	1,4	2,0	0,4	-0,7	173	1 762
	III	2,2	0,9	3,1	0,7	4,2	3,2	1,9	-3,0	2,1	0,3	3,0	3,0	2,7	1,5	176	1 778
	IV	2,1	1,1	3,7	1,1	3,9	3,0	4,1	-1,2	3,6	1,1	4,7	3,6	9,3	3,7	179	1 787
03	I	2,1	0,7	2,9	1,5	4,0	2,0	3,4	-1,7	2,4	1,5	1,9	1,5	2,8	3,6	182	1 797
	II	2,5	0,1	2,7	1,1	3,5	1,7	3,6	-0,3	2,8	1,1	3,9	-1,4	4,7	1,1	184	1 802
	III	2,6	0,3	3,0	0,9	3,8	1,8	3,1	-0,3	4,1	0,9	3,1	0,1	7,9	1,5	187	1 822
	IV	2,8	0,7	2,9	0,6	4,2	1,5	2,6	-0,1	3,5	1,4	1,6	0,3	3,7	2,2	191	1 835
04	I	2,7	1,3	3,3	0,9	4,3	1,6	2,7	0,5	3,5	1,1	5,5	3,5	7,8	2,9	194	1 856
	II	2,6	2,0	3,2	1,1	4,3	1,7	3,9	0,7	3,8	1,3	4,7	8,1	8,1	6,5	196	1 877

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.

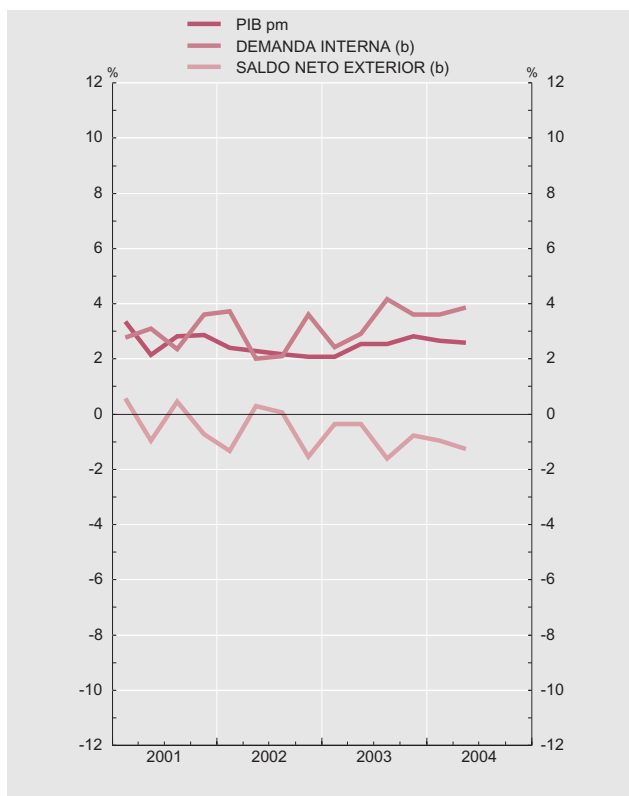
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

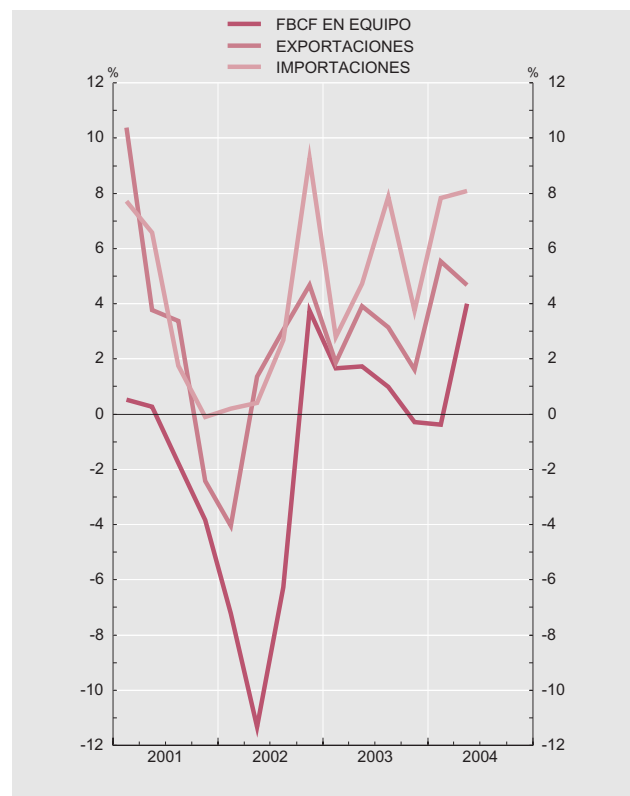
Tasas de variación interanual

		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 de bienes y servicios (b)	Demanda interna (b)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
01	P	3,0	-1,2	5,3	3,7	-0,1	3,6	2,4	3,3	11,1	3,9	3,3	9,2	6,9	-0,2	3,0	2,8
02	P	1,7	-5,4	5,2	3,0	0,0	1,2	3,0	-7,3	3,5	3,1	3,4	4,9	0,9	-0,6	2,9	2,2
03	P	3,2	1,0	4,3	3,0	0,1	2,6	3,9	-0,3	-0,6	4,8	5,2	5,0	2,3	-0,8	3,3	2,5
01	///	2,4	-1,8	4,3	4,4	-0,4	3,4	2,4	1,1	12,1	1,7	1,2	4,5	4,4	0,5	2,4	2,8
IV	P	3,0	-3,8	6,3	5,2	0,9	-2,4	-4,4	-1,6	7,4	-0,1	-0,7	6,0	2,4	-0,7	3,6	2,9
02	I	1,1	-7,2	5,3	3,6	1,7	-4,0	-4,2	-8,1	2,4	0,2	0,1	1,4	0,3	-1,3	3,7	2,4
II	P	-0,5	-11,3	4,9	2,5	-0,3	1,4	3,3	-9,5	6,0	0,4	0,8	3,1	-2,5	0,3	2,0	2,3
III	P	1,9	-6,3	6,3	2,7	-0,9	3,0	5,2	-6,6	4,1	2,7	2,5	10,4	1,9	0,1	2,1	2,2
IV	P	4,1	3,7	4,6	3,3	-0,3	4,7	7,7	-5,2	1,8	9,3	10,3	5,0	3,9	-1,5	3,6	2,1
03	I	3,4	1,7	4,2	3,4	-0,8	1,9	2,9	-3,1	2,7	2,8	2,5	1,2	4,8	-0,4	2,4	2,1
II	P	3,6	1,7	4,6	3,3	-0,2	3,9	5,3	0,9	0,1	4,7	4,8	3,7	4,2	-0,4	2,9	2,5
III	P	3,1	1,0	4,1	2,9	0,9	3,1	4,7	0,5	-1,7	7,9	9,2	5,0	0,5	-1,6	4,2	2,6
IV	P	2,6	-0,3	4,2	2,4	0,4	1,6	2,7	0,7	-3,2	3,7	4,1	9,9	0,0	-0,8	3,6	2,8
04	I	2,7	-0,4	4,3	2,8	0,2	5,5	8,3	0,1	-1,9	7,8	8,5	21,1	0,6	-1,0	3,6	2,7
II	P	3,9	4,0	4,2	2,9	0,2	4,7	7,4	-2,2	-2,0	8,1	9,0	20,2	-0,4	-1,3	3,9	2,6

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



PIB, COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

b. Aportación al crecimiento del PIBpm.

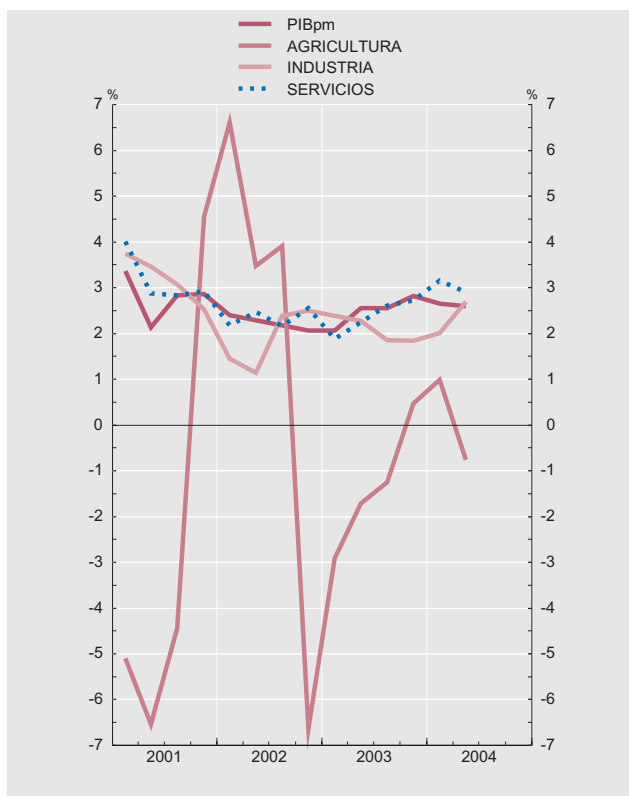
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. PRECIOS CONSTANTES DE 1995. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

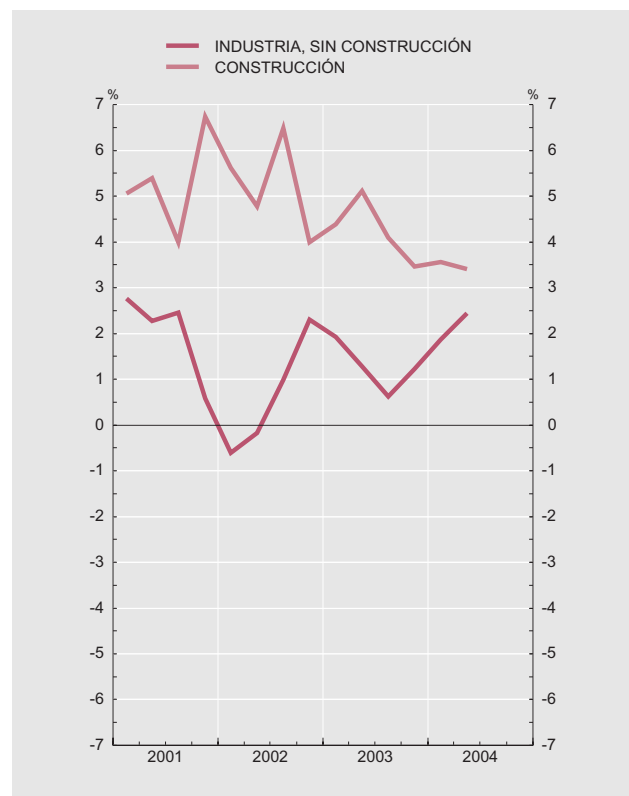
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
01	P	2,8	-2,9	4,6	2,0	5,3	3,2	3,2	2,9	2,3	1,0	0,8
02	P	2,2	1,7	0,9	0,6	5,2	2,3	2,2	2,7	2,3	-0,3	4,6
03	P	2,5	-1,4	1,3	1,3	4,3	2,4	2,1	3,3	5,3	5,9	8,7
01 ///	P	2,8	-4,4	4,2	2,5	4,0	2,8	2,7	3,2	6,3	-3,1	4,5
01 IV	P	2,9	4,6	3,3	0,6	6,7	2,9	2,7	3,7	6,3	-	-3,8
02 I	P	2,4	6,6	2,7	-0,6	5,6	2,2	1,8	3,4	5,0	-3,2	6,4
02 II	P	2,3	3,5	-0,1	-0,2	4,8	2,5	2,3	3,0	7,0	-	0,0
02 III	P	2,2	3,9	0,7	1,0	6,5	2,2	2,1	2,4	-0,0	0,8	2,6
02 IV	P	2,1	-6,6	0,3	2,3	4,0	2,6	2,7	1,9	-2,3	1,2	9,6
03 I	P	2,1	-2,9	0,3	1,9	4,4	1,9	1,5	3,1	3,2	3,3	7,0
03 II	P	2,5	-1,7	0,9	1,3	5,1	2,2	2,1	2,8	7,3	4,0	8,0
03 III	P	2,6	-1,2	2,9	0,6	4,1	2,6	2,4	3,3	4,9	9,1	8,6
03 IV	P	2,8	0,5	1,2	1,2	3,5	2,7	2,4	3,9	6,0	7,3	11,1
04 I	P	2,7	1,0	-0,8	1,9	3,6	3,2	3,1	3,4	0,6	15,5	4,5
04 II	P	2,6	-0,8	2,3	2,4	3,4	2,9	2,8	3,2	0,1	9,9	3,9

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

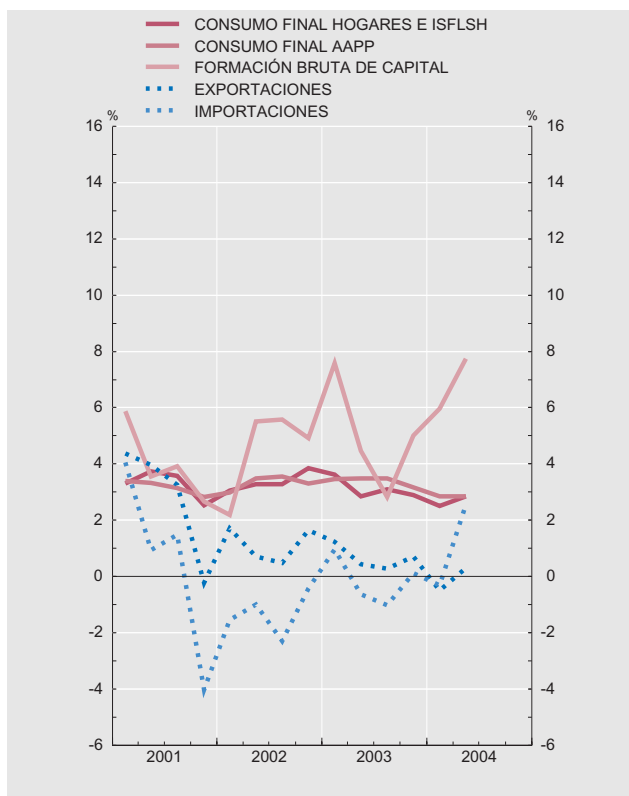
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

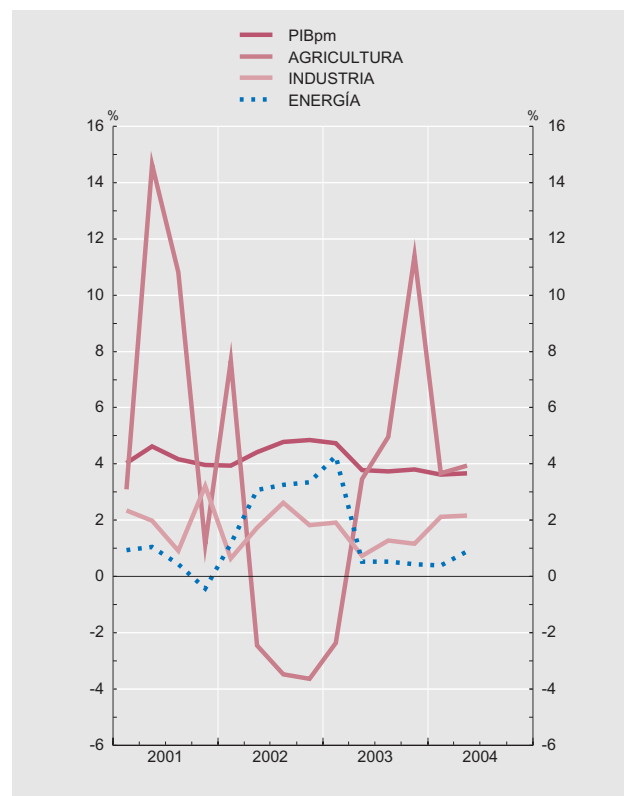
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad							
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramaria agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	De los que		
				Total	Del cual									Ramas de los servicios	Servicios de mercado	
					Formación bruta de capital fijo	Bienes de equipo										Construcción	Otros productos
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	5,5	3,7	2,7	0,5	4,2	7,3	0,5	2,1	6,8	4,7	5,1
02	P	3,4	3,3	4,5	1,6	5,3	4,7	1,1	-1,3	4,5	-0,6	2,7	1,7	7,1	5,0	5,4
03	P	3,1	3,4	5,0	1,9	6,0	5,4	0,7	-0,2	4,0	4,2	1,4	1,3	6,7	4,1	4,2
01	///	3,6	3,2	3,9	0,7	6,0	3,7	3,3	1,5	4,2	10,8	0,4	0,9	6,5	4,7	5,2
	IV	2,5	2,8	2,7	0,3	2,8	3,0	-0,2	-4,0	4,0	1,2	-0,4	3,2	5,6	4,4	4,7
02	I	3,1	3,0	2,2	0,8	4,4	3,7	1,7	-1,6	4,0	7,7	1,2	0,6	6,5	4,3	4,5
	II	3,3	3,5	5,5	1,6	4,9	4,3	0,7	-1,0	4,4	-2,4	3,1	1,7	6,6	5,0	5,4
	III	3,3	3,6	5,6	2,0	5,1	5,3	0,5	-2,3	4,8	-3,5	3,3	2,6	8,1	5,2	5,6
	IV	3,9	3,3	4,9	2,0	6,6	5,4	1,6	-0,4	4,8	-3,6	3,3	1,8	7,2	5,4	5,9
03	I	3,6	3,5	7,6	2,1	5,9	4,6	1,2	1,0	4,7	-2,4	4,3	1,9	6,7	5,2	5,7
	II	2,9	3,5	4,5	2,0	5,8	5,7	0,4	-0,6	3,8	3,5	0,5	0,7	6,4	3,8	3,8
	III	3,1	3,5	2,8	1,8	5,9	5,3	0,3	-1,0	3,7	5,0	0,5	1,3	6,1	3,7	3,8
	IV	2,9	3,2	5,0	1,8	6,5	6,1	0,7	0,1	3,8	11,4	0,4	1,2	7,5	3,5	3,5
04	I	2,5	2,9	6,0	1,9	7,4	6,5	-0,5	-0,3	3,6	3,7	0,4	2,1	8,1	3,4	3,4
	II	2,9	2,9	7,7	2,0	7,8	7,7	0,3	2,5	3,7	3,9	0,9	2,2	8,2	3,5	3,7

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España).

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

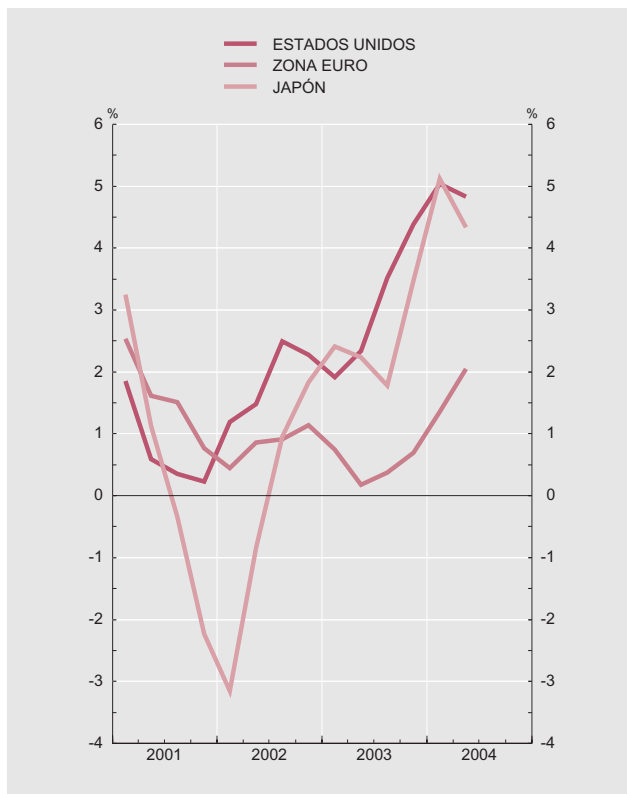
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

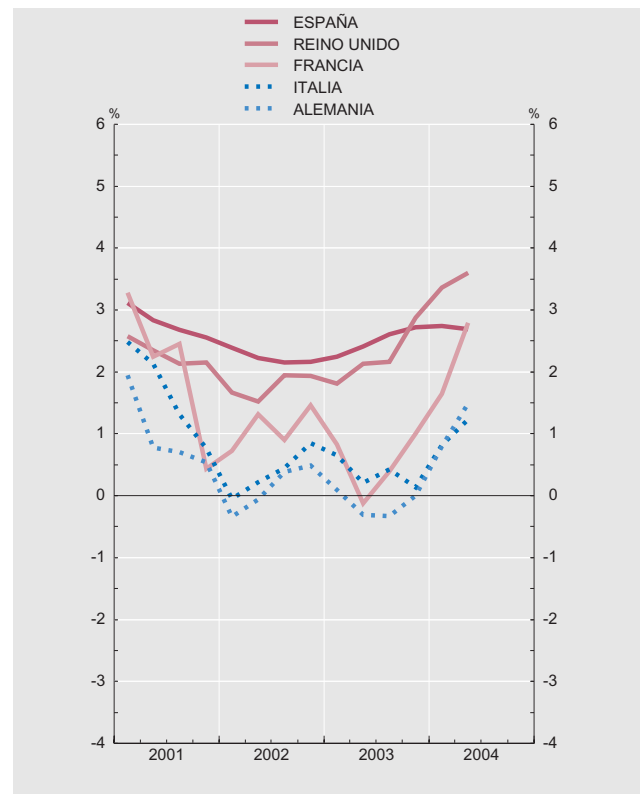
Tasas de variación interanual

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
01	1,0	1,7	1,6	1,0	2,8	0,8	2,1	1,7	0,4	2,3
02	1,8	1,0	0,8	0,1	2,2	1,9	1,1	0,4	-0,3	1,8
03	2,2	0,8	0,5	-0,1	2,5	3,0	0,5	0,4	2,5	2,2
01 //	1,0	1,7	1,6	0,8	2,1	0,6	2,2	2,1	1,1	2,4
01 ///	0,6	1,6	1,5	0,7	2,8	0,4	2,5	1,3	-0,3	2,1
01 IV	0,3	1,0	0,8	0,5	2,9	0,2	0,4	0,8	-2,2	2,2
02 /	0,7	0,7	0,4	-0,3	2,4	1,2	0,7	-0,1	-3,2	1,7
02 //	1,5	1,0	0,9	-0,1	2,3	1,5	1,3	0,2	-0,8	1,5
02 ///	2,3	1,1	0,9	0,4	2,2	2,5	0,9	0,5	1,0	1,9
02 IV	2,4	1,2	1,1	0,5	2,1	2,3	1,5	0,8	1,8	1,9
03 /	2,0	0,9	0,7	0,1	2,1	1,9	0,8	0,6	2,4	1,8
03 //	1,8	0,5	0,2	-0,3	2,5	2,3	-0,1	0,2	2,2	2,1
03 ///	2,2	0,7	0,4	-0,3	2,6	3,5	0,4	0,4	1,8	2,2
03 IV	2,9	1,1	0,7	0,0	2,8	4,4	1,0	0,1	3,5	2,9
04 /	3,5	1,7	1,4	0,8	2,7	5,0	1,6	0,8	5,1	3,4
04 //	...	2,3	2,0	1,5	2,6	4,8	2,8	1,2	4,3	3,6

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



Fuentes: BCE, INE y OCDE.

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

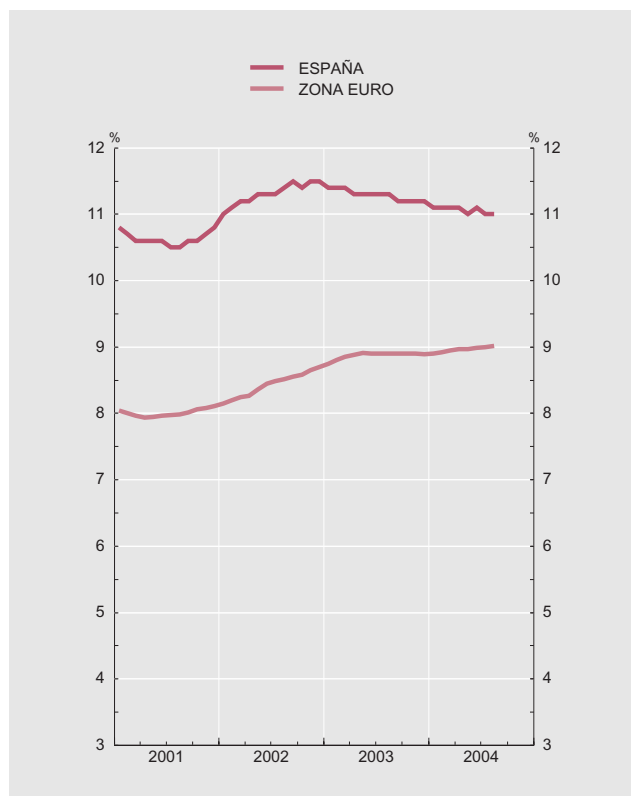
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

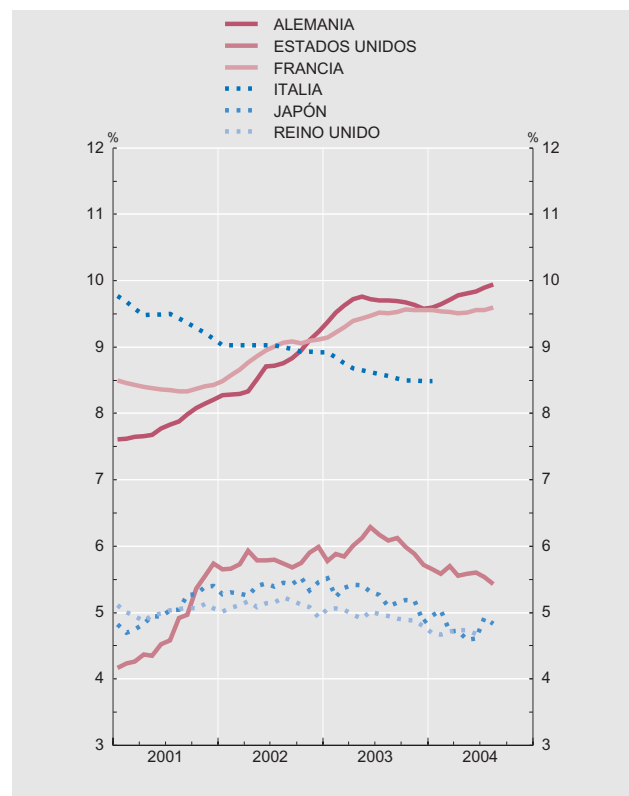
Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 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
03 Mar	7,1	8,0	8,9	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	9,4	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	9,5	8,6	5,3	5,0
Jul	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,2	9,5	8,6	5,3	5,0
Ago	7,2	8,1	8,9	9,7	11,3	6,1	9,5	8,6	5,1	5,0
Sep	7,2	8,1	8,9	9,7	11,2	6,1	9,5	8,5	5,2	4,9
Oct	7,1	8,1	8,9	9,7	11,2	6,0	9,6	8,5	5,2	4,9
Nov	7,1	8,1	8,9	9,6	11,2	5,9	9,6	8,5	5,2	4,9
Dic	7,0	8,1	8,9	9,6	11,2	5,7	9,6	8,5	4,9	4,8
04 Ene	7,0	8,1	8,9	9,6	11,1	5,7	9,6	8,5	5,0	4,7
Feb	7,0	8,1	8,9	9,6	11,1	5,6	9,5	...	5,0	4,7
Mar	7,0	8,1	8,9	9,7	11,1	5,7	9,5	...	4,7	4,7
Abr	6,9	8,1	9,0	9,8	11,1	5,6	9,5	...	4,7	4,7
May	6,9	8,1	9,0	9,8	11,0	5,6	9,5	...	4,6	4,7
Jun	6,9	8,1	9,0	9,8	11,1	5,6	9,6	...	4,6	4,7
Jul	6,9	8,1	9,0	9,9	11,0	5,5	9,6	...	4,9	...
Ago	6,9	8,1	9,0	9,9	11,0	5,4	9,6	...	4,8	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



Fuentes: BCE y OCDE.

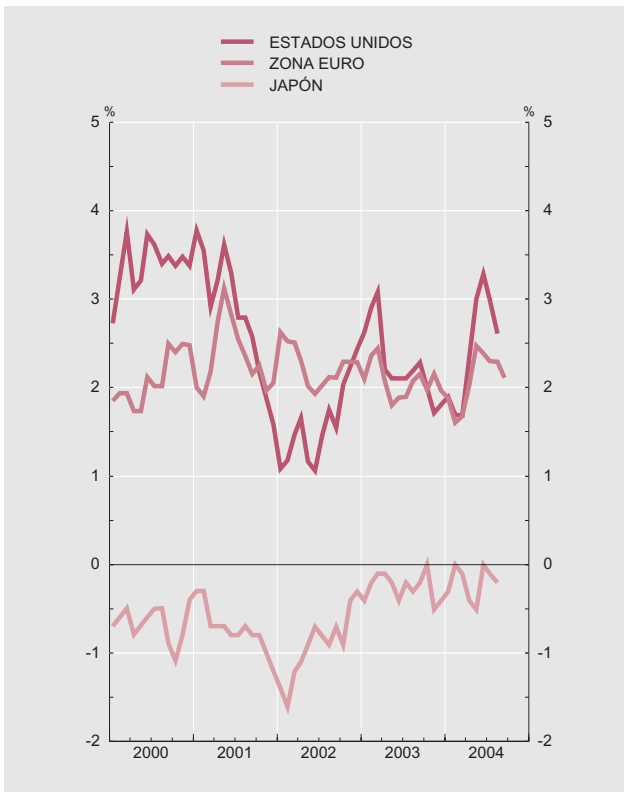
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

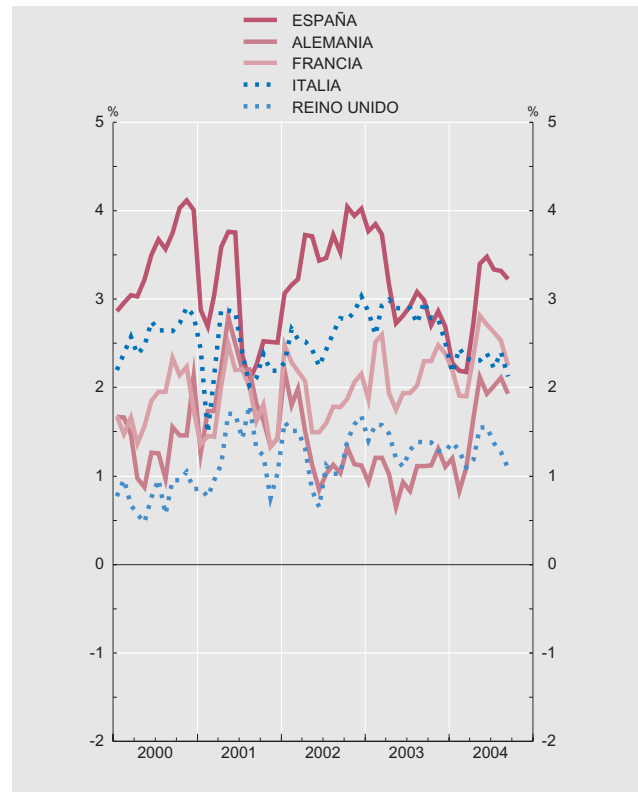
Tasas de variación interanual

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
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 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	2,8	2,2	2,4	1,9	3,5	3,3	2,7	2,4	-	1,6
Jul	2,7	2,1	2,3	2,0	3,3	3,0	2,6	2,2	-0,1	1,4
Ago	2,6	2,1	2,3	2,1	3,3	2,6	2,5	2,4	-0,2	1,3
Sep	...	1,9	2,1	1,9	3,2	...	2,2	2,1	...	1,1

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.

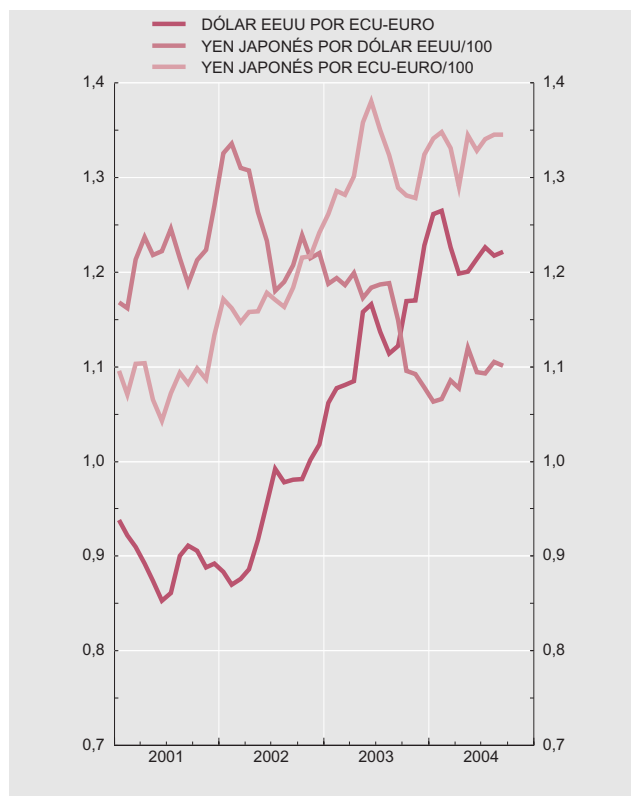
2.4 TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

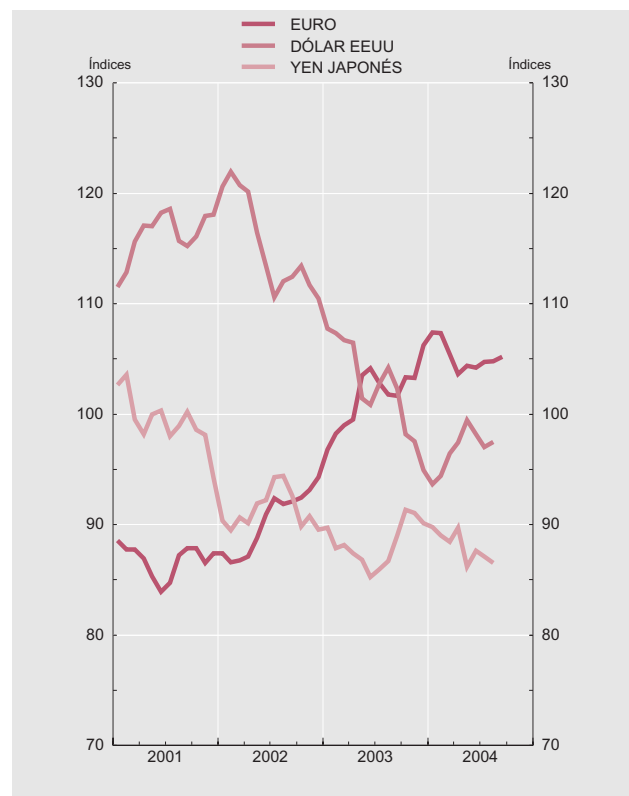
Media de cifras diarias

	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 ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
01	0,8955	108,76	121,50	86,7	111,8	106,9	86,8	116,2	99,3	88,4	112,9	100,3
02	0,9454	118,08	125,18	89,2	110,5	101,1	90,3	115,3	91,4	91,9	109,9	94,7
03	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,3	102,2	98,3	91,9
03 E-S	1,1116	131,49	118,31	99,1	99,3	98,8	100,8	104,4	87,4	101,5	100,0	91,0
04 E-S	1,2256	133,51	108,97	103,2	90,9	101,5	105,2	96,8	88,0	104,9	93,3	91,4
03 Jul	1,1372	134,99	118,70	101,0	97,6	97,2	102,8	102,8	85,9	103,2	98,0	89,8
Ago	1,1139	132,38	118,83	99,8	98,9	98,2	101,7	104,2	86,7	101,8	99,6	90,4
Sep	1,1222	128,94	114,95	99,6	97,0	101,0	101,7	102,3	89,0	101,5	97,7	93,0
Oct	1,1692	128,12	109,58	101,3	93,1	103,6	103,3	98,2	91,3	103,1	94,5	95,0
Nov	1,1702	127,84	109,25	101,2	92,7	103,7	103,3	97,6	91,1	103,2	93,6	95,1
Dic	1,2286	132,43	107,80	104,2	90,4	102,7	106,2	94,9	90,1	105,9	91,3	94,2
04 Ene	1,2613	134,13	106,34	105,4	88,7	102,5	107,4	93,6	89,7	107,0	90,1	93,5
Feb	1,2646	134,78	106,58	105,3	89,1	102,1	107,3	94,4	89,0	106,9	90,6	92,9
Mar	1,2262	133,13	108,56	103,4	90,8	101,8	105,4	96,5	88,4	105,2	92,7	92,0
Abr	1,1985	129,08	107,72	101,6	91,6	103,7	103,7	97,4	89,7	103,2	94,2	93,0
May	1,2007	134,48	112,02	102,4	93,3	99,9	104,4	99,5	86,2	103,9	96,8	88,8
Jun	1,2138	132,86	109,46	102,3	91,8	101,6	104,2	98,2	87,7	103,7	94,9	90,4
Jul	1,2266	134,08	109,32	102,8	90,7	101,0	104,7	97,0	87,1	104,4	93,9	89,6
Ago	1,2176	134,54	110,50	102,6	91,2	100,4	104,8	97,5	86,5	104,5	...	...
Sep	1,2218	134,51	110,09	103,0	90,7	100,7	105,2	...	...	104,9	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



Fuentes: BCE y BE.

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

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

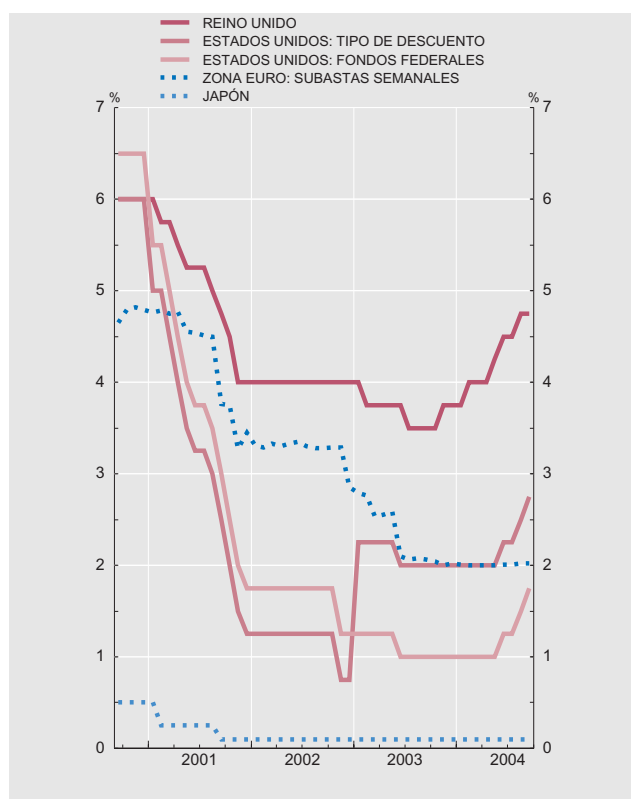
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

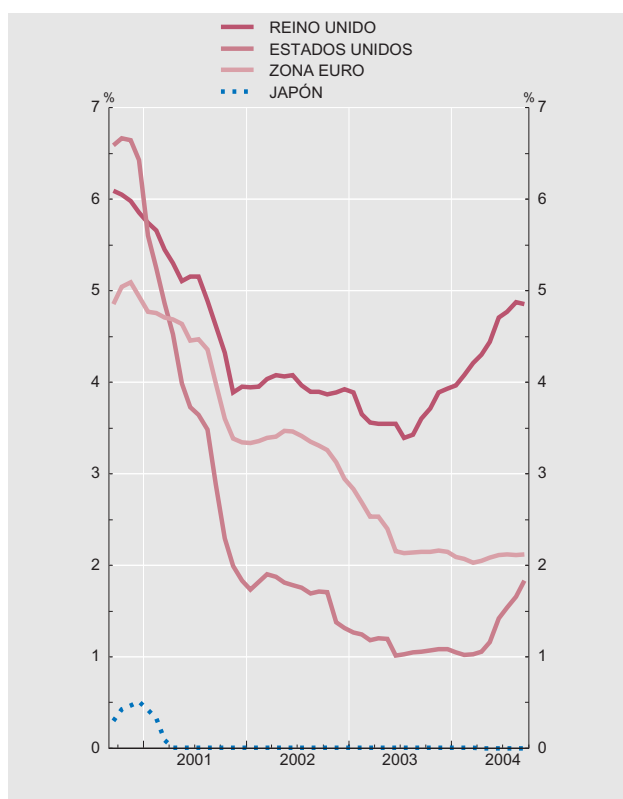
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	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	
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 Abr	2,50	2,25	1,25	0,10	3,75	1,74	2,71	2,53	-	-	1,20	-	-	0,01	3,55
<i>May</i>	2,50	2,25	1,25	0,10	3,75	1,70	2,59	2,40	-	-	1,20	-	-	0,01	3,54
<i>Jun</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,53	2,38	2,15	-	-	1,02	-	-	0,01	3,55
<i>Jul</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,51	2,33	2,13	-	-	1,03	-	-	0,01	3,39
<i>Ago</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,52	2,35	2,14	-	-	1,05	-	-	0,01	3,43
<i>Sep</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,53	2,38	2,15	-	-	1,05	-	-	0,00	3,60
<i>Oct</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	3,50	1,54	2,40	2,14	-	-	1,07	-	-	0,00	3,71
<i>Nov</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	3,75	1,57	2,43	2,16	-	-	1,08	-	-	0,01	3,89
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,51	2,39	2,07	-	-	1,02	-	-	0,01	4,08
<i>Mar</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,50	2,37	2,03	-	-	1,03	-	-	0,01	4,21
<i>Abr</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	4,00	1,52	2,39	2,05	-	-	1,06	-	-	0,00	4,30
<i>May</i>	2,00	2,00	1,00	0,10	4,25	1,58	2,44	2,09	-	-	1,16	-	-	0,00	4,44
<i>Jun</i>	2,00	2,25	1,25	0,10	4,50	1,71	2,50	2,11	-	-	1,42	-	-	0,00	4,71
<i>Jul</i>	2,00	2,25	1,25	0,10	4,50	1,76	2,52	2,12	-	-	1,54	-	-	0,00	4,77
<i>Ago</i>	2,00	2,50	1,50	0,10	4,75	1,81	2,53	2,11	-	-	1,66	-	-	0,00	4,88
<i>Sep</i>	2,00	2,75	1,75	0,10	4,75	1,89	2,53	2,12	-	-	1,83	-	-	0,00	4,85

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).

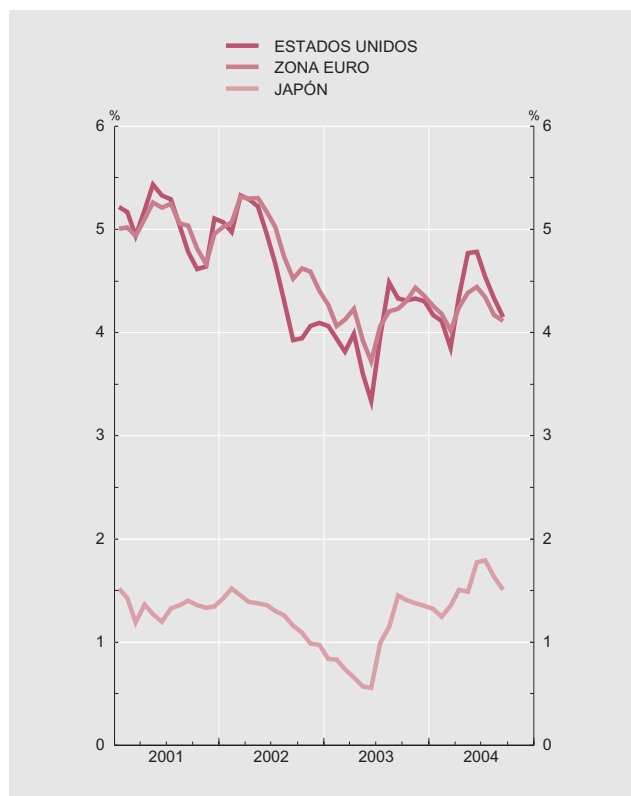
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

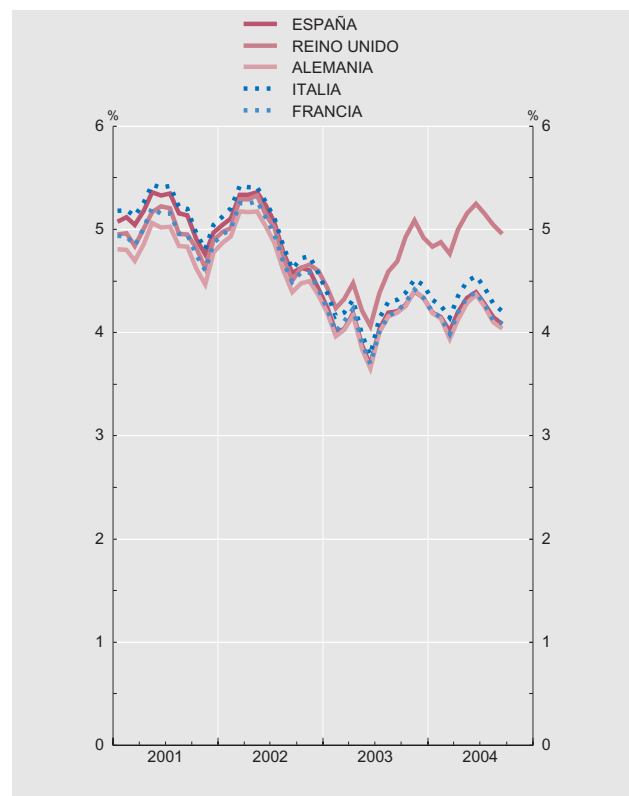
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
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										
<i>Abr</i>	3,64	4,28	4,23	4,17	4,19	3,99	4,23	4,32	0,66	4,48
<i>May</i>	3,33	3,96	3,92	3,84	3,88	3,60	3,90	3,98	0,57	4,21
<i>Jun</i>	3,13	3,78	3,72	3,65	3,69	3,34	3,70	3,78	0,56	4,06
<i>Jul</i>	3,60	4,11	4,06	4,00	4,03	3,96	4,01	4,14	0,99	4,38
<i>Ago</i>	3,91	4,28	4,20	4,16	4,19	4,48	4,16	4,30	1,15	4,59
<i>Sep</i>	3,91	4,32	4,23	4,20	4,21	4,33	4,21	4,32	1,45	4,69
<i>Oct</i>	3,93	4,41	4,31	4,25	4,27	4,31	4,29	4,39	1,41	4,92
<i>Nov</i>	4,00	4,55	4,44	4,40	4,40	4,33	4,41	4,52	1,38	5,09
<i>Dic</i>	3,94	4,47	4,36	4,34	4,34	4,31	4,34	4,46	1,35	4,92
04										
<i>Ene</i>	3,82	4,33	4,26	4,19	4,19	4,17	4,20	4,32	1,32	4,83
<i>Feb</i>	3,77	4,29	4,18	4,14	4,15	4,11	4,15	4,26	1,24	4,88
<i>Mar</i>	3,61	4,14	4,02	3,94	4,01	3,86	3,99	4,15	1,35	4,77
<i>Abr</i>	3,93	4,34	4,24	4,13	4,20	4,35	4,20	4,35	1,51	5,00
<i>May</i>	4,16	4,50	4,39	4,29	4,33	4,77	4,34	4,50	1,49	5,16
<i>Jun</i>	4,24	4,56	4,44	4,37	4,39	4,79	4,39	4,55	1,77	5,25
<i>Jul</i>	4,10	4,46	4,34	4,26	4,28	4,54	4,28	4,44	1,79	5,15
<i>Ago</i>	3,93	4,30	4,17	4,10	4,15	4,33	4,12	4,28	1,63	5,04
<i>Sep</i>	3,80	4,24	4,11	4,04	4,08	4,15	4,09	4,20	1,50	4,96

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.

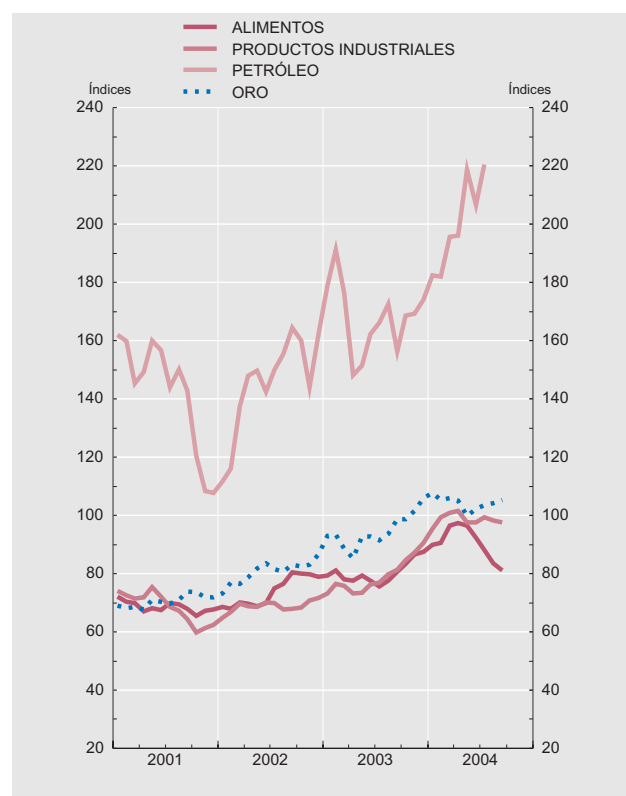
Base 1995 = 100

	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				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	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-S	91,7	77,5	78,5	76,2	79,5	73,4	166,9	28,6	92,1	354,0	10,24
04 E-S	100,8	94,0	90,6	98,6	93,8	102,6	...	36,3	104,3	400,9	10,51
03 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	218,7	37,6	99,8	383,6	10,28
Jun	102,4	94,5	92,3	97,5	93,4	101,0	206,6	35,3	102,1	392,4	10,38
Jul	99,7	92,9	88,1	99,3	92,1	105,4	220,5	38,4	103,6	398,1	10,43
Ago	96,8	89,8	83,6	98,2	91,7	103,8	...	42,5	104,2	400,5	10,57
Sep	94,6	88,1	81,0	97,7	88,8	105,1	...	43,3	105,4	404,8	10,67

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 mundiales de materias primas 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.

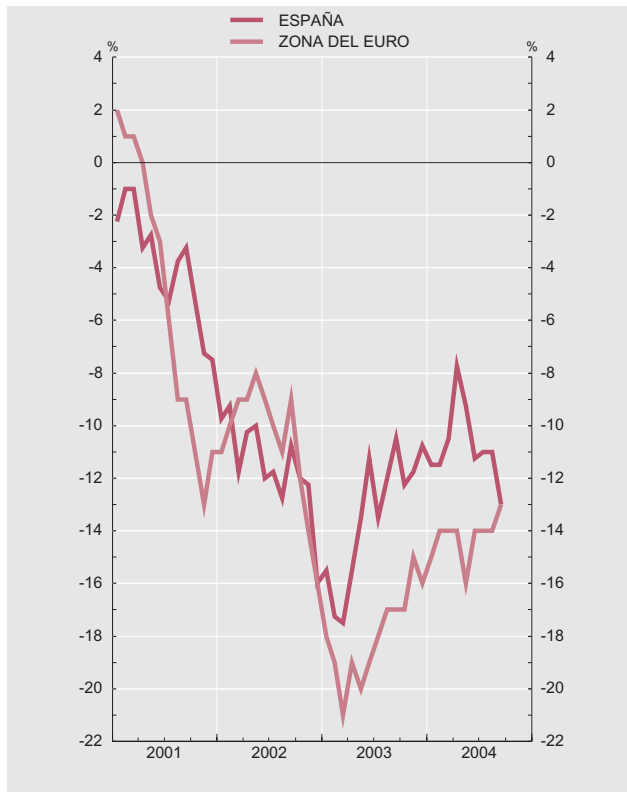
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

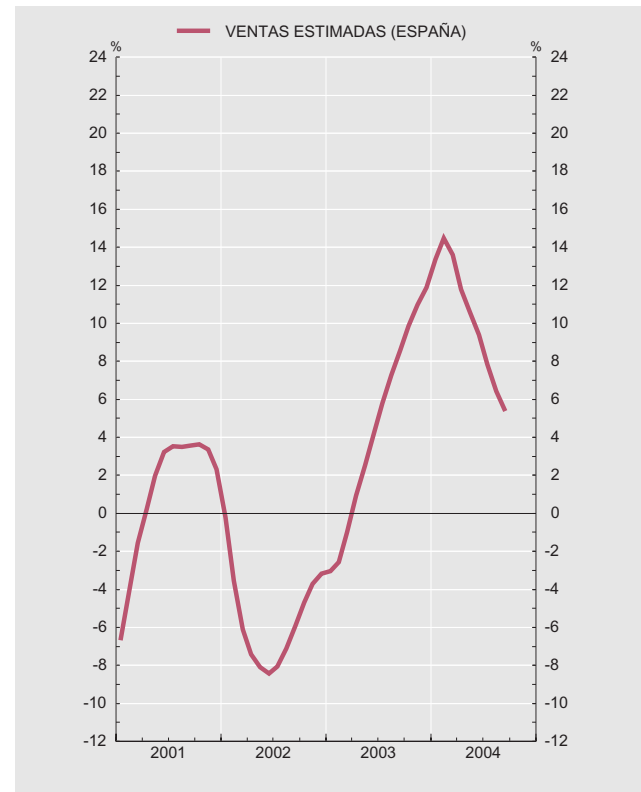
Tasas de variación interanual

	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		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Matriculaciones	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		Uso privado	Ventas estimadas			Nominal	Deflactado (a)	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	0,3
03 E-S	P	-14	-10	-2	-2	-19	-13	3,5	0,5	1,7	-1,1	5,5	2,3	4,8	0,8	3,0	0,5
04 E-S	A	-11	-4	-1	-4	-14	-8	12,8	15,0	11,6	0,0	...	...	...	...	...	...
03 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	-1,8
Dic	P	-11	-4	-	-	-16	-10	13,7	13,3	10,2	-7,4	7,3	4,6	7,0	2,6	5,4	0,5
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	1,1
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	-0,1
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
Abr	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	3,2	-0,2	-1,9	-3,0	1,8	-2,0
Jun	P	-11	-5	-1	-5	-14	-10	16,2	19,0	15,0	0,6	7,3	3,8	9,1	1,2	5,5	1,4
Jul	P	-11	-2	-1	-6	-14	-9	4,7	7,6	3,8	-1,7	6,4	3,0	6,9	0,9	4,5	0,8
Ago	P	-11	-7	-1	-9	-14	-7	9,1	10,7	7,3	-9,5	2,6	-0,6	0,1	-3,6	1,9	-0,3
Sep	A	-13	-6	-2	-10	-13	-9	7,2	8,6	6,2	-0,6	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuentes: Comisión de la UE (European Economy. Supplement 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.

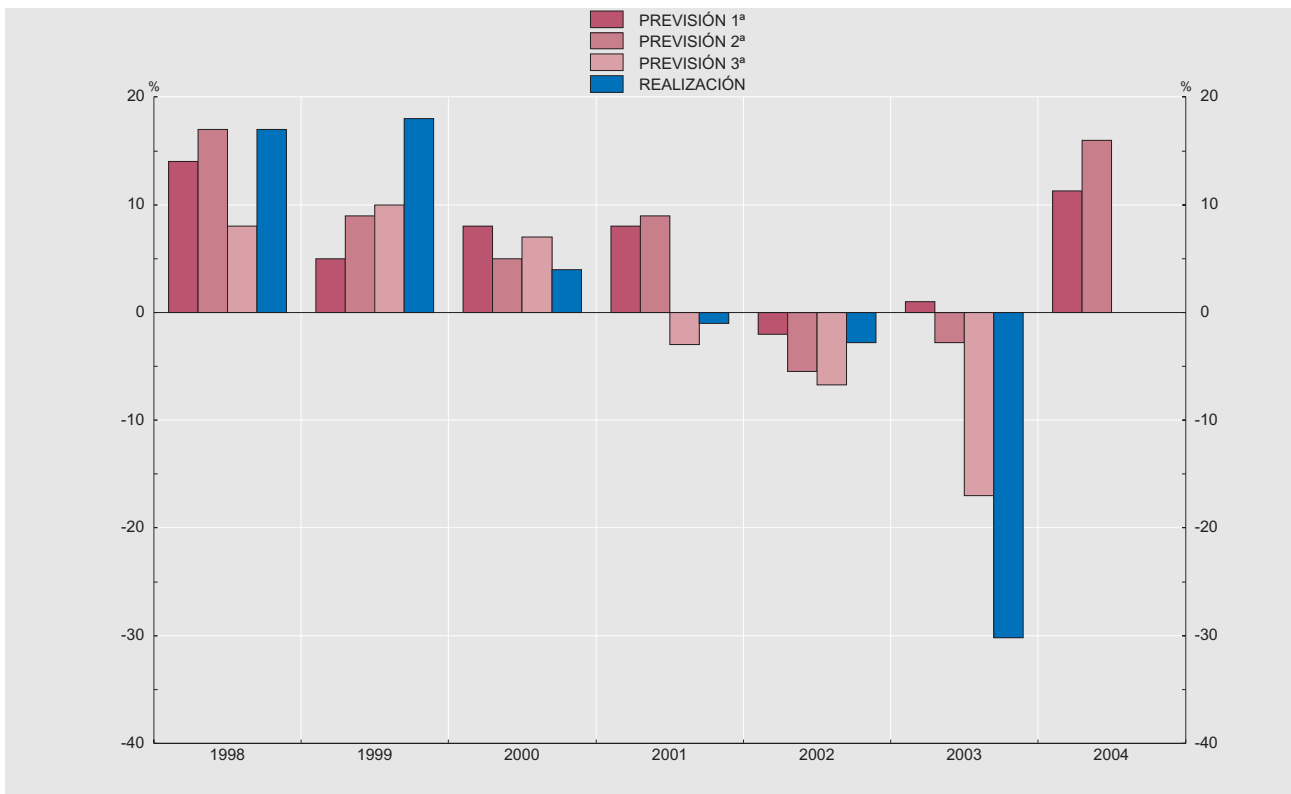
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

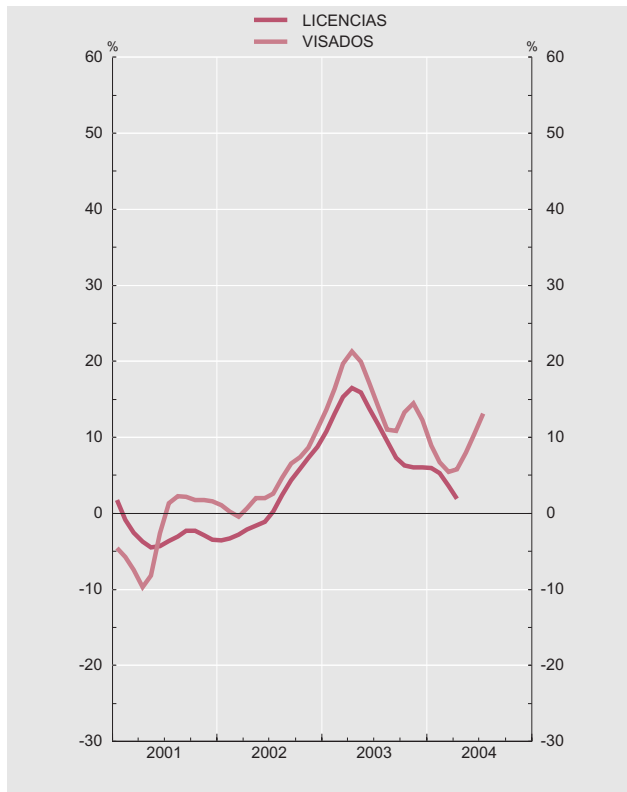
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

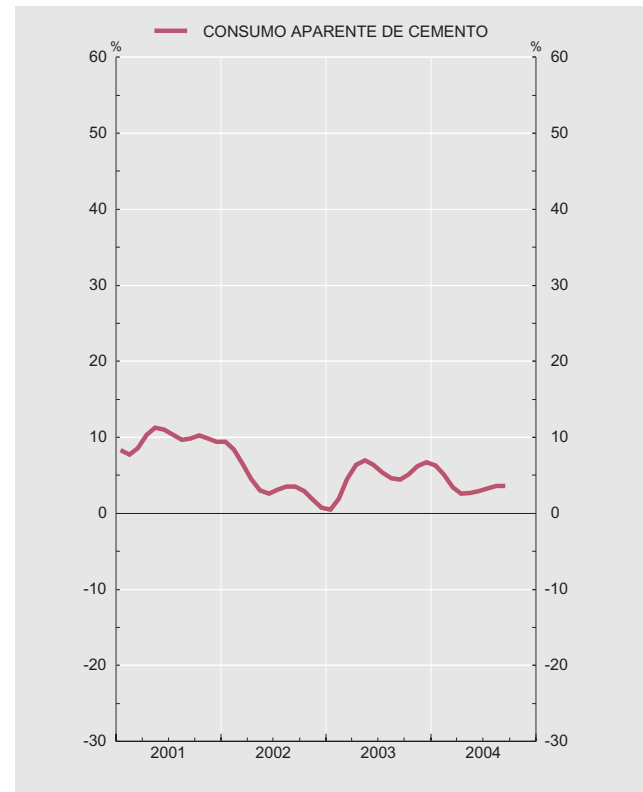
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
	Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
		Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual			No residencial	
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	35,4	3,8	-14,8	4,8
03 E-S	15,5	20,0	20,1	-2,9	16,8	18,6	9,1	9,1	13,8	7,5	55,2	15,9	7,1	4,5
04 E-S	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3,8
03 Jun	-0,3	4,6	6,1	-22,2	19,0	21,7	-4,9	40,0	-36,2	-27,7	-23,1	-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	-11,2	-33,7	0,7	-5,0	-56,9	11,3
04 Ene	-1,2	-1,1	3,0	-1,8	-3,8	-8,6	-16,1	-16,1	-53,2	-84,9	-85,9	-2,1	5,6	3,1
Feb	29,3	29,6	31,4	28,2	4,3	10,4	94,4	26,8	-21,0	29,3	-74,2	-38,9	167,1	6,6
Mar	4,2	3,1	4,7	9,6	13,1	20,9	-8,2	8,6	-62,5	6,3	79,2	-70,4	16,7	6,8
Abr	-2,1	-4,9	-2,4	18,0	0,8	3,6	-17,8	3,4	-31,3	-63,2	-34,3	-19,5	-11,8	0,3
May	...	...	...	...	2,2	10,4	-65,6	-13,6	-42,6	-32,8	125,6	-45,9	-71,7	-0,5
Jun	...	...	...	...	18,6	20,6	2,7	-11,4	37,5	66,9	17,4	29,7	-5,4	8,4
Jul	...	...	...	...	5,3	10,0	54,6	-1,8	1,8	112,7	165,9	-12,7	94,6	-2,6
Ago	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	9,5
Sep	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4,3

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



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



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

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

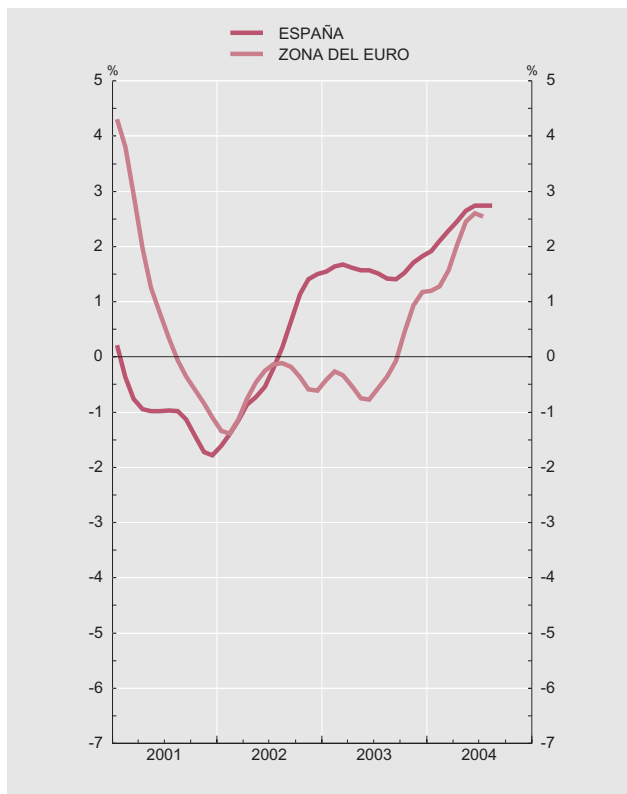
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

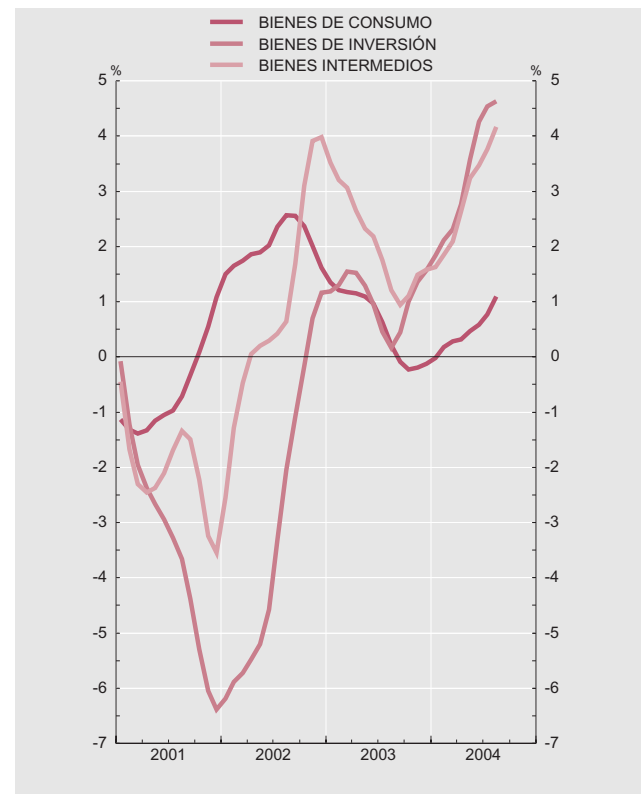
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribución de energía eléctrica gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
				1	2	3	4	5	6	7						8	9	10	11	12	13	14
01	M	98,8	-1,2	-0,7	-3,3	-2,1	3,0	-3,2	-2,0	4,3	0,4	0,3	0,4	1,7	-0,6
02	M	98,9	0,1	2,3	-4,9	1,4	0,0	-0,5	0,4	0,0	-0,5	-0,7	-0,4	-1,7	0,1
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,3	0,0	-0,5	-0,2	0,4
03 E-A	MP	98,8	1,3	0,7	-0,5	2,2	3,0	-1,2	1,4	1,7	0,1	-0,3	-0,7	-0,8	0,2
04 E-A	MP	101,3	2,5	0,3	3,2	2,8	5,1	-4,5	2,1	6,9	1,9	2,2	0,5	3,0	2,2
03 May	P	104,0	-1,2	-2,3	-2,6	-0,5	1,9	-1,2	-1,1	-1,7	-1,5	-1,6	-3,6	-0,8	-1,4
Jun	P	104,4	4,5	6,3	2,7	5,3	1,1	3,3	5,1	-0,3	-1,7	-2,1	-0,9	-4,5	-1,3
Jul	P	110,1	1,9	1,5	-1,5	2,7	6,2	-1,0	1,9	2,7	0,8	0,6	1,5	1,0	0,0
Ago	P	69,6	-1,4	-2,9	-7,5	-3,9	10,7	-4,1	-3,3	10,1	-0,6	-1,3	-0,3	-3,9	0,3
Sep	P	103,8	2,5	2,2	0,9	2,7	3,7	4,1	2,4	2,5	-1,2	-1,2	-0,7	-1,8	-2,0
Oct	P	112,7	0,8	-1,5	3,6	-0,1	5,4	-2,1	0,5	3,9	1,3	1,1	-0,7	1,0	1,5
Nov	P	105,1	1,4	-2,8	3,5	1,8	6,4	0,1	0,9	5,6	1,0	0,9	-0,7	1,4	1,0
Dic	P	94,4	4,2	2,6	5,1	3,7	7,4	10,6	3,6	8,5	2,1	2,3	1,2	2,8	2,8
04 Ene	P	96,0	-2,9	-5,3	-2,1	-2,8	0,4	-3,0	-3,3	-	0,4	0,2	-0,8	-0,1	0,8
Feb	P	101,1	1,8	-0,5	1,6	2,1	6,0	-6,5	1,6	4,2	0,9	1,1	0,1	0,0	2,1
Mar	P	112,6	7,2	7,9	6,0	5,3	12,7	1,1	6,4	15,3	1,6	1,3	1,6	1,8	0,2
Abr	P	99,8	0,7	-2,8	-1,6	2,6	6,7	-5,4	-0,2	10,7	1,7	1,8	0,3	2,5	2,1
May	P	106,8	2,7	0,3	3,1	3,0	6,5	-7,6	2,1	9,9	3,7	4,0	2,3	5,6	3,1
Jun	P	110,3	5,7	2,4	11,2	5,4	5,4	-0,7	5,4	7,9	3,3	3,7	0,6	5,9	3,1
Jul	P	110,0	-0,1	-3,3	2,2	0,7	1,9	-8,7	-0,6	6,0	2,2	2,5	-0,5	3,6	3,5
Ago	P	73,4	5,5	5,1	6,1	7,9	1,8	-5,5	6,1	2,9	1,5	2,6	0,1	4,3	3,1

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.

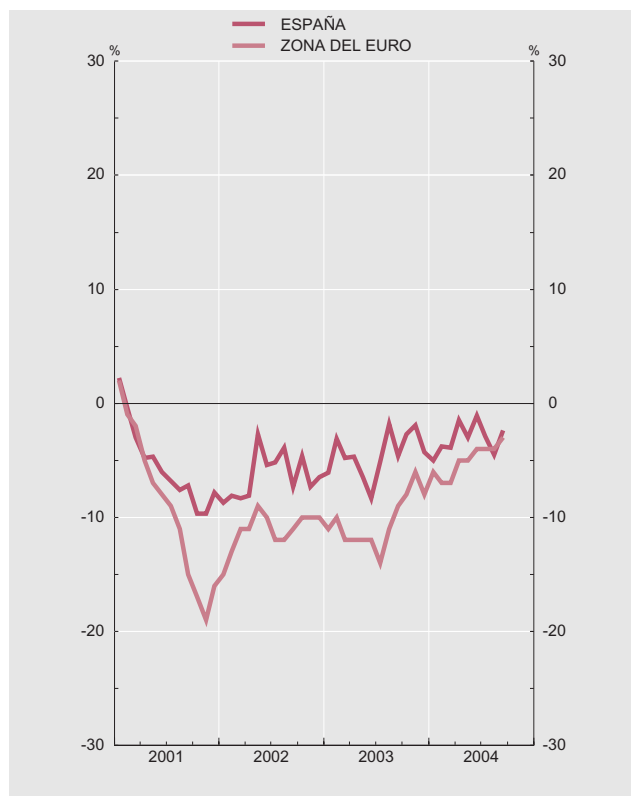
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL: INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

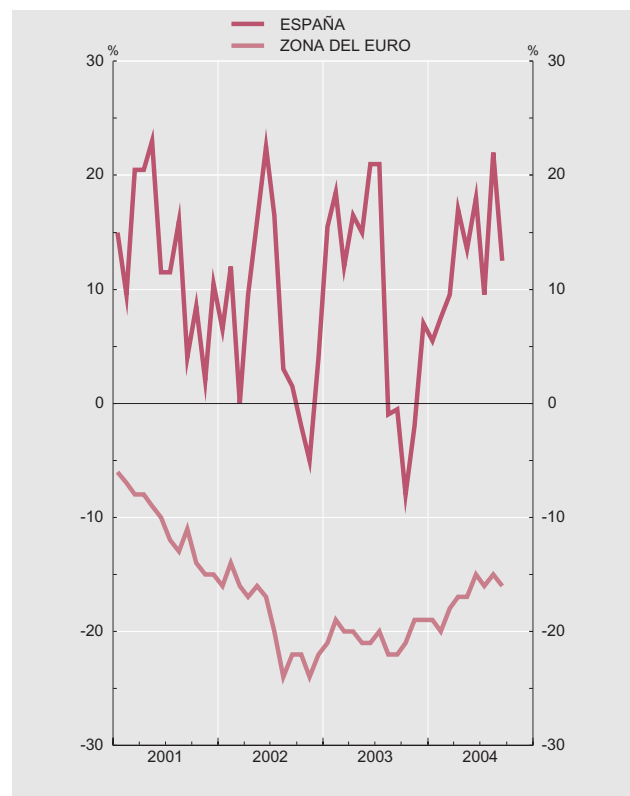
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
01	M	-5	-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	-4	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-10	-25	-20
03 E-S	M	-5	3	7	-12	-21	10	-1	-4	-9	1	13	10	25	30	20	-11	-26	-21
04 E-S	M	-3	4	9	-8	-18	10	-4	1	-5	0	13	6	18	33	26	-5	-16	-17
03 Jun		-8	5	7	-19	-30	13	-2	-9	-14	1	21	14	30	26	14	-12	-28	-21
Jul		-5	8	9	-12	-24	12	-	-3	-11	1	21	13	36	35	23	-14	-28	-20
Ago		-2	12	8	-6	-18	7	7	-1	-9	-1	-1	2	20	42	17	-11	-26	-22
Sep		-5	6	5	-10	-20	9	-2	-2	-8	3	-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	-0	-8	-	7	16	2	38	20	-8	-21	-19
04 Ene		-5	5	5	-9	-23	11	-5	-1	-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	12	-13	-27	11	-5	2	-7	-1	10	-12	18	29	40	-7	-21	-18
Abr		-2	5	11	-7	-19	9	-2	-	-2	-	17	14	21	43	44	-5	-16	-17
May		-3	3	12	-11	-21	10	-3	-1	-5	1	14	10	25	35	20	-5	-18	-17
Jun		-1	7	10	-7	-13	7	1	1	-4	0	18	12	17	46	13	-4	-15	-15
Jul		-3	11	7	-6	-15	10	-4	2	-5	1	10	27	15	34	24	-4	-12	-16
Ago		-5	12	5	-7	-9	12	-8	-	-4	-1	22	25	35	38	34	-4	-12	-15
Sep		-2	5	13	-6	-13	14	-3	3	-5	-4	13	2	22	19	17	-3	-12	-16

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

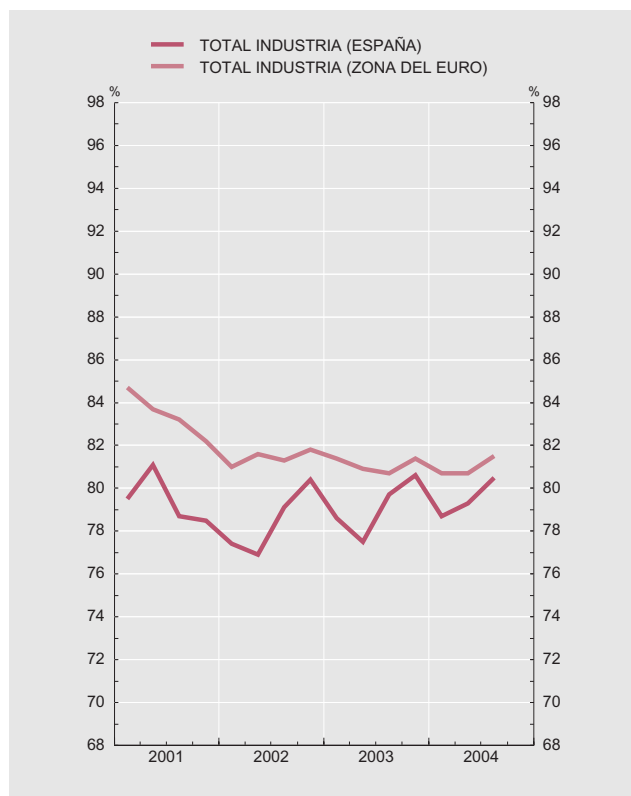
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO.

■ Serie representada gráficamente.

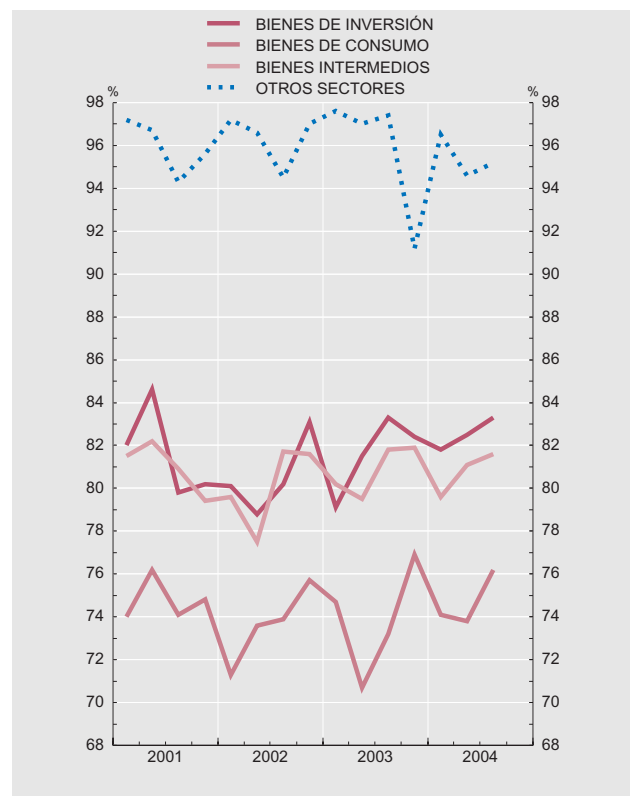
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		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-III	78,6	80,5	5	72,9	76,0	5	81,3	82,8	7	80,5	81,8	5	97,3	97,0	-1	81,0
04 I-III	79,5	80,9	7	74,7	76,5	9	82,5	83,4	7	80,8	82,1	6	95,4	95,5	-	81,0
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	-	80,7
III	80,5	81,2	6	76,2	77,5	9	83,3	83,5	4	81,6	82,0	5	95,2	95,5	-	81,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

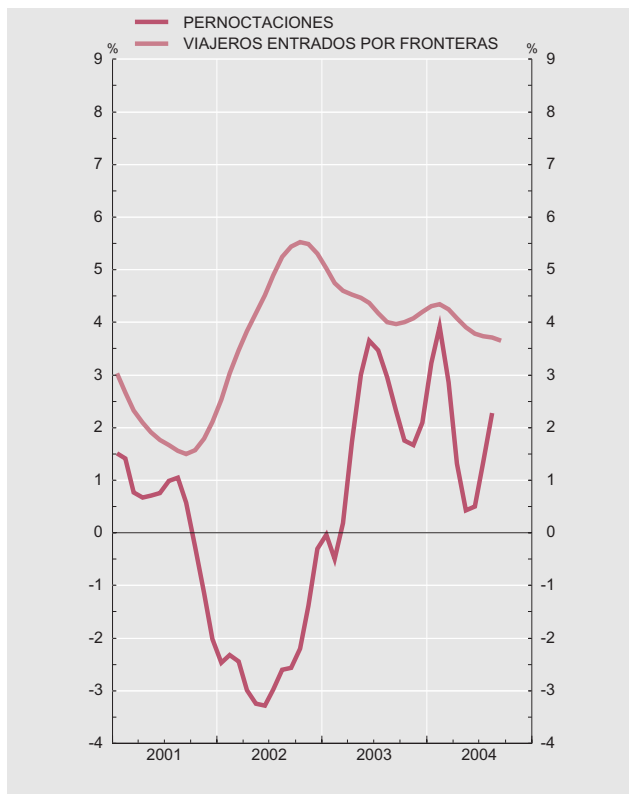
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

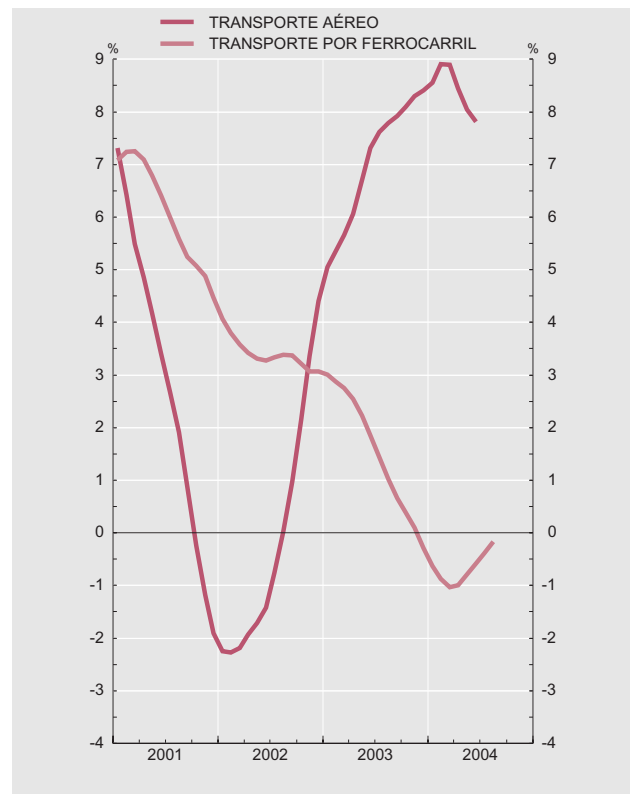
Tasas de variación interanual

	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	En vuelos internacionales					
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	3,8	2,2	2,2	0,7	2,8	-0,3	8,7	7,4	8,1	7,0	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1
03 E-S	3,8	2,1	2,5	1,0	2,2	-0,7	8,0	7,1	7,8	6,6	-0,2	-1,0	3,8	1,4	1,3
04 E-S	...	...	...	...	3,4	1,9	6,1	...	...	...	...	...	...	...	...
03 Jun	9,0	6,6	5,4	3,8	5,1	-0,1	18,2	8,3	11,5	6,5	-2,5	0,4	5,1	3,4	2,2
Jul	5,4	3,4	3,0	0,3	2,4	0,9	5,9	7,8	10,2	6,4	-0,7	0,4	5,3	1,7	6,0
Ago	3,2	2,2	5,0	4,3	-2,9	-6,8	4,1	10,2	10,0	10,3	-1,5	4,0	1,5	0,6	-4,5
Sep	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	10,9
Oct	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	6,4
Nov	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	0,8
Dic	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	6,7
04 Ene	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	-1,8	-1,0
Feb	13,9	10,4	9,8	5,2	16,1	10,5	24,9	15,6	13,4	17,5	7,4	7,5	9,2	0,4	6,7
Mar	6,5	2,7	2,0	-2,6	0,2	0,1	0,3	10,1	13,3	7,8	13,2	3,2	7,8	-4,2	14,9
Abr	3,3	-1,7	0,2	-5,8	4,4	-0,2	12,4	7,0	8,5	5,9	9,0	8,7	10,9	-6,5	11,8
May	3,9	-0,2	-1,7	-4,1	3,7	4,6	1,9	7,3	14,9	2,8	11,5	...	...	2,1	6,5
Jun	3,4	-4,6	-0,9	-6,2	-1,5	-3,2	2,0	6,1	12,2	2,6	14,6	...	...	2,2	...
Jul	6,6	-0,3	2,0	-2,8	3,4	0,6	9,4	...	...	...	...	...	...	-2,5	...
Ago	6,3	1,2	2,3	-2,9	-0,4	-0,8	0,3	...	...	...	...	...	...	1,9	...
Sep	...	...	...	...	4,6	5,7	2,5	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio.

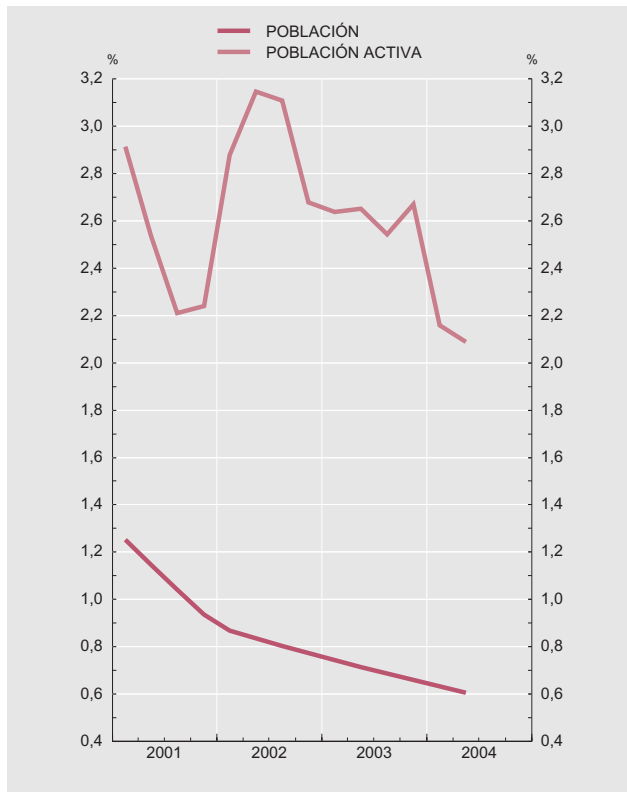
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

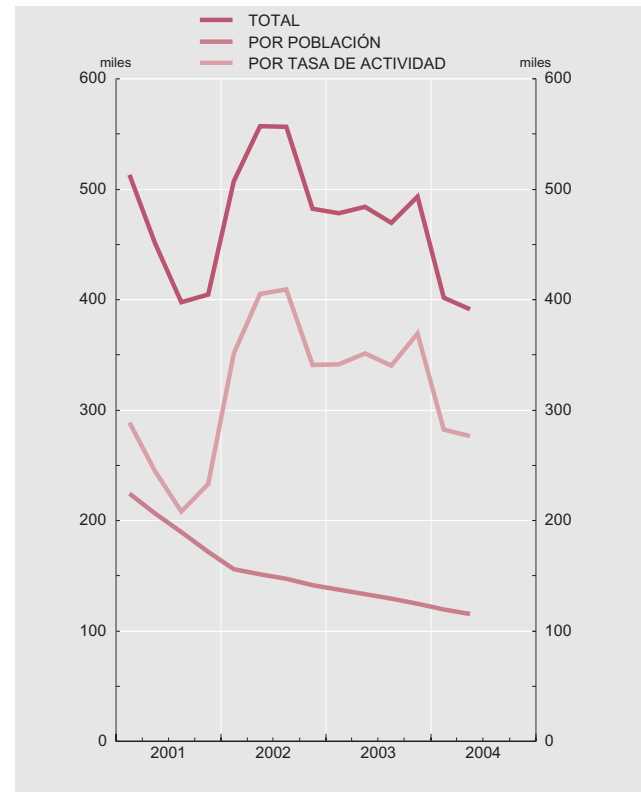
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años				Población activa						
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Variación interanual (b) (c)			1 T 4 (b)	
						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
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-II	M	34 148	247	0,7	54,72	18 683	963	270	692	2,6
04 I-II	M	34 359	211	0,6	55,53	19 080	793	235	559	2,1
01 IV		33 800	314	0,9	53,29	18 013	405	171	233	2,2
02 I		33 869	292	0,9	53,55	18 137	507	156	351	2,9
02 II		33 933	281	0,8	53,83	18 267	557	151	406	3,1
02 III		33 997	271	0,8	54,31	18 463	556	147	409	3,1
02 IV		34 061	261	0,8	54,30	18 495	483	142	341	2,7
03 I		34 120	252	0,7	54,56	18 615	479	137	341	2,6
03 II		34 176	243	0,7	54,87	18 751	484	133	351	2,7
03 III		34 231	234	0,7	55,31	18 932	469	129	340	2,5
03 IV		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
04 II		34 382	207	0,6	55,68	19 143	392	115	276	2,1

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

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

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

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

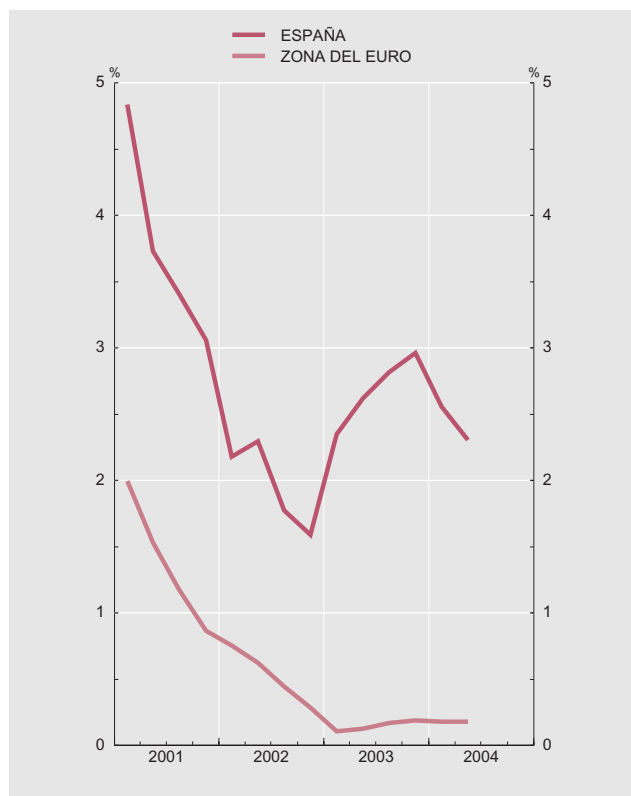
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

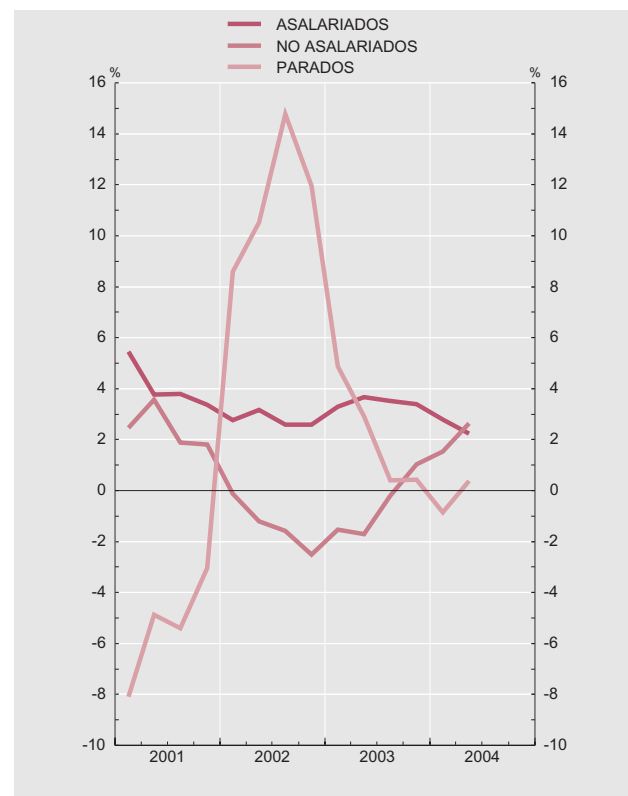
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas) (b)	1 T 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	8,43
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	8,87
03 I-II	M	16 549	401	2,5	13 454	452	3,5	3 095	-51	-1,6	2 134	80	3,9	11,42	0,1	8,85
04 I-II	M	16 951	402	2,4	13 792	338	2,5	3 159	65	2,1	2 128	-5	-0,3	11,16	0,2	8,95
01 IV		16 121	478	3,1	12 964	422	3,4	3 157	56	1,8	1 892	-74	-3,0	10,50	0,9	8,09
02 I		16 055	342	2,2	12 909	347	2,8	3 146	-4	-0,1	2 081	165	8,6	11,47	0,8	8,20
02 II		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
02 III		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
02 IV		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		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
03 II		16 666	425	2,6	13 574	479	3,7	3 092	-54	-1,7	2 085	59	2,9	11,12	0,1	8,90
03 III		16 818	461	2,8	13 730	467	3,5	3 088	-6	-0,2	2 115	9	0,4	11,17	0,2	8,90
03 IV		16 862	485	3,0	13 753	453	3,4	3 109	32	1,0	2 127	9	0,4	11,20	0,2	8,90
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	8,92
04 II		17 050	384	2,3	13 877	303	2,2	3 173	82	2,6	2 093	8	0,4	10,93	0,2	8,98

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2002) y BCE.

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

b. Para el 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).

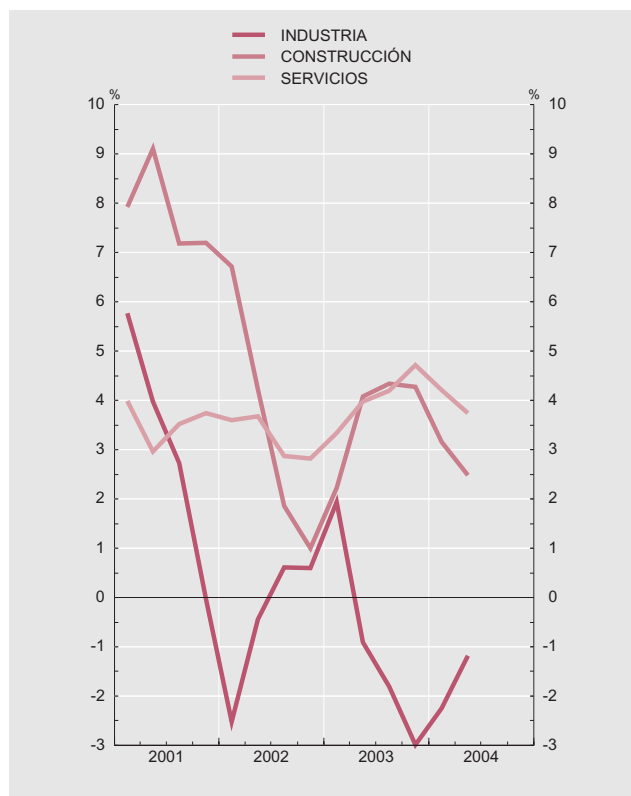
4.3. EMPELO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

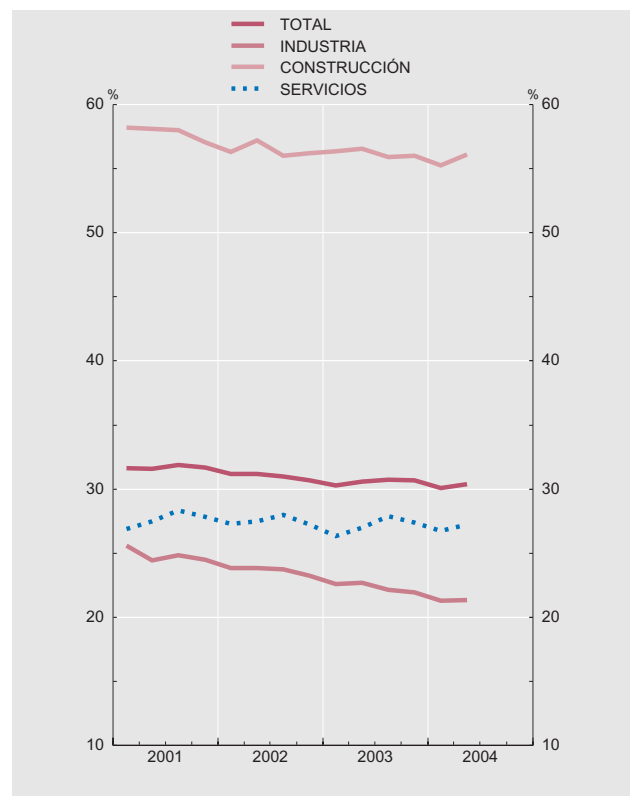
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
01	M	3,7	4,1	31,7	0,7	5,0	61,6	3,1	2,8	24,8	7,8	8,3	57,8	3,6	3,7	27,6	4,0	3,8	3,1
02	M	2,0	2,8	31,0	-5,7	-5,7	58,1	-0,4	-0,2	23,7	3,4	3,4	56,4	3,2	4,2	27,5	2,5	2,1	2,9
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-II	M	2,5	3,5	-2,4	-4,5	-2,1	0,4	0,5	0,0	-5,1	3,2	4,4	-0,5	3,7	4,8	-2,6	3,0	2,5	3,5
04 I-II	M	2,4	2,5	-0,7	-1,7	0,5	-1,8	-1,7	-1,3	-5,9	2,8	1,6	-1,4	4,0	4,0	1,2	2,6	2,6	4,0
01 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
02 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
02 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
02 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
03 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
03 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
03 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
04 II		2,3	2,2	30,4	-2,7	-1,7	57,3	-1,2	-0,7	21,4	2,5	0,7	56,1	3,7	3,6	27,2	2,6	2,6	4,0

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

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

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

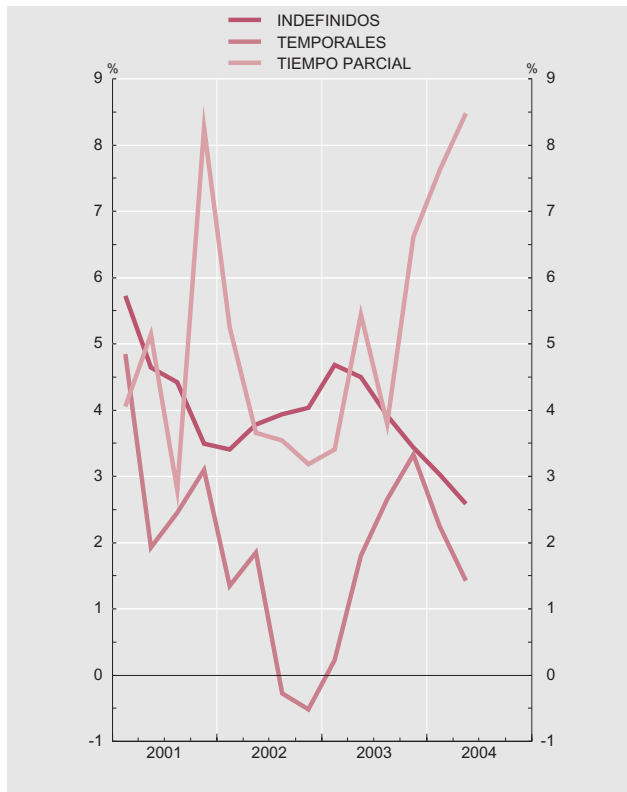
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

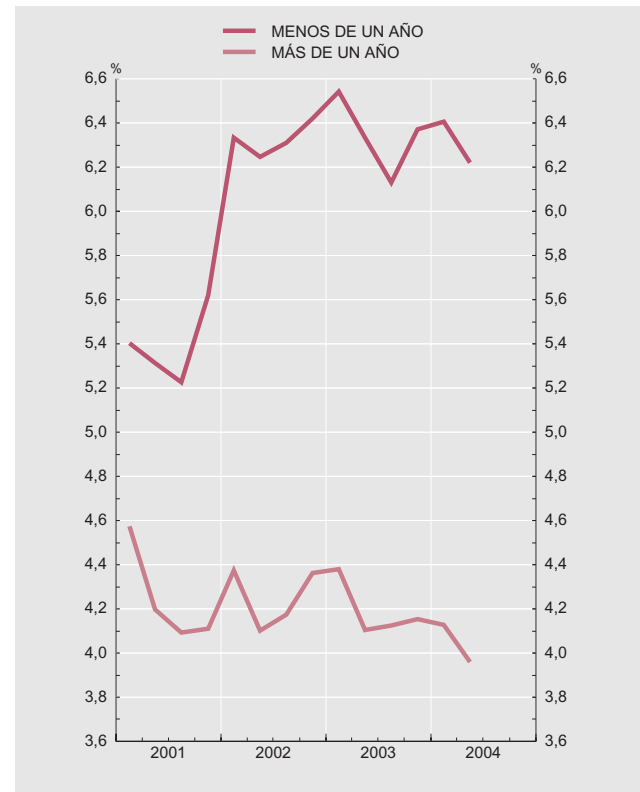
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados								
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)				
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año						
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4 (b)	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4 (b)	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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-II	M	411	4,6	41	1,0	30,43	420	3,5	48	4,4	8,42	6,44	5,1	4,24	2,7	20,09	43,18	48,69
04 I-II	M	263	2,8	75	1,8	30,23	205	1,6	91	8,1	8,87	6,31	0,1	4,04	-2,6	18,29	41,97	47,79
01 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
02 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
02 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
02 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
03 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
03 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
03 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
04 II		244	2,6	59	1,4	30,36	205	1,6	98	8,5	9,01	6,22	0,2	3,96	-1,5	18,58	42,12	47,66

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).

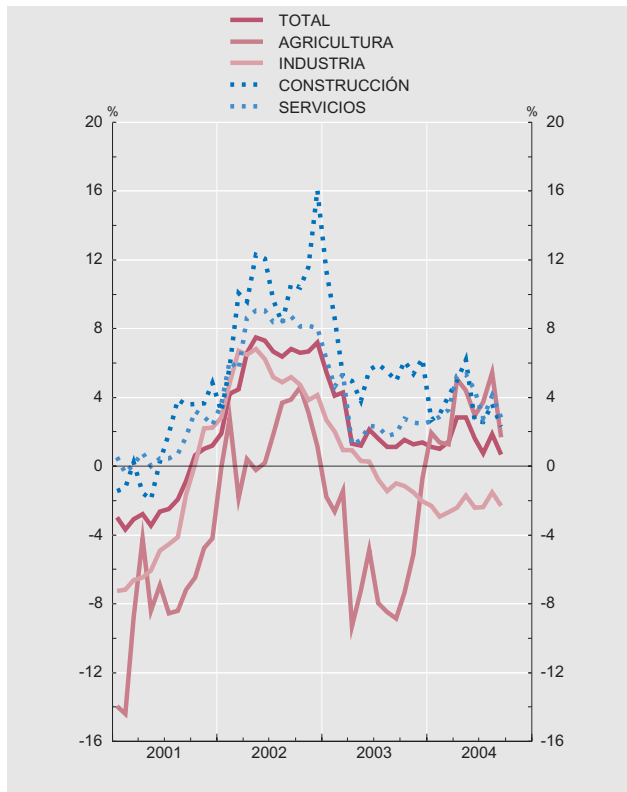
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

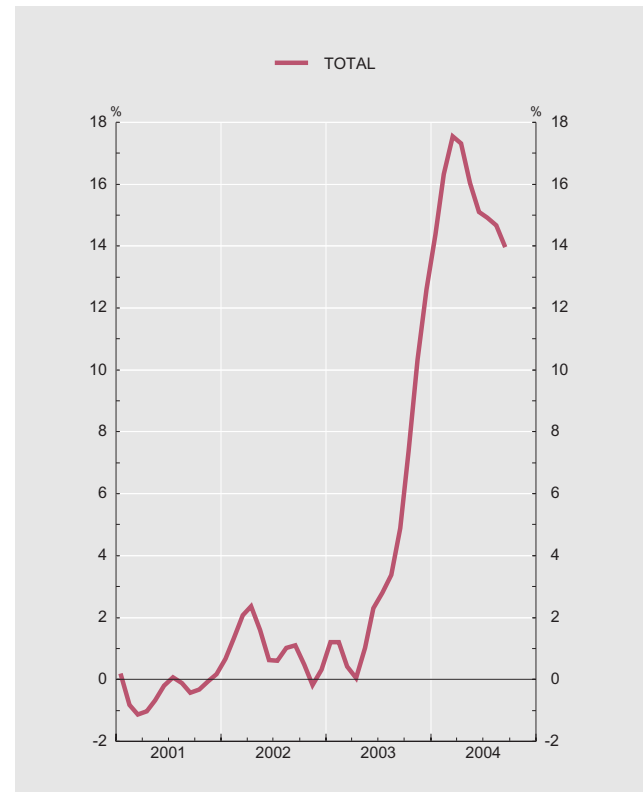
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado									Contratados					Colocaciones			
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
						Total	Agri-cultura	No agrícola											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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-S	M	1 646	40	2,5	1,4	2,7	-5,8	3,0	0,5	6,2	3,1	1 187	1,8	8,80	20,46	91,20	1 153	2,2
04	E-S	MP	1 672	26	1,6	-4,3	2,6	3,0	2,5	-2,3	3,6	3,7	1 357	14,3	8,81	21,97	91,19	1 333	15,6
03	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		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
	Jul	P	1 585	12	0,7	-5,7	1,8	3,7	1,8	-2,4	2,6	2,8	1 487	14,2	7,45	23,45	92,55	1 450	14,2
	Ago	P	1 598	29	1,9	-5,1	3,0	5,5	2,9	-1,5	3,6	4,1	1 125	15,9	7,23	22,01	92,77	1 111	16,6
	Sep	P	1 618	11	0,7	-6,1	1,8	1,7	1,8	-2,3	2,3	2,8	1 476	15,0	8,36	24,18	91,64	1 445	14,0

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

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

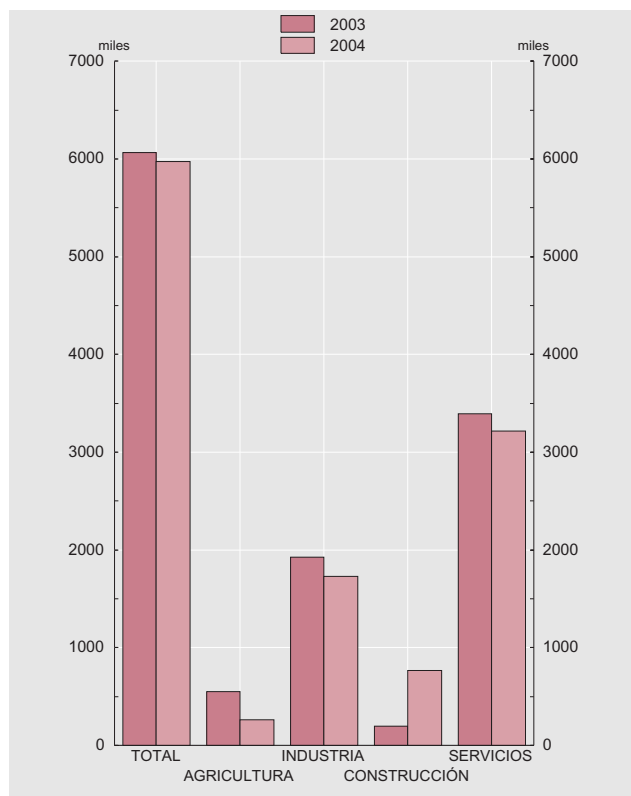
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

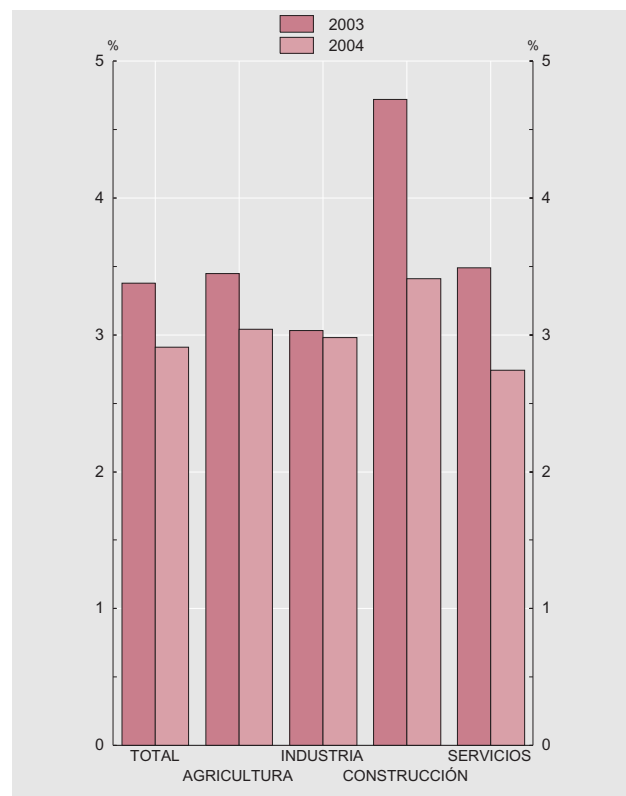
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	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	9 522	3,65	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
03 Mar	8 840	3,63	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	9 131	3,63	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	9 336	3,64	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	9 384	3,64	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	9 393	3,64	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	9 393	3,64	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	9 409	3,65	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	9 520	3,65	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	9 520	3,65	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	9 522	3,65	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	5 685	2,90	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	5 695	2,90	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	5 746	2,90	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	5 898	2,90	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	5 964	2,91	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
Jun	5 965	2,91	4 539	520	5 059	12	247	1 435	583	2 795	2,89	2,98	2,90	3,00	3,05	3,41	2,71
Jul	5 966	2,91	4 797	796	5 593	213	253	1 512	667	3 162	2,89	2,99	2,90	3,01	3,04	3,41	2,72
Ago	5 966	2,91	4 842	1 131	5 973	-96	262	1 731	763	3 216	2,89	2,98	2,91	3,04	2,98	3,41	2,74

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-agosto



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-agosto



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

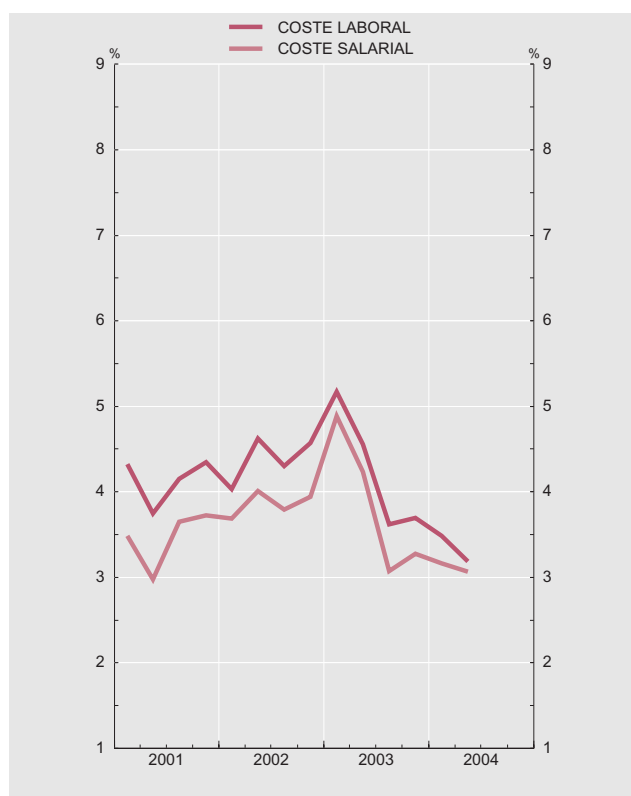
4.7. ÍNDICE DE COSTES LABORALES

■ Serie representada gráficamente.

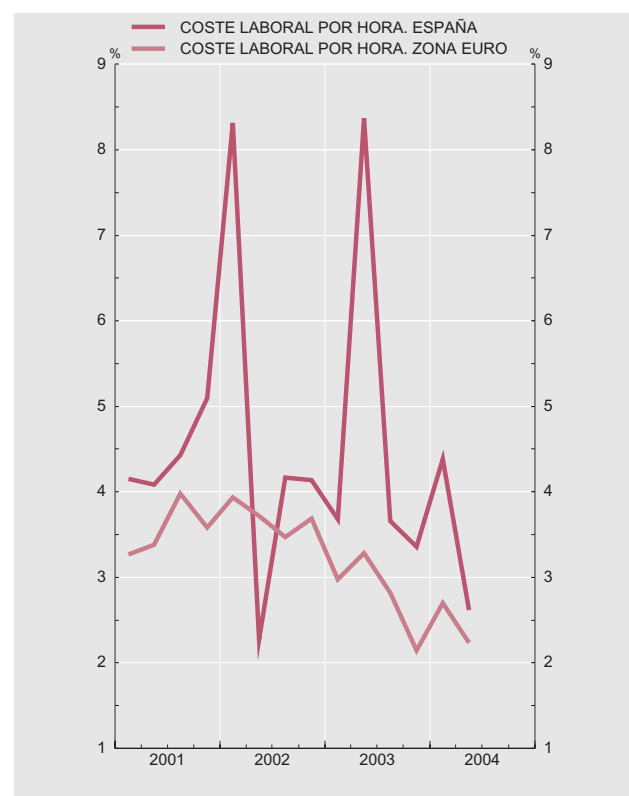
Tasas de variación interanual

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

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.

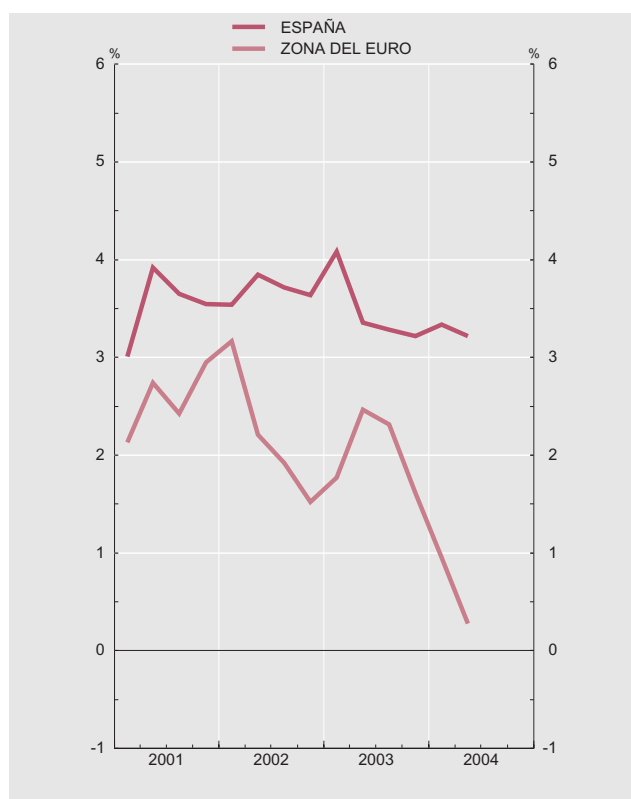
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

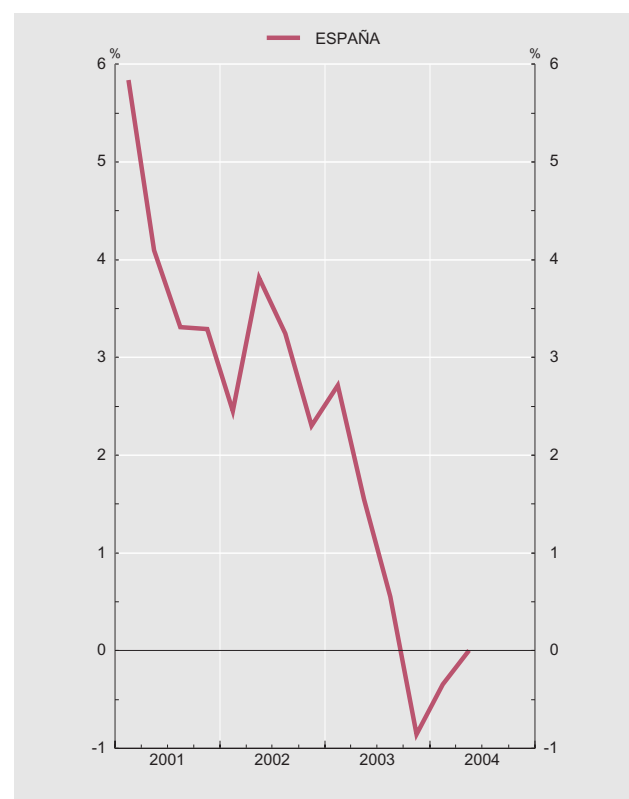
Tasas de variación interanual

	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 (b)	Zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
01	3,5	2,6	3,8	2,8	0,3	0,2	2,8	1,6	2,5	1,4	4,1	...
02	3,7	2,2	4,3	2,5	0,5	0,3	2,2	0,8	1,7	0,5	3,0	...
03	3,5	2,0	4,2	2,4	0,7	0,3	2,5	0,5	1,8	0,1	1,0	...
01 ///	3,7	2,4	4,5	2,8	0,8	0,4	2,8	1,5	2,0	1,2	3,3	...
IV	3,5	3,0	4,3	2,9	0,7	-0,1	2,9	0,8	2,2	0,9	3,3	...
02 /	3,5	3,2	4,2	2,9	0,7	-0,3	2,4	0,4	1,7	0,8	2,4	...
II	3,8	2,2	4,1	2,4	0,3	0,2	2,3	0,9	2,0	0,6	3,8	...
III	3,7	1,9	4,2	2,4	0,5	0,5	2,2	0,9	1,7	0,4	3,2	...
IV	3,6	1,5	4,4	2,4	0,8	0,8	2,1	1,1	1,3	0,3	2,3	...
03 /	4,1	1,8	4,8	2,4	0,7	0,6	2,1	0,7	1,4	0,1	2,7	...
II	3,4	2,5	4,4	2,5	1,0	0,0	2,5	0,2	1,6	0,1	1,5	...
III	3,3	2,3	3,8	2,5	0,5	0,2	2,6	0,4	2,0	0,2	0,6	...
IV	3,2	1,6	4,0	2,1	0,7	0,5	2,8	0,7	2,1	0,2	-0,9	...
04 /	3,3	1,0	3,9	2,1	0,6	1,2	2,7	1,4	2,1	0,2	-0,3	...
II	3,2	0,3	3,8	2,1	0,6	1,9	2,6	2,0	2,0	0,2	0,0	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

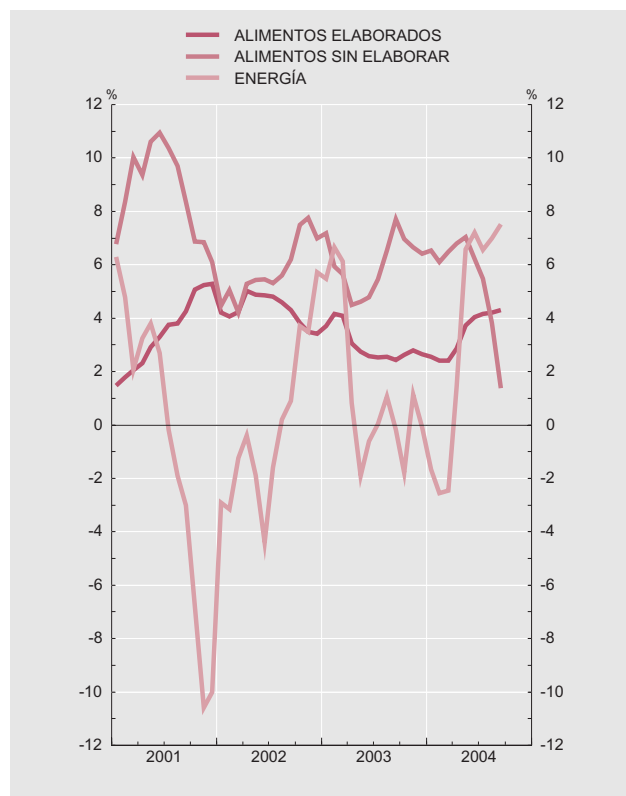
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100 %)				Tasa de variación interanual (T ₁₂ ¹)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m 1 (b)	T 12 (c)	s/ T dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T 12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
01	M R	100,5	—	3,6	2,7	8,7	3,4	2,6	-0,8	4,3	3,5	...	...
02	M	103,5	—	3,5	4,0	5,8	4,3	2,5	-0,1	4,6	3,7	100,4	...
03	M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,8	5,5
03 E-S	M	106,3	0,2	3,2	0,8	5,8	3,1	2,3	1,9	3,7	3,0	106,2	3,5
04 E-S	M	109,3	0,2	2,9	1,1	5,5	3,4	0,8	3,3	3,7	2,6	...	...
03 Jun		106,8	0,1	2,7	1,3	4,8	2,6	2,5	-0,6	3,5	2,9	108,4	7,8
Jul		106,1	-0,6	2,8	0,6	5,5	2,5	2,2	0,0	3,6	2,9	97,5	5,6
Ago		106,6	0,5	3,0	1,1	6,5	2,5	2,0	1,1	3,7	2,8	99,1	7,1
Sep		106,9	0,3	2,9	1,4	7,7	2,4	2,1	-0,2	3,5	2,8	104,1	13,5
Oct		107,7	0,7	2,6	2,1	7,0	2,6	1,5	-1,8	3,7	2,6	105,8	10,0
Nov		108,0	0,3	2,8	2,4	6,7	2,8	1,2	1,1	3,7	2,6	105,2	9,7
Dic		108,2	0,2	2,6	2,6	6,4	2,7	1,2	-0,1	3,6	2,5	108,6	9,8
04 Ene		107,4	-0,7	2,3	-0,7	6,5	2,5	0,7	-1,7	3,6	2,3	106,4	4,4
Feb		107,5	0,0	2,1	-0,7	6,1	2,4	0,5	-2,5	3,6	2,3	107,4	-2,6
Mar		108,2	0,7	2,1	0,0	6,5	2,4	0,5	-2,5	3,6	2,2	111,8	1,3
Abr		109,7	1,4	2,7	1,4	6,8	2,9	0,7	1,4	3,7	2,4	115,1	3,3
May		110,4	0,6	3,4	2,0	7,0	3,7	0,9	6,6	3,8	2,7	121,2	7,1
Jun		110,5	0,2	3,5	2,2	6,2	4,0	1,0	7,2	3,8	2,8	121,3	12,0
Jul		109,7	-0,8	3,4	1,4	5,5	4,2	0,8	6,6	3,7	2,8	...	...
Ago		110,2	0,4	3,3	1,8	3,8	4,2	1,0	7,0	3,7	2,9	...	...
Sep		110,4	0,2	3,2	2,0	1,4	4,3	1,0	7,5	3,8	2,9	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE, MAPA y BE.

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

- a. En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001, que no tiene solución a través de los enlaces legales habituales. Por ello, para el año 2002, las tasas oficiales de variación no pueden obtenerse a partir de los índices. Las notas metodológicas detalladas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es)
- b. Tasa de variación intermensual no anualizada. c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.
- d. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre. e. Serie oficial del INE desde enero de 2002.

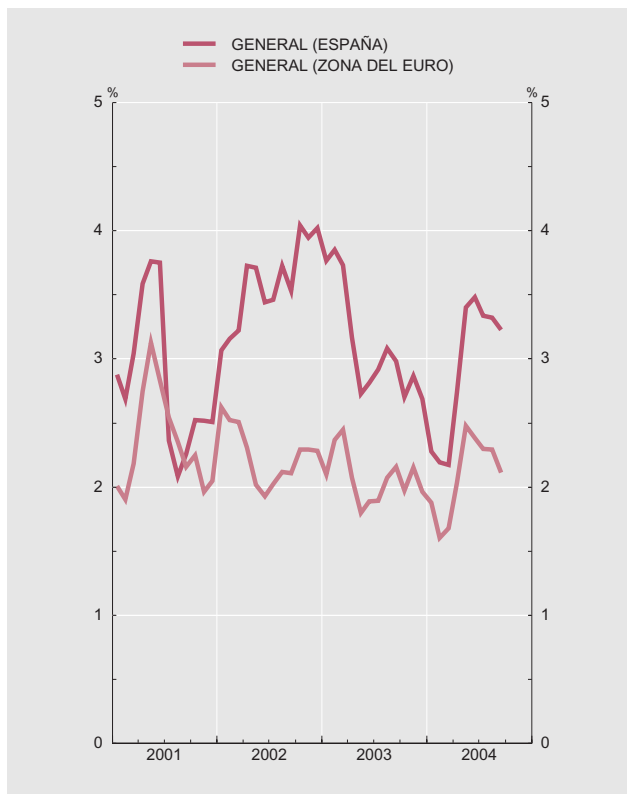
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 1996=100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

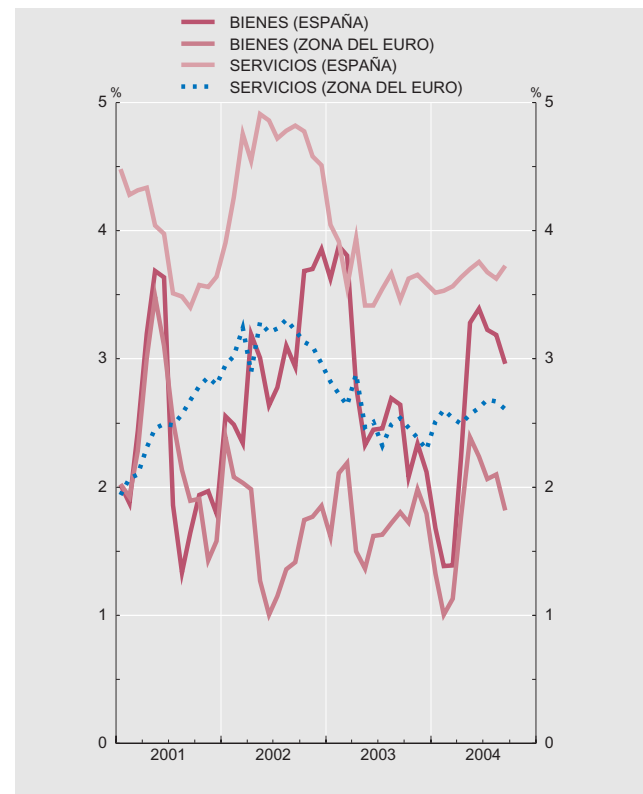
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
01	M	2,8	2,3	2,3	2,3	5,1	4,5	2,7	2,9	7,2	7,0	0,6	1,2	1,0	0,9	-0,7	2,2	3,9	2,5
02	M	3,6	2,3	3,0	1,7	4,8	3,1	4,9	3,1	4,7	3,1	1,9	1,0	2,6	1,5	-0,2	-0,6	4,6	3,1
03	M	3,1	2,1	2,8	1,8	4,0	2,8	3,5	3,3	4,6	2,1	2,0	1,2	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5
03 E-S	M	3,2	2,1	3,0	1,7	4,0	2,6	3,5	3,2	4,5	1,7	2,3	1,3	2,4	0,8	1,9	3,5	3,7	2,6
04 E-S	M	2,9	2,1	2,5	1,8	4,1	2,7	4,2	3,7	4,1	1,1	1,5	1,3	0,9	0,8	3,2	3,1	3,6	2,6
03 Jun		2,8	1,9	2,4	1,6	3,3	2,9	2,9	3,2	3,8	2,5	1,9	1,0	2,6	0,8	-0,6	1,6	3,4	2,5
Jul		2,9	1,9	2,5	1,6	3,5	3,0	2,9	3,1	4,2	2,7	1,8	1,0	2,3	0,7	-	2,0	3,5	2,3
Ago		3,1	2,1	2,7	1,7	3,9	3,1	2,9	3,0	4,8	3,3	2,0	1,0	2,2	0,6	1,0	2,7	3,7	2,5
Sep		3,0	2,2	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
Oct		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
Nov		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
Dic		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
Feb		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
Mar		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
Abr		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
May		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
Jun		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
Jul		3,3	2,3	3,2	2,1	4,6	2,6	4,9	3,8	4,3	0,7	2,3	1,8	0,9	0,7	6,6	5,9	3,7	2,7
Ago		3,3	2,3	3,2	2,1	4,1	2,1	4,8	3,6	3,4	-0,2	2,6	2,1	1,1	0,9	7,0	6,5	3,6	2,7
Sep		3,2	2,1	3,0	1,8	3,3	1,4	4,7	3,4	1,9	-1,5	2,7	2,0	1,1	0,9	7,5	6,4	3,7	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 (europa.eu.int)

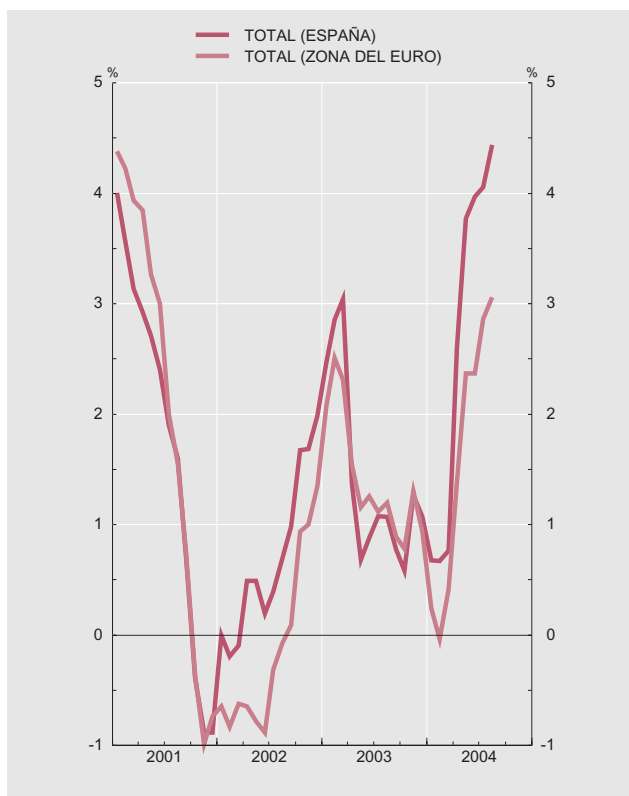
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

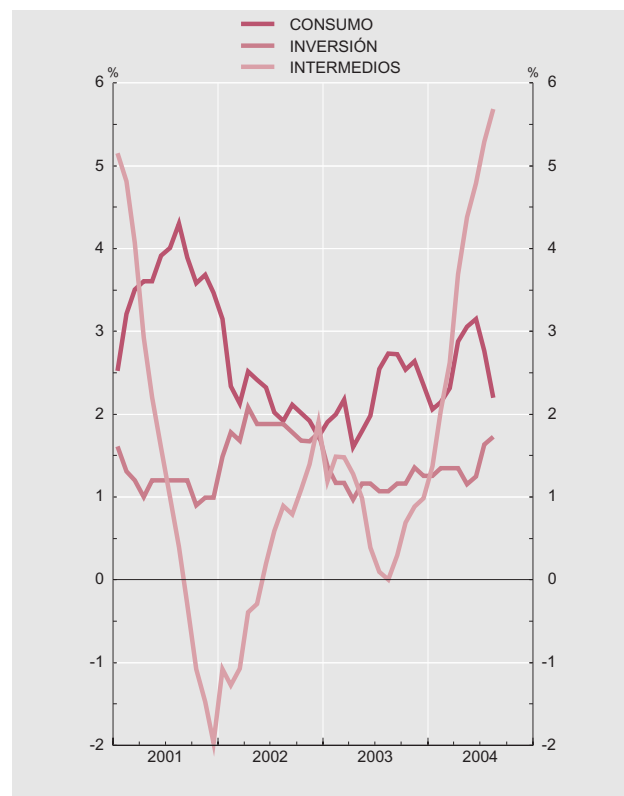
Tasas de variación interanual

		General (100 %)			Consumo (32.1 %)		Inversión (18.3 %)		Intermedios (31.6 %)		Energía (18.0 %)		Pro memoria: zona del euro				
		Seire original	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Total T ₁₂	Consumo T ₁₂	Inversión T ₁₂	Intermedios T ₁₂	Energía T ₁₂
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-A	MP	103,9	-	1,7	-	2,1	-	1,1	-	0,9	-	3,0	1,6	1,1	0,3	1,1	4,7
04 E-A	MP	106,6	-	2,6	-	2,6	-	1,4	-	3,7	-	2,0	1,6	1,3	0,5	2,5	1,7
03 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	1,1	3,7	1,3	1,3	1,4	1,4	0,5	2,3	1,2
May	P	107,3	0,7	3,8	0,4	3,1	-	1,2	0,6	4,4	2,3	7,2	2,4	1,4	0,6	2,8	5,4
Jun	P	107,4	0,1	4,0	0,2	3,1	0,1	1,2	-	4,8	-0,3	7,1	2,4	1,6	0,7	3,3	4,4
Jul	P	107,7	0,3	4,1	0,3	2,8	0,3	1,6	0,2	5,3	0,8	7,2	2,9	1,5	0,8	4,2	5,2
Ago	P	108,3	0,6	4,4	-0,2	2,2	0,1	1,7	0,3	5,7	2,6	9,0	3,1	1,4	0,9	4,8	5,4

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000=100; zona del euro: base 2000=100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

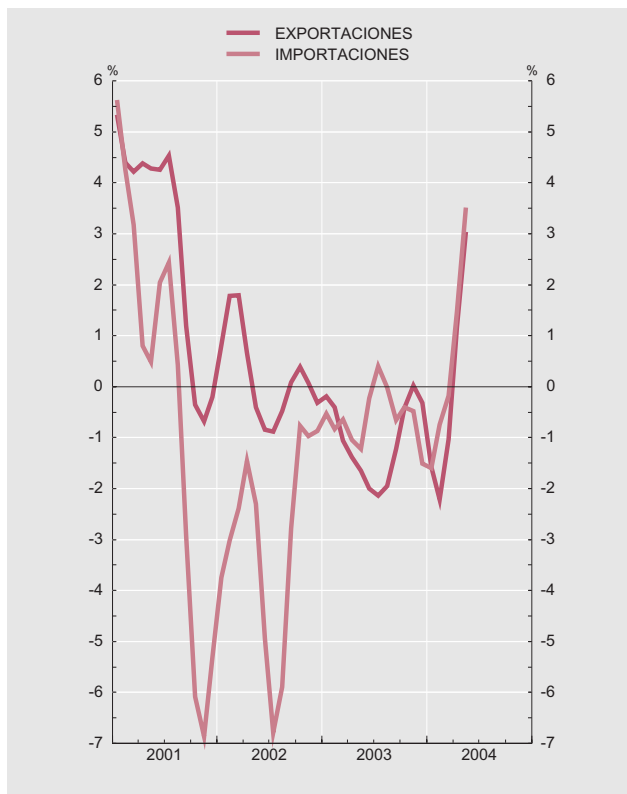
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

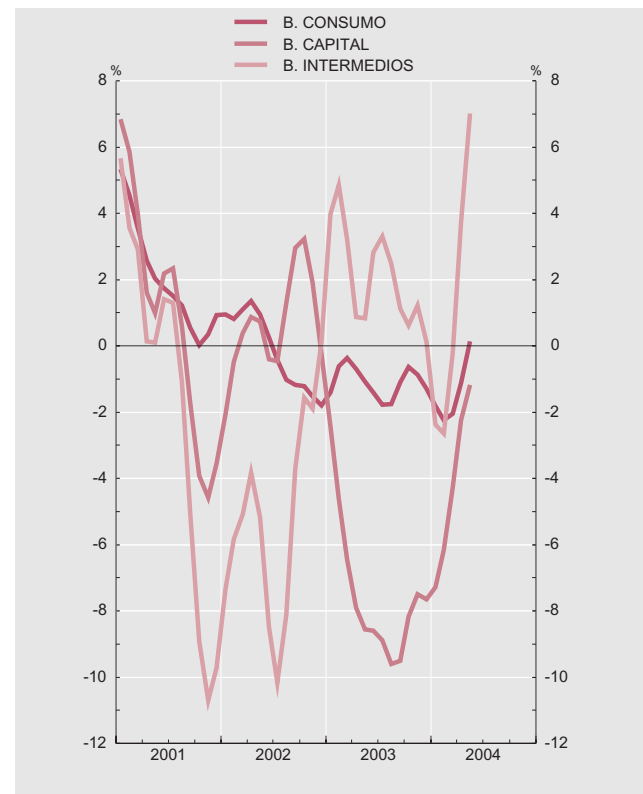
Tasas de variación interanual

	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-J	-1,0	0,2	-10,4	0,9	12,5	-0,5	-0,3	-0,9	-6,4	1,9	7,8	1,5
04 E-J	-0,2	-1,1	-0,8	1,4	0,7	0,8	0,2	-1,7	-4,5	2,6	0,5	2,6
03 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
<i>Mar</i>	-2,1	-3,5	-5,4	0,0	31,8	-2,3	2,9	1,4	-3,0	5,3	25,0	2,0
<i>Abr</i>	-1,3	0,5	-8,1	-0,0	1,6	-2,0	-2,5	-0,1	-10,9	-0,9	-4,5	0,6
<i>May</i>	-0,9	-2,0	-9,2	2,1	3,0	0,9	-2,0	-1,9	-10,0	0,4	-13,8	4,1
<i>Jun</i>	-3,2	-1,4	-14,8	-0,8	-6,0	-1,4	0,7	-0,6	-7,2	3,8	-9,8	8,3
<i>Jul</i>	-0,9	2,6	-16,0	1,0	9,0	0,0	-	-3,4	-7,2	3,2	-6,0	5,4
<i>Ago</i>	-3,8	-6,1	-15,9	1,6	7,7	-0,7	1,5	4,5	-9,1	2,9	-3,3	3,6
<i>Sep</i>	-0,2	-0,4	-2,7	1,2	-2,8	-0,4	-2,8	-0,2	-17,7	0,9	-9,6	0,6
<i>Oct</i>	-0,7	-2,5	-5,3	1,5	6,9	0,3	0,8	2,8	-0,6	-0,0	-12,3	2,3
<i>Nov</i>	0,5	-1,6	0,1	1,9	1,1	0,5	-0,2	-0,4	-7,0	1,8	-2,1	1,3
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	-4,3	-4,4	-5,9	-2,5	-16,9	-2,9	1,8	-6,0	-6,2	7,5	-20,4	13,9
<i>Mar</i>	-1,5	-1,4	-7,5	0,6	-11,5	0,5	-2,3	-3,6	-7,0	-0,5	-16,2	3,3
<i>Abr</i>	1,7	-1,9	7,9	2,8	-3,7	4,2	1,4	-3,9	2,6	3,4	2,4	2,8
<i>May</i>	3,6	4,7	3,8	3,2	2,9	2,2	5,3	2,9	-1,1	8,6	18,5	4,4
<i>Jun</i>	3,2	3,0	4,8	4,1	16,4	2,8	-0,5	-3,3	-2,0	1,4	16,8	-1,9
<i>Jul</i>	-2,3	-4,8	-5,5	2,1	19,1	0,1	-0,3	2,6	-9,0	1,8	18,4	-1,7

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).

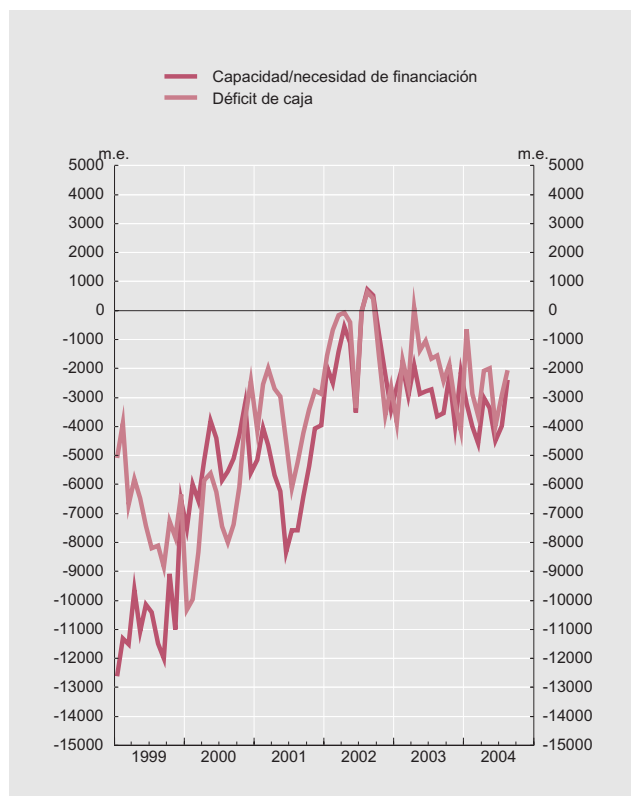
6.1. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional (a). España

■ Serie representada gráficamente.

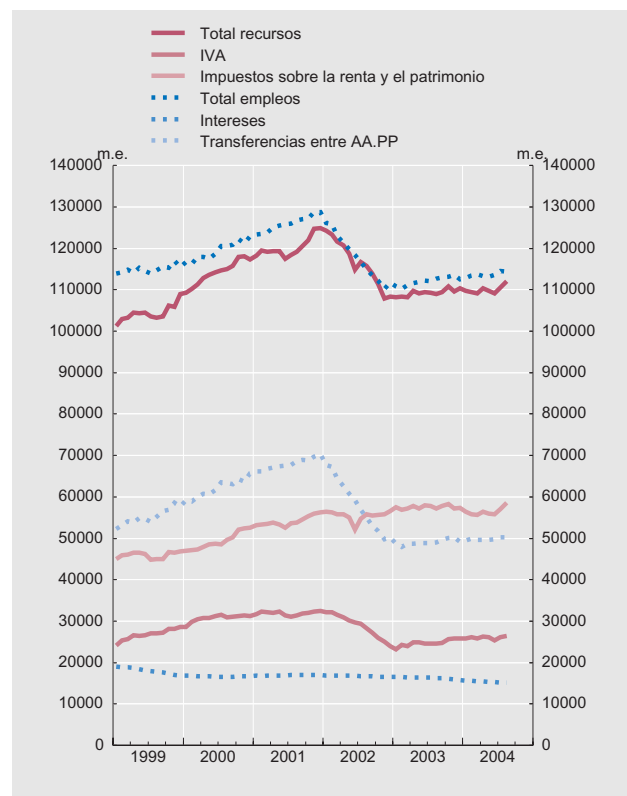
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: Déficit de caja			
		Total	Impuestos 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	17 363	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-A	A	720	69 392	17 273	7 012	2 969	35 780	6 358	68 672	11 418	10 781	30 899	1 198	14 376	-6 006	68 844	74 850
04 E-A	A	436	70 960	17 919	7 235	2 491	36 991	6 324	70 524	11 984	10 052	31 940	1 455	15 093	-3 937	70 785	74 722
03 Sep	A	-464	8 147	2 401	1 084	162	3 567	933	8 611	1 312	1 260	4 003	260	1 776	-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
Abr	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
Jun	A	-9 252	1 887	-1 180	1 103	164	297	1 503	11 139	2 417	1 226	4 648	237	2 611	-9 107	782	9 889
Jul	A	5 689	15 047	4 757	803	178	9 020	289	9 358	1 437	1 291	4 456	135	2 039	2 708	15 824	13 117
Ago	A	-86	7 906	-1 613	895	278	7 771	575	7 992	1 360	1 242	3 651	100	1 639	92	7 290	7 198

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.

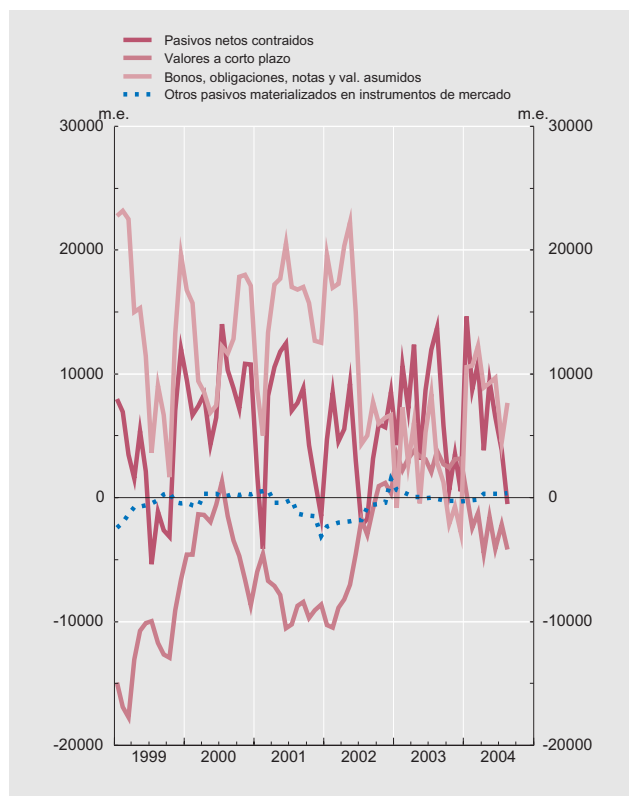
6.2. Estado. Operaciones financieras (a). España

■ Serie representada gráficamente.

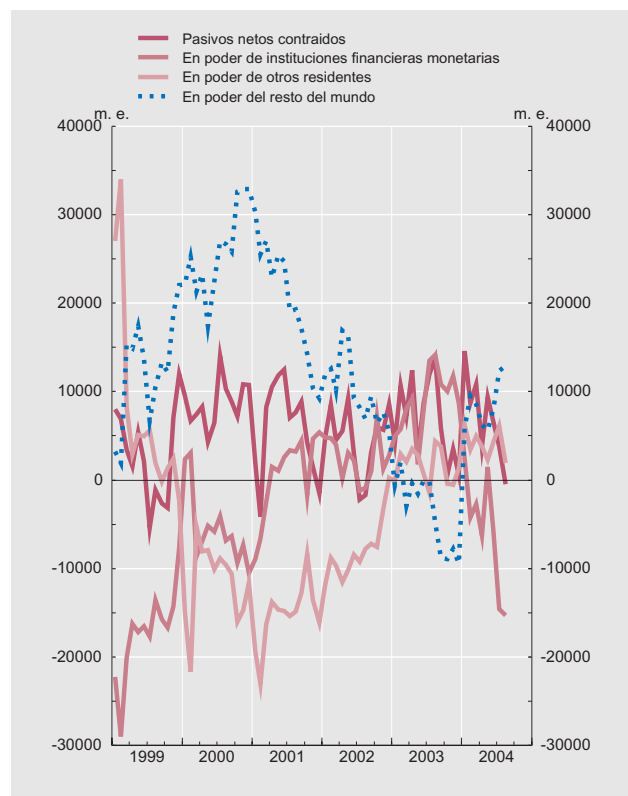
Millones de euros

	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		Total	Del cual					Por sectores de contrapartida					
		Total	Depósitos en el Banco de España		En monedas distintas de la peseta/ euro	Por instrumentos				En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
						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
1	2	3	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-A	A 720	1 734	1	1 014	-192	2 845	-7 262	-	-337	5 768	10 432	9 012	1 420	-9 418	-4 754
04 E-A	A 436	433	-1	-3	-2 069	-4 476	3 165	-	334	975	-12 945	-14 961	2 016	12 943	-978
03 Sep	A -464	-50	-1	414	-14	14	4 479	-	-2	-4 077	-471	-111	-360	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	6 027	0	5 531	-33	222	2 398	-	-5	2 916	-3 535	-4 102	566	9 066	2 615
Feb	A 6 367	3 422	-0	-2 945	33	-3 757	3 303	-	-45	-2 446	-7 601	-5 748	-1 853	4 656	-499
Mar	A -5 692	-1 282	0	4 410	-51	1 807	3 117	-	-70	-445	6 984	3 701	3 283	-2 574	4 854
Abr	A 9 004	8 710	-1	-294	14	-2 502	2 784	-	355	-932	-2 570	-1 871	-699	2 276	637
May	A -6 090	-3 326	1	2 764	-857	2 493	-683	-	37	916	3 306	3 329	-23	-542	1 847
Jun	A -9 252	-7 300	-1	1 952	31	-2 882	5 038	-	58	-261	732	-696	1 428	1 220	2 213
Jul	A 5 689	-2 710	0	-8 399	-1 224	2 877	-12 939	-	-9	1 672	-10 577	-8 003	-2 574	2 178	-10 071
Ago	A -86	-3 107	-0	-3 021	19	-2 735	146	-	13	-446	316	-1 572	1 888	-3 337	-2 575

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.

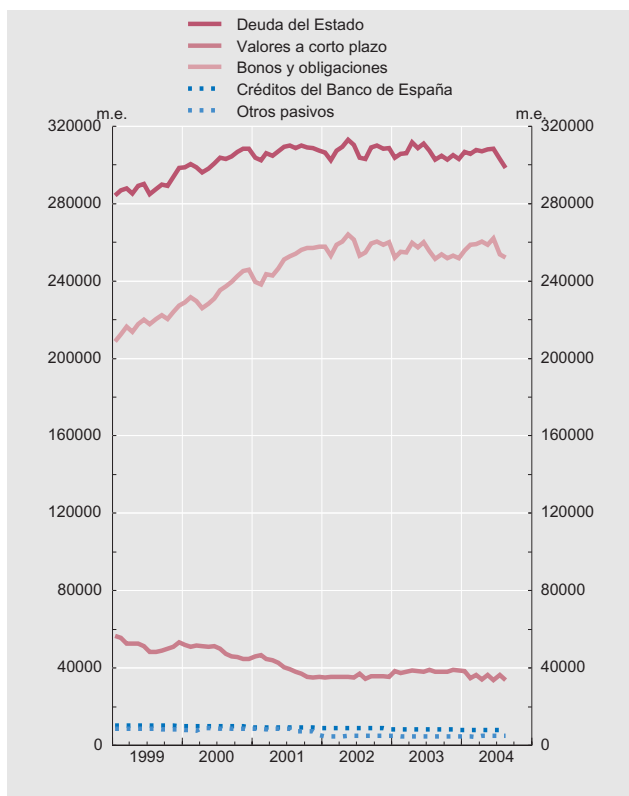
6.3. Estado. Pasivos en circulación. España

■ Serie representada gráficamente.

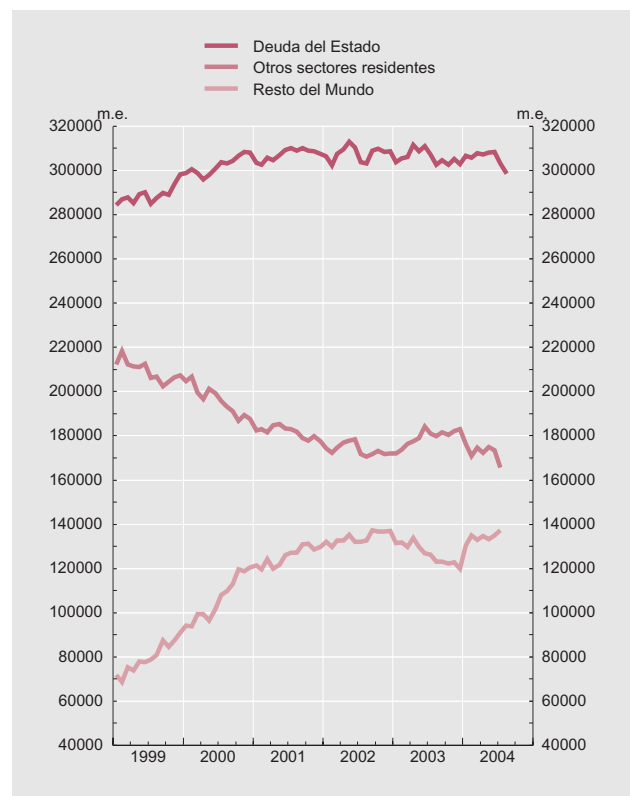
Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)											Pro memoria:		
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida					Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)	
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			
							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	8 185
97		274 168	23 270	71 730	180 558	10 578	11 303	211 530	445	211 085	63 083	9 829	7 251
98		284 153	30 048	59 939	205 182	10 341	8 691	215 200	305	214 895	69 258	10 273	6 412
99		298 378	7 189	53 142	227 151	9 843	8 243	207 458	150	207 308	91 070	14 846	5 310
00		308 212	8 197	44 605	245 717	9 344	8 546	188 482	695	187 787	120 424	20 536	5 430
01		307 434	7 611	35 428	257 721	8 845	5 440	179 118	1 474	177 644	129 791	395	5 460
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	<i>Ago</i>	P 302 704	5 597	38 171	251 608	8 359	4 566	187 785	8 043	179 741	122 963	300	6 098
	<i>Sep</i>	P 304 674	5 437	38 151	253 628	8 359	4 535	190 795	9 109	181 686	122 988	299	6 894
	<i>Oct</i>	P 302 670	5 504	38 061	251 717	8 359	4 534	189 422	9 109	180 314	122 357	300	6 832
	<i>Nov</i>	P 305 064	5 329	38 912	253 268	8 359	4 525	191 301	9 009	182 292	122 772	300	7 112
	<i>Dic</i>	P 302 968	5 105	38 704	251 827	7 873	4 964	192 405	9 460	182 945	120 023	300	6 821
04	<i>Ene</i>	A 306 738	5 244	38 519	255 775	7 873	4 570	187 640	11 319	176 322	130 416	300	6 743
	<i>Feb</i>	A 305 759	5 133	34 731	258 640	7 873	4 516	182 167	11 319	170 849	134 911	300	6 735
	<i>Mar</i>	A 307 788	5 353	36 398	259 051	7 873	4 466	188 048	13 326	174 721	133 067	300	6 717
	<i>Abr</i>	A 307 213	5 251	34 012	260 512	7 873	4 815	185 881	13 457	172 424	134 789	299	6 624
	<i>May</i>	A 308 093	5 192	36 491	258 883	7 873	4 846	188 249	13 457	174 792	133 301	300	6 531
	<i>Jun</i>	A 308 495	5 215	33 625	262 091	7 873	4 906	187 737	14 291	173 446	135 049	300	6 483
	<i>Jul</i>	A 303 060	4 068	36 497	253 794	7 873	4 895	179 555	13 793	165 761	137 298	300	...
	<i>Ago</i>	A 298 595	4 065	33 775	252 037	7 873	4 909	...	15 552	...	...	300	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



Fuente: BE.

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

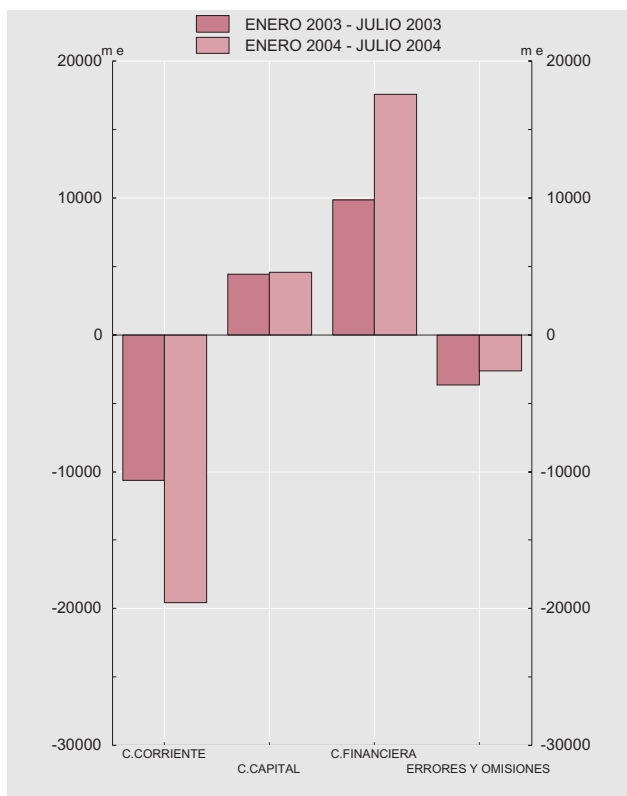
**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO
RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

■ Serie representada gráficamente.

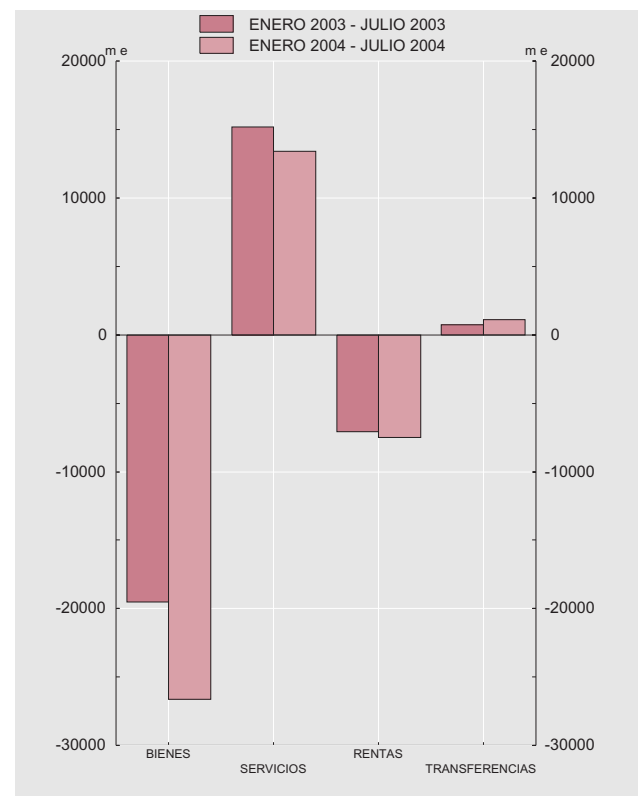
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)											Transfe- rencias corrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más Cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisiones	
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas								
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos						Pagos
						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-J	-10 637	-19 535	83 464	102 999	15 213	38 654	20 600	23 441	3 898	-7 052	12 867	19 918	738	4 436	-6 200	9 856	-3 655
04 E-J	-19 567	-26 638	87 400	114 038	13 428	38 265	20 495	24 837	4 715	-7 492	13 820	21 312	1 135	4 598	-14 968	17 605	-2 637
03 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
<i>May</i>	-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
<i>Jun</i>	-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
<i>Jul</i>	-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
<i>Ago</i>	-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
<i>Sep</i>	-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
<i>Oct</i>	-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
<i>Nov</i>	-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
<i>Dic</i>	-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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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
<i>Abr</i>	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
<i>May</i>	P -2 544	-4 013	12 770	16 783	2 726	5 937	3 382	3 211	547	-1 250	1 634	2 884	-7	1 883	-662	433	228
<i>Jun</i>	P -4 547	-4 642	13 299	17 941	2 056	5 806	3 248	3 750	828	-1 823	2 519	4 341	-138	369	-4 178	4 986	-808
<i>Jul</i>	P -3 736	-4 371	12 938	17 308	3 045	7 062	4 296	4 017	909	-1 978	2 142	4 121	-431	623	-3 113	3 849	-736

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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

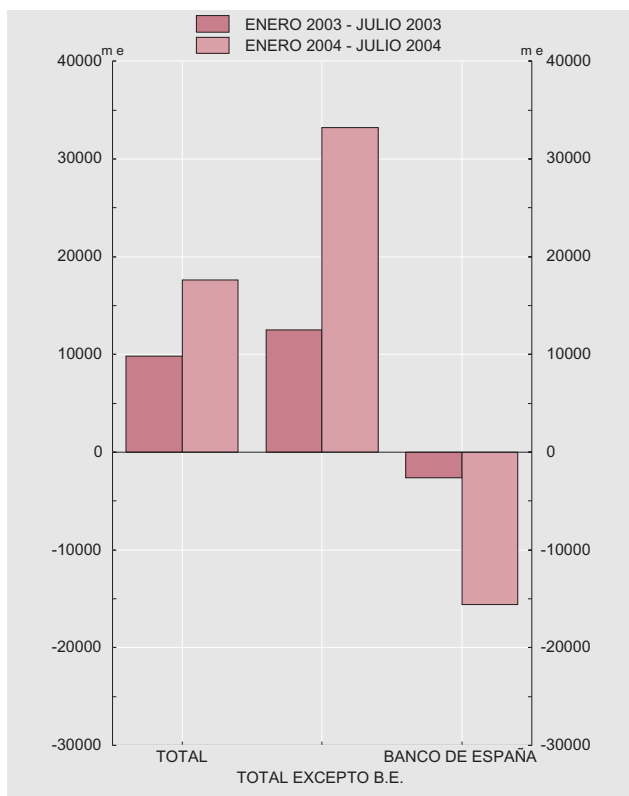
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

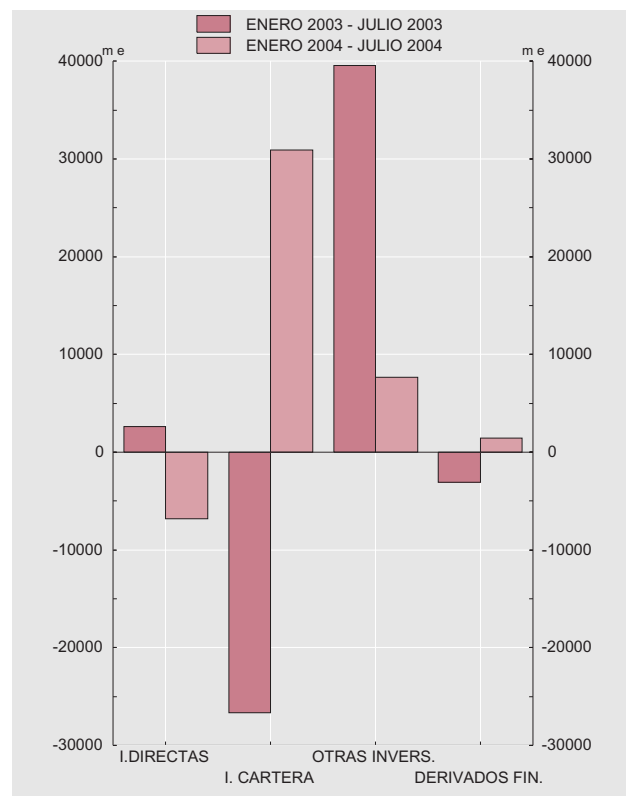
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España				Pro memoria	
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otras inversiones netas (VNP-VNA)	Otras inversiones incluido Banco de España (d)		
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						De España en el exterior	Del exterior en España	
																		1=2+3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+15+16	14	15	16	17	18
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	4 382	216 433	12 524	63 177
03 E-J	9 856	12 486	2 635	11 473	14 108	-26 645	45 467	18 822	39 557	4 950	44 507	-3 062	-2 630	7 836	-2 570	-7 896	7 547	43 651
04 E-J	17 605	33 199	-6 821	10 594	3 773	30 907	21 889	52 795	7 671	21 366	29 037	1 442	-15 593	4 499	-16 121	-3 971	37 309	28 946
03 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
<i>May</i>	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
<i>Jun</i>	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
<i>Jul</i>	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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	1 479	7 233	-73	1 454	1 381	7 225	761	7 985	143	917	1 060	-62	-5 754	187	-3 874	-2 067	4 824	1 125
<i>Nov</i>	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
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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
<i>Abr</i>	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
<i>May</i>	P 433	6 643	-173	387	214	-6 443	7 000	557	12 993	-2 382	10 612	265	-6 209	-107	-6 473	370	3 994	10 695
<i>Jun</i>	P 4 986	3 758	-1 034	3 502	2 468	4 591	1 436	6 026	-250	5 194	4 945	451	1 228	182	970	76	4 179	4 865
<i>Jul</i>	P 3 849	10 249	-2 479	2 904	425	11 212	-267	10 946	472	671	1 143	1 044	-6 400	69	-6 330	-139	7 024	1 143

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

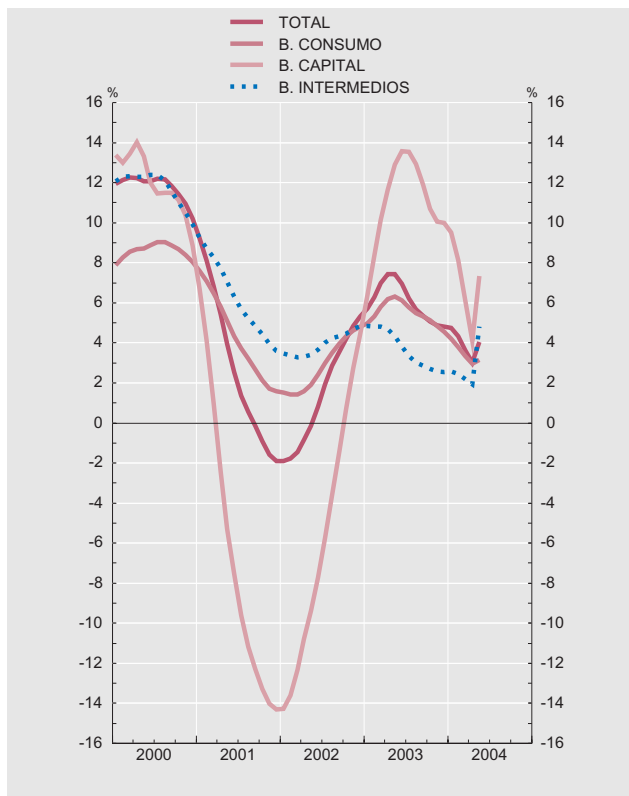
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas)(a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE				OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del cual	Estados Unidos de América					Resto OCDE
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	137 815	5,2	6,2	6,3	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 Jun	11 680	9,2	12,8	11,9	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	3,8	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	-2,6	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	8,9	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	2,3	-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	7,4	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	7,4	3,6	20,2	6,4	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	5,8	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	-1,0	-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
May	12 702	2,8	-0,8	-4,3	9,5	-1,3	17,3	-1,9	3,6	0,4	-0,5	2,7	4,8	-21,1	-3,1	-3,0	4,7
Jun	13 084	12,0	8,5	3,1	19,9	8,9	14,2	8,7	11,1	12,1	9,0	1,8	11,3	11,2	-4,2	23,0	23,4
Jul	12 881	12,7	15,3	9,3	31,3	14,4	35,3	13,9	13,0	15,5	12,7	3,9	12,9	7,8	20,0	27,5	8,6

POR TIPOS DE PRODUCTOS

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



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



Fuentes: ME y BE.

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

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

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

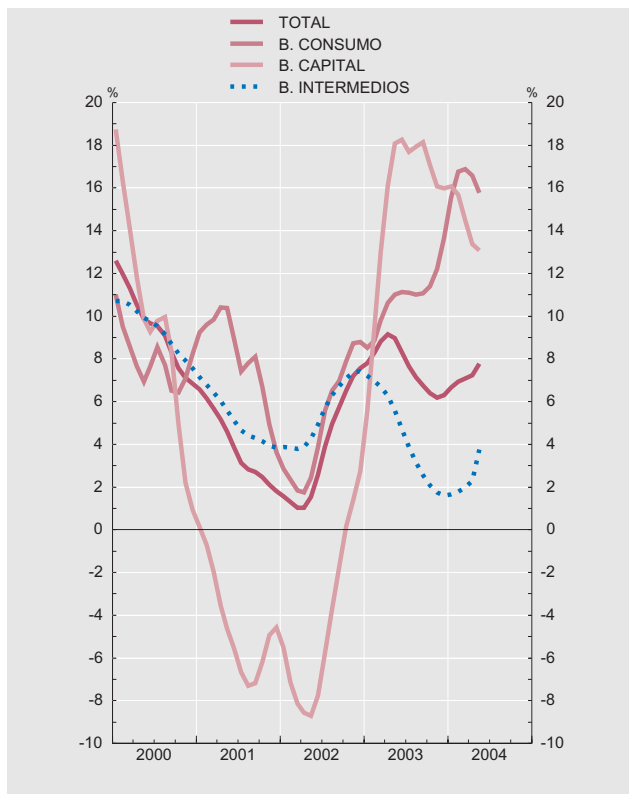
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipo de productos (series deflactadas)(a)					Por áreas geográficas (series nominales)									
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			O C D E					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea	Del cual UE 15	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	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	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 Jun	15 426	9,7	8,9	11,3	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	16,5	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	3,7	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	17,4	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	7,5	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	12,7	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	20,9	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	13,9	24,2	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	19,2	11,0	4,0	8,2	3,5	9,1	-1,6	8,4	15,8	12,0	-4,0	10,2	1,5	26,1	
May	17 429	8,6	3,1	7,2	6,5	0,1	16,0	-1,6	6,9	-0,6	9,8	-9,3	10,4	29,6	-8,7	4,9	15,2	
Jun	18 575	20,4	21,1	23,4	26,8	18,2	21,2	17,8	18,3	2,2	15,7	27,7	22,9	13,3	24,5	20,5	34,3	
Jul	17 958	15,9	16,2	9,0	48,3	11,3	2,5	12,5	15,3	13,6	15,3	0,7	16,7	15,1	8,7	8,3	22,5	

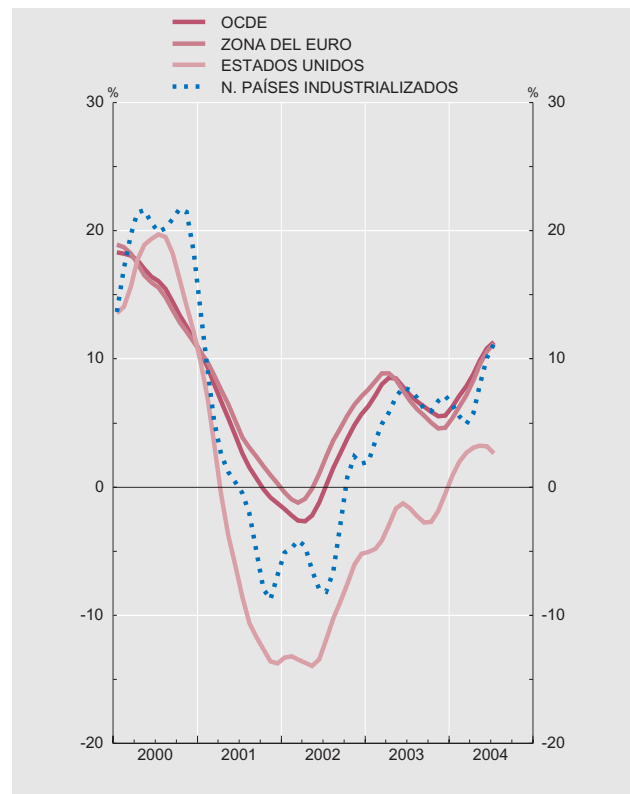
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



Fuentes: ME y BE.

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

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

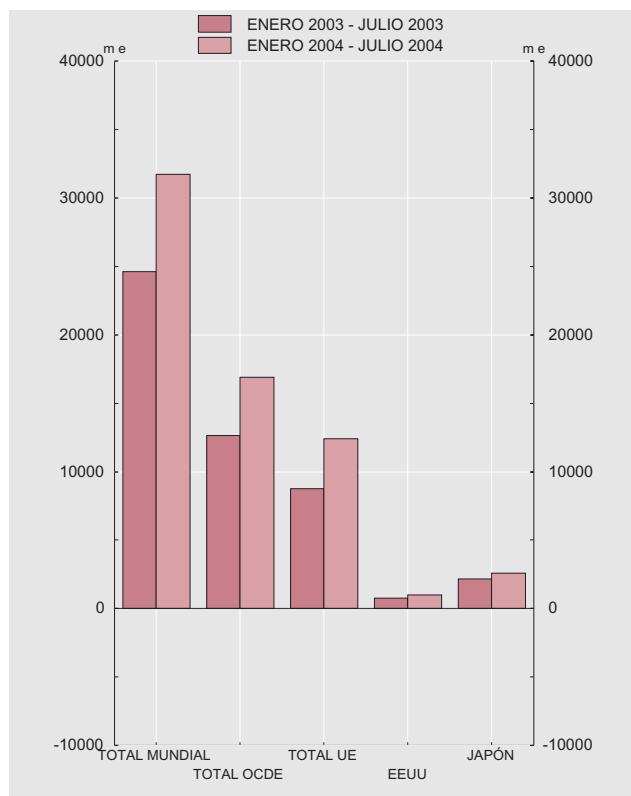
7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

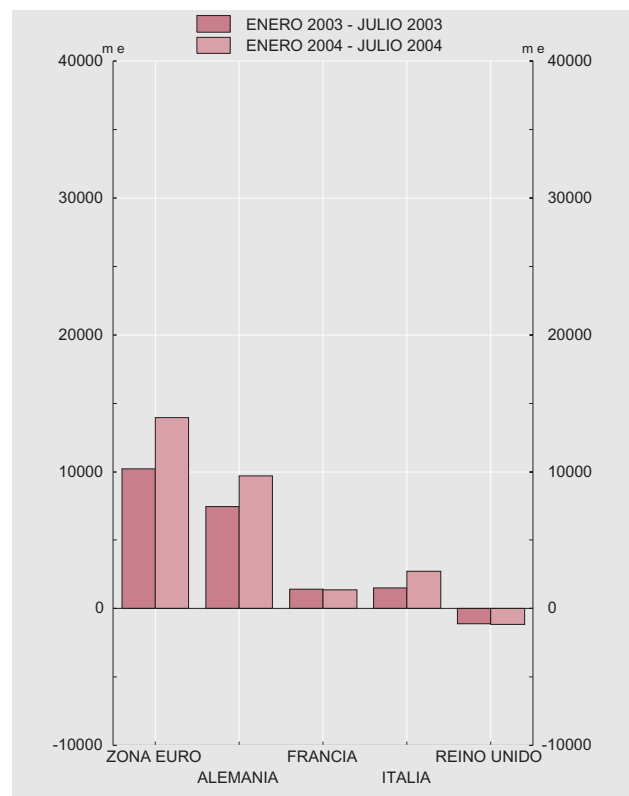
Millones de euros

	OCDE															OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros
	Total mundial	Total	Unión Europea (UE 15)						Reino Unido	Resto UE 15	Estados Unidos de América	Japón	Resto OCDE						
			Total	Zona del euro			Alemania	Francia						Italia					
				Total	Del cual														
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-J		-24 619	-12 634	-8 765	-10 217	-7 441	-1 434	-1 505	1 100	352	-751	-2 186	-932	-4 904	-667	-1 531	-4 882		
04 E-J		-31 747	-16 898	-12 391	-13 963	-9 701	-1 375	-2 738	1 148	425	-1 018	-2 584	-906	-5 090	-965	-1 647	-7 147		
03 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		
Abr		-4 855	-2 602	-1 945	-2 056	-1 410	-173	-473	55	56	-136	-374	-148	-572	-302	-216	-1 163		
May		-4 727	-2 587	-1 990	-2 310	-1 740	-114	-392	196	124	-168	-357	-72	-901	-79	-254	-905		
Jun		-5 490	-3 208	-2 368	-2 461	-1 630	-40	-531	62	31	-188	-442	-210	-698	-224	-278	-1 082		
Jul		-5 077	-2 834	-2 266	-2 499	-1 736	-208	-489	176	57	-43	-386	-139	-802	-134	-220	-1 087		

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



Fuente: ME.

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

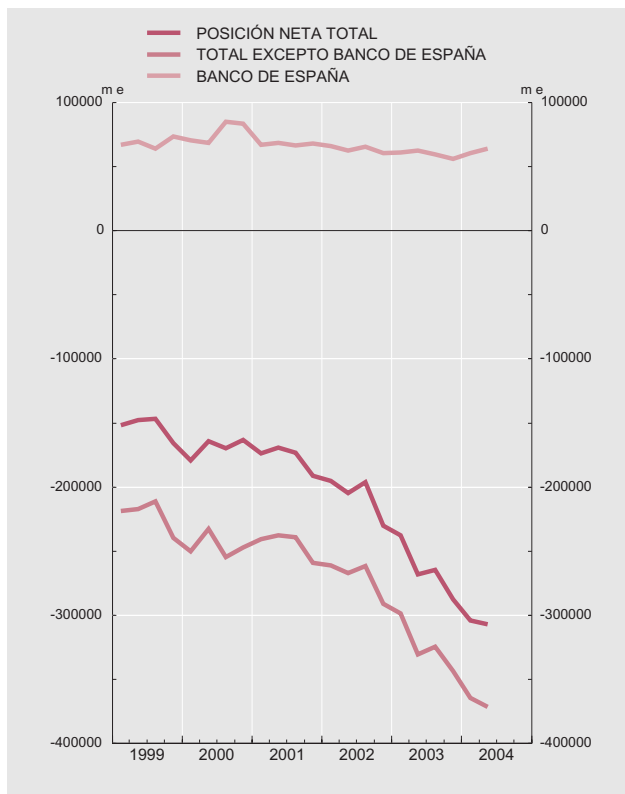
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

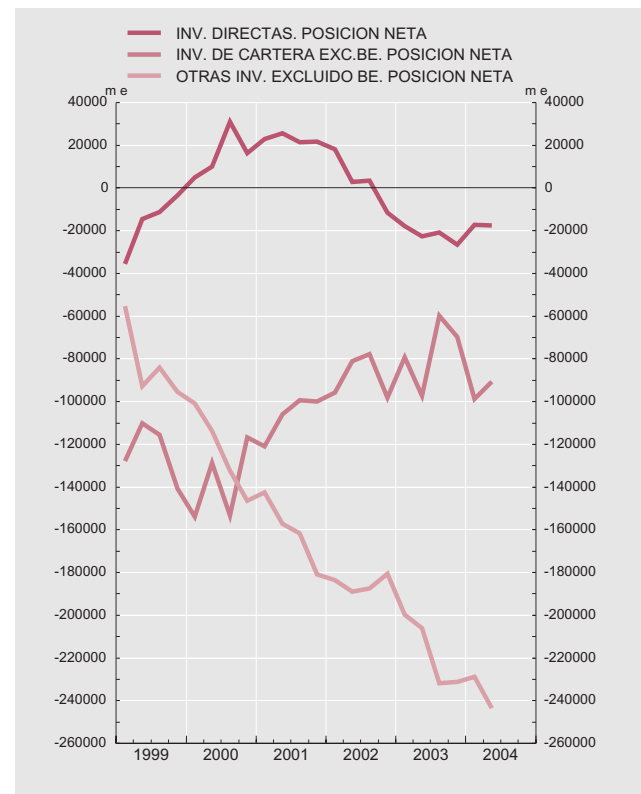
Saldos a fin de periodo en millones de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España										Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13a15	13	14	15	
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 //	-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
01 ///	-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
01 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
02 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
02 III	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
02 IV	-230 349	-290 977	-11 673	213 946	225 618	-98 620	259 261	357 880	-180 685	185 153	365 838	60 628	38 431	22 650	-453
03 I	-237 565	-298 603	-17 752	216 596	234 348	-81 026	280 165	361 191	-199 825	184 551	384 376	61 037	35 436	24 337	1 264
03 II	-267 981	-330 448	-22 489	215 218	237 707	-101 887	290 010	391 897	-206 073	183 249	389 322	62 468	31 326	26 766	4 376
03 III	-264 626	-324 362	-20 893	220 946	241 839	-71 694	314 455	386 148	-231 775	181 151	412 926	59 736	25 395	22 216	12 126
03 IV	-287 559	-343 648	-26 484	221 550	248 035	-85 817	326 370	412 187	-231 347	185 870	417 217	56 089	21 229	18 269	16 591
04 I	-303 928	-364 442	-17 256	229 408	246 664	-118 217	338 622	456 839	-228 969	194 400	423 369	60 514	17 578	23 071	19 866
04 II	-307 195	-371 371	-17 523	234 872	252 395	-110 292	352 429	462 721	-243 556	204 617	448 173	64 177	16 245	27 941	19 991

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, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

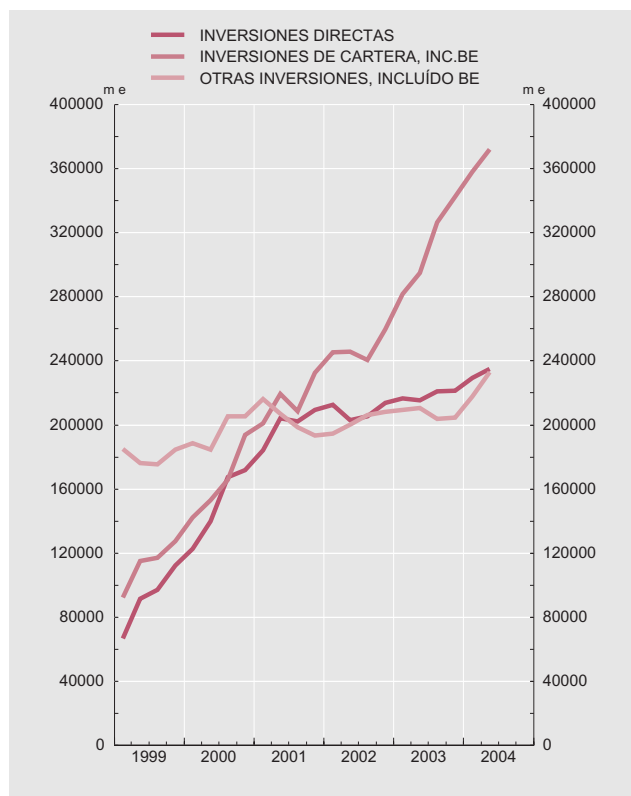
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

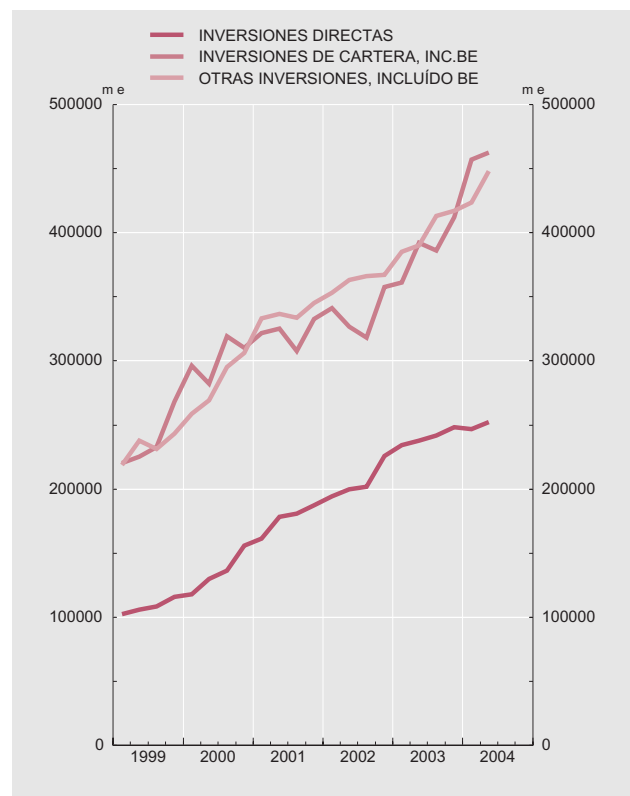
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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		De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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 //	185 414	18 745	144 585	33 873	80 549	138 834	149 410	175 902	206 909	336 599
///	181 808	20 547	146 839	34 073	66 943	141 547	124 216	183 499	198 533	333 700
IV	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
///	186 791	18 473	154 339	47 575	56 609	183 901	103 690	214 485	206 103	366 210
IV	196 880	17 065	174 445	51 173	50 710	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	51 787	242 998	133 836	258 061	210 486	390 192
///	204 718	16 228	187 742	54 097	58 752	267 719	130 619	255 529	203 789	413 239
IV	206 285	15 265	185 912	62 122	66 039	276 559	147 892	264 295	204 594	417 309
04 /	212 427	16 981	185 057	61 606	74 743	283 378	153 499	303 340	217 901	423 432
//	217 519	17 353	188 331	64 064	78 284	293 759	149 107	313 615	232 936	448 173

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



Fuente: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6

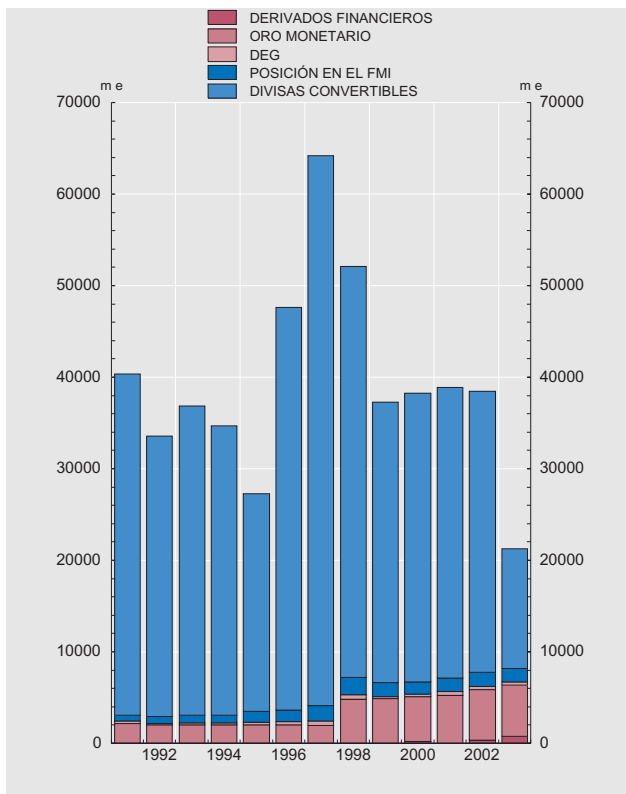
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

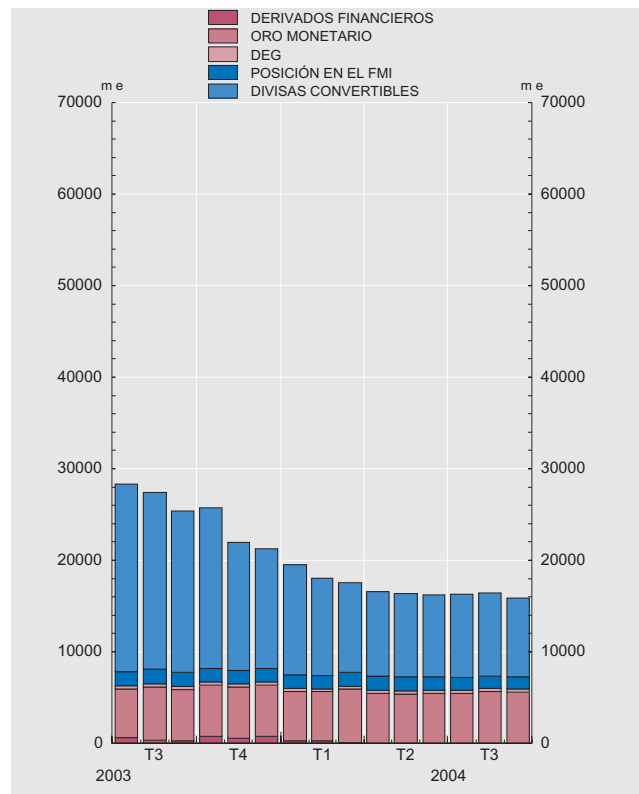
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: Oro	
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy	
	1	2	3	4	5	6	7	
99	R	37 288	30 639	1 517	259	4 873	...	16,8
00		38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8
01		38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02		38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03								
<i>Abr</i>		34 290	26 626	1 503	329	5 084	748	16,8
<i>May</i>		31 576	23 586	1 446	318	5 169	1 056	16,8
<i>Jun</i>		31 326	23 650	1 531	330	5 083	731	16,8
<i>Jul</i>		28 307	20 490	1 536	332	5 297	653	16,8
<i>Ago</i>		27 436	19 336	1 625	340	5 763	373	16,8
<i>Sep</i>		25 395	17 626	1 579	330	5 553	306	16,8
<i>Oct</i>		25 744	17 528	1 505	332	5 592	787	16,8
<i>Nov</i>		21 942	13 967	1 487	338	5 583	566	16,8
<i>Dic</i>		21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04								
<i>Ene</i>		19 497	11 984	1 499	333	5 424	258	16,8
<i>Feb</i>		18 015	10 609	1 429	332	5 349	296	16,8
<i>Mar</i>		17 578	9 790	1 532	337	5 823	95	16,8
<i>Abr</i>		16 539	9 200	1 537	343	5 459	-	16,8
<i>May</i>		16 368	9 094	1 517	344	5 413	-	16,8
<i>Jun</i>		16 245	8 985	1 464	346	5 451	-	16,8
<i>Jul</i>		16 272	9 078	1 398	348	5 448	-	16,8
<i>Ago</i>		16 415	9 073	1 345	346	5 651	-	16,8
<i>Sep</i>		15 889	8 627	1 324	346	5 591	-	16,8

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



Fuente: BE.

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

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN
Saldos a fin de periodo
Millones de euros

	Administraciones Públicas							Otras Instituciones Financieras Monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
02 IV	670 173	190 973	1 452	1 069	178 105	10 348	-	307 780	338	154 007	34 197	119 237
03 I	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 I	809 528	188 235	3 768	486	173 652	10 329	-	392 308	361	186 516	71 953	133 477
II	847 932	185 257	3 234	150	171 460	10 412	-	425 441	354	207 105	79 314	138 668

7.9.(CONT.) DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN
Saldos a fin de periodo
Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	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 I	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 I	62	62	146 166	2 321	20 242	308	51 284	71 240	395	376	82 757	35 327	47 430
II	1	1	151 090	2 383	19 695	179	56 869	71 195	392	376	86 144	35 880	50 264

Fuente: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRESTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CREDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	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. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)				
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15	
03 Abr	225 887	181 136	44 982	-	14	88	332	86 415	361 691	3 881	333 632	54 475	4 102	133 342	2 029
May	223 549	178 317	44 980	-175	21	580	174	87 720	366 841	1 040	332 823	52 662	4 657	129 143	2 029
Jun	242 725	197 701	44 990	-	58	295	320	101 582	375 152	7 666	330 087	48 852	5 590	133 523	2 029
Jul	254 311	209 174	45 000	-	28	434	324	114 625	385 074	10 053	317 476	36 974	5 239	132 418	2 029
Ago	255 246	210 142	44 995	-	25	169	86	116 331	392 180	5 045	315 573	34 679	4 933	131 952	2 029
Sep	262 453	218 091	44 995	-	30	74	738	122 059	392 051	13 425	315 294	31 878	4 982	133 383	2 029
Oct	247 661	202 783	45 000	-	28	100	250	110 659	396 275	-48	322 998	37 431	4 604	130 368	2 029
Nov	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
Dic	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
Feb	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
Mar	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
Abr	289 267	213 955	75 000	-	-1	449	135	151 317	434 742	4 739	310 312	22 148	689	136 207	1 054
May	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
Jun	315 670	240 727	75 000	-	3	121	181	176 467	447 220	20 992	310 497	18 753	751	137 398	1 054
Jul	328 587	253 319	75 001	-	-1	370	102	186 453	457 756	21 532	300 848	8 013	1 314	139 766	1 054
Ago	327 230	252 433	74 998	-	2	41	244	184 518	463 568	13 127	299 826	7 649	1 224	140 434	1 054
Sep	330 874	255 818	74 999	-	5	224	173	189 407	463 363	17 605	298 817	7 256	1 443	138 969	1 054

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRESTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CREDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	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 financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	16	17	
03 Abr	15 460	14 563	900	-	-3	-	- 28 617	54 799	5 628	37 706	5 897	-24 679	-23 845	-833	11 522	-	
May	16 142	15 771	367	-	4	-	- 29 707	54 804	6 792	36 619	4 730	-25 126	-24 535	-591	11 562	-	
Jun	17 225	17 096	123	-	6	-	0 31 927	55 832	8 040	35 483	3 538	-26 074	-25 645	-429	11 371	-	
Jul	18 096	17 719	410	-	5	-	37 30 278	57 570	5 051	32 508	165	-24 062	-23 644	-418	11 880	-	
Ago	30 083	28 880	1 209	-	-5	-	- 30 350	57 898	4 681	29 732	-2 497	-12 216	-11 568	-648	11 949	-	
Sep	26 635	25 331	1 311	-	-1	-	6 29 945	57 317	6 077	28 723	-4 726	-16 374	-15 599	-775	13 064	-	
Oct	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	-	
Nov	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	-	
Dic	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	-	
Feb	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	-	
Mar	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	-	
Abr	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	-	
May	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	-	
Jun	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	-	
Jul	22 648	19 955	2 692	-	0	0	- 37 135	66 720	5 930	20 153	-15 361	-27 805	-26 029	-1 776	13 318	-	
Ago	26 132	24 479	1 652	-	1	-	1 37 297	66 578	6 180	20 080	-15 381	-24 634	-22 733	-1 901	13 469	-	
Sep	30 412	28 714	1 698	-	2	-	2 36 239	65 816	6 062	20 057	-15 583	-19 736	-18 003	-1 733	13 909	-	

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

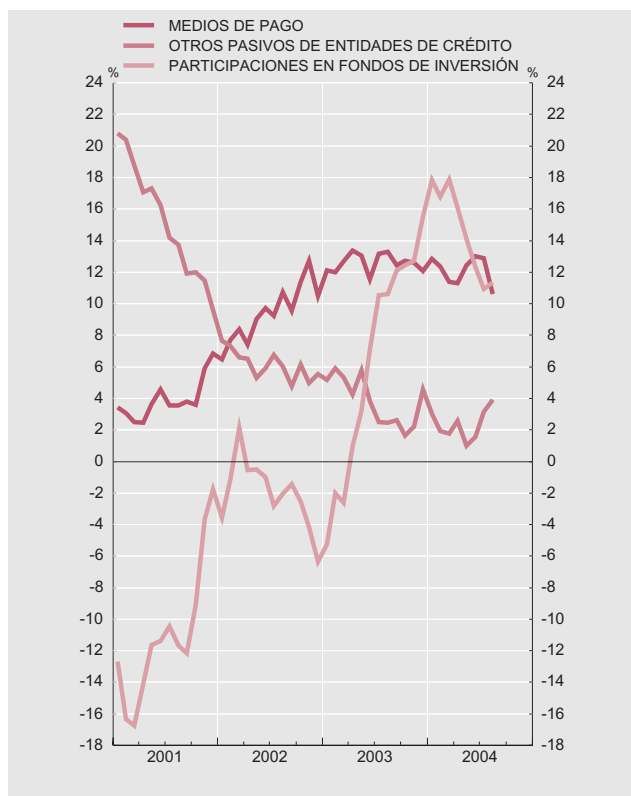
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

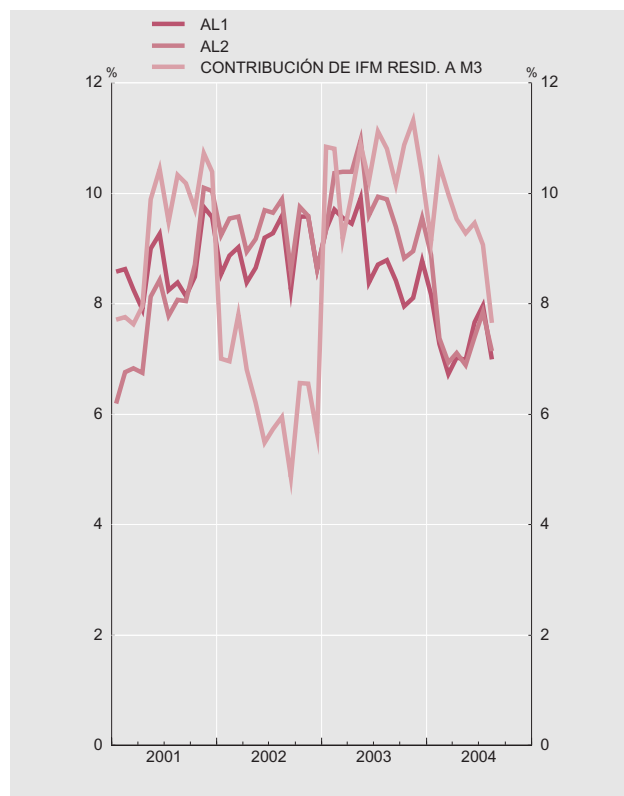
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria			
	SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12			T 1/12		
			Efec- tivo	Depó- sitos a la vista	Depó- sitos de ahor- ro (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
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	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	10,3
03 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	10,9
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	10,2
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	275 896	3,0	2,1	6,9	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	274 540	1,9	2,1	8,4	-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	274 204	1,8	3,0	3,4	-18,3	177 543	17,9	3,1	10,4	33,6	6,7	6,9	10,0
Abr	363 288	11,3	20,2	7,2	12,2	275 449	2,6	3,6	4,6	-15,9	179 347	16,1	2,9	8,4	30,3	7,0	7,1	9,5
May	370 798	12,4	19,7	10,2	11,9	274 947	1,0	2,4	-0,9	-11,5	179 799	14,1	3,5	5,3	27,0	7,0	6,9	9,3
Jun	388 201	13,0	19,0	12,5	11,0	274 306	1,6	3,4	-1,1	-14,2	180 858	12,3	3,9	3,0	23,6	7,7	7,4	9,5
Jul	P 389 013	12,9	19,3	12,4	10,7	276 250	3,1	4,1	4,8	-16,2	180 798	11,0	-0,0	6,1	21,6	8,0	7,9	9,1
Ago	P 380 068	10,6	17,6	9,2	9,2	280 957	3,9	4,8	7,9	-19,8	182 082	11,3	-0,9	9,6	21,2	7,0	7,1	7,7

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.

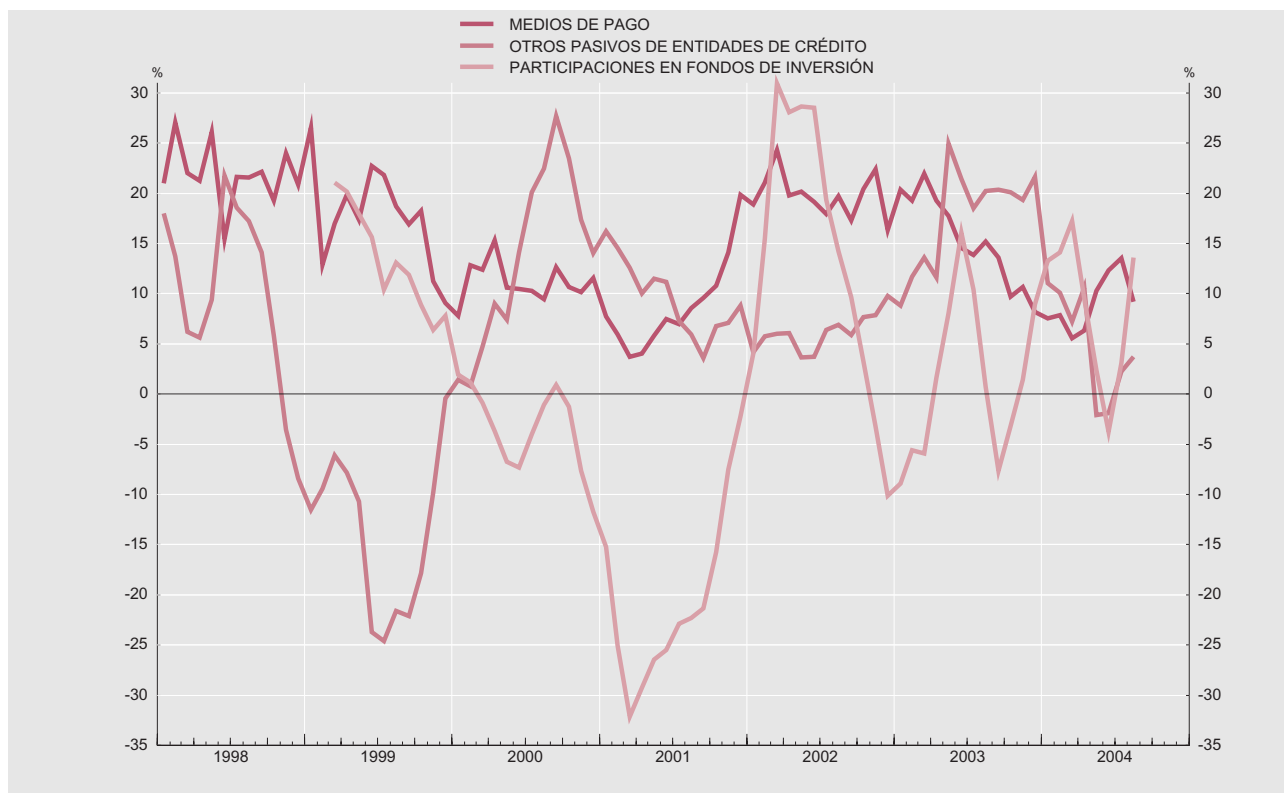
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		
			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 May	78 293	17,8	17,6	23,8	53 285	25,0	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	51 534	11,0	39,9	-6,4	15 543	13,3	13,6	12,4	13,5
Feb	82 033	7,9	8,4	-4,6	52 193	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	52 452	7,2	33,8	-9,5	16 824	17,2	24,2	0,8	21,9
Abr	82 594	6,3	6,4	5,5	52 851	10,6	34,4	-5,1	17 105	9,5	27,4	-9,5	8,7
May	86 363	10,3	10,6	1,7	52 186	-2,1	11,7	-13,4	17 281	2,4	31,4	-19,5	-2,9
Jun	91 942	12,4	12,7	2,1	51 120	-1,9	9,9	-12,0	17 498	-3,8	35,0	-27,3	-12,7
Jul	89 473	13,5	13,6	10,1	51 728	2,2	10,6	-5,5	17 457	3,1	33,3	-16,9	-4,7
Ago	86 315	9,2	9,3	7,4	54 145	3,7	10,8	-2,6	17 595	13,6	35,7	-3,1	7,2

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.

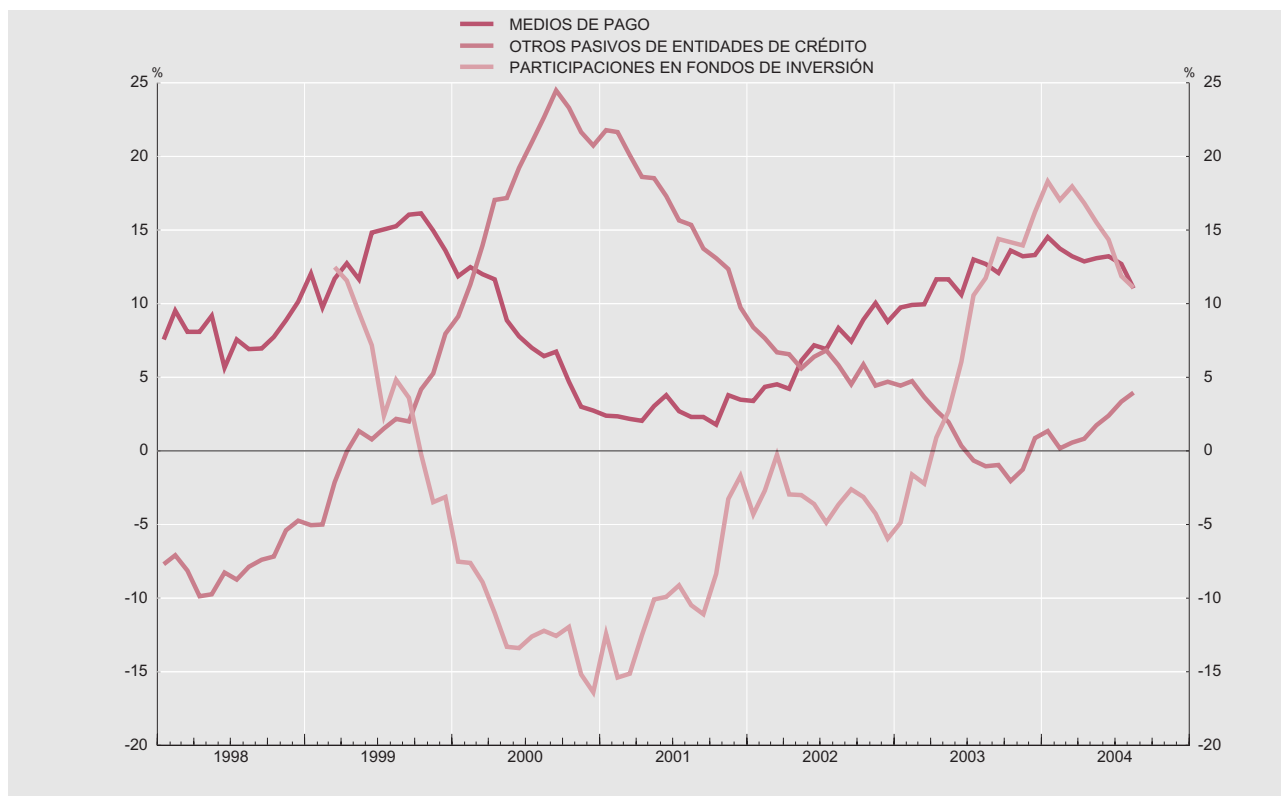
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 inter-anual	Tasa inter-anual			Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista	Depó-sitos de aho-rro (c)			Otros depó-sitos (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 May	251 481	11,7	26,2	8,7	8,3	218 912	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	224 362	1,3	-1,5	15,9	155 473	18,3	5,3	23,8	25,1
Feb	276 719	13,8	20,9	9,2	13,5	222 346	0,2	-0,8	5,1	157 683	17,1	2,0	10,2	32,4
Mar	279 217	13,2	20,4	9,4	12,6	221 752	0,6	-0,1	4,1	160 719	18,0	1,0	11,4	34,9
Abr	280 693	12,9	20,5	8,5	12,3	222 598	0,8	0,4	3,1	162 242	16,8	0,3	10,5	32,8
May	284 435	13,1	19,9	10,0	12,1	222 761	1,8	1,2	4,6	162 518	15,5	0,5	8,4	30,8
Jun	296 258	13,2	19,3	12,5	11,2	223 186	2,4	2,5	1,8	163 360	14,4	0,5	7,1	28,6
Jul	299 539	12,7	19,4	11,4	10,7	224 522	3,4	3,3	3,9	163 341	11,9	-3,6	8,8	24,8
Ago	293 752	11,0	17,7	9,4	9,2	226 812	3,9	4,0	3,9	164 487	11,1	-4,7	11,0	22,7

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.

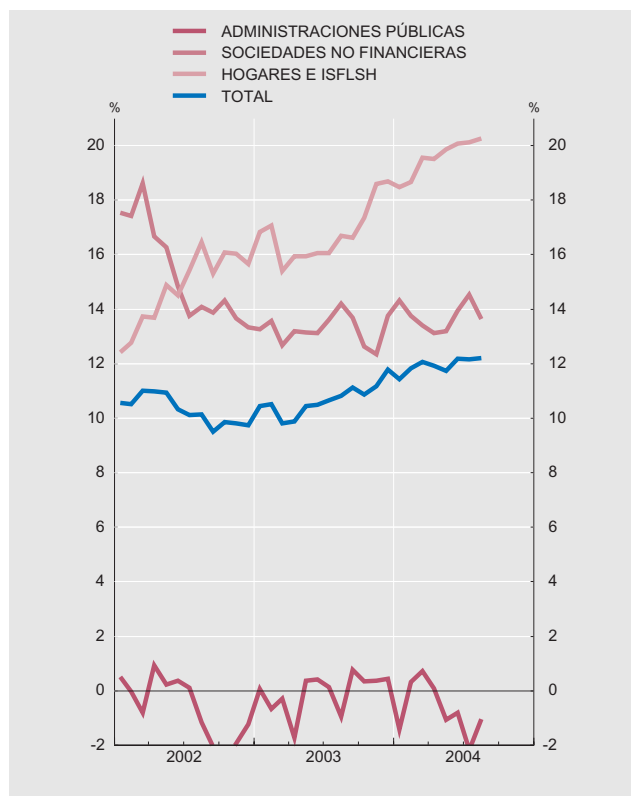
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

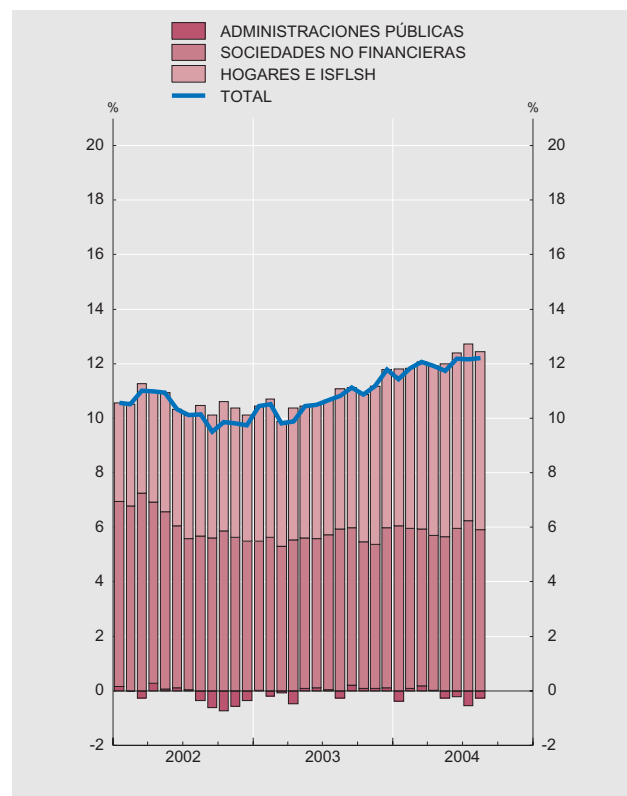
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual							Contribución a la tasa del total					Pro memoria: fondos de titulización	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones 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 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	1 092 887	110 387	11,2	2,0	15,6	18,0	12,3	13,8	2,1	28,4	0,7	10,6	7,0	3,6	7,9	0,0	2,7	24 568
02	1 198 639	106 549	9,7	-1,2	14,3	13,3	15,6	14,4	-16,6	17,4	-0,4	10,1	5,5	4,6	8,4	-0,2	1,9	38 989
03	1 347 416	141 142	11,8	0,4	15,8	13,8	18,7	16,5	-7,1	14,6	0,1	11,7	5,9	5,8	10,0	-0,1	1,7	56 246
03 May	1 245 387	16 271	10,4	0,4	14,3	13,1	15,9	15,7	-10,4	9,6	0,1	10,3	5,5	4,8	9,3	-0,1	1,1	41 808
Jun	1 268 141	21 822	10,5	0,4	14,4	13,1	16,1	15,6	-11,3	10,5	0,1	10,4	5,5	4,9	9,3	-0,1	1,2	43 736
Jul	1 281 142	12 428	10,7	0,1	14,7	13,6	16,1	15,6	-10,8	12,1	0,0	10,6	5,7	4,9	9,4	-0,1	1,4	44 888
Ago	1 283 061	-1 293	10,8	-0,9	15,3	14,2	16,7	15,8	-9,7	14,9	-0,3	11,1	5,9	5,1	9,5	-0,1	1,7	44 978
Sep	1 293 867	12 674	11,1	0,8	14,9	13,7	16,6	15,5	-9,0	14,2	0,2	10,9	5,8	5,1	9,3	-0,1	1,7	49 887
Oct	1 301 981	5 984	10,9	0,3	14,6	12,6	17,4	15,6	-7,4	11,9	0,1	10,8	5,4	5,4	9,5	-0,1	1,4	51 373
Nov	1 319 704	16 500	11,2	0,4	15,0	12,3	18,6	16,4	-6,0	9,6	0,1	11,1	5,3	5,8	10,0	-0,1	1,1	52 546
Dic	1 347 416	26 649	11,8	0,4	15,8	13,8	18,7	16,5	-7,1	14,6	0,1	11,7	5,9	5,8	10,0	-0,1	1,7	56 246
04 Ene	1 356 804	9 095	11,4	-1,4	16,1	14,3	18,5	16,3	-6,7	16,8	-0,4	11,8	6,1	5,7	9,9	-0,1	2,0	56 660
Feb	1 360 035	4 244	11,8	0,3	15,8	13,7	18,7	16,5	-3,7	13,9	0,1	11,7	5,9	5,9	10,1	-0,0	1,7	56 921
Mar	1 382 888	21 067	12,1	0,7	16,0	13,4	19,5	17,0	1,4	12,2	0,2	11,9	5,7	6,1	10,4	0,0	1,5	58 249
Abr	1 384 007	1 029	11,9	0,1	15,8	13,1	19,5	16,8	1,4	11,9	0,0	11,9	5,7	6,2	10,5	0,0	1,4	59 437
May	1 401 993	15 844	11,7	-1,1	16,0	13,2	19,9	17,2	-4,0	11,5	-0,3	12,0	5,7	6,3	10,7	0,0	1,4	60 193
Jun	1 432 144	30 301	12,2	-0,8	16,6	13,9	20,1	17,8	-2,4	11,8	-0,2	12,4	6,0	6,4	11,0	-0,0	1,4	64 901
Jul	P 1 445 938	13 841	12,2	-2,2	16,9	14,5	20,1	18,4	-5,3	11,0	-0,5	12,7	6,2	6,5	11,5	-0,0	1,3	69 411
Ago	P 1 445 145	-712	12,2	-1,0	16,5	13,6	20,3	18,0	-7,7	10,4	-0,3	12,5	5,9	6,5	11,2	-0,1	1,3	70 004

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

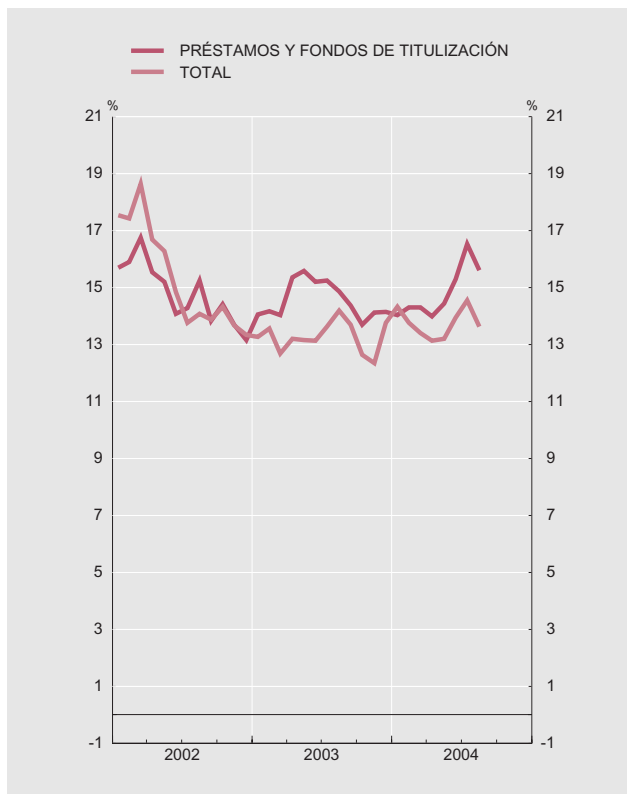
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

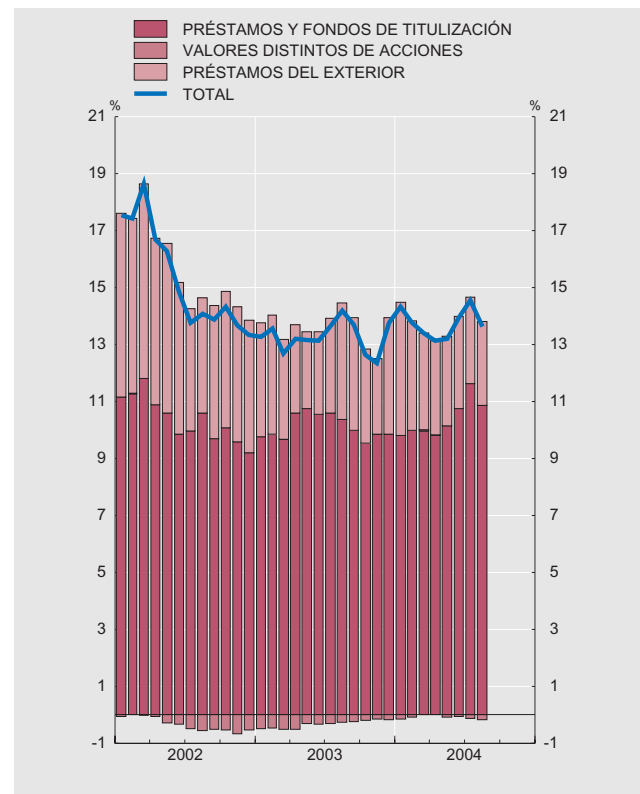
Millones de euros y porcentajes

	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 inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
01	450 324	68 516	18,0	315 161	15,3	11,0	14 367	2,1	0,1	120 797	28,5	6,9	14 395
02	510 236	60 026	13,3	355 787	13,1	9,2	11 987	-16,6	-0,5	142 462	17,4	4,7	20 949
03	588 603	70 239	13,8	405 444	14,1	9,9	11 131	-7,1	-0,2	172 028	14,6	4,1	24 351
03 May	534 808	2 479	13,1	375 499	15,6	10,7	12 025	-10,4	-0,3	147 284	9,6	2,7	21 612
Jun	542 138	6 335	13,1	381 315	15,2	10,5	11 825	-11,3	-0,3	148 997	10,4	2,9	21 642
Jul	549 889	7 155	13,6	386 867	15,2	10,6	11 782	-10,8	-0,3	151 240	12,0	3,3	21 439
Ago	555 623	2 495	14,2	386 920	14,9	10,4	11 859	-9,7	-0,3	156 845	14,9	4,1	21 638
Sep	559 295	5 494	13,7	390 094	14,4	10,0	11 871	-9,0	-0,2	157 331	14,2	4,0	23 576
Oct	567 002	5 541	12,6	394 857	13,7	9,5	11 906	-7,4	-0,2	160 239	11,8	3,3	23 466
Nov	573 415	5 141	12,3	401 139	14,1	9,8	11 561	-6,0	-0,1	160 715	9,5	2,7	23 584
Dic	588 603	14 000	13,8	405 444	14,1	9,9	11 131	-7,1	-0,2	172 028	14,6	4,1	24 351
04 Ene	594 802	5 869	14,3	408 059	14,0	9,8	11 228	-6,7	-0,2	175 516	16,8	4,7	24 048
Feb	595 472	1 660	13,7	411 274	14,3	10,0	11 801	-3,7	-0,1	172 398	13,8	3,9	24 064
Mar	604 523	7 223	13,4	417 930	14,3	10,0	12 153	1,4	0,0	174 440	12,2	3,4	23 975
Abr	611 063	6 424	13,1	424 210	14,0	9,8	11 842	1,4	0,0	175 012	11,9	3,3	24 407
May	616 444	3 203	13,2	428 964	14,4	10,1	11 543	-4,0	-0,1	175 937	11,4	3,1	23 997
Jun	627 698	11 350	13,9	438 876	15,3	10,8	11 543	-2,4	-0,1	177 279	11,8	3,2	24 349
Jul	639 206	11 533	14,5	450 057	16,5	11,6	11 161	-5,3	-0,1	177 988	11,0	3,0	24 548
Ago	637 466	-1 695	13,6	446 547	15,6	10,9	10 949	-7,7	-0,2	179 970	10,4	2,9	25 129

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.

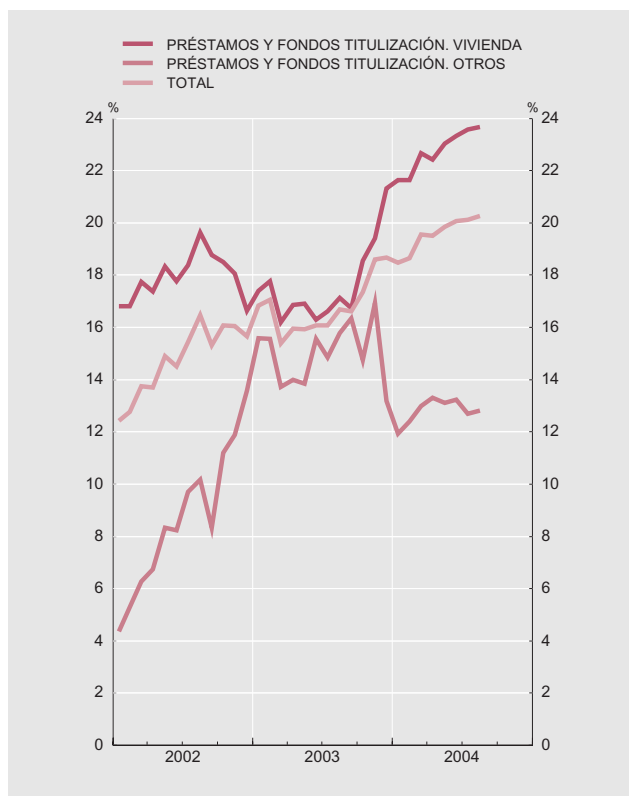
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

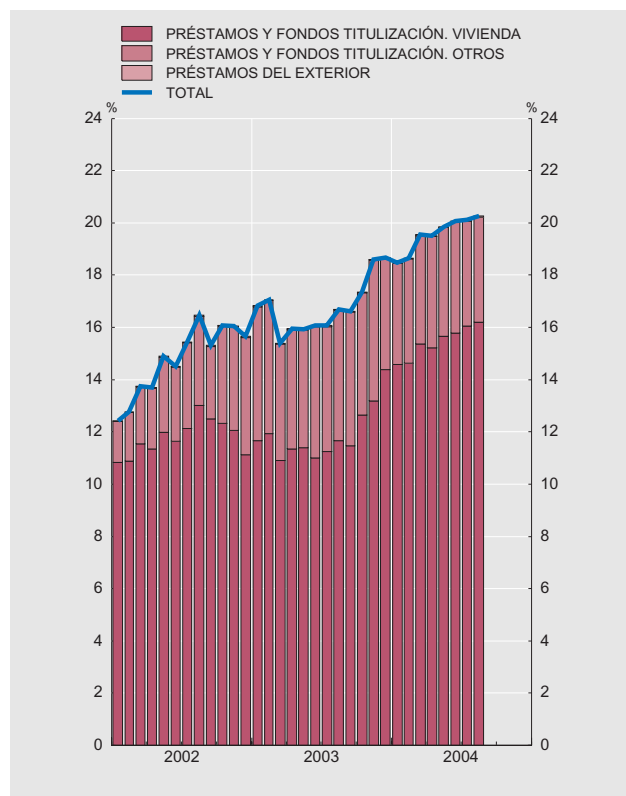
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y fondos de titulación. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y fondos de titulación. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: fondos de titulación	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	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 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	459 488	8 472	19,5	319 914	22,7	15,4	138 819	13,0	4,2	756	20,4	0,0	31 178	3 095
Abr	467 610	8 148	19,5	325 516	22,4	15,2	141 331	13,3	4,3	763	20,1	0,0	31 935	3 095
May	475 332	7 757	19,9	331 959	23,0	15,7	142 595	13,1	4,2	778	20,3	0,0	33 101	3 095
Jun	487 523	12 245	20,1	339 021	23,3	15,8	147 707	13,2	4,3	796	21,2	0,0	37 484	3 068
Jul	494 945	7 444	20,1	346 916	23,6	16,0	147 223	12,7	4,0	806	19,9	0,0	41 795	3 068
Ago	498 116	3 209	20,3	350 619	23,7	16,2	146 680	12,8	4,0	817	20,8	0,0	41 611	3 263

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.

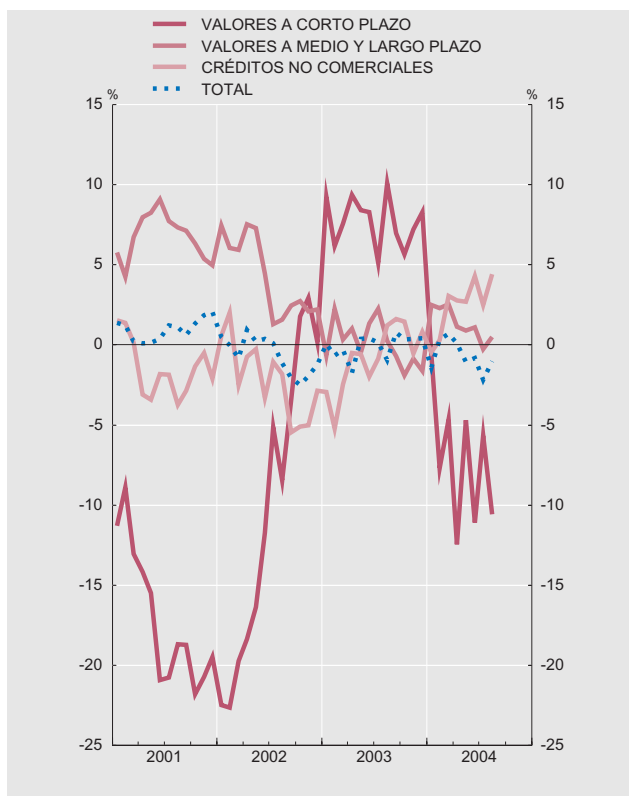
8.8. FINANCIACION NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

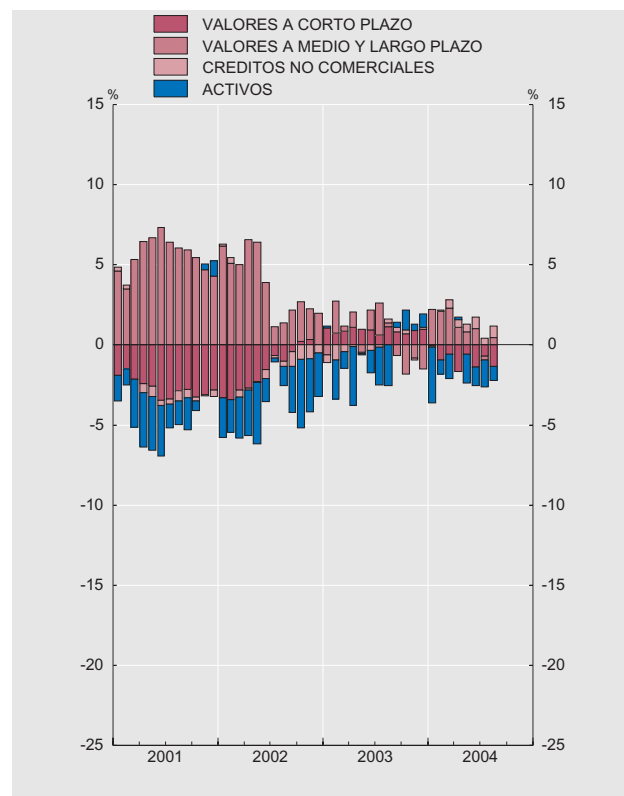
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 Total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
01	320 091	6 384	2,0	3 425	-8 901	13 518	-1 193	-17 060	14 101	0,9	-19,5	5,0	-2,1	-4,9	-2,8	4,3	-0,4	0,9	
02	316 152	-3 939	-1,2	4 797	59	6 322	-1 584	1 785	6 950	1,3	0,2	2,2	-2,9	15,2	0,0	2,0	-0,5	-2,7	
03	P 317 515	1 363	0,4	-1 234	3 049	-4 710	428	1 767	-4 363	-0,3	8,3	-1,6	0,8	-3,9	1,0	-1,5	0,1	0,8	
03 Mar	P 316 621	4 114	-0,3	308	443	-29	-107	316	-4 122	0,6	7,6	0,3	-2,5	5,4	0,9	0,3	-0,4	-1,0	
03 Abr	P 305 071	-11 550	-1,7	6 992	812	5 343	836	2 833	15 709	1,6	9,4	1,0	-0,5	16,2	1,1	0,9	-0,1	-3,7	
03 May	P 313 558	8 487	0,4	-1 618	-439	-1 039	-140	27	-10 132	0,4	8,4	-0,5	-0,6	0,3	1,0	-0,5	-0,1	-0,1	
03 Jun	P 319 523	5 965	0,4	2 109	-342	2 745	-294	-144	-3 712	1,5	8,3	1,3	-2,0	7,1	1,0	1,2	-0,3	-1,4	
03 Jul	P 318 744	-779	0,1	-2 648	853	-4 332	831	-1 631	-237	2,1	5,1	2,3	-0,8	12,8	0,6	2,0	-0,1	-2,3	
03 Ago	P 312 788	-5 955	-0,9	-5 691	-840	-3 871	-980	224	41	1,3	10,1	0,3	1,2	13,8	1,1	0,2	0,2	-2,5	
03 Sep	P 315 454	2 665	0,8	1 738	-5	2 053	-310	-13	-914	0,4	7,0	-0,7	1,6	-1,6	0,8	-0,7	0,3	0,3	
03 Oct	P 308 288	-7 165	0,3	-2 245	-194	-1 662	-390	-459	5 380	-0,7	5,7	-1,9	1,4	-5,1	0,7	-1,8	0,2	1,2	
03 Nov	P 309 049	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	
03 Dic	P 317 515	8 466	0,4	1 032	-242	-1 037	2 311	275	-7 709	-0,3	8,3	-1,6	0,8	-3,9	1,0	-1,5	0,1	0,8	
04 Ene	A 316 701	-813	-1,4	3 108	-236	3 676	-332	-1 730	5 651	1,8	-0,6	2,5	-0,5	19,8	-0,1	2,2	-0,1	-3,5	
04 Feb	A 313 503	-3 198	0,3	-842	-3 632	2 968	-178	-11	2 367	1,0	-7,7	2,3	0,3	4,1	-1,0	2,1	0,0	-0,9	
04 Mar	A 318 876	5 373	0,7	3 622	1 618	629	1 375	499	-2 250	1,9	-4,6	2,5	3,1	7,6	-0,6	2,3	0,5	-1,5	
04 Abr	A 305 334	-13 543	0,1	-234	-2 376	1 451	690	3 306	10 003	-0,0	-12,5	1,1	2,8	-0,5	-1,6	1,1	0,5	0,1	
04 May	A 310 217	4 883	-1,1	762	2 714	-1 780	-173	-61	-4 061	0,6	-4,7	0,9	2,7	7,7	-0,6	0,8	0,5	-1,8	
04 Jun	A 316 923	6 706	-0,8	1 086	-2 851	3 379	559	-70	-5 550	0,3	-11,1	1,1	4,3	5,6	-1,4	1,0	0,7	-1,2	
04 Jul	A 311 788	-5 135	-2,2	-5 507	2 942	-8 334	-115	184	-556	-0,4	-5,7	-0,3	2,5	8,0	-0,7	-0,2	0,4	-1,7	
04 Ago	A 309 562	-2 225	-1,0	-4 465	-2 724	-1 756	14	55	-2 294	-0,1	-10,6	0,5	4,4	4,2	-1,3	0,4	0,8	-0,9	

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.

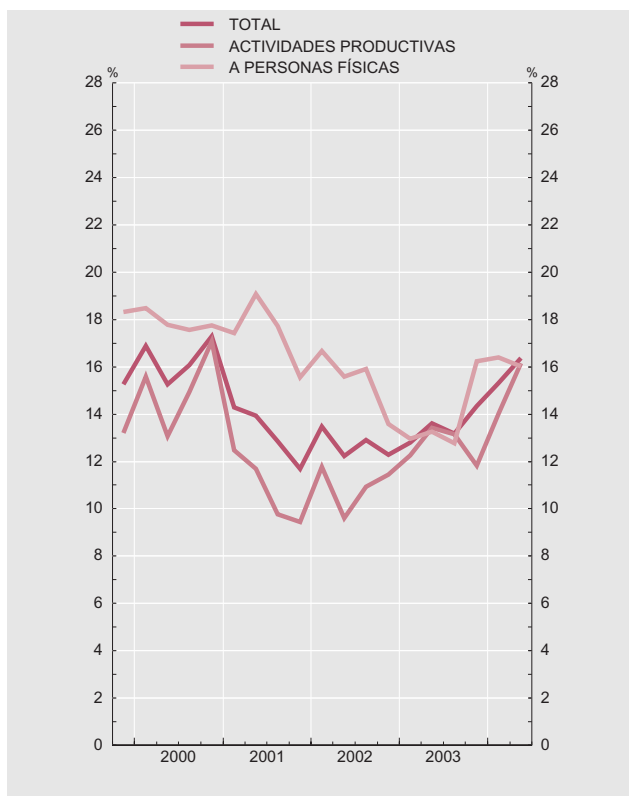
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES.

■ Serie representada gráficamente.

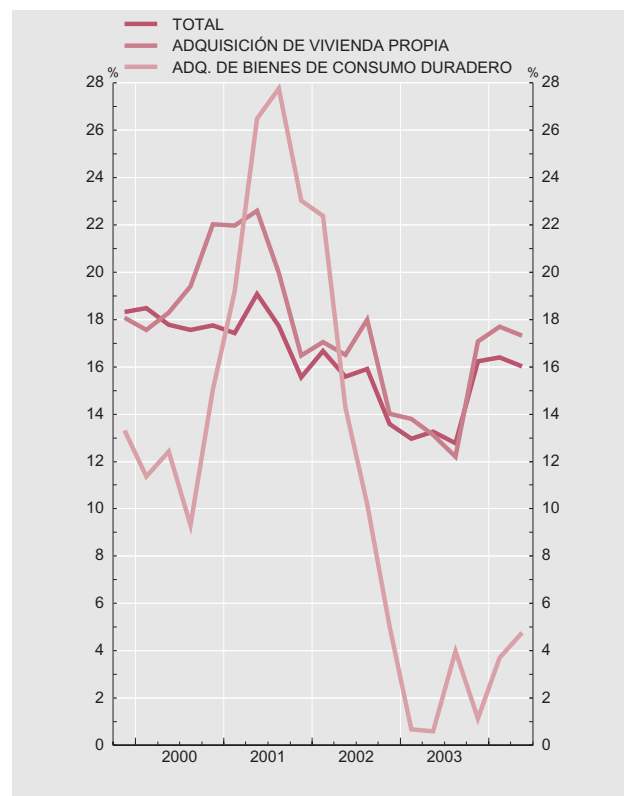
Millones de euros y porcentajes

	Financiación de actividades productivas					Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar		
	Total (a)	Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y Rehabilitación de vivienda propia		Bienes de consumo duradero			Resto (b)	
								Total	Adquisición					Rehabilitación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 //	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
01 ///	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
01 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
02 //	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
02 ///	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
02 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
03 //	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
03 ///	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
03 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
04 //	878 510	452 145	17 102	86 663	72 362	276 018	405 486	301 537	286 744	14 793	37 374	66 575	3 183	17 696

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

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

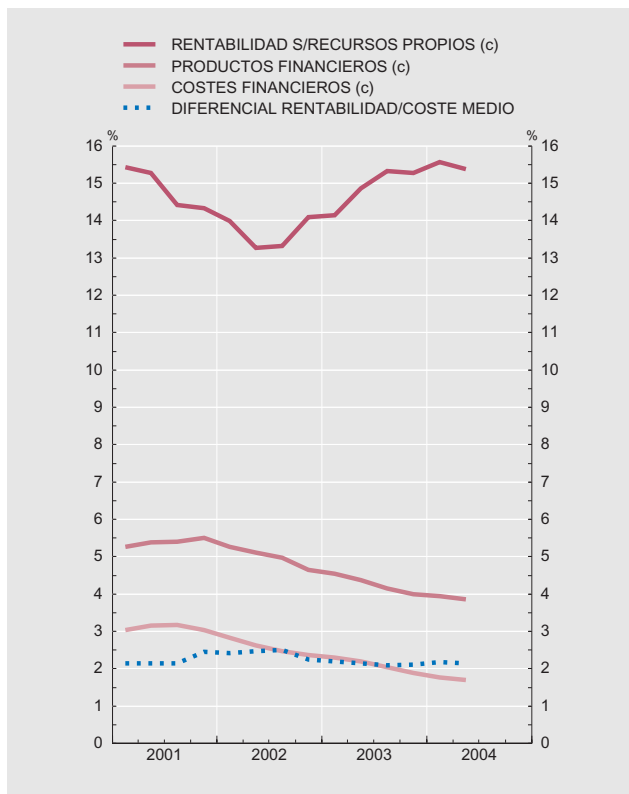
(b) Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades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

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

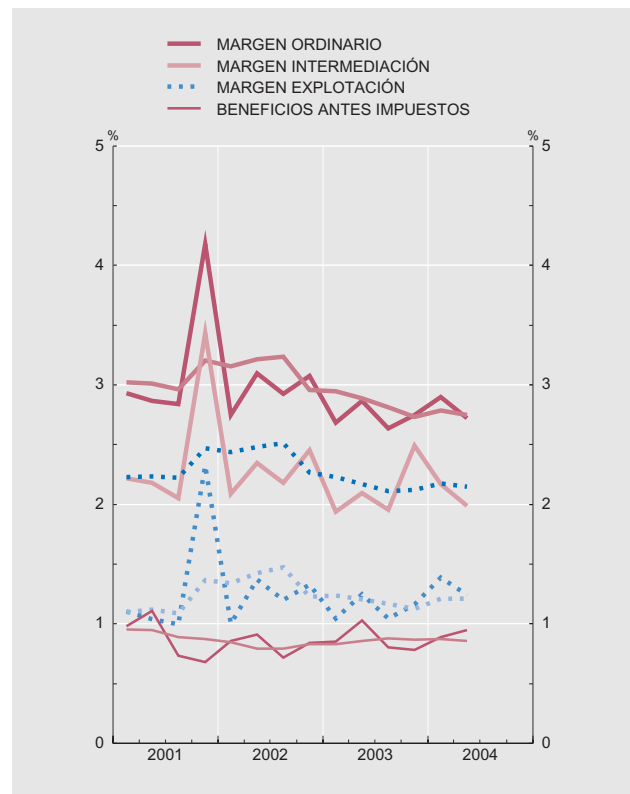
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual de personal	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)
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	1,0	0,1	1,1	17,9	5,8	3,7	2,1
01 ///	5,1	3,0	2,1	0,8	2,8	1,8	1,1	1,0	-0,3	0,7	12,0	5,8	3,7	2,1
01 IV	6,2	2,8	3,4	0,7	4,2	1,9	1,1	2,3	-1,6	0,7	11,5	6,0	3,5	2,4
02 /	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4
02 //	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5
02 ///	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
02 IV	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-0,5	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3
03 /	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
03 //	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
03 ///	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
03 IV	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
04 //	3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,1	4,1	1,9	2,1

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios s/balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



Fuente: BE.

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

- (a) Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).
- (b) Para calcular la rentabilidad y el coste medio sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.
- (c) Media de los cuatro últimos trimestres.

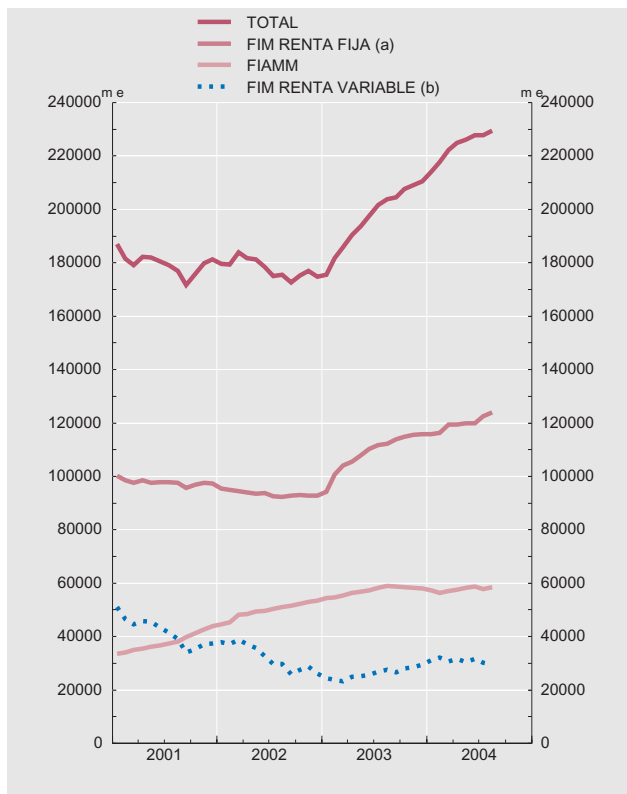
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

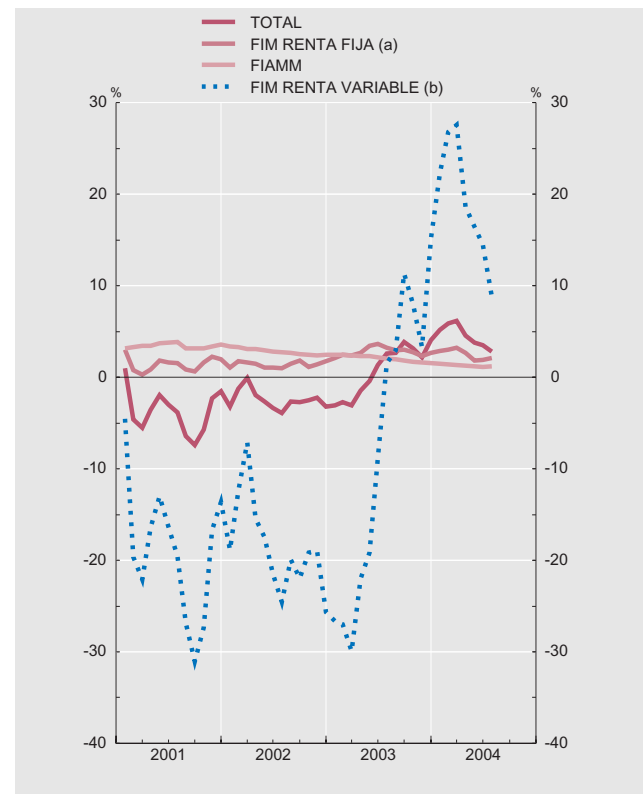
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
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 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	225 991	984	1 576	3,7	58 295	712	671	1,2	119 904	439	1 019	1,8	30 404	-1 174	-669	16,5	17 387
Jun	227 806	1 816	1 352	3,5	58 666	371	328	1,2	119 975	71	724	1,9	31 647	1 243	195	14,5	17 518
Jul	227 862	56	719	2,8	57 743	-923	-984	1,2	122 510	2 535	1 936	2,1	30 096	-1 552	-216	8,8	17 514
Ago	229 429	1 567	...	...	58 510	767	...	...	124 031	1 521	...	...	29 565	-531	...	...	17 323

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.

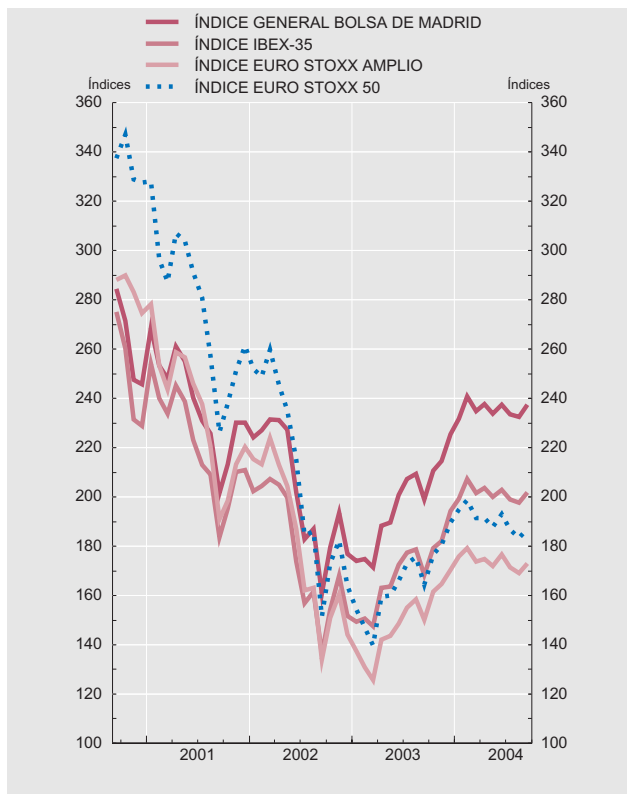
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

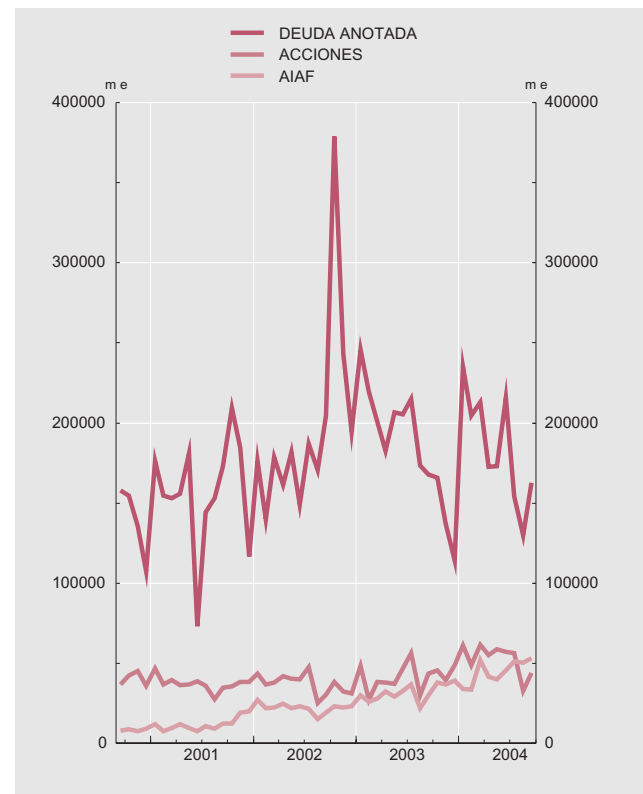
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid 1	IBEX 35 2	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada 7	AIAF renta fija 8	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio 3	50 4	Acciones 5	Renta fija 6			Renta fija 9	Renta variable 10	Renta fija 11	Renta variable 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 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
Abr	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	850,50	8 078,30	252,24	2 811,08	57 168	7 528	215 732	45 679	-	726	0	358
Jul	836,80	7 919,30	244,74	2 720,05	56 271	7 640	154 223	51 245	...	362	...	376
Ago	832,79	7 869,50	241,33	2 670,79	32 632	5 457	129 720	50 308	...	398	...	324
Sep	850,78	8 029,20	246,83	2 726,30	44 141	7 021	162 746	53 188	...	854	...	335

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).

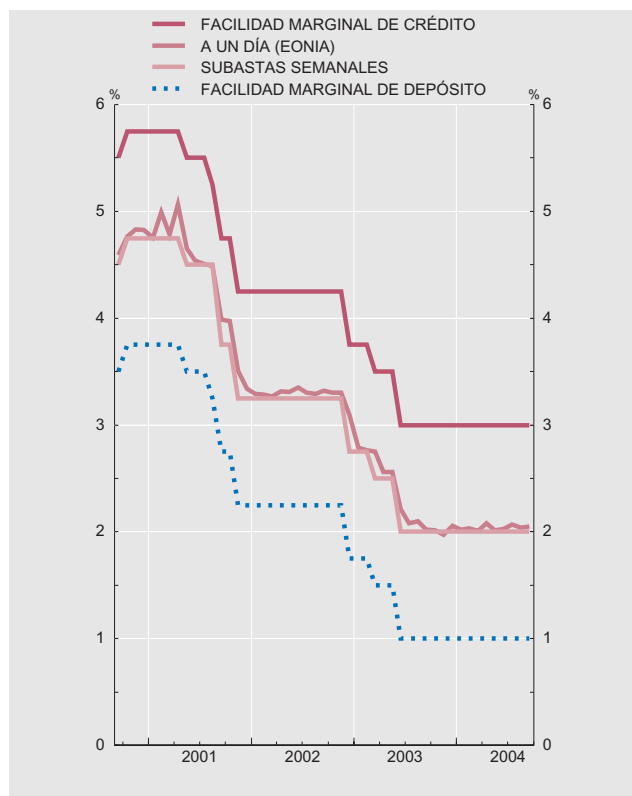
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

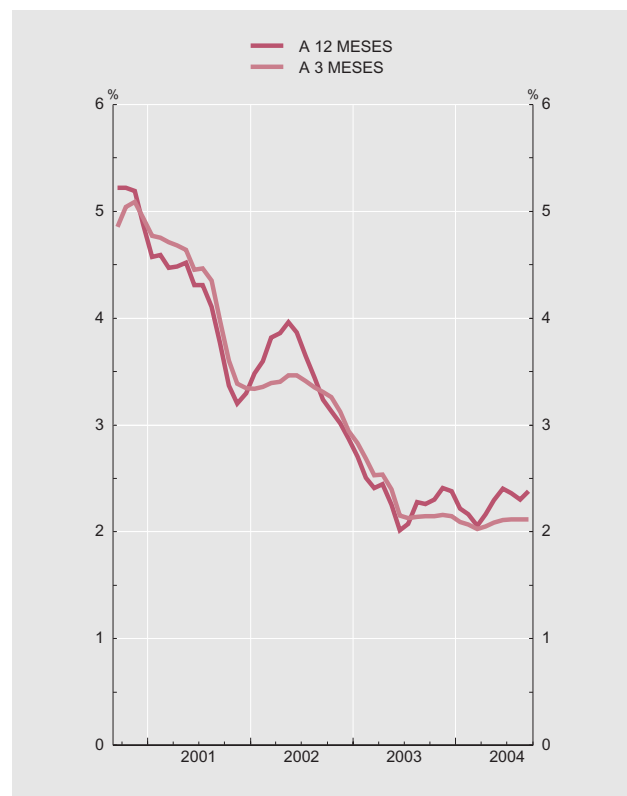
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (Euribor) (a)					España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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 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
Jul	2,00	2,07	3,00	1,00	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	2,05	2,06	2,11	2,40	2,00	1,98	2,01	2,29
Ago	2,00	2,06	3,00	1,00	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	2,03	2,06	2,11	2,33	2,00	2,00	2,01	2,22
Sep	2,00	2,06	3,00	1,00	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	2,05	2,07	2,11	2,38	2,02	2,00	2,02	2,29

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



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



Fuente: BCE (columnas 1 a 8).

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

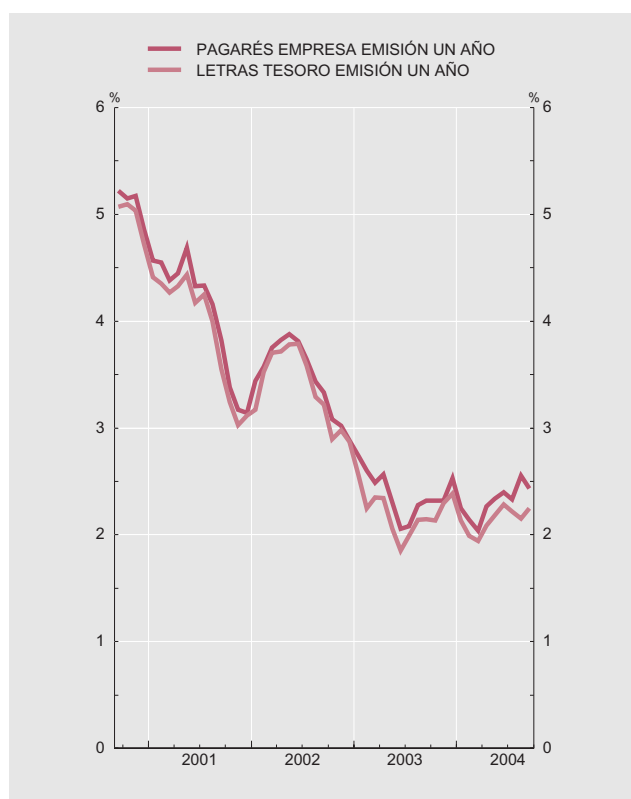
9.2. TIPOS DE INTERÉS: MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

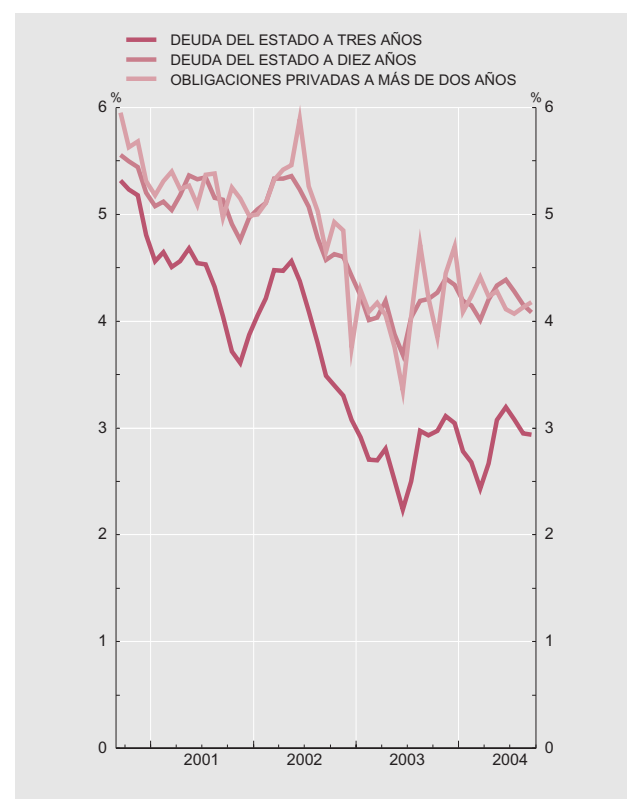
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagars de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
Jul	2,22	2,24	2,33	2,28	-	3,53	-	4,51	-	3,08	4,28	4,07
Ago	2,15	2,16	2,56	2,38	-	-	-	-	-	2,95	4,15	4,13
Sep	2,25	2,17	2,44	2,38	2,78	-	4,13	-	4,71	2,94	4,08	4,18

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



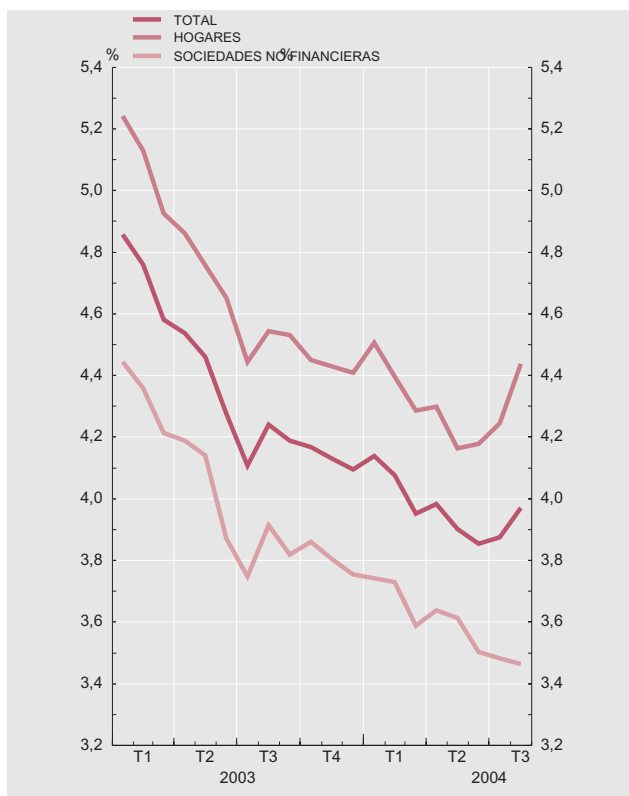
Fuentes: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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

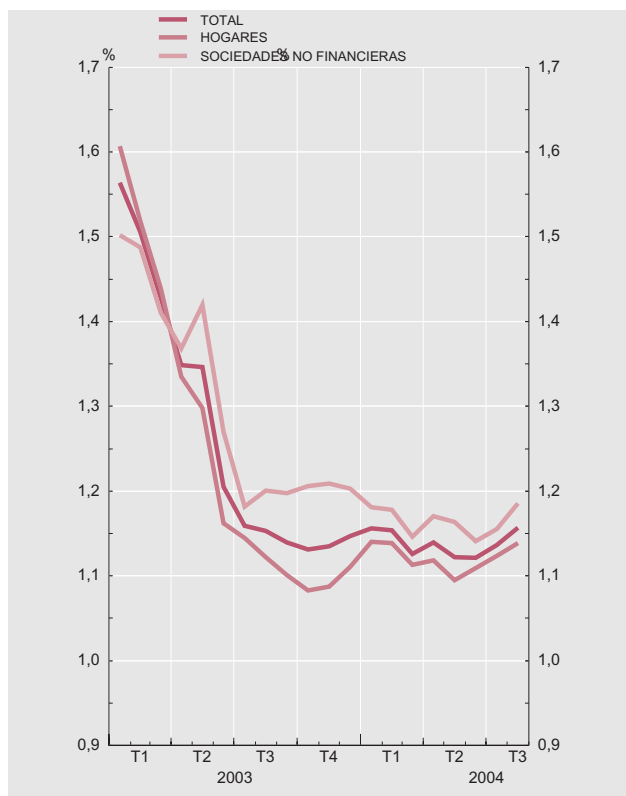
Porcentajes

	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 mill 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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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
<i>Abr</i>	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
<i>May</i>	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
<i>Jun</i>	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
<i>Jul</i>	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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	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
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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
<i>Abr</i>	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
<i>May</i>	3,90	4,16	3,25	6,13	3,61	4,18	3,13	1,12	1,09	0,38	1,92	1,94	1,16	0,66	1,96	1,96
<i>Jun</i>	3,85	4,18	3,29	6,04	3,50	4,15	3,09	1,12	1,11	0,37	2,00	2,06	1,14	0,64	2,01	1,98
<i>Jul</i>	3,88	4,24	3,38	6,07	3,48	4,14	3,03	1,14	1,12	0,37	2,04	2,07	1,16	0,66	1,98	1,99
<i>Ago</i> P	3,97	4,44	3,46	6,54	3,46	4,21	2,88	1,16	1,14	0,38	2,03	2,00	1,19	0,68	1,97	2,00

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.

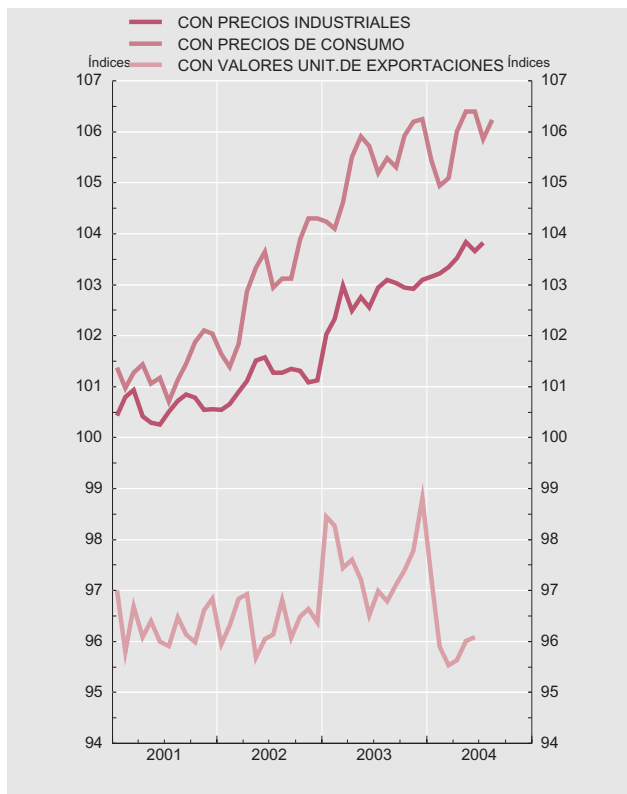
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

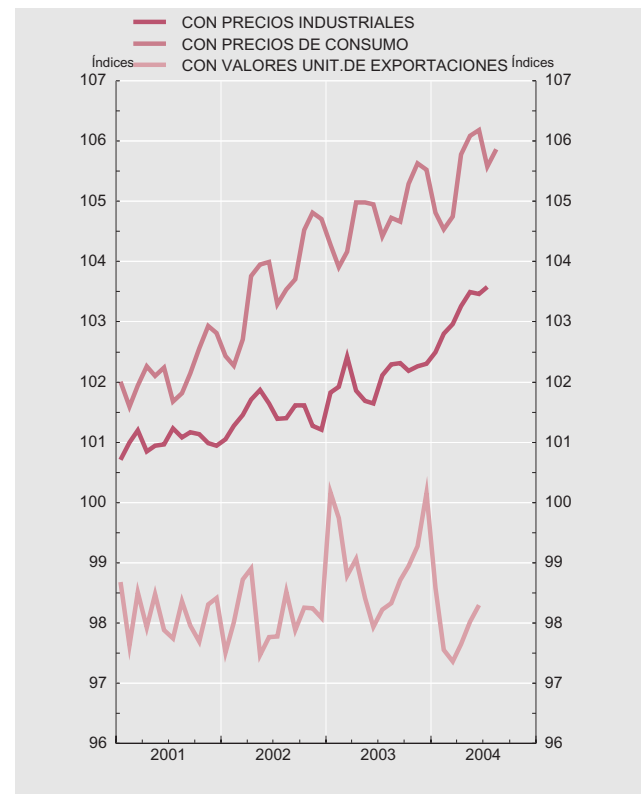
Base 1999 I = 100

	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 valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
01	100,6	101,4	103,6	96,3	99,0	101,6	102,4	104,7	97,3	101,0	102,2	104,3	98,1
02	101,1	103,0	105,5	96,4	99,1	102,1	104,0	106,5	97,3	101,5	103,6	106,1	98,1
03	102,8	105,4	106,7	97,5	100,1	102,6	105,2	106,6	97,4	102,1	104,8	105,7	99,0
02 III	101,3	103,1	106,1	96,3	99,2	102,1	103,9	107,0	97,1	101,5	103,5	106,5	98,1
02 IV	101,2	104,2	106,2	96,5	99,2	102,0	105,0	107,1	97,3	101,4	104,7	106,6	98,2
03 I	102,5	104,3	106,8	98,0	99,8	102,7	104,5	107,0	98,3	102,1	104,1	106,4	99,6
03 II	102,6	105,7	107,2	97,1	100,3	102,3	105,4	106,8	96,8	101,7	105,0	106,0	98,5
03 III	103,0	105,3	106,7	97,0	100,3	102,7	105,0	106,4	96,7	102,2	104,6	105,4	98,4
03 IV	103,0	106,1	106,3	98,0	100,2	102,8	105,9	106,1	97,8	102,2	105,5	105,0	99,5
04 I	103,2	105,2	106,0	96,2	100,0	103,3	105,2	106,0	96,3	102,8	104,7	105,1	97,8
04 II	103,7	106,3	105,9	95,9	99,7	103,9	106,5	106,2	96,2	103,4	106,0	105,2	98,0
03 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
04 Feb	103,2	104,9	...	95,9	99,9	103,3	105,0	...	96,0	102,8	104,5	...	97,6
04 Mar	103,3	105,1	...	95,5	99,8	103,5	105,3	...	95,7	103,0	104,7	...	97,4
04 Abr	103,5	106,0	...	95,6	99,7	103,8	106,3	...	95,9	103,3	105,8	...	97,6
04 May	103,8	106,4	...	96,0	99,8	104,0	106,6	...	96,2	103,5	106,1	...	98,0
04 Jun	103,7	106,4	...	96,1	99,7	104,0	106,7	...	96,4	103,5	106,2	...	98,3
04 Jul	103,8	105,9	...	...	99,7	104,1	106,2	...	...	103,6	105,6	...	...
04 Ago	...	106,2	...	...	99,8	...	106,5	...	...	...	105,9	...	...
04 Sep	...	...	...	...	100,0	...	...	...	...	...	...	...	...

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.

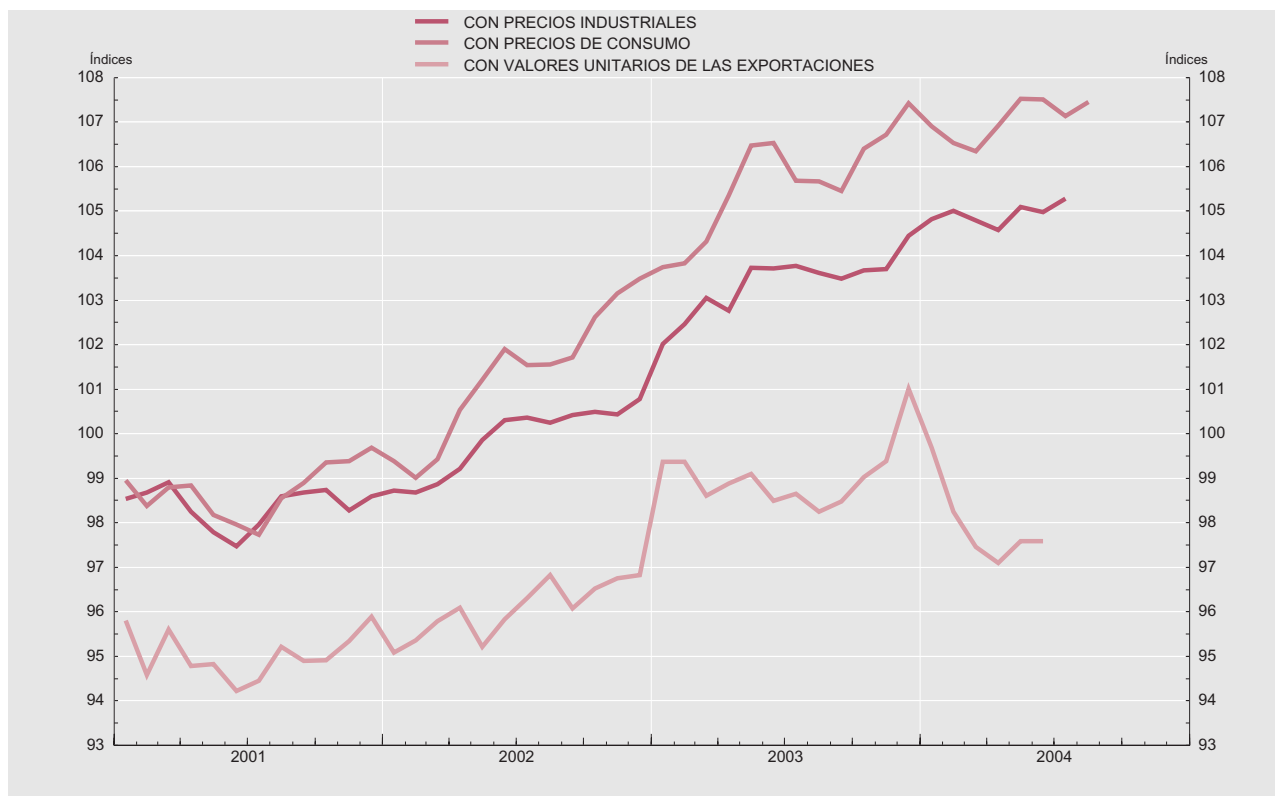
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
01	98,4	98,7	101,2	95,0	96,3	102,2	102,5	105,1	98,7
02	99,9	101,3	104,5	96,1	97,1	102,9	104,3	107,6	98,9
03	103,4	105,6	107,9	99,0	100,0	103,4	105,6	107,8	99,0
02 III	100,3	101,6	105,5	96,4	97,5	102,9	104,2	108,2	98,9
IV	100,6	103,1	106,1	96,7	97,8	102,8	105,3	108,4	98,8
03 I	102,5	104,0	107,4	99,1	99,1	103,4	104,9	108,3	100,0
II	103,4	106,1	108,5	98,8	100,3	103,1	105,8	108,1	98,5
III	103,6	105,6	107,8	98,5	100,1	103,5	105,5	107,6	98,3
IV	103,9	106,8	107,8	99,8	100,4	103,5	106,4	107,3	99,4
04 I	104,9	106,6	108,2	98,5	100,9	104,0	105,7	107,3	97,6
II	104,9	107,3	107,7	97,4	100,3	104,6	107,0	107,4	97,2
03 Dic	104,4	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	...	97,5	100,6	104,2	105,8	...	96,9
Abr	104,6	106,9	...	97,1	100,1	104,5	106,8	...	97,0
May	105,1	107,5	...	97,6	100,4	104,7	107,1	...	97,2
Jun	105,0	107,5	...	97,6	100,3	104,7	107,2	...	97,3
Jul	105,3	107,1	...	...	100,5	104,8	106,6	...	...
Ago	...	107,5	...	...	100,5	...	106,9	...	...
Sep	...	...	...	...	100,7	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



Fuente: BE.

- (a) Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.
- (b) Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.
- (c) Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

MAY 2003	<p>Evolución reciente de la economía española 9</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2003 23</p> <p>La nueva reforma del IRPF. Principales modificaciones y análisis de sus efectos 31</p> <p>Un análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM 45</p> <p>Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España 55</p>
JUN 2003	<p>Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXX Jornadas de Mercados Financieros 9</p> <p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 17</p> <p>Evolución reciente de la economía española 25</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2003 39</p> <p>Transformaciones estructurales, precios y márgenes en el sector de distribución al por menor de alimentos 51</p> <p>Similitudes y diferencias internacionales en los ciclos económicos 63</p> <p>La posición de inversión internacional de España en el período 1992-2002 69</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2002 83</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2002 97</p>
JUL-AGO 2003	<p>Informe trimestral de la economía española 9</p> <p>La evolución del mercado de trabajo español en el entorno europeo 63</p> <p>Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España 71</p> <p>Estado actual de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional 79</p> <p>Inversión, progreso técnico y empleo 95</p> <p>La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas 99</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2003 105</p>
SEP 2003	<p>Evolución reciente de la economía española 9</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2003 23</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2003 35</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 43</p> <p>Encuesta sobre préstamos bancarios: segundo trimestre de 2003 59</p> <p>El precio de la vivienda en España 65</p> <p>Los factores determinantes de la competitividad y sus indicadores para la economía española 73</p> <p>Las entidades de tasación: actividad en 2002 87</p> <p>Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2002 99</p>
OCT 2003	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 9</p> <p>Informe trimestral de la economía española 15</p> <p>La formación de precios en la UEM desde una perspectiva sectorial 67</p> <p>Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda 73</p> <p>Evolución reciente y perspectivas de la economía japonesa 83</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2003 93</p>
NOV 2003	<p>Evolución reciente de la economía española 9</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2002 y hasta el tercer trimestre de 2003 23</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2003 39</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: tercer trimestre de 2003 47</p> <p>El impacto de la situación financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo 53</p> <p>Tipos de cambio de equilibrio, dolarización de pasivos y ajuste cambiario en América Latina 59</p>
DIC 2003	<p>Evolución reciente de la economía española 9</p> <p>Evolución de la calidad del trabajo en España 23</p> <p>La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas 29</p> <p>Las similitudes del ciclo económico en las economías europeas 39</p> <p>La nueva estadística sobre los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias a las sociedades no financieras y a los hogares 45</p>
ENE 2004	<p>Informe trimestral de la economía española 9</p> <p>La evolución de la demanda y de la producción en el sector eléctrico español 61</p> <p>Demanda de trabajo, contratos temporales y factores financieros 71</p> <p>Banca extranjera y estabilidad financiera 75</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003 81</p>

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
SEP 2004	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2004 29 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2004 45 Informe semestral de economía latinoamericana 55 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: segundo trimestre de 2004 81 La competitividad del sector turístico 89 La evolución del endeudamiento de las Comunidades Autónomas: 1995-2003 107 Implicaciones del nuevo Tratado Constitucional para la Unión Económica y Monetaria 115 Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2003 127
OCT 2004	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 21 Valoración de los avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional desde la crisis asiática 85 Un indicador sintético para el consumo privado 109 La dinámica de los precios de consumo en la economía española 119 Regulación financiera: tercer trimestre de 2004 131

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad 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)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 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).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

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

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELLILA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 25 MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
- 26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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 GASPAS, 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 A. BUISÁN, J. C. CABALLERO, J. M. CAMPA Y N. 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 Y ANA V. REGIL: A quarterly macroeconomic model of the Spanish economy.
- 0414 GABRIEL JIMÉNEZ AND JESÚS SAURINA: Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk.
- 0415 MIGUEL CASARES: On monetary policy rules for the euro area.
- 0416 MARTA MANRIQUE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Una aproximación empírica a la evolución de la tasa natural de interés y el crecimiento potencial. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0417 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Combining filter design with model-based filtering (with an application to business-cycle estimation).

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-MÍNGUEZ, 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.)
- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA-HERRERO AND DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA AND CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.

EDICIONES VARIAS¹

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.)

Difusión estadística

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 Estadístico (mensual)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (***), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 e-mail: Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	---