

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

octubre 1999

El Banco de España difunde sus informes más importantes,
así como los Indicadores económicos, a través de las redes
INTERNET e INFOVÍA.PLUS en la dirección <http://www.bde.es>.

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	IME	Instituto Monetario Europeo
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales
AI AF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIE	Agencia Industrial del Estado	INEM	Instituto Nacional de Empleo
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
		INI	Instituto Nacional de Industria
BCE	Banco Central Europeo	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
BE	Banco de España	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BOE	Boletín Oficial del Estado		Índice de Precios de Consumo
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
CCLL	Corporaciones Locales	IRYDA	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFAS	Impuesto sobre el Valor Añadido
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	IVA	Ley General Presupuestaria
CI	Cédulas para inversiones	LGP	Ley de Integración Social de Minusválidos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	LISMI	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CNC	Confederación Nacional de la Construcción	MAPA	Ministerio de Comercio y Turismo
CNE	Contabilidad Nacional de España	MCT	Mercado Español de Futuros Financieros
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MEFFSA	Ministerio de Economía y Hacienda.
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	MEH	Ministerio de Industria y Energía
CRM	Certificado de Regulación Monetaria	MINER	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
CTNE	Compañía Telefónica Nacional de España	MTAS	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
DE	Departamento Extranjero del Banco de España	MUFACE	Mutualidad General Judicial
DEG	Derechos Especiales de Giro		Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
DGA	Dirección General de Aduanas	MUGEJU	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DGT	Dirección General de Tráfico	NAP	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores	OCDE	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OFICEMEN	Orden Ministerial
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OIFM	Organismos Autónomos
ECAOL	Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado	OM	Otras Administraciones Públicas
EEUU	Estados Unidos de América	OAAA	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EERR	Entidades Registradas	OOAAPP	Plan de Empleo Rural
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	OPEP	Presupuestos Generales del Estado
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	PER	Producto Interior Bruto
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PGE	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB	Producto Nacional Bruto
	Encuesta de Población Activa	PIBpm	Préstamos de Regulación Monetaria
EPA	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Real Decreto
EURIBOR	Fondos de Ayuda al Desarrollo	PRM	Red Eléctrica
	Fondo de Desarrollo Ganadero	RD	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FAD	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	REE	Residuos Sólidos Urbanos
FDG	Fondo Español de Garantía Agraria	RENFE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FEDER	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	RSU	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FEGA	Fondos de Garantía de Depósitos	SRAE	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FEOGA	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEOPAN	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FIAMM	Fondos de Inversión Mobiliaria		Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FIM	Fondo Monetario Internacional	SEPI	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SIM	Salario Mínimo Interprofesional
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SIMCAV	Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero
FORPPA	Fondo de Orientación y Regulación de Precios y Productos Agrícolas (extinguido)	SME	Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez
	Fondo Social Europeo	SMI	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
FSE	Índice Armonizado de Precios de Consumo	SMMD	Tipo de Cambio Efectivo Real
IAPC	Instituto de Crédito Oficial	SOVI	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
ICO	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	TCEN	Unión Europea
ICONA	Asociación Internacional de Desarrollo	TCER	Unión Económica y Monetaria
IDA	Instituto Español de Moneda Extranjera (extinguido)	TEAS	Los 11 Estados Miembros que participan en la UEM desde el 1 de enero de 1999
IEME	Instituciones Financieras Monetarias	UE	Unión Eléctrica, S.A.
IFM	Intervención General de la Administración del Estado	UEM	Unión de Empresas Siderúrgicas
IGAE	Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Mobiliario	UEM-11	
IICM		UNESA	
		UNESID	

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo, que se irán adoptando progresivamente en este Boletín:

Países		Monedas	
BE	Bélgica	EUR	Euro
DE	Alemania	BEF	Franco belga
ES	España	DEM	Marco alemán
FR	Francia	ESP	Peseta
IE	Irlanda	FRF	Franco francés
IT	Italia	IEP	Libra irlandesa
LU	Luxemburgo	ITL	Lira italiana
NL	Países Bajos	LUF	Franco luxemburgués
AT	Austria	NLG	Florín neerlandés
PT	Portugal	ATS	Chelín austríaco
FI	Finlandia	PTE	Escudo portugués
		FIM	Marco finlandés
DK	Dinamarca		
GR	Grecia	DKK	Corona danesa
SE	Suecia	GRD	Dracma griega
UK	Reino Unido	SEK	Corona sueca
		GBP	Libra esterlina
JP	Japón		
US	Estados Unidos de América	JPY	Yen japonés
		USD	Dólar estadounidense

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

Abreviaturas y signos más utilizados

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
mm	Miles de millones.
a	Avance
p	Puesta detrás de una fecha [enero (p)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
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 . Referido a datos anuales (1970) 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 periodos.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
»	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
*	Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.

Índice

	<u>Páginas</u>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior de la zona del euro	14
3. La zona del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	19
4. La economía española	27
5. Los mercados y los flujos financieros de la economía española	45
La política monetaria y la economía real	55
Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	69
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998.....	81
Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	91
Información del Banco de España.....	99
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación al día 30 de septiembre de 1999	101
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 23 de septiembre y el 21 de octubre de 1999.....	105
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 23 de septiembre y el 21 de octubre de 1999	106
Publicaciones recientes del Banco de España	107
Indicadores económicos	109
Artículos y publicaciones del Banco de España	171

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

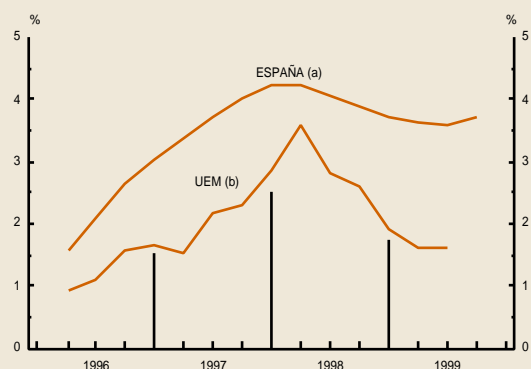
La economía española alcanzó un ritmo de crecimiento sostenido de su producto interior bruto (PIB) real, durante el segundo trimestre 1999, del 3,6 %, según la estimación provisional del Instituto Nacional de Estadística (INE) expresada en términos de la tasa de variación interanual de la serie de ciclo-tendencia. Esta tasa, idéntica a la del trimestre precedente, fue algo inferior a la del promedio del pasado ejercicio, pero siguió superando ampliamente a la del grupo de países que forman la Unión Económica y Monetaria (UEM), tal como se aprecia en el gráfico 1. La consolidación de tasas de crecimiento interanual elevadas en la demanda nacional —del 5,3 % desde hace prácticamente un año, con notables incrementos en casi todos sus componentes— y la aportación negativa de la demanda exterior neta al aumento del producto —hasta alcanzar un valor de 1,7 puntos porcentuales— son dos de los rasgos característicos de la evolución reciente de la economía española. Los últimos datos aportados por el INE no muestran cambios significativos en la evolución de la demanda final en la primera mitad de 1999, solo la constatación de la pujanza de la inversión en construcción, que ha pasado a ser su componente más dinámico, y algunos síntomas de recuperación en las exportaciones de bienes y servicios, cuya tasa de aumento real continuó descansando, sin embargo, en los excelentes resultados del sector turístico; las importaciones, por su parte, acentuaron ligeramente su tono de firmeza, a tenor con el comportamiento del gasto interior.

En este contexto de crecimiento sostenido —la tasa de variación intertrimestral de la serie de ciclo-tendencia del PIB real está estabilizada en el 0,9 % desde hace año y medio, prácticamente—, el aumento del empleo en el primer semestre de 1999 fue considerable. Los mayores registros tuvieron lugar en las ramas que lideran el crecimiento del producto: la construcción y, en menor medida, los servicios de mercado, mientras que en el resto de las ramas industriales el ritmo de aumento de la producción y el empleo se fue atenuando y en la agricultura fue negativo. En cuanto al comportamiento de los precios, en el último «Informe trimestral» se comentó el impacto alcista que estaban teniendo los precios de los productos energéticos y los de algunos alimentos elaborados en la evolución del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), así como la ampliación del diferencial con los países de la UEM.

La situación económica internacional ha mostrado síntomas de mejoría en los últimos meses. A la continuidad del fuerte dinamismo de la economía norteamericana se han unido la recuperación de la economía japonesa —que ha registrado, por segundo semestre consecuti-

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



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

(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.

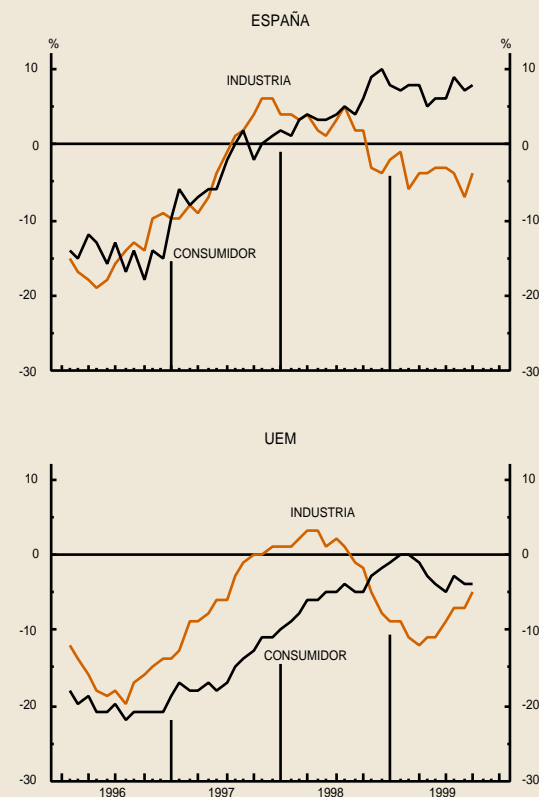
(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

vo, cifras de crecimiento del PIB real positivas— y la aceleración de la actividad en el Reino Unido y en las economías emergentes del sudeste asiático. En Latinoamérica, la situación difiere sensiblemente entre países, aunque se observan signos positivos en la evolución de la economía brasileña que, por su tamaño relativo y sus relaciones comerciales con el resto del área, resultan particularmente relevantes. En todo caso, el elevado nivel de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y los desequilibrios comerciales que permanecen entre las grandes áreas constituyen elementos de riesgo. Por el lado de los precios, aunque todavía las grandes economías continúan registrando tasas de inflación moderadas, el fuerte aumento de los precios del petróleo de los últimos meses, junto con las tensiones que se aprecian en los mercados de trabajo en algunos países, ponen de manifiesto un cierto deterioro en las perspectivas inflacionistas que ha motivado la reacción de las autoridades monetarias de Estados Unidos y del Reino Unido. Por su parte, los mercados financieros y cambiarios internacionales han mantenido una relativa estabilidad, aunque se han registrado correcciones generalizadas a la baja en las cotizaciones de los valores bursátiles y de renta fija pública, así como una significativa apreciación del yen frente al dólar.

En lo que respecta al área del euro, las cifras de Contabilidad Nacional del segundo trimestre reflejaron una ligera recuperación de la actividad, fundamentalmente asociada al incremento de la demanda exterior. Aunque las ta-

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza



Fuente: Comisión Europea.

sas de crecimiento del PIB en el conjunto del área continuaron siendo modestas (1,6 % en términos interanuales en los dos primeros trimestres), las discrepancias entre países son notorias. En todo caso, los indicadores recientes ofrecen señales coherentes con mejoras adicionales en la actividad en la segunda parte del año (véase gráfico 2), si bien las perspectivas del área para el futuro próximo están condicionadas por el comportamiento de las economías alemana e italiana, que, aun habiendo mostrado recientemente signos de mejoría, continúan creciendo a tasas sensiblemente por debajo de la media del área. En cuanto al comportamiento de los precios, la tasa de inflación del área permaneció en niveles relativamente reducidos durante los últimos meses (véase gráfico 3), aunque el alza de los precios del crudo ha provocado incrementos en las tasas interanuales de crecimiento de los precios de consumo, que, previsiblemente, tendrán continuidad en los meses próximos.

Durante el tercer trimestre de 1999, el entorno económico en el que se desenvuelve la polí-

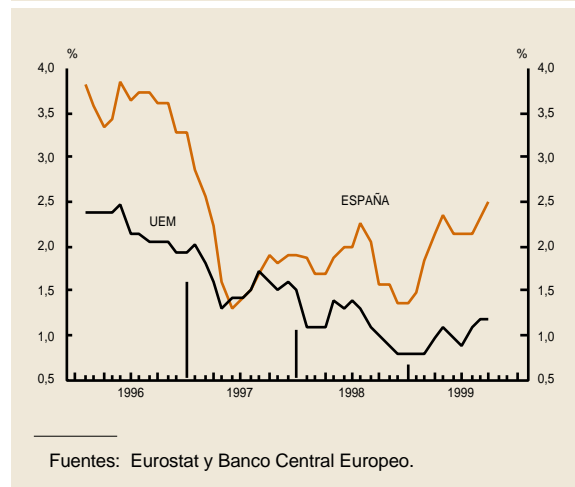
tica monetaria dentro de la UEM se ha alterado en la medida en que el estancamiento de la actividad económica que se detectaba a comienzos de año en un buen número de los países del área ha ido dando paso a unas perspectivas de crecimiento más favorables en el conjunto de la zona. A esta mejora han contribuido el mayor dinamismo de la economía mundial y el aumento de la demanda y de la confianza en los países europeos, alentadas, entre otros factores, por unas condiciones financieras favorables y por la depreciación del tipo de cambio. De este modo, aunque los tipos de interés oficiales no se han modificado durante el tercer trimestre, el Eurosistema ha ido prestando progresivamente más atención a los riesgos que el mayor crecimiento económico puede generar para la estabilidad de precios. En este contexto, el alza significativa de los precios del petróleo ha representado un motivo adicional de preocupación.

Estas consideraciones han dado lugar a unas expectativas de incrementos de los tipos de interés, que se han reflejado en un significativo aumento de los rendimientos de la deuda a medio y largo plazo, y también, aunque de menor magnitud y de forma más tardía, en un repunte de los tipos de interés de los mercados monetarios.

Los tipos de interés más elevados han contribuido a que el euro se apreciara frente al dólar de forma notable en los últimos meses, recuperando parte de la depreciación acumulada en la primera mitad del año. Por otra parte, los agregados monetarios y crediticios han mantenido durante el tercer trimestre las pautas de comportamiento de la primera mitad del año, sin que, aparentemente, el cambio de tendencia en los tipos de interés haya moderado su trayectoria. En particular, M3 ha seguido creciendo a ritmos superiores a su nivel de referencia, de forma que la media de las tasas interanuales de los últimos tres meses, referida al período julio-septiembre, alcanzó el 5,9 %, frente al 5,6 % alcanzado en agosto. El agregado más estrecho, M1, que incluye los activos con un grado mayor de liquidez, ha mostrado ritmos de expansión mucho más elevados, de casi el 13 %, en términos interanuales, en septiembre. Por su parte, el crédito al sector privado ha mantenido una trayectoria muy estable, con una tasa de avance del 10,5 % en septiembre.

En este contexto, más proclive al crecimiento económico y al aumento de los precios —circunscrito este último, hasta el momento, al impacto de las alzas experimentadas por los precios de los productos energéticos en los precios al por mayor y de consumo—, la economía española acentuó ligeramente su ritmo de creci-

Índices armonizados de precios de consumo

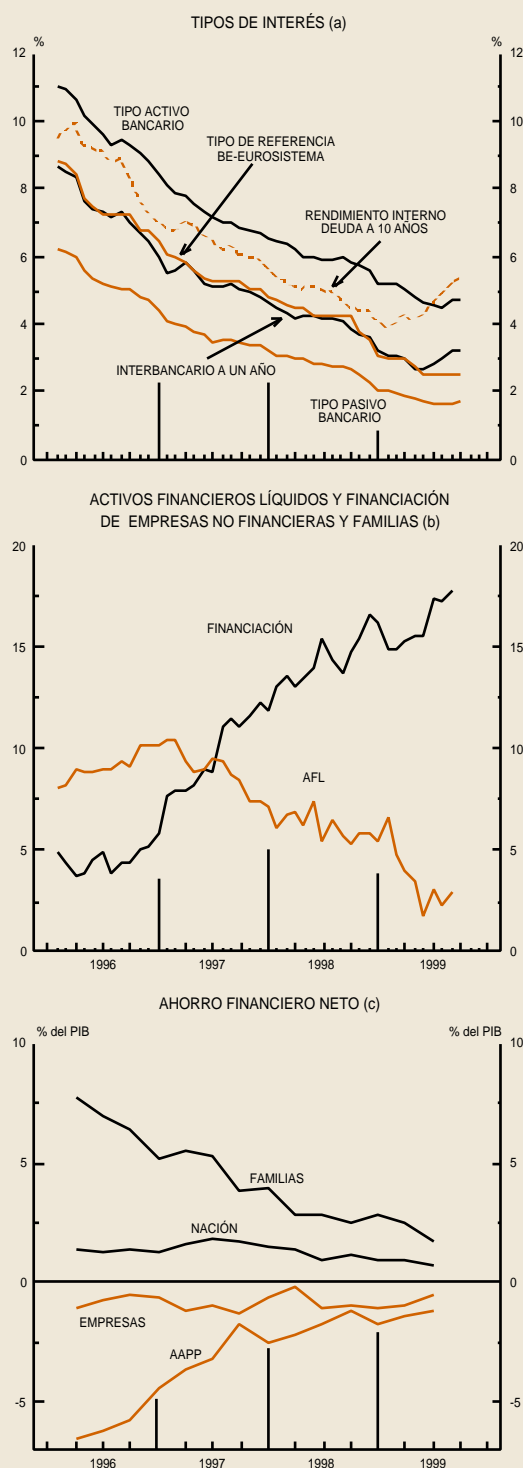


miento durante el tercer trimestre de 1999. Con los datos disponibles al redactarse este Informe, se estima que la tasa de variación interanual del PIB real —calculada para la serie de ciclo-tendencia— fue del orden del 3,7 %, lo que supone una suave aceleración, también, en términos de las tasas intertrimestrales. Este tono algo más expansivo, si se confirma, sigue estando basado, principalmente, en el comportamiento de la demanda nacional, que podría repetir, al menos, la tasa de crecimiento registrada en el trimestre precedente. La cuantificación de la aportación de la demanda externa resulta más incierta. Las exportaciones aumentaron su tasa de variación real en el período julio-agosto y se espera que sigan haciéndolo en los próximos meses, tal como anticipan las carteras de pedidos y las expectativas de las empresas exportadoras; su intensidad dependerá, en gran medida, de la evolución de la competitividad de la economía. Teniendo en cuenta que las importaciones mantienen un notable dinamismo, la aportación de la demanda neta real al crecimiento del PIB en el tercer trimestre no diferirá mucho de la del trimestre anterior, aunque con un valor algo menos negativo.

El tono expansivo de la economía durante los meses del verano se extendió a todos los componentes de la demanda interna, con la excepción del consumo público, y así lo confirman la mayoría de los indicadores disponibles. Las encuestas de opinión reflejaron este clima favorable de los hogares (véase gráfico 2), cuyas compras se están viendo impulsadas por el crecimiento de la renta real disponible y por el descenso acumulado por los tipos de interés en términos reales. El crecimiento de la renta disponible, a su vez, se debe a la evolución favorable del empleo y a la influencia expansiva de

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

- (a) Las series son medias de datos diarios.
(b) La financiación incluye el crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes y no residentes y los valores de renta fija.
(c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) sobre las rentas salariales. Estos mismos factores —aumento de la renta real y bajos tipos de interés— contribuyen a explicar el notable dinamismo de la compra de viviendas por parte de las familias, cuya capacidad de financiación se está viendo considerablemente mermada por la continuidad en el crecimiento de sus gastos de consumo e inversión. El aumento de la inversión residencial, junto con el impulso que arrastra la obra pública, determinan el tono expansivo que está registrando la formación bruta de capital fijo en construcción, a lo que se une la persistencia de tasas de crecimiento elevadas en la inversión en equipo. La percepción por parte de los empresarios de las expectativas favorables que configuran el entorno internacional no se ha reflejado todavía en los indicadores de confianza (véase el gráfico 2 mencionado antes), pero los buenos resultados de las empresas siguen sosteniendo los proyectos de inversión destinados a la mejora del aparato productivo. Los últimos datos del índice de producción industrial (IPI) recogen ya una recuperación en la actividad de las ramas manufactureras, por lo que se espera una mejora en su aportación al crecimiento del valor añadido en el tercer trimestre de 1999.

Los indicadores sobre la evolución del empleo en el tercer trimestre han seguido dando muestras de un notable dinamismo, aunque compatible con una recuperación en el crecimiento de la productividad aparente del trabajo desde los niveles anormalmente bajos alcanzados en los trimestres precedentes. Este hecho, y la relativa estabilidad que han mostrado los indicadores salariales durante el período, han permitido un ligero recorte en la tasa de aumento de los costes laborales unitarios (CLV), que, sin embargo, mantienen fuertes discrepancias entre las distintas ramas productivas, siendo las de servicios las que más se están beneficiando de la favorable evolución de los costes totales.

El rebrote que ha registrado el índice de precios de consumo (IPC) durante el tercer trimestre de 1999 se ha debido al impacto de las alzas de los precios energéticos, ya que el resto de los componentes, o ha estabilizado su ritmo de variación en niveles similares a los de junio, o lo ha atenuado ligeramente, como los servicios, que recortaron en dos décimas su tasa de variación interanual a lo largo de los meses del verano. En cualquier caso, el diferencial entre el ritmo de crecimiento de los precios de consumo españoles y el de los países del área del euro, medido a través de los índices armonizados, ha vuelto a situarse en el nivel alcanzado en el pasado mes de junio: 1,3 puntos porcentuales, el máximo desde finales de 1996 (véase gráfico 3).

La puesta en marcha de las cláusulas de revisión salarial al final del año, si el crecimiento de los precios de consumo resulta menos favorable de lo que se había previsto, vuelve a poner de manifiesto el peligro de que aumentos en los precios de consumo de carácter transitorio, que deberían ir cancelándose en las tasas de crecimiento interanual del próximo año, acaben incorporándose en las expectativas de inflación y afecten a la competitividad de la economía. Es necesario, por tanto, que las negociaciones salariales del próximo año tengan especialmente en cuenta las pautas de estabilidad que rigen en la zona del euro y que el resto de las políticas económicas contribuya activamente al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. En este sentido, los avances que se han producido en la reducción del déficit del Estado durante el año actual han sido, sin duda, importantes, y su continuidad queda plasmada en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado que se ha presentado al Parlamento para el próximo ejercicio. Un control estricto del crecimiento del gasto público debe permitir que los aumentos adicionales de recaudación impositiva que pudieran obtenerse, como consecuencia del dinamismo de la economía, se traduzcan en una aceleración del proceso de consolidación fiscal. De esta manera, la política presupuestaria podría reforzar su contribución al mantenimiento de la estabilidad a medio y largo plazo.

Las condiciones monetarias en las que se ha desenvuelto la actividad de la economía española no han experimentado modificaciones importantes en estos últimos meses. El cambio de tendencia en los tipos de interés de los mercados financieros apenas se ha reflejado en el comportamiento de los agentes económicos durante el tercer trimestre. Esto se debe, en parte, a que, pese al aumento de los tipos de interés, su nivel se encuentra todavía en tasas muy bajas en términos históricos y a que el repunte de la tasa de aumento de los precios ha supuesto un descenso de los mismos en términos reales. Igualmente, la ausencia de una repercusión notoria de los aumentos de los tipos de interés en los flujos financieros de la econo-

mía puede explicarse por el hecho de que el incremento de los tipos negociados en los mercados financieros solo se ha trasladado muy tímidamente a los tipos de interés que las entidades financieras aplican en las operaciones con su clientela, que son los más relevantes para determinar las decisiones de gasto y de ahorro de las familias y de las empresas (véase gráfico 4). De esta forma, persisten unas condiciones crediticias muy holgadas, que han continuado impulsando una fuerte demanda de crédito por parte del sector privado, mientras que los incentivos financieros al ahorro siguen siendo escasos.

En particular, la financiación concedida a las empresas no financieras y a las familias mediante crédito bancario y la emisión de valores de renta fija ha continuado acelerándose en los últimos meses, de forma que su tasa interanual de crecimiento podría encontrarse a finales del tercer trimestre en niveles cercanos al 20 %. Por el lado de los activos financieros, la tímida recuperación que se observa en el ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos de las empresas no financieras y de las familias podría interpretarse como un resultado del aumento de la rentabilidad ofrecida en algunos de esos instrumentos. En cualquier caso, el atractivo de los activos financieros en su conjunto está lejos de las cotas alcanzadas en los últimos años, lo que impulsa tanto el consumo como la inversión en activos reales, y desincentiva el ahorro.

Esta evolución reciente de los flujos financieros refleja la continuación de un proceso que viene desarrollándose en los últimos años, según el cual el fuerte crecimiento del endeudamiento bancario de las familias está conduciendo a una progresiva disminución de su ahorro financiero neto y, con ello, a una reducción del ahorro financiero neto de la nación. En este sentido, las menores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas y de las empresas solo permiten compensar parcialmente el efecto que el menor ahorro financiero neto de las familias tiene sobre el de la nación.

2. El entorno exterior de la zona del euro

A lo largo del tercer trimestre de 1999 se han confirmado los indicios positivos sobre la evolución de la actividad económica mundial en la primera mitad del año. Los principales países industrializados han mostrado una mejoría generalizada, caracterizada, principalmente, por el mantenimiento del fuerte dinamismo de la economía en Estados Unidos, los síntomas de salida de la recesión en Japón y la rápida reactivación económica del Reino Unido. Esta evolución favorable del entorno internacional ha tenido lugar en un contexto de inflación moderada, a pesar de la fuerte subida del precio del petróleo en lo que va de año (más del 100 % entre enero y octubre) y el tensionamiento del mercado de trabajo en algunos países.

En los meses transcurridos de 1999, la actividad económica en Estados Unidos ha seguido mostrando el fuerte dinamismo que mantiene desde hace varios años (véase gráfico 5). Aunque la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del PIB del segundo trimestre (1,9 %, frente al 3,7 % del trimestre anterior) reflejó una cierta desaceleración, esta no ha tenido continuidad en los meses posteriores, a la vista de los indicadores disponibles. Así, la producción industrial señala una ganancia de dinamismo en el sector manufacturero, asociada al aumento de las exportaciones ocasionado por el incremento de la demanda mundial. En el mismo sentido, los indicadores de consumo sugieren que la desaceleración de este componente de la demanda en el segundo trimestre podría haber sido transitoria, manteniéndose, en todo caso, el descenso continuado de la tasa de ahorro. Sin embargo, el sector de la construcción, especialmente sensible al aumento de los tipos de interés, mantiene un perfil poco dinámico (1).

A pesar del repunte de las exportaciones, la fortaleza de la demanda interna en Estados Unidos continúa expandiendo las importaciones y generando incrementos continuados del déficit comercial: en el período comprendido entre enero y agosto, el déficit de la balanza comercial superó los 200 mil millones de dólares, un 36 % por encima del registrado en el mismo período del año anterior. Las notorias diferencias que todavía persisten en el dinamismo de la demanda interna en Estados Unidos y en el resto del mundo (véase gráfico 5) no permiten anticipar, para el futuro cercano, correcciones significativas del desequilibrio comercial y por cuenta corriente de la economía norteamericana.

(1) Estando ya cerrada la edición de este Boletín, se han publicado los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre (4,8 % en tasa intertrimestral anualizada), que confirman las tendencias señaladas y el continuado dinamismo de esta economía.

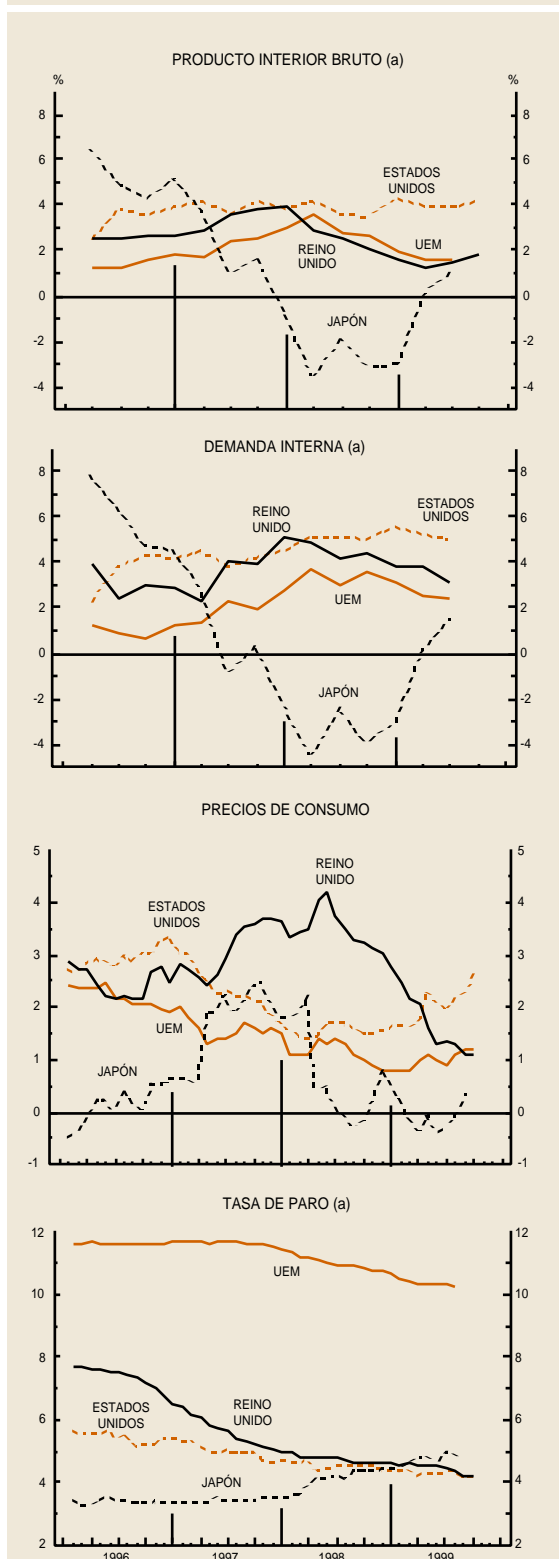
na, que, previsiblemente, alcanzarán este año el 3,5 % del PIB (2,7 % en 1998). Este deterioro progresivo del saldo exterior y de la tasa de ahorro del sector privado continúa representando un elemento importante de vulnerabilidad del patrón de crecimiento de esta economía.

Por lo que se refiere a la evolución de la inflación, en el mes de septiembre, tanto los precios de consumo como los industriales experimentaron repentes significativos que han situado sus tasas interanuales de crecimiento en el 2,6 % y 3,2 %, respectivamente (véase gráfico 5). El aumento de los precios del petróleo y su impacto incipiente sobre los costes de producción de las manufacturas son las causas principales de esta evolución. Por su parte, el IPC, excluyendo el componente energético y los alimentos, se ha acelerado ligeramente, hasta el 2 % (1,9 % en agosto). En el mercado de trabajo comienzan a manifestarse signos de escasez de oferta, manteniéndose la tasa de paro en niveles muy reducidos (4,2 %). Así, en septiembre los salarios por hora registraron un cierto repunte, si bien se mantienen creciendo entre el 3,5 % y 3,8 % en tasa interanual, en un contexto de crecimiento elevado de la productividad.

En Japón, los datos de Contabilidad Nacional del segundo trimestre confirmaron la mejoría de la situación económica: el PIB aumentó un 0,2 % en términos intertrimestrales, lo que supuso un avance del 1,1 % respecto al mismo período del año anterior y el segundo trimestre consecutivo de variación positiva. El aumento de la actividad se reflejó tanto en la demanda interna, muy especialmente en el consumo, como en las exportaciones. Los indicadores más recientes, entre los que hay que destacar las encuestas de confianza, señalan que los signos de recuperación de la economía japonesa se habrían mantenido en el tercer trimestre. Asimismo, los datos de precios señalan la interrupción del proceso desinflationista, como consecuencia del comportamiento algo más expansivo de las decisiones de gasto: en agosto, el IPC tuvo, por primera vez en muchos meses, una tasa de crecimiento interanual positiva (0,3 %) (véase gráfico 5). Sin duda, uno de los factores que más ha contribuido a la mejora de las perspectivas de la economía japonesa en los últimos meses ha sido el aumento de la demanda proveniente de los países asiáticos, que explica el 35 % del total de sus exportaciones. Asimismo, la decisión del Banco de Japón de proporcionar de forma directa mayor liquidez y el anuncio de la instrumentación de un nuevo paquete fiscal expansivo en los próximos meses han favorecido el fortalecimiento de las expectativas de reactivación económica. No obstante, las deficiencias estructurales de esta economía —en particular, de su

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos Tasas de variación interanual



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

(a) Porcentaje de la población activa.

sistema financiero— y la trayectoria apreciativa del yen podrían limitar las posibilidades de que se alcance, en el corto plazo, una senda de crecimiento sostenido.

A partir del primer trimestre, la economía del Reino Unido se ha recuperado con cierta intensidad. El motor principal de esta nueva fase expansiva ha sido la demanda interna, aunque la mejora global de la actividad ha permitido un avance sensible de las exportaciones. En el tercer trimestre, el PIB alcanzó un crecimiento intertrimestral del 0,9 % (1,8 % interanual), el mayor registrado desde el tercer trimestre de 1997. Todo ello ha tenido lugar en un contexto de cierto tensionamiento en el mercado de trabajo: en agosto, la tasa de paro descendió y los salarios aumentaron un 4,9 % en tasa interanual. Estas presiones no se han trasladado por el momento a los precios finales, pues el IPC (neto de intereses hipotecarios) aumentó en septiembre un 2,1 %, sensiblemente por debajo del objetivo del gobierno del 2,5 %; no obstante, el alza de otros precios, como los del sector inmobiliario, refleja la existencia de presiones inflacionistas latentes.

Por lo que respecta a los países asiáticos afectados por la crisis del verano de 1997, la recuperación económica que han mostrado en los últimos meses ha sido, en general, de una intensidad mayor que la esperada. No obstante, persisten diferencias importantes entre los distintos países. Así, Corea, Tailandia y Singapur registrarán previsiblemente tasas de crecimiento del PIB este año entre el 4 % y el 6,5 %, a las que han contribuido las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación de sus monedas y las políticas fiscales expansivas adoptadas. El resto de los países muestran todavía tasas de crecimiento reducidas, aunque Indonesia es el único caso para el que se prevé un incremento del PIB negativo en 1999.

En cuanto a las economías latinoamericanas, aunque la evolución del área está siendo globalmente positiva, la mejora observada en los últimos meses no ha sido generalizada. Por un lado, la economía brasileña —que representa cerca del 45 % del PIB de la zona— está mostrando señales relativamente claras de recuperación, esperándose que en el tercer y cuarto trimestres de este año vuelva a registrar tasas de crecimiento interanuales positivas. Del mismo modo, la economía mejicana está teniendo una evolución económica muy favorable en 1999, que en gran medida descansa sobre la fortaleza de la demanda de exportaciones procedente de Estados Unidos. Por otro lado, Argentina está sufriendo los efectos contractivos de las pérdidas de competitividad acumuladas tras las devaluaciones de las monedas de

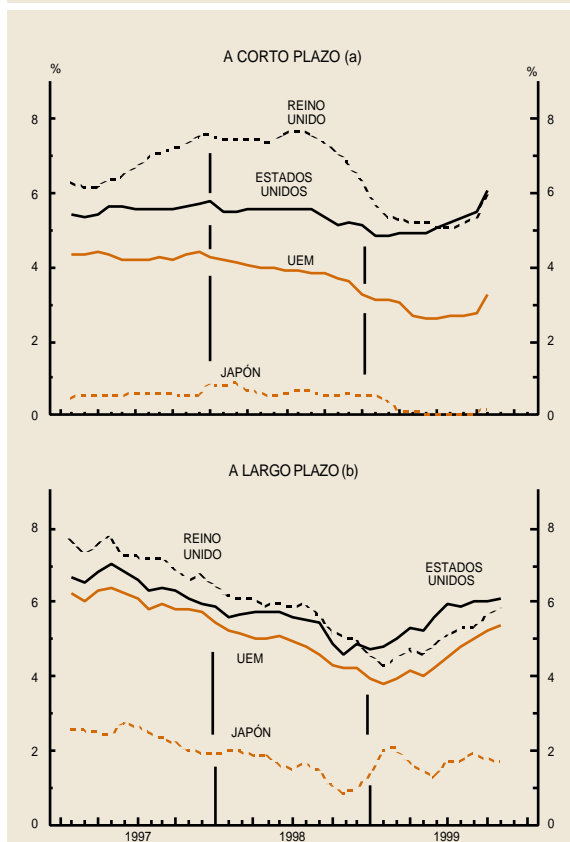
otros países de la zona y del incremento de los tipos de interés domésticos causado por las tensiones cambiarias, situación que ha venido acompañada de tasas de inflación negativas. A la vista de los indicadores de actividad más recientes, la situación recesiva parece haber continuado en el tercer trimestre. No obstante, en la medida en que Brasil consolide su recuperación, parece posible que esta impulse la reactivación del conjunto del área y de Argentina en particular, dadas las estrechas relaciones comerciales que les unen. En este sentido, resulta destacable el fin de las disputas entre los países del Mercosur que tuvieron lugar en los meses centrales del año, y que llevaron a suspender algunos acuerdos comerciales vigentes.

Asimismo, han de señalarse los nuevos episodios de inestabilidad financiera por los que han atravesado algunos países pequeños del área latinoamericana en los últimos meses, sin afectar al conjunto del área. Los casos más destacados han sido el anuncio, por parte de Ecuador, de la suspensión del pago del servicio de una parte de su deuda emitida a través de bonos Brady colateralizados, y la decisión de Colombia de abandonar su anterior régimen cambiario —bandas deslizables frente al dólar— para dejar paso a la libre flotación. Una decisión similar fue adoptada por las autoridades de Chile, cuya moneda fluctúa libremente desde principios de septiembre. De este modo, en el continente tan solo Venezuela, Uruguay y Argentina mantienen tipos de cambio semifijos —los dos primeros— o fijos —el caso del *currency board* argentino— con la moneda estadounidense.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, en Estados Unidos, el dinamismo económico está propiciando un incremento de los ingresos sustancialmente superior a las previsiones, por lo que, probablemente, el año fiscal que finalizó en septiembre se haya cerrado con un superávit superior al habido en el período anterior (1,7 %).

En Japón, los sucesivos programas presupuestarios expansivos adoptados han generado incrementos sucesivos del déficit y de la deuda públicos: las últimas previsiones del FMI apuntan a que en 1999 se alcanzará un déficit próximo al 10 % del PIB, con una deuda que ascendería hasta el 129 % del PIB. Por su parte, en el Reino Unido, el pasado mes de marzo entró en vigor un presupuesto de carácter moderadamente expansivo. No obstante, los datos de su ejecución hasta septiembre reflejan unos resultados sensiblemente más favorables que los programados, que podrían extenderse al conjunto del año fiscal si la actividad económica continúa avanzando por encima de las previsiones.

GRÁFICO 6

Tipos de interés


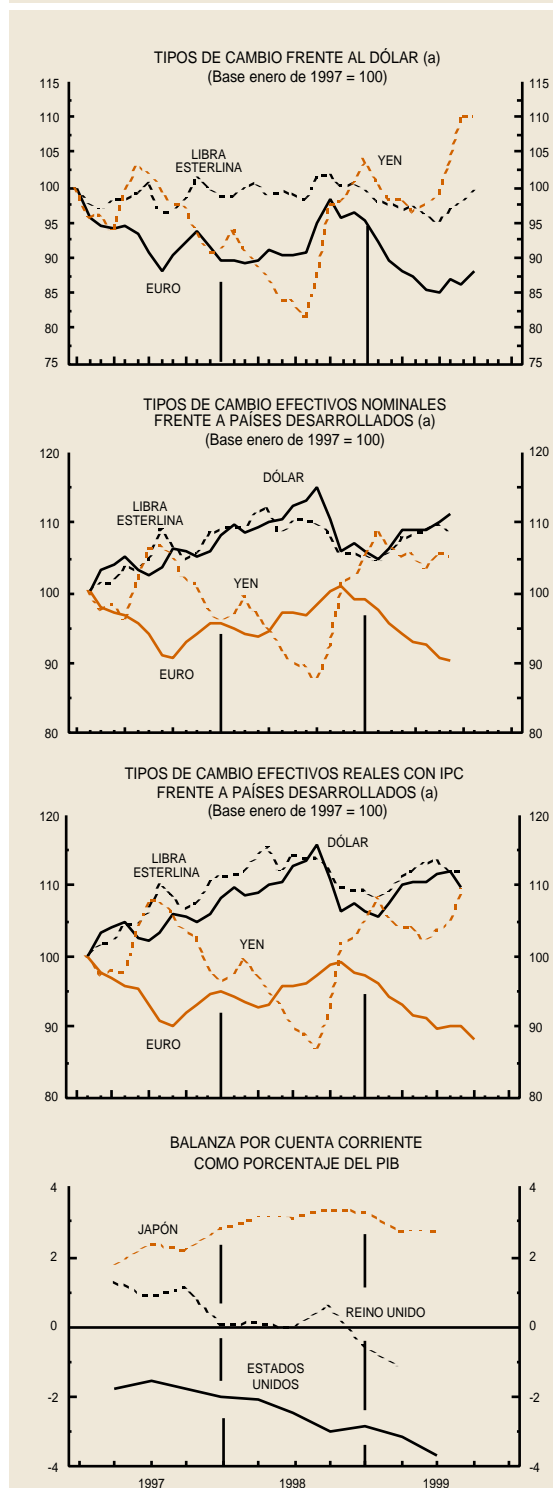
Fuente: Banco de España.

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

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

Durante el tercer trimestre, las políticas monetarias de Estados Unidos y el Reino Unido han experimentado un cambio de orientación. La continuidad del fuerte dinamismo de la economía estadounidense y la intensidad de la reactivación británica, en un marco de tensiones latentes en los mercados de trabajo y, sobre todo, de aumentos persistentes del precio de las materias primas energéticas, configura un escenario de riesgo inflacionista, que ha propiciado que los bancos centrales de ambos países hayan elevado sus tipos de interés oficiales. Así, desde finales de junio la Reserva Federal ha incrementado el tipo objetivo de los fondos federales en dos ocasiones, por un total de 50 puntos básicos, situándolo en el 5,25 %; posteriormente, en su reunión del 5 de octubre decidió no alterar los tipos de interés, pero anunció su predisposición a instrumentar subidas adicionales en el futuro cercano, en función de la infor-

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente


Fuentes: Banco de España, BIS y estadísticas nacionales.

(a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.

(b) La línea «euro» se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BIS a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

mación que suministren los indicadores de inflación. El Banco de Inglaterra, por su parte, quebró la línea descendente que había seguido su tipo básico desde junio de 1998, elevándolo en 25 puntos básicos la primera semana de septiembre, hasta el 5,25 %. En Japón, no se han producido modificaciones de los tipos de interés oficiales, si bien el banco central sigue suministrando una oferta amplia de liquidez, que ha sido especialmente notable en las últimas semanas, a fin de contrarrestar la apreciación del yen en los mercados cambiarios.

Los aumentos de los tipos de interés oficiales han determinado la evolución de los tipos de interés a corto plazo (véase gráfico 6). No obstante, en los últimos días de septiembre se ha observado un repunte de entre 0,2 y 0,7 puntos porcentuales en los tipos de interés a tres meses de las principales economías desarrolladas, que parece deberse, principalmente, a la anticipación de un posible exceso de demanda de liquidez como consecuencia del llamado efecto del año 2000. Los tipos de interés a largo plazo estadounidenses, por su parte, tras haber permanecido relativamente estables en torno al 6 % desde junio, se han incrementado ligeramente a lo largo del mes de octubre, hasta situarse en el 6,2 % en la segunda mitad de dicho mes. En el caso del Reino Unido, los rendimientos de los bonos públicos a diez años han estado aumentando desde el

mes de abril, de forma que, a finales de octubre, habían alcanzado niveles cercanos al 6 %. Finalmente, en Japón los tipos a largo apenas han variado, permaneciendo en torno al 1,7 %. En lo que respecta a los mercados de renta variable, la bolsa de Nueva York ha tenido, desde finales de agosto, una cierta tendencia descendente. Así, entre el máximo alcanzado el 25 de agosto y la segunda quincena de octubre, el índice ha descendido un 10 %, aunque la revalorización acumulada desde principios de año es del 15 %, permaneciendo todavía en niveles muy elevados en relación con la pauta histórica de los beneficios empresariales.

En los mercados de cambios, el dólar ha interrumpido su anterior trayectoria alcista y desde el mes de julio se ha depreciado frente a las principales monedas (véase gráfico 7). La depreciación de la moneda estadounidense ha sido especialmente intensa frente al yen: tras haber alcanzado en mayo un máximo de 122 yenes por dólar, en octubre se encontraba cotizando entre los 105 y 106 yenes por dólar, lo que supone una depreciación del 13 %. Frente al euro, el dólar se ha depreciado en el mismo período en un 5,4 %. En términos efectivos nominales frente al conjunto de países desarrollados, entre junio y octubre el dólar se ha depreciado un 5 %, mientras que el yen se ha apreciado un 12 % y un 0,4 % la libra esterlina.

3. La zona del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

3.1. Evolución económica

A lo largo del tercer trimestre, ha tendido a confirmarse la reactivación económica de la zona del euro que empezó a atisbarse en la primera mitad del año. El aumento de la demanda exterior, una vez superada la crisis de las economías con mercados emergentes, y, en menor medida, la ganancia de competitividad que ha supuesto la depreciación acumulada por el euro desde su nacimiento, han contribuido al significativo incremento de las exportaciones del área, que están siendo el motor principal de la actividad en la etapa actual. Al mismo tiempo, el aumento del precio del petróleo se ha traducido en un repunte de la tasa de inflación de la zona del euro desde el mes de junio, si bien el efecto parcialmente compensador derivado de la evolución de los precios de otros bienes de consumo ha reducido la magnitud del impacto.

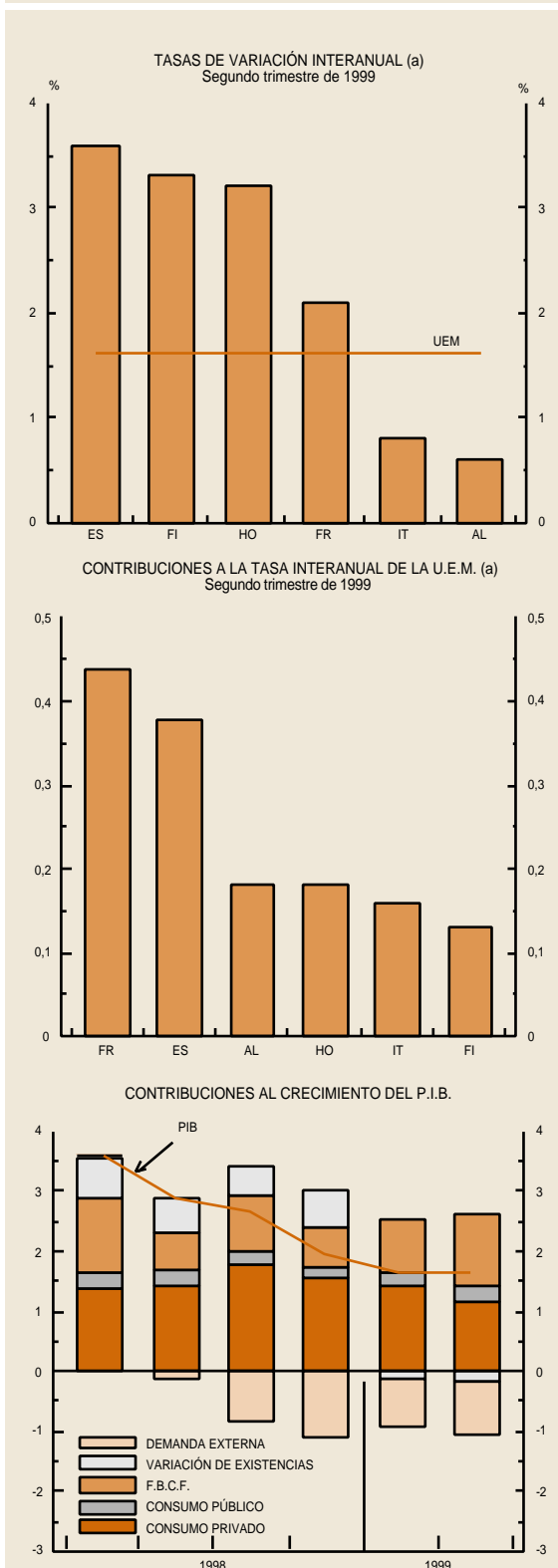
Según los últimos datos de Contabilidad Nacional, el PIB del conjunto del área creció un 1,6 % en tasa interanual durante los dos primeros trimestres del año (véase gráfico 8), teniendo lugar una aceleración progresiva de las tasas de variación intertrimestral desde el 0,1 % registrado en el cuarto trimestre de 1998 al 0,4 % y el 0,5 % de los trimestres posteriores.

El mayor pulso de la actividad económica en la primera mitad del año estuvo acompañado de un cierto cambio en la composición del crecimiento, con una demanda interna que, en el segundo trimestre, tendió a desacelerarse, mientras que las exportaciones se recuperaron de forma notable. Tal evolución se aprecia con claridad en términos de las contribuciones de los distintos componentes al incremento intertrimestral del PIB: en el segundo trimestre, el sector exterior tuvo una aportación ligeramente positiva (0,1 puntos porcentuales), que contrasta con su contribución negativa (0,2 puntos porcentuales) en el primero, mientras que la demanda interna redujo su impulso de 0,6 a 0,4 puntos porcentuales, como consecuencia de la mayor atonía del consumo y la inversión del sector privado.

Estos resultados para el conjunto de la zona del euro encubren un aumento de la dispersión de las tasas de crecimiento entre los distintos países del área. Alemania e Italia han sido los países que han mostrado los incrementos del PIB más reducidos, con unas tasas interanuales constantes en los dos primeros trimestres de 1999 del 0,6 y 0,8 %, respectivamente, mientras que el resto de los países ha experimentado tasas de crecimiento superiores a la media del área. Por tanto, la consolidación de la reactivación económica de la UEM en los

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Fuente: Eurostat.

(a) No se incluyen Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal, por no disponerse de contabilidad nacional trimestral.

próximos meses depende, en gran medida, de que estos dos países, que representan el 51 % del PIB de la zona, inicien una senda de crecimiento sostenido.

Los indicadores disponibles sobre la evolución económica de la zona del euro en el tercer trimestre tienden a reflejar una cierta intensificación del proceso de reactivación. Es muy destacable la aparente mejora de la situación de Alemania, tal como apuntan los aumentos de las carteras de pedidos y los indicadores de producción y de confianza industrial. Asimismo, las últimas encuestas elaboradas por la Comisión Europea han mostrado un ligero ascenso de la confianza industrial en el conjunto de la zona del euro (véase cuadro 1), siendo especialmente apreciable el repunte de las expectativas de producción futuras y de las carteras de pedidos, sobre todo los procedentes de fuera del área. En línea con todo ello, el índice de producción industrial ha dado muestras de reactivación, retornando a tasas de crecimiento positivas.

Por lo que se refiere a la confianza de los consumidores, los últimos resultados muestran una estabilización de la misma en torno a los niveles alcanzados en primavera, algo inferiores a los máximos históricos registrados en el primer trimestre. Los indicadores disponibles sobre el comportamiento del consumo privado en el conjunto del área en el tercer trimestre proporcionan una evidencia mixta, pues al mantenimiento de fuertes tasas de crecimiento de las matriculaciones de automóviles se contraponen una menor fortaleza de las ventas minoristas.

En el mercado de trabajo, la tasa de paro del conjunto de la UEM permanece estabilizada en el 10,2 % de la población activa desde abril. No obstante, el empleo en la industria ha venido reduciéndose desde el último trimestre de 1998 como reflejo directo de la pérdida de dinamismo de la actividad en este sector. Por otro lado, los datos disponibles de salarios apuntan una continuación de la pauta de incremento moderado de los mismos observada en los dos primeros trimestres del año.

En el primer semestre del año, a pesar de la recuperación de las exportaciones en los meses más recientes, la balanza por cuenta corriente del área presentó un superávit de 26,4 mm de euros, frente a los 29,8 mm del mismo período de 1998. La disminución del déficit conjunto de las sub-balanzas de rentas y de transferencias corrientes (hasta 14,2 mm de euros, frente a los 26 mm del primer semestre del pasado año) fue insuficiente para compensar plenamente la reducción del superávit de la balan-

CUADRO 1

Área del euro. Indicadores cualitativos

	1989-1998	1998	1998		1999			1999					
			III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP
ENCUESTA MENSUAL (SALDOS DE RESPUESTAS):													
Confianza industrial	-8	-1	-1	-5	-11	-10	-6	-11	-11	-9	-7	-7	-5
Valoración pedidos	-18	-5	-4	-11	-20	-21	-17	-20	-22	-22	-18	-17	-15
Pedidos exteriores	-20	-7	-5	-15	-24	-26	-20	-25	-25	-27	-22	-21	-18
Valoración stocks	11	9	8	10	14	13	10	14	13	11	11	10	10
Confianza construcción	-22	-19	-13	-15	-9	-7	-7	-7	-8	-6	-5	-9	-8
Valoración pedidos	-30	-25	-19	-21	-17	-14	-14	-13	-16	-12	-13	-15	-15
Confianza minoristas	-7	-3	-1	-3	-3	-4	-7	-1	-3	-9	-6	-7	-7
Confianza consumidores	-14	-5	-5	-2	0	-4	-4	-3	-4	-5	-3	-4	-4
Índice de sentimiento económico													
(base 1985 = 100)	101,2	103,9	104,4	103,7	104,1	103,6	103,7	103,8	103,5	103,5	104,0	103,5	103,7
ENCUESTA TRIMESTRAL:													
Utilización cap. productiva (grado en %)	81,8	83,2	83,7	82,8	81,9	81,9	81,7						
Fuente: Comisión Europea.													

Fuente: Comisión Europea.

za de bienes (54,7 mm y 45,5 mm de euros en los primeros seis meses de 1998 y 1999, respectivamente) y el empeoramiento del saldo de la balanza de servicios, cuyos pagos superaron a los cobros en 4,9 mm de euros (frente al superávit de 1,1 mm del primer semestre de 1998). Por su parte, la balanza por cuenta de capital registró un superávit de 5,1 mm de euros, ligeramente inferior al correspondiente al mismo período de 1998.

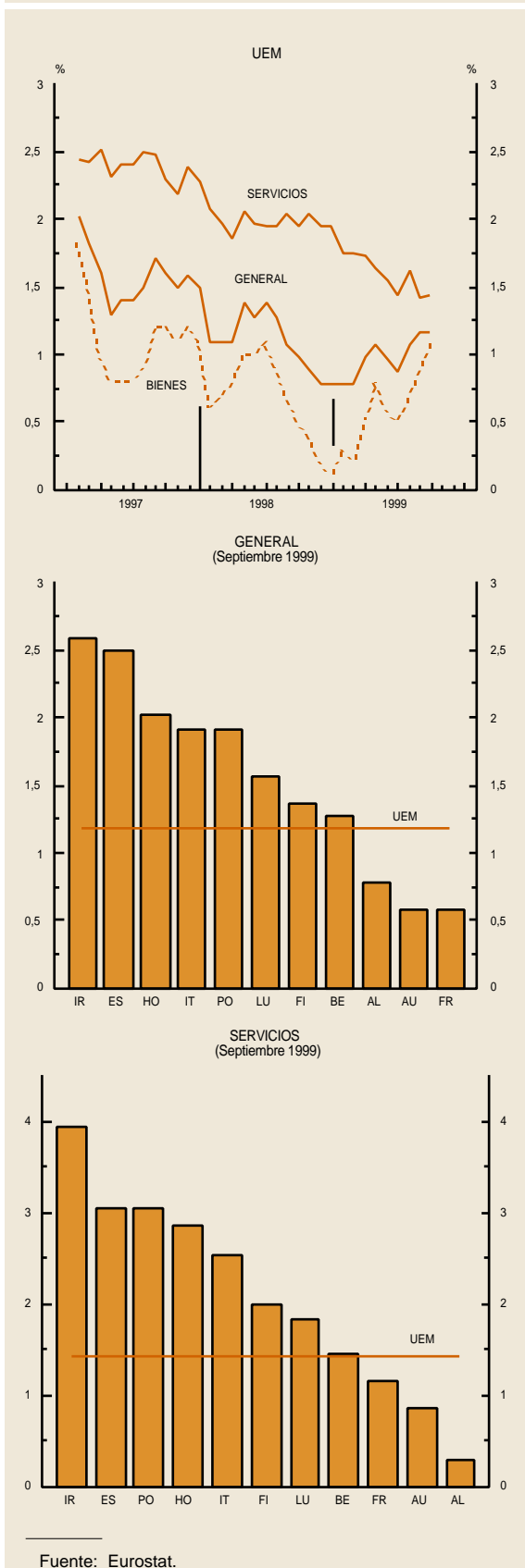
La situación inflacionista de la zona del euro ha mostrado un ligero deterioro en los últimos meses, sin que se haya visto amenazado, en principio, el mantenimiento de la estabilidad de precios en el futuro próximo. La tasa de crecimiento interanual del IAPC repuntó desde el 0,9 % en junio hasta el 1,2 % en septiembre (véase gráfico 9). En un contexto de marcada estabilidad de los precios de los bienes industriales no energéticos, de los alimentos elaborados y de los servicios, la evolución del IAPC ha venido determinada por el fuerte aumento de los precios de los bienes de consumo energéticos, que se ha visto compensada, en parte, por la caída de los precios de los alimentos no elaborados. Desde que en diciembre de 1998 la tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes energéticos registraran su máximo descenso (-4,8 %), este componente ha mostrado un comportamiento marcadamente inflacionista, hasta crecer un 6,4 % en septiembre. Esta evolución es la consecuencia del fuerte aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales, alentado por el acuerdo

entre los principales países exportadores para establecer límites a sus producciones respectivas. En todo caso, el repunte de los precios de la energía no ha cobrado la misma intensidad en todos los países de la zona del euro, sino que, por el contrario, se aprecian diferencias importantes. Así, en septiembre, en España, Luxemburgo y Alemania el componente energético del IAPC aumentó en torno a un 9 % en tasa interanual, mientras que en Portugal ha seguido disminuyendo (-1,9 %). Aunque tal disparidad se debe a múltiples factores, la variedad de los procesos de determinación de los precios de los carburantes en los mercados nacionales constituye el elemento explicativo más relevante.

La evolución futura de la inflación en el área está fuertemente condicionada por la forma en la que el incremento de los precios de la energía se manifieste en los costes de producción de las empresas. En este sentido, cabe señalar la aceleración de los precios de producción industrial, hasta registrar en agosto tasas de crecimiento interanual positivas por primera vez desde abril de 1998. En un contexto de fortalecimiento de la actividad económica del área, este factor, junto con la modesta intensidad del proceso de consolidación fiscal, el alto crecimiento de los agregados monetarios y crediticios y la depreciación acumulada por el euro durante los meses transcurridos del año (algo más de un 7 % en términos efectivos frente al conjunto de países desarrollados), a pesar de su apreciación reciente, constituyen los ele-

GRÁFICO 9

Índices armonizados de precios de consumo Tasas de variación interanuales



mentos de riesgo más relevantes para el mantenimiento de la estabilidad de precios. No obstante, las reformas estructurales tendientes a incrementar la competencia en los mercados y las medidas de desregulación de determinados precios administrados podrían ejercer un efecto moderador sobre la evolución de la inflación.

De acuerdo con las notificaciones a la Comisión Europea que los Estados miembros han realizado en el mes de septiembre, en el marco del procedimiento de déficit excesivos, casi todos los países cerrarán el año actual con un saldo presupuestario más favorable que el fijado como objetivo en los respectivos programas de estabilidad (véase cuadro 2). Sin embargo, estos resultados no reflejan, en general, la consecución de posiciones estructurales más saneadas, sino, más bien, la contribución de factores cuyo impacto favorable sobre las cuentas públicas tiene un carácter transitorio: el abaratamiento del coste del servicio de la deuda motivado por el efecto retardado de las reducciones de los tipos de interés en los últimos años y, sobre todo, la expansión de los ingresos impositivos por encima de las previsiones, a pesar de que el crecimiento económico no está superando el contemplado en los planes de estabilidad. Las dos únicas excepciones a la pauta general son Austria, cuyo resultado esperado coincide con el proyectado en su programa, e Italia. Este último país registrará previsiblemente un déficit superior al 2 % del PIB fijado como objetivo inicial; sin embargo, parece probable que el deslizamiento final del déficit sea inferior a los 0,4 puntos porcentuales previstos hace unos meses.

A la luz de la información disponible acerca de los distintos planes presupuestarios para el próximo año, puede afirmarse que, si bien los progresos planeados en el proceso de consolidación fiscal son, en general, algo más ambiciosos que los recogidos en los planes de estabilidad, dichos avances resultan, en la mayor parte de los casos, insuficientes para asegurar, en el medio plazo, una posición estructural sólida que permita hacer frente a los retos que las finanzas públicas tienen planteados. Por otra parte, sería probablemente aconsejable que, en algunos de los países que se encuentran en una posición más avanzada en el ciclo económico, el tono de la política fiscal mantuviera una orientación más marcadamente restrictiva, con el fin de contrarrestar las presiones de demanda existentes en estas economías.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el tercer trimestre de 1999 se mantuvo, en general, el carácter holgado de las

CUADRO 2

**Saldo de las Administraciones Públicas de los países del área de la UEM
(en % del PIB)**

	1995	1996	1997	1998	1999 (a)
Bélgica	-3,8	-3,1	-1,6	-0,9	-1,0
Alemania	-3,3	-3,4	-2,7	-2,1	-1,9
España	-7,1	-4,5	-2,5	-1,7	-1,6
Francia	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9	-2,2
Irlanda	-2,1	-0,2	1,0	2,4	3,2
Italia	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7	-2,4
Luxemburgo	1,8	2,8	3,8	2,5	1,7
Países Bajos	-4,1	-1,8	-1,0	-0,7	-0,5
Austria	-5,1	-3,7	-1,8	-2,2	-2,0
Portugal	-5,7	-3,3	-2,5	-2,2	-1,8
Finlandia	-4,6	-3,1	-1,2	1,0	2,5
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario (b)	0,7	1,3	2,5	2,4	
Saldo total (b)	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1	
Deuda pública	84,8	76,1	75,4	73,6	

Fuentes: Comisión Europea y BCE (hasta 1998).

(a) Saldo notificados a la Comisión en el marco del procedimiento de déficit excesivos.

(b) Déficit (-) / superávit (+).

condiciones monetarias y financieras en la zona del euro que ya se manifestó en la primera mitad del año. Los agregados monetarios y crediticios siguieron mostrando elevados ritmos de expansión, alentados por los reducidos niveles de los tipos de interés nominales y por la mejora de las perspectivas económicas para la zona. Por su parte, los tipos de interés reales continuaron situándose en niveles históricamente bajos.

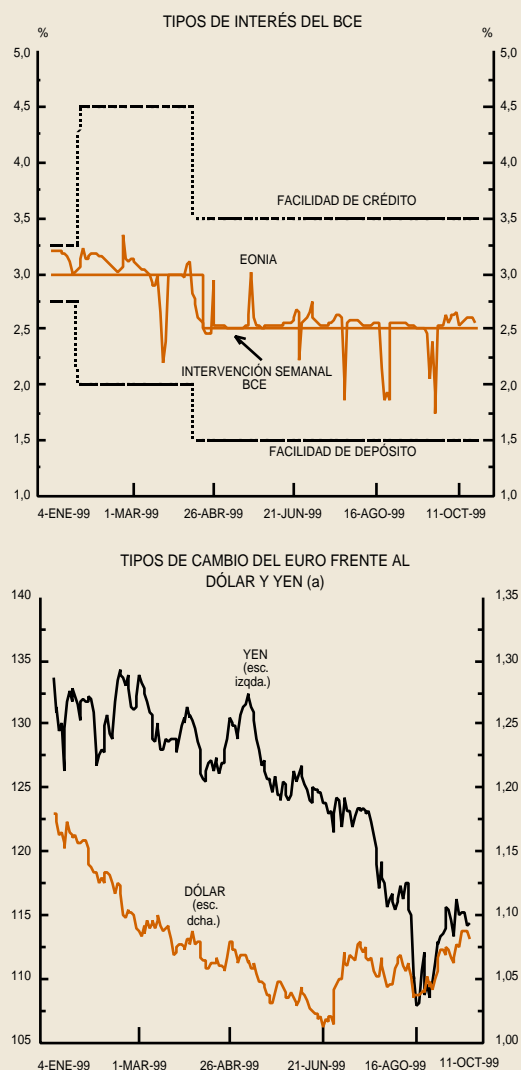
No obstante, la situación ha variado en algunos aspectos respecto al trimestre anterior. En efecto, los tipos de interés nominales a largo plazo registraron ascensos significativos a lo largo del trimestre, mientras que los tipos a corto plazo se mantuvieron bastante estables hasta finales de septiembre. Estos movimientos, que fueron consecuencia tanto de factores internos como del *contagio* de la evolución de los mercados financieros estadounidenses, provocaron un aumento significativo de la pendiente de la curva de rendimientos (véase gráfico 11). La consolidación de las mejores perspectivas económicas y cierta revisión al alza del crecimiento de precios esperado, como consecuencia del comportamiento del precio de los productos energéticos, provocaron que, desde finales de septiembre, también los tipos de interés a corto plazo comenzaran a aumentar.

Los tipos de interés a diez años del área registraron un aumento de su nivel medio, entre junio y septiembre, algo superior a los 70 puntos

básicos, al que se sumó un ascenso de algo más de 25 puntos básicos hasta el trece de octubre. Estos movimientos, dado el menor aumento relativo de los tipos estadounidenses, dieron lugar a una significativa reducción del diferencial a diez años frente a Estados Unidos, que disminuyó desde niveles superiores a 140 puntos básicos en el mes de junio hasta 70 puntos básicos. La evolución de este diferencial, junto con el aumento de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la evolución bursátil estadounidense, contribuyó, probablemente, a la apreciación del euro respecto a la divisa norteamericana. En este contexto, el euro tendió a apreciarse respecto al dólar: desde el mes de agosto y hasta la fecha de cierre de este Boletín, su cotización osciló entre 1,06 y 1,08 dólares, en torno a un 4 % por encima de los niveles mantenidos en junio y julio.

Hasta finales del mes de septiembre, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron bastante estables. Así, el tipo interbancario a un día, EONIA, se situó en niveles ligeramente superiores al tipo de las operaciones principales de financiación (2,5 %), excepto en los últimos días del período de cumplimiento del coeficiente de caja, en los que hubo descensos acusados de dicho tipo. Por su parte, el tipo interbancario a tres meses apenas mostró variaciones significativas durante los meses de julio y agosto, situándose en torno al 2,7 %, frente a un nivel medio del 2,6 % en junio. Paralelamente, los tipos a plazos entre seis y doce meses em-

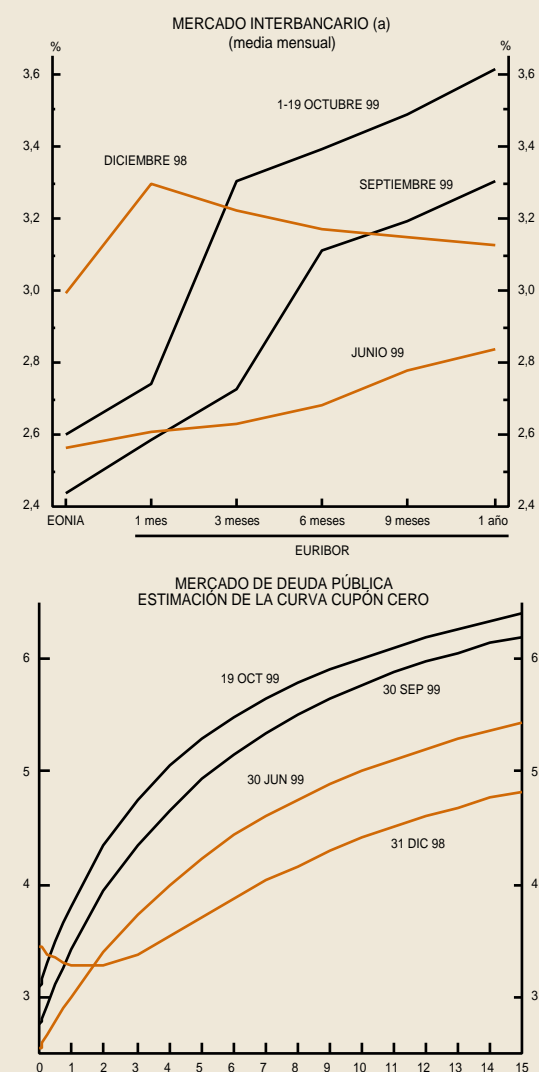
GRÁFICO 10

**Tipos de interés del BCE
y tipos de cambio del euro**


Fuentes: Banco de España y BCE.

(a) Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro.

GRÁFICO 11

**Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos**


Fuentes: Banco de España y BCE.

(a) En diciembre de 1998, media de los tipos de interés interbancarios de los países de la zona del euro.

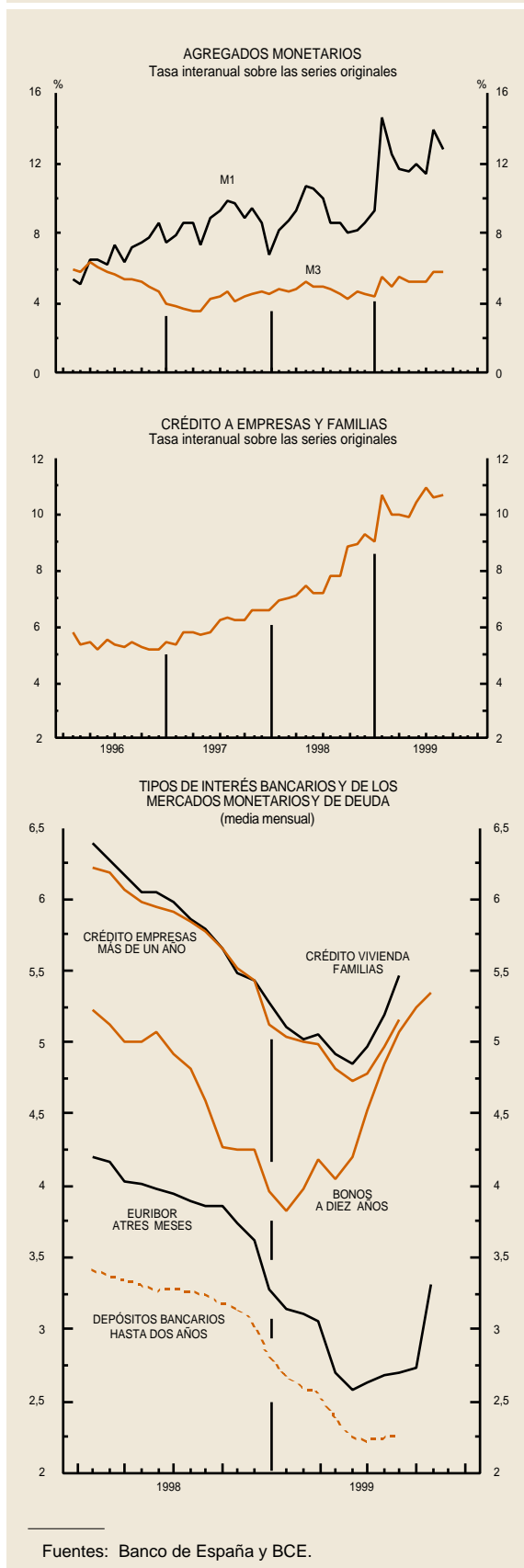
pezaron a repuntar, situándose su nivel medio en agosto alrededor de 40 puntos básicos por encima del nivel medio mantenido en junio. Esto se produjo en un entorno de mejores perspectivas de crecimiento para la zona y de expectativas alcistas sobre los tipos de intervención del Eurosistema. Esta situación se mantuvo, en términos generales, durante la mayor parte del mes de septiembre, si bien a partir del día 29 de dicho mes empezaron a producirse ascensos de cierta consideración en todos los plazos del mercado interbancario, que se mantuvieron e intensificaron hasta la fecha de cierre de este Informe. Así, entre el 28 de septiembre

y el 18 de octubre los tipos interbancarios a tres meses y a un año aumentaron en 74 y 43 puntos básicos, respectivamente.

Parte de los incrementos experimentados por los tipos de interés de los mercados monetarios desde finales de septiembre podría explicarse por la existencia de ciertos riesgos de tipo operativo asociados al denominado efecto 2000, tal como se desprende de la evolución de tipos *forward* y de los futuros que se cotizan en los mercados de derivados con vencimiento a finales de año y principios del siguiente. Este efecto es difícil de cuantificar, pero, en cual-

GRÁFICO 12

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



quier caso, solo explicaría una parte de los incrementos observados.

Los aumentos en los tipos de interés en los mercados se trasladaron, aunque con un cierto retraso, a los tipos aplicados por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) en sus operaciones de crédito y a los tipos correspondientes a los depósitos a más largo plazo. Así, los tipos medios del crédito concedido por las IFM de la zona a las familias y a las empresas no financieras mostraron movimientos alcistas, sobre todo los relativos a las operaciones a más largo plazo, que se incrementaron por encima de los 40 puntos básicos.

A pesar de la evolución descrita de los tipos de interés a largo plazo, los mercados de renta variable de la zona del euro tuvieron un comportamiento moderadamente alcista en el mes de julio, que se corrigió posteriormente, como consecuencia, en parte, del contagio de los movimientos en la bolsa estadounidense. De esta forma, el 15 de octubre, el índice Dow Jones EURO STOXX había experimentado una corrección a la baja de, aproximadamente, un 3 % respecto al nivel mantenido a finales del mes de junio.

Por lo que respecta a los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, estos siguieron mostrando ritmos de expansión elevados, en un marco caracterizado por el reducido nivel de los tipos de interés y la mejora de las perspectivas económicas. Así, el crecimiento interanual del agregado monetario de referencia, M3, fue, en agosto, del 5,7 %, con lo que la media móvil de las tres últimas tasas de incremento interanual disponibles se situó en el 5,6 %, aumentando la desviación respecto al valor de referencia (4,5 %) en relación con meses anteriores. La información correspondiente al mes de septiembre, publicada por el BCE el 27 de octubre, ha mostrado un comportamiento más expansivo de M3, cuya tasa interanual alcanzó en dicho mes el 6,1 %.

El crecimiento de M3 fue fruto, principalmente, de la fuerte expansión de los depósitos a la vista y, en menor medida, del aumento de la demanda de participaciones en fondos de inversión del mercado monetario. El intenso ritmo de aumento de los depósitos a la vista, que se concretó, en agosto, en una tasa de variación interanual del 15 %, es el factor que explica el fuerte crecimiento de los agregados monetarios más estrechos, M1 y M2, que presentaron, en dicho mes, unas tasas de avance interanual del 12,8 % y del 7 %, respectivamente.

Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, se mantuvieron las tendencias ya observadas en meses anteriores: fuerte crecimiento del crédito al sector privado, que, en términos inter-

anuales, se situó, en agosto, en el 10,7 %, y relativa estabilidad de la financiación concedida a las Administraciones Públicas, cuyo incremento interanual fue del 0,2 %. Al igual que en el caso de M3, el dinamismo del crédito concedido al sector privado se debe, fundamentalmente, a la consolidación de las perspectivas más optimistas sobre el ritmo de actividad en la zona y al mantenimiento de unos niveles relativamente bajos para los tipos de interés. A su vez, los pasivos a más largo plazo de las IFM mostraron una variación anual del 5,5 %. Finalmente, la posición de las IFM frente al exterior continuó deteriorándose, como resultado del mantenimiento de una expansión más intensa del crédito concedido a los sectores residentes, en comparación con el incremento de los pasivos frente a dichos sectores.

En relación con la instrumentación de la política monetaria durante el tercer trimestre, se

mantuvieron las pautas mencionadas en anteriores informes. El Eurosistema mantuvo inalterados sus tipos de intervención y la liquidez proporcionada por el Eurosistema durante los períodos sexto, séptimo y octavo de mantenimiento de reservas ascendió a 187,9, 194,6 y 194,9 mm de euros, respectivamente. Hay que señalar que en el octavo período de mantenimiento —del 24 de agosto al 23 de septiembre— se observó una cierta reducción en la cuantía del exceso de reservas mantenido por las entidades, que alcanzó su nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase. Aunque no se sabe aún si el carácter de dicho movimiento es permanente o no, este puede deberse a una mejora de la gestión de tesorería de las IFM, como resultado del aprendizaje y la adaptación al nuevo marco de instrumentación de la política monetaria. Por su parte, el recurso a las facilidades permanentes de crédito y de depósito fue poco significativo.

4. La economía española

4.1. Demanda

De acuerdo con las estimaciones provisionales del INE, en el segundo trimestre de 1999 la demanda nacional registró un crecimiento real del 5,3 %, en tasa interanual (2), manteniéndose estable en relación con los meses finales de 1998 y el inicio de 1999 (véase el gráfico 13). El perfil de estabilidad de la demanda nacional fue consecuencia del comportamiento mostrado por el gasto en consumo de los hogares, en tanto que la construcción tuvo una evolución más expansiva y la inversión en bienes de equipo se moderó ligeramente. Por su parte, la demanda exterior neta amplió su carácter contractivo en el segundo trimestre del año, restando 1,7 puntos porcentuales al crecimiento real del producto. Este resultado refleja la aceleración de las importaciones, acorde con la evolución de la demanda final, que no se vio plenamente contrarrestada por el mayor impulso de las exportaciones.

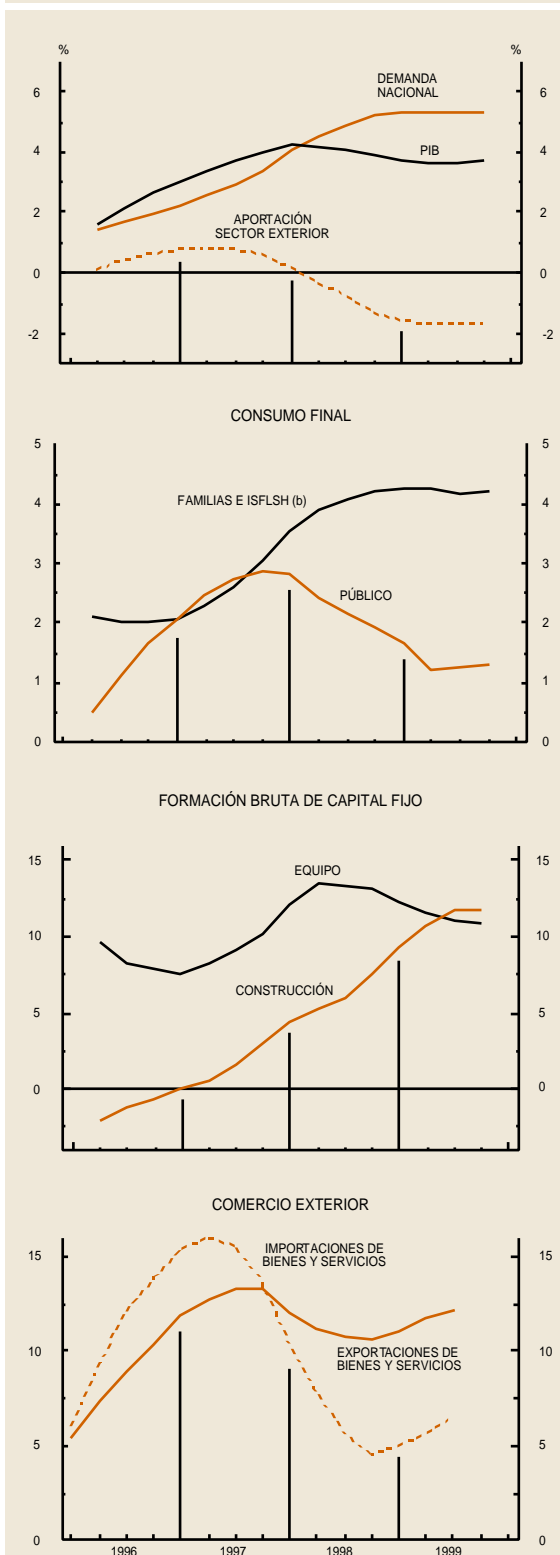
La información coyuntural disponible para el tercer trimestre del año —todavía incompleta— indica que la demanda nacional ha seguido creciendo a un ritmo similar, o incluso algo más elevado, al de trimestres anteriores. Se estima que el gasto en consumo final de las familias mantuvo una suave recuperación, en relación con el trimestre precedente, en tanto que la inversión en equipo continuó creciendo a tasas elevadas, aunque ligeramente descendentes; como nota diferencial, cabe destacar el cambio de tendencia que podría haber experimentado la inversión en construcción, que estaría llegando al final de su dilatado proceso de aceleración. Por otra parte, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pudo ser algo menos contractiva que en el segundo trimestre, al apuntar las ventas al exterior una recuperación que debe confirmarse en los próximos meses, aunque la escasez de datos de comercio exterior otorga un carácter muy tentativo a esta previsión.

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el gasto en consumo final de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro registró un incremento interanual, en términos reales, del 4,2 % durante el segundo trimestre de 1999. La última información coyuntural recibida señala que en el tercer trimestre este agregado mantuvo un patrón de comportamiento similar o ligeramente más expansivo que el de los trimestres anteriores. En el gráfico 14, se observa que el indicador de

(2) Los datos presentados en este capítulo referentes a la Contabilidad Nacional Trimestral se encuentran definidos en términos de ciclo-tendencia, según la terminología utilizada por el INE.

GRÁFICO 13

Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre el componente tendencia-ciclo.

(b) Instituciones sin fines de lucro al servicio de las familias.

disponibilidades de bienes y servicios de consumo, calculado con información aún muy parcial, incrementó su ritmo de avance respecto al trimestre precedente. No obstante, esta evolución ha venido determinada, en gran medida, por la trayectoria estimada para el componente de servicios —que se basa fundamentalmente en predicciones, dada la ausencia de datos—, mientras que el componente de bienes, para el que hay más información, ha tenido un comportamiento menos dinámico. Un perfil similar de sostenimiento del gasto en el tercer trimestre se aprecia en el caso del índice de ventas del comercio minorista.

Dado que todavía no se encuentran disponibles las cuentas sectoriales estimadas en el marco de la Contabilidad Nacional de España, 1995 (CNE 95), resulta especialmente difícil aproximar la evolución de la renta de las familias para el año 1999. No obstante, los indicadores referidos a la evolución de algunos de los componentes de este agregado muestran que la renta disponible ha continuado creciendo a tasas similares a las estimadas para el año anterior. Aunque la remuneración de los asalariados ha tendido a registrar aumentos elevados, pero inferiores a los de 1998, el efecto expansivo derivado de la rebaja de retenciones sobre las rentas del trabajo, tras la reforma del IRPF, ha contribuido a sostener el dinamismo de la renta de los hogares. Por otro lado, los descensos acumulados de los tipos de interés siguen siendo un elemento favorecedor de la demanda de bienes de consumo duradero, y, en particular, de automóviles, al haberse abaratado sustancialmente las condiciones de financiación; no obstante, aunque el ritmo de crecimiento de la matriculación de vehículos es todavía muy alto, se aprecian ciertos síntomas de debilitamiento. Un factor adicional que está contribuyendo al crecimiento elevado del consumo, pues favorece la materialización de las decisiones de gasto, es el optimismo que viene caracterizando a las expectativas de los hogares sobre su propia situación económica en el próximo futuro, según se desprende de las encuestas de opinión realizadas a estos agentes. Todo ello ayuda a explicar el moderado descenso que, según las estimaciones disponibles, está experimentando la tasa de ahorro.

De acuerdo con la CNTR, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un ritmo de variación interanual, en términos reales, del 1,3 % durante el segundo trimestre de 1999, en línea con el tono de progresiva moderación seguido en trimestres anteriores. Este ritmo de crecimiento se mantuvo prácticamente estabilizado durante el tercer trimestre del año. Todos los componentes del consumo público están contribuyendo a la con-

tención del agregado, destacando, en particular, la moderación de las remuneraciones de los asalariados de las Administraciones Públicas.

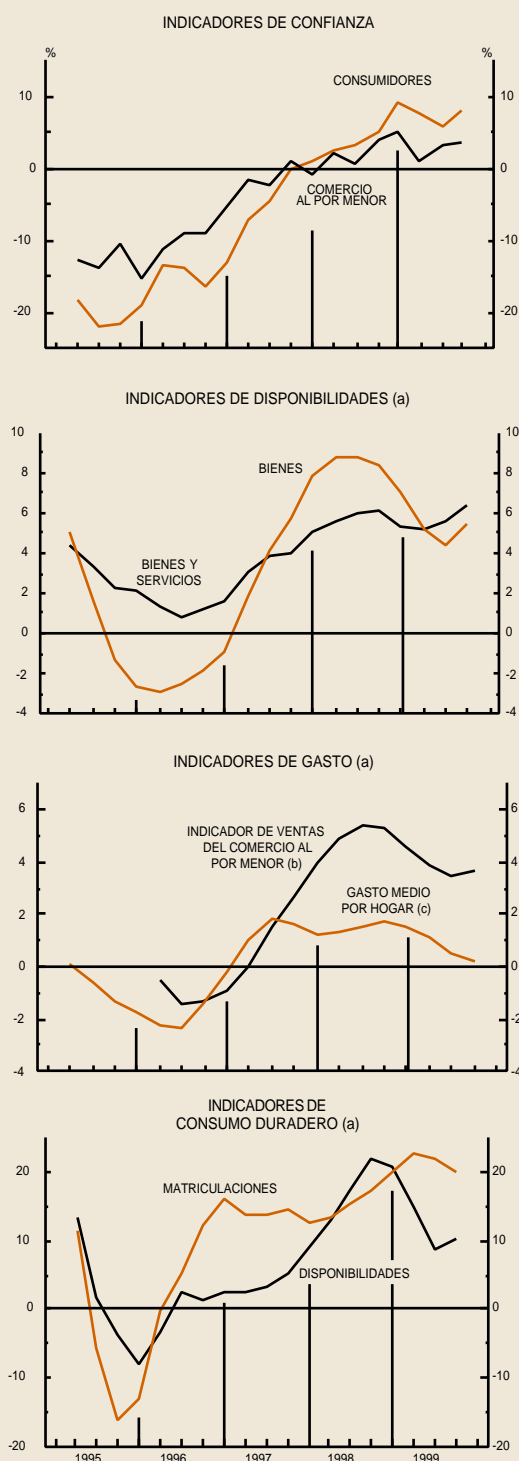
La formación bruta de capital fijo experimentó una nueva aceleración durante el segundo trimestre del año, alcanzando un crecimiento interanual, en términos reales, del 11,5 %, según datos de la CNTR. Este elevado dinamismo responde tanto a la marcada recuperación del gasto en construcción como a la pujanza que conserva la inversión en bienes de equipo. La información coyuntural referida al tercer trimestre del año apunta a que este componente de la demanda habría registrado una tasa de aumento ligeramente inferior a la del trimestre anterior, debido a que la inversión en construcción podría haber alcanzado su máximo incremento en el segundo trimestre.

Entre los indicadores referidos al comportamiento de la inversión en bienes de equipo, las disponibilidades de este tipo de bienes tendieron a mantener un ritmo de avance sustancial durante los meses de verano, apoyadas en la progresiva recuperación de la producción interior y en el extraordinario dinamismo de las importaciones (según datos hasta agosto) (véase gráfico 15). Por tipo de productos, las disponibilidades de material de transporte han liderado la expansión del agregado, mientras que el resto de bienes ha presentado un perfil de ligera desaceleración. El dinamismo del proceso inversor y las perspectivas de continuidad del mismo se han reflejado también en los datos de la encuesta de coyuntura industrial publicada por el Ministerio de Industria y Energía (MINER), puesto que tanto la previsión de cartera de pedidos del total de la industria como el indicador de clima industrial en el sector de bienes de equipo intensificaron en los meses de julio y agosto la tendencia ascendente de los meses precedentes. Por último, la encuesta semestral de inversiones reflejó, en su último avance, una revisión al alza del crecimiento de la inversión previsto para 1999, respecto a la anterior estimación realizada en otoño.

La fortaleza actual del gasto y las favorables expectativas de demanda que se están consolidando para los próximos meses justifican la permanencia de tasas de crecimiento elevadas de la inversión en equipo, que también se está viendo potenciada por las buenas condiciones para acceder a la financiación ajena. Estas condiciones están siendo aprovechadas por las empresas no solo para acometer ampliaciones de su capacidad instalada, sino también para racionalizar y modernizar su estructura productiva. Los datos de la Central de Balances Trimestral, correspondientes al primer semestre de 1999, muestran que en ese período la cuen-

GRÁFICO 14

Indicadores de consumo privado



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

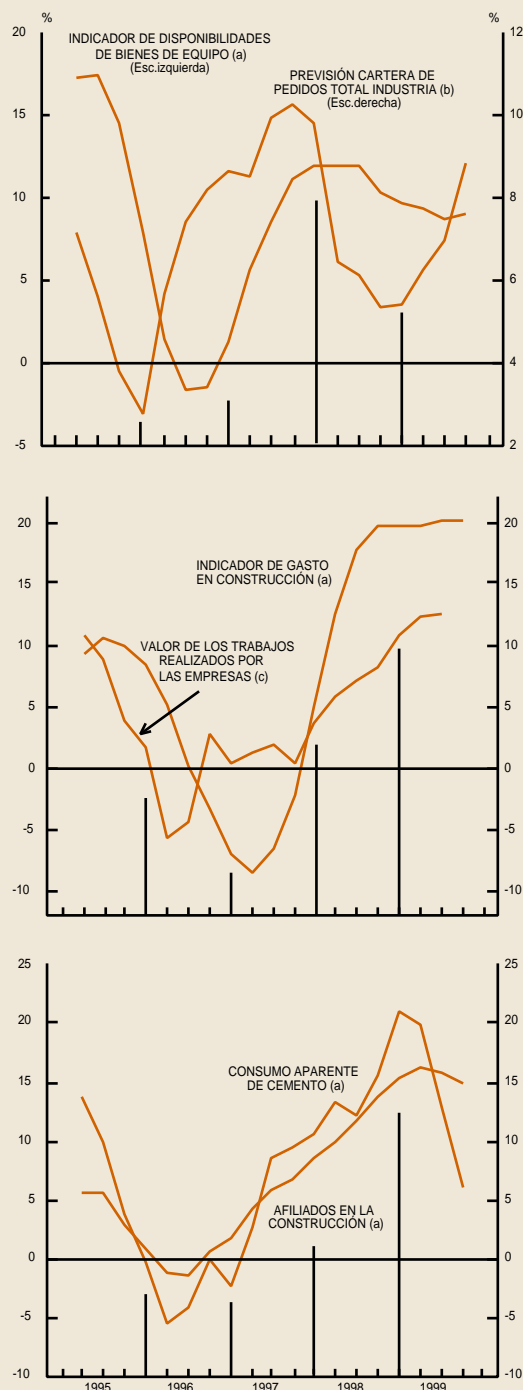
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Deflactado por el IPC.

(c) ECPF, deflactado por el IPC.

GRÁFICO 15

Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y energía, Ministerio de Fomento, Oficemen, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

(b) Nivel, tendencia.

(c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

ta de resultados de las empresas no financieras continuó su mejora, y las rentabilidades, tanto del activo neto como de los recursos propios, se mantuvieron en niveles comparativamente altos, claramente por encima del coste de la financiación, indicando que la situación financiera de las empresas continúa siendo propicia para el desarrollo de proyectos de inversión.

La inversión en construcción continuó ganando impulso en el segundo trimestre del año, alcanzando un crecimiento interanual, en términos reales, del 11,8 %. La información proporcionada por los indicadores de construcción actualmente disponibles apunta a que este agregado parece haberse estabilizado en tasas de crecimiento muy elevadas en el tercer trimestre, como consecuencia del menor dinamismo del gasto en obra civil, ya que todo indica que el gasto en edificación mantuvo el vigor que venía mostrando con anterioridad. En concreto, los datos de la encuesta de coyuntura de la industria de la construcción —el indicador más relevante para medir la actividad en el sector— correspondientes al segundo trimestre estarían mostrando ya un cambio en la tendencia expansiva de la actividad.

Los indicadores contemporáneos de construcción señalan con mayor claridad un cambio en la actividad constructora hacia una fase de crecimiento algo menos intenso (véase el gráfico 15). Así, el consumo aparente de cemento, con un incremento interanual del 5,1 % en el tercer trimestre, siguió reduciendo su ritmo de avance tendencial, en línea con lo sucedido desde los primeros meses del año. Por su parte, entre los indicadores de empleo, el número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción detuvo en los meses de julio y agosto la aceleración experimentada en meses anteriores y el paro registrado en ese sector frenó en el tercer trimestre su ritmo de caída. Finalmente, los indicadores de opinión referidos a la industria de la construcción señalan una moderación de la actividad del sector desde el inicio del año.

En cualquier caso, el dinamismo que todavía conserva la industria constructora se ve re-frendado, en general, por la evolución de los indicadores adelantados. La información referente a la iniciación de obras de edificación —visados de los colegios de arquitectos y licencias concedidas por los ayuntamientos— ha mostrado un comportamiento muy expansivo en los meses transcurridos de 1999. La fortaleza de la edificación residencial es coherente con la favorable evolución de sus factores determinantes: los bajos niveles alcanzados por los tipos de interés, el alargamiento de los plazos de devolución de los créditos hipotecarios, las ga-

nancias acumuladas de riqueza financiera y la evolución favorable de la renta disponible de los hogares. Además, la tendencia creciente que reflejan los precios de la vivienda en los últimos meses podría haber llevado a una cierta anticipación del gasto en vivienda por parte de las familias, así como a la existencia de una demanda de vivienda por motivos de inversión, aunque si estas tensiones de precios persisten, constituirán un elemento moderador del gasto en vivienda en el futuro. Por otra parte, la licitación oficial en obra civil registró en los cinco primeros meses de 1999 un crecimiento notablemente inferior al del ejercicio precedente, por lo que este componente del gasto debería experimentar un cierto debilitamiento.

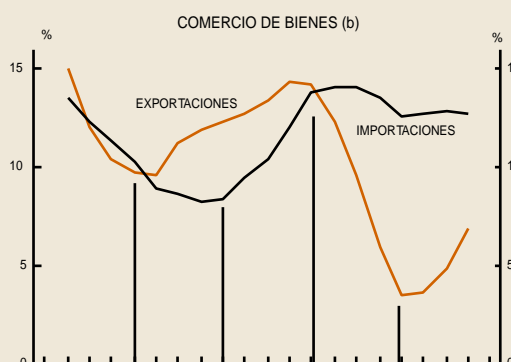
Según la CNTR, la inversión en existencias detrajo una décima del crecimiento del PIB en el segundo trimestre, frente a una aportación positiva de la misma magnitud en el trimestre precedente. La última información disponible para este agregado, recogida en la encuesta de opiniones de la Comisión Europea, señalaría un ligero aumento en el nivel de existencias respecto al trimestre precedente, al incrementarse el número de empresas que declaran tener existencias superiores a las deseadas.

La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto intensificó su carácter negativo en el segundo trimestre de 1999, ya que la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios no fue suficiente para contrarrestar el mayor impulso de las importaciones. La información disponible para el tercer trimestre —referida a los meses de julio y agosto, para los indicadores más importantes— continúa reflejando una recuperación moderada de las exportaciones de bienes frente al fortalecimiento de las importaciones. No obstante, la evolución de los determinantes de las exportaciones permite esperar una recuperación de este agregado más intensa que la producida hasta la fecha. En efecto, la depreciación del euro respecto al dólar y, sobre todo, la mejora del contexto internacional deberían estimular las ventas españolas en el exterior. De hecho, los últimos resultados de la encuesta de coyuntura de la exportación reflejan un mayor optimismo en relación con las ventas al exterior esperadas a medio plazo. Por ello, se estima que la aportación de la demanda exterior podría haberse hecho algo menos negativa en el tercer trimestre, tras situarse en -1,7 puntos porcentuales en el trimestre anterior.

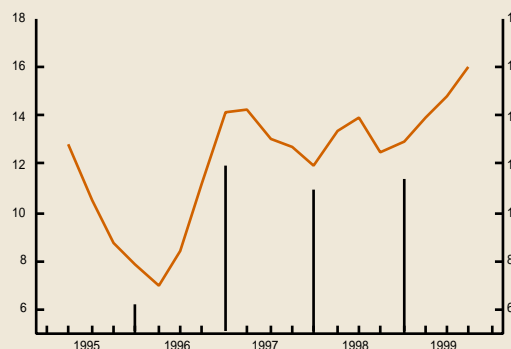
Las exportaciones de bienes han aumentado a tasas muy reducidas desde la segunda mitad de 1998. Según la CNTR su crecimiento interanual en el segundo trimestre de 1999 fue del 3 % y las cifras facilitadas por el Departa-

GRÁFICO 16

Comercio exterior (a)



INGRESOS POR TURISMO



Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Estas series se encuentran deflactadas por los índices de valor unitario correspondientes.

mento de Aduanas muestran una modesta recuperación en julio y agosto. Este resultado ha sido consecuencia, en buena medida, de la debilidad que siguen experimentando las ventas a América Latina. Por grupos de productos, todos los componentes han mantenido ritmos moderados de variación, salvo los bienes de equipo, que han experimentado un crecimiento real notable, en un contexto de caídas de precios. En contraste con la evolución de las exportaciones de bienes, los ingresos por turismo continuaron mostrando un notable dinamismo hasta el mes de julio, aunque atemperaron el fuerte ritmo de avance respecto a meses anteriores. Este comportamiento se observa también al analizar los indicadores reales de turismo, habiéndose desacelerado el número de extranjeros alojados en hoteles españoles, las pernoctaciones realizadas por los mismos, así como el número de turistas que visitaron nuestro país. La depreciación del euro registrada en 1999 y los elevados niveles de confianza de los consumidores eu-

ropeos estarían determinando la evolución, en cualquier caso expansiva, del turismo.

Según se puede estimar a partir de los datos de Aduanas hasta agosto, las importaciones de bienes continuaron mostrando una fortaleza notable en el tercer trimestre, estimuladas por el dinamismo de la demanda final, tras haberse incrementado un 11,8 % en el segundo trimestre, en términos de la CNTR. Por grupos de productos, cabe destacar el abultado avance que experimentaron las compras de bienes de equipo, mientras que las importaciones de bienes de consumo atenuaron el ritmo de crecimiento respecto al primer semestre; las compras de bienes intermedios no energéticos, por su parte, redujeron algo el perfil ascendente del trimestre anterior. Por último, los pagos por turismo han frenado el perfil de ralentización del segundo trimestre.

4.2. Producción y empleo

El crecimiento del PIB de la economía española se mantuvo estable en el segundo trimestre del año, registrando una tasa de variación interanual del 3,6 % (véase el gráfico 17). Para el tercer trimestre se estima un crecimiento ligeramente por encima del observado en el trimestre precedente, compatible con una ligera aceleración de la demanda nacional y una aportación algo menos negativa de la demanda exterior, como se ha comentado en el epígrafe anterior. Desde la óptica de las ramas productivas, esta suave recuperación del producto se habría correspondido con un mayor dinamismo de la producción industrial, una contribución menos negativa de la agricultura y un crecimiento estable de las ramas de servicios. Por su parte, la actividad constructora habría registrado un avance ligeramente inferior al del trimestre precedente, aunque seguiría siendo la rama con mayor crecimiento. Por lo que se refiere a la generación de empleo, el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se incrementó un 3,4 % en el segundo trimestre del año, una décima por encima del trimestre precedente, y los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan hacia una ligera desaceleración de esta variable. Esta evolución habría permitido una recuperación de la productividad aparente del trabajo en ese período, tras haber alcanzado tasas de crecimiento muy reducidas en los trimestres precedentes.

La desfavorable climatología continuó determinando la evolución de la actividad primaria durante el segundo trimestre de 1999, período

en el cual se acentuó el retroceso del valor añadido de esta rama, hasta alcanzar una variación interanual del -6 %, según estimaciones de la CNTR. La reducción en la producción agrícola se ha extendido, con más o menos incidencia, a la mayoría de los cultivos, aunque también se han constatado aumentos en la producción de tubérculos, cítricos y frutas. Por su parte, la producción ganadera se ha resentido por la escasez de lluvias, que ha motivado la sustitución parcial de pastos por compuestos industriales, con la consiguiente reducción en el valor añadido del sector. La información coyuntural más reciente no permite augurar una pronta recuperación en la producción de la rama agrícola. En este sentido, los indicadores de empleo —afiliados a la Seguridad Social y paro registrado— han mostrado un deterioro adicional, al igual que la fabricación de productos para la agricultura y la construcción de maquinaria agrícola.

La recuperación que está experimentando la economía mundial y, especialmente, los países de la UE y los del sudeste asiático, se está conformando como elemento impulsor clave de las exportaciones españolas para los próximos meses. Este dinamismo de la demanda externa y el tono de firmeza que mantiene la demanda interior explican la recuperación que se detecta en la actividad industrial. Efectivamente, el proceso de continua pérdida de vigor que venía registrando este sector desde principios de 1998 parece haber tocado a su fin en el segundo trimestre de 1999, período en el que, según las estimaciones de la CNTR, el valor añadido de esta rama continuó desacelerándose hasta alcanzar un 1,2 %, en tasa de variación interanual. Sin embargo, analizando el perfil mensual del índice de producción industrial, los meses de mayo y junio supusieron el inicio de una tímida recuperación de la actividad que se vio refrendada por el empuje más intenso registrado en julio y agosto, con un crecimiento interanual del 3,8 %, cuando se corrigen los efectos del calendario. El mayor dinamismo del sector industrial también se aprecia en los datos más recientes de afiliación a la Seguridad Social. No obstante, el indicador de clima industrial publicado por la Comisión Europea denota todavía una cierta indecisión en las opiniones de los empresarios en cuanto a sus perspectivas futuras.

El análisis desagregado, atendiendo a las distintas ramas productivas de la industria, muestra alguna heterogeneidad, reflejando, además de las características propias de cada rama, el estado incipiente de la fase de expansión en la que se encuentra la industria. En concreto, destacan las expansiones de las ramas extractivas y químicas y de otras manufac-

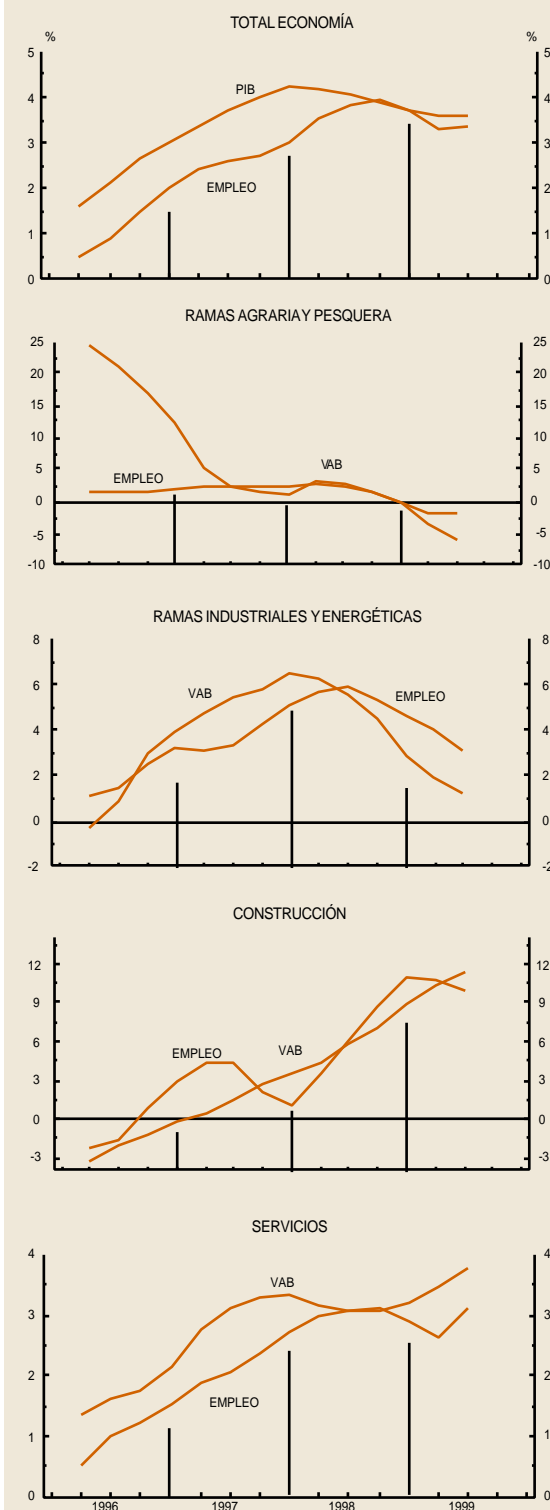
turas, mientras que en las ramas de transformación de metales la recuperación es menos intensa y más reciente. Las ramas energéticas, por su parte, mantienen un crecimiento moderado, centrado en la producción de energía eléctrica y gas.

Como se ha comentado al describir la evolución del gasto en construcción, la fase de elevado vigor de la actividad constructora se prolongó en el segundo trimestre de 1999, período en el que la CNTR estima que el valor añadido de esta rama aumentó a un ritmo interanual del 11,4 %. Este nuevo impulso de la construcción ha venido de la mano del componente de edificación, ya que, de acuerdo con la encuesta de coyuntura de la industria de la construcción, la obra civil, aunque mantuvo un elevado dinamismo, registró una ligera desaceleración en ese período. La información coyuntural relativa al tercer trimestre apunta hacia la consecución de ritmos de crecimiento más moderados de esta actividad; en concreto, los indicadores de empleo y de consumos intermedios muestran una clara desaceleración, aun conservando tasas de variación elevadas. La percepción de un máximo cíclico en la construcción está en consonancia con la evolución reciente del indicador de confianza.

El valor añadido bruto de las ramas de servicios registró un ritmo de variación interanual del 3,7 %, en el segundo trimestre de 1999, dos décimas por encima del crecimiento registrado un trimestre antes. El mayor avance se produjo tanto en la rama de servicios de mercado como en los servicios no destinados al mercado, si bien en este segundo caso el crecimiento de la actividad es menos marcado, como lo muestra el hecho de que el avance interanual en el segundo trimestre del año fuera del 1,6 %. Por su parte, los servicios de mercado incrementaron en dos décimas su ritmo de variación, hasta situarse en el 4,4 %, prolongando el período de expansión que se viene observando desde el segundo trimestre de 1998. La información relativa al tercer trimestre de 1999 tiende a reflejar el mantenimiento de elevados ritmos de crecimiento. Esta fortaleza se sustenta en las ramas de crédito y seguros, comunicaciones, sanidad y transportes —sectores en los que los indicadores de empleo muestran perfiles de aceleración—; el comercio experimentó un comportamiento algo más incierto hasta el segundo trimestre, pero ha ganado firmeza en los meses de verano, cuando al dinamismo de los indicadores de ocupación se ha sumado la mejora de los indicadores de ventas. Por último, en el caso de la restauración y el alojamiento, las estadísticas relevantes sufrieron una ligera pérdida de ritmo durante el verano.

GRÁFICO 17

Valor añadido bruto y empleo por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia publicadas por el INE. En el caso del empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Los últimos datos de la CNTR confirman la pujanza del proceso de creación de empleo, que siguió acompañando al notable crecimiento del producto en la primera mitad de 1999. En concreto, los puestos de trabajo, medidos en términos homogéneos en cuanto a la duración de la jornada (3), tras haber alcanzado ritmos de variación cercanos al 4 % en los trimestres centrales de 1998, experimentaron un aumento del 3,4 % entre abril y junio del presente año, cifra muy próxima a la registrada en la primera parte del ejercicio (3,3 %). Prácticamente la totalidad del empleo creado en el segundo trimestre fue por cuenta ajena, al incrementarse el número de asalariados un 4,4 % en relación con el mismo período de 1998. De hecho, aunque este colectivo se desaceleró suavemente en los dos primeros trimestres de 1999, la información más reciente muestra el mantenimiento de un elevado dinamismo, que se ve favorecido por el comportamiento moderado de las remuneraciones en el año en curso. El número de trabajadores autónomos volvió a disminuir en la primavera de 1999, en relación con el mismo período del año anterior, si bien en menor medida que en el primer trimestre. El empleo, medido en términos de personas ocupadas —información proporcionada por primera vez en el marco de la CNE 95—, muestra una evolución similar a la reflejada por los puestos de trabajo equivalentes.

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el segundo trimestre de 1999 la creación de empleo experimentó una fuerte aceleración —cercana a un punto porcentual—, con un crecimiento de los ocupados del 4,7 %, y un avance del 6,5 % entre los trabajadores por cuenta ajena. No obstante, como ya se ha puesto de manifiesto en ocasiones anteriores (4), estas magnitudes deben interpretarse con prudencia, debido a que la introducción de ciertas modificaciones en la encuesta, al inicio de 1999, ha afectado a la comparabilidad intertemporal de algunos de los principales agregados. De hecho, esta evolución tan expansiva contrasta hasta cierto punto con los datos de empleo de la CNTR, comentados previamente, y con el resto de indicadores del mercado de trabajo, todos los cuales coinciden en señalar un aumento elevado del empleo, pero no acelerado. En cualquier caso, pese a todas las cautelas, el predominio en la generación de em-

pleo asalariado, frente a los ocupados por cuenta propia, que recoge la EPA es un rasgo característico de los dos últimos trimestres que también refleja la CNTR. En lo que a la información del tercer trimestre se refiere, las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron un incremento sustancial en el mes de julio, que se atenuó notablemente en agosto y septiembre, de forma que el trimestre finalizó con un crecimiento medio semejante al observado en el período precedente. Esta evolución de las afiliaciones sería compatible con un mantenimiento de la suave desaceleración del empleo, que ya mostraron los datos de la CNTR en el primer semestre, y con un aumento de la productividad aparente del trabajo. En cuanto al paro, según la EPA, siguió cayendo a un ritmo cada vez más fuerte (-16,9 % entre abril y junio), que contrasta con la pérdida de intensidad que, a lo largo del presente año, ha ido manifestando el proceso de recorte del número de parados registrados en el Instituto Nacional de Empleo (INEM). No obstante, cabe esperar una reducción significativa del desempleo en el tercer trimestre de 1999, que, en un contexto de moderado aumento de la población activa, iría acompañado de un nuevo recorte de la tasa de paro.

En cuanto a la evolución del empleo según la duración de los contratos, en el segundo trimestre los asalariados con contrato indefinido mantuvieron la tónica del trimestre anterior, mientras que los asalariados con contratos temporales mostraron una leve recuperación, acercando su tasa de variación a la del empleo estable. Pese a la prudencia con que deben valorarse estas cifras de la EPA, cabe destacar su coherencia, en general, con el mayor empuje experimentado por los contratos temporales registrados en el INEM, y con la fortaleza que mostraron en ese período los de naturaleza indefinida, en parte como consecuencia del adelantamiento de las decisiones de contratación que trajo consigo la anunciada disminución de las bonificaciones a partir de mayo. En el tercer trimestre, habiendo desaparecido este efecto, los contratos indefinidos se desaceleraron, observándose también un repunte de los temporales.

4.3. Costes y precios

En lo que se refiere a la evolución de precios y costes, la información correspondiente al tercer trimestre ha puesto de manifiesto de forma clara los efectos derivados del encarecimiento de la energía, de manera que los principales indicadores de precios —desde los precios de importación a los precios de consumo— han registrado un repunte en sus tasas interanuales, que seguramente se trasladará al de-

(3) Denominados por el INE como puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Los datos de la CNTR de empleo se referirán a estos, cuando no se indique otra cosa.

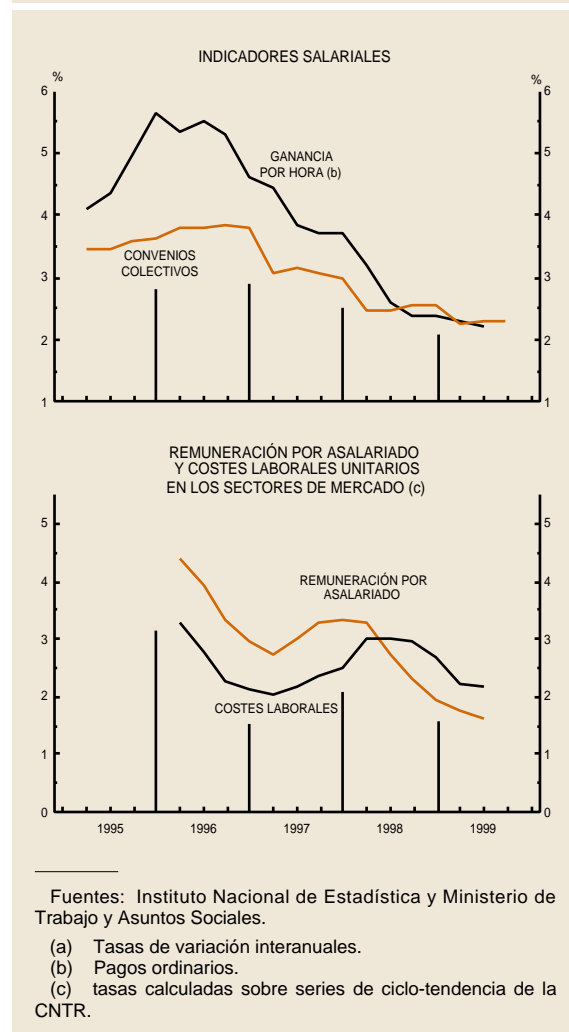
(4) Véanse «La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999», *Boletín económico*, junio de 1999, o «La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999», *Boletín económico*, septiembre de 1999.

flactor de la demanda final. Los costes interiores, y en particular los costes del trabajo, han mantenido pautas más próximas a las observadas en la primera mitad del año, si bien pueden hacerse dos matizaciones. La primera, en relación con la recuperación estimada de la productividad observada del trabajo durante el tercer trimestre, que ha podido repercutir en una moderada desaceleración de los costes laborales unitarios en ese período. La segunda, en relación con los resultados más recientes de la negociación colectiva, que, si bien siguen mostrando una evolución contenida de los salarios, han incorporado un cierto efecto alcista, fruto de la revisión al alza que ha sufrido la inflación esperada al final del año.

Según la encuesta de salarios, la ganancia media por persona y hora en el concepto de pagos ordinarios se desaceleró durante el segundo trimestre de 1999, alcanzando una variación del 2,2 %, en relación con el mismo período del año anterior. Como viene siendo habitual, el aumento de las ganancias por persona y mes fue algo menor (1,9 %), como consecuencia, fundamentalmente, de la incidencia que está teniendo la expansión del empleo a tiempo parcial —en particular, en los servicios— sobre la remuneración media por trabajador. Por ramas de actividad, la evolución salarial en el segundo trimestre no fue homogénea, registrándose el mayor incremento de las ganancias por persona y hora en la construcción (3,6 %); aunque esta cifra es elevada, rompe el perfil de aceleración mostrado hasta el primer trimestre del año. Por su parte, las otras ramas registraron un crecimiento salarial más moderado, alcanzando un 2,3 % en la industria y un 1,9 % en los servicios. En la primera de estas ramas ello ha supuesto una estabilización del ritmo de crecimiento, mientras que en los servicios se ha producido un recorte respecto a los primeros meses del año. Cuando se comparan estos datos con los de la negociación colectiva, no se aprecia una deriva significativa, fenómeno que está relacionado, fundamentalmente, con la eliminación en algunas ramas de las retribuciones por antigüedad y con el menor crecimiento del número de horas extraordinarias trabajadas.

La información salarial disponible para el tercer trimestre corresponde a los convenios colectivos firmados en ese período. El incremento medio de las tarifas salariales negociadas hasta el 31 de septiembre fue del 2,3 %, tres décimas por debajo del aumento observado en 1998. Dado lo avanzado del calendario, la mayor parte de los convenios registrados en el tercer trimestre fueron de nueva firma; hasta septiembre el incremento de las tarifas en convenios nuevos fue del 2,4 %, registrándose además una aceleración a lo largo de los últi-

GRÁFICO 18
Evolución de los salarios y costes laborales (a)

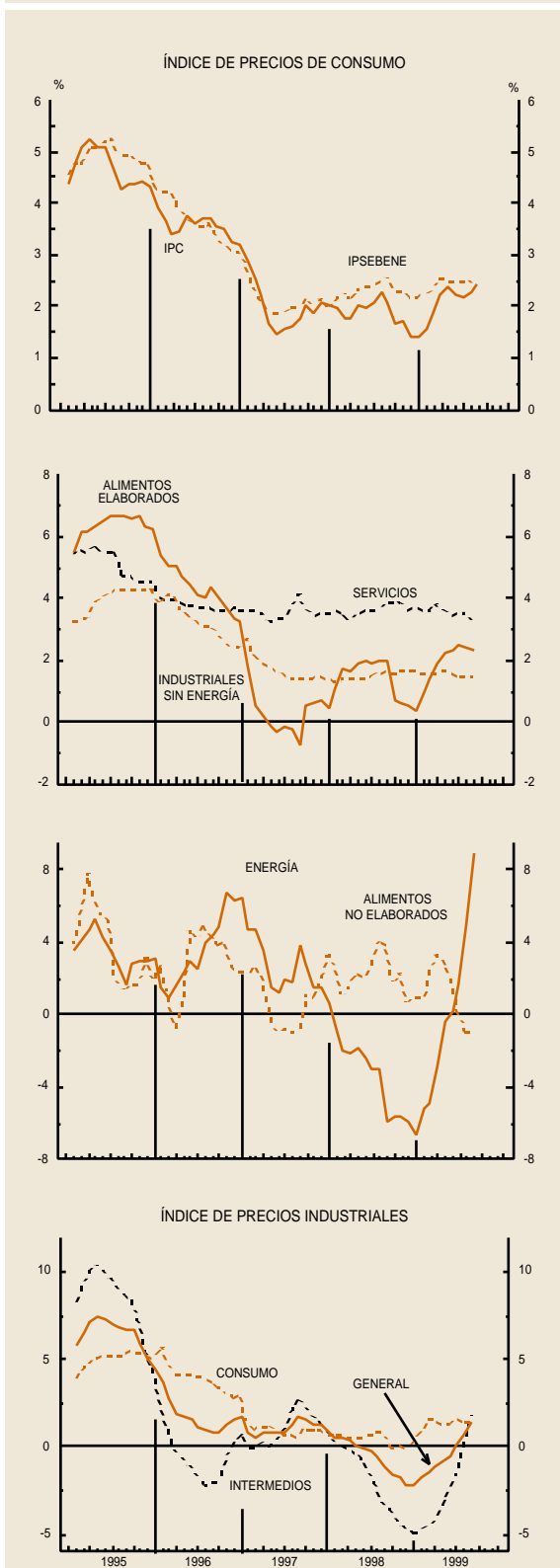


mos meses, como consecuencia de la revisión al alza en la inflación esperada al final del año. Por otro lado, en los convenios revisados el incremento pactado fue muy similar (2,3 %). Por ramas de actividad, los aumentos de las tarifas han sido bastante homogéneos, en el entorno del 2,3 %.

La mayor parte de los indicadores representativos de la evolución de los precios en la economía española ha mostrado un deterioro a lo largo del tercer trimestre del año, motivado, en buena medida, por la trayectoria alcista del precio del crudo en los mercados internacionales, combinada con la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. La tasa de variación interanual del IPC —principal indicador de los precios finales— se situó en el 2,5 % en el mes de septiembre, tres décimas por encima de la registrada en el mes de junio, aunque fue solo del 2 % si se excluyen los bienes energéticos.

GRÁFICO 19

Indicadores de precios (a) España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

Por su parte, el IAPC también registró en septiembre un crecimiento del 2,5 % con respecto al mismo mes del año precedente; dado que la tasa correspondiente al agregado de países que integran la Unión Monetaria permaneció en el 1,2 %, el diferencial continuó ampliándose. Es especialmente relevante la brecha que se registra en el componente de bienes energéticos, aunque se ha cerrado algo el último mes (véase gráfico 20).

Los componentes más erráticos del IPC han registrado evoluciones contrapuestas en el período más reciente (véase gráfico 19). El componente energético incrementó sustancialmente su ritmo de avance, alcanzando en el mes de septiembre una variación interanual del 9,4 %, 7,8 puntos porcentuales por encima de la cifra de finales del segundo trimestre. Esta trayectoria se explica por la evolución de la cotización del petróleo en los mercados internacionales, que se ha visto reforzada por la posición del euro frente al dólar, y ha incidido particularmente sobre el precio del gas butano, el del gasóleo de calefacción y el de los distintos tipos de gasolina. Para amortiguar, al menos parcialmente, la incidencia de estas subidas sobre el índice general se ha aprobado el Real Decreto-Ley 15/1999, por el que se reduce el precio del butano, mediante una revisión a la baja del tipo impositivo del IVA sobre este producto, la exención del impuesto especial y una reducción del precio antes de impuestos. Asimismo, el precio de este gas licuado del petróleo se mantendrá congelado durante un año. Aunque la evolución futura de los precios del petróleo es compleja de establecer, cabe señalar que, de acuerdo con las cotizaciones de los mercados de futuros, cabría esperar una moderación gradual del precio del crudo en los meses venideros. Los precios de los alimentos no elaborados, por su parte, han registrado un recorte en el período más reciente, que alcanzó el -0,2 % en el mes de septiembre. Esta desaceleración, a pesar de los menores descensos que están experimentando los precios de algunas carnes —como la de pollo—, obedece, en buena medida, a los menores ritmos de avance de los precios de las frutas, como consecuencia de los incrementos de oferta.

Entre los restantes componentes del IPC, los alimentos elaborados se mantuvieron bastante estables, alcanzando un aumento interanual del 2,3 % en septiembre. No obstante, cabe destacar que dicha tasa de variación interanual incorpora una serie de elementos, en buena medida transitorios, ligados a la evolución de los precios de una serie de productos específicos —como el aceite de oliva, el tabaco y el vino—, que pueden ir desapareciendo en los primeros meses del año 2000. Por su parte,

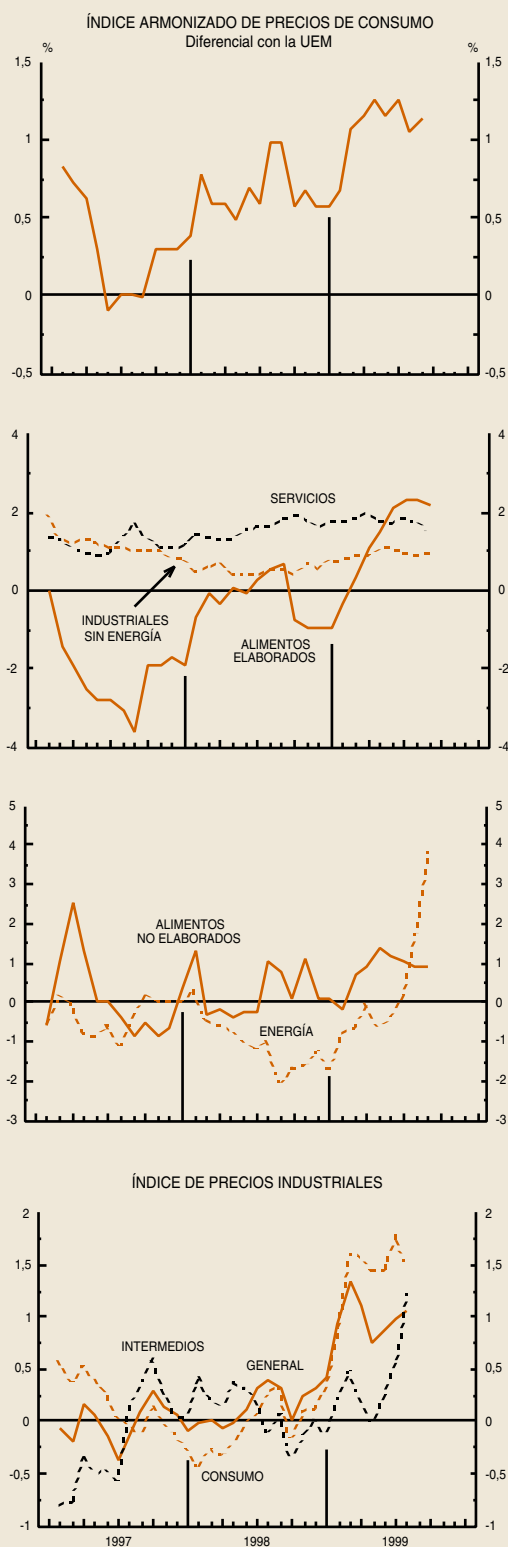
los precios de los bienes industriales no energéticos estabilizaron su tasa interanual en el tercer trimestre en el 1,4 %, sin que parezca haberse reflejado, de momento, en el índice el recorte aprobado para los precios de los medicamentos. Por último, los precios de los servicios —el componente tradicionalmente más resistente a la baja— recortaron su ritmo de avance interanual en dos décimas entre junio y septiembre, situándose en el 3,3 %. No obstante, este recorte corresponde en su casi totalidad a la evolución de los precios de las comunicaciones telefónicas, que han descontado en su tasa interanual el efecto de los incrementos de tarifas de agosto del año pasado, a lo que se ha añadido el impacto de la rebaja de tarifas telefónicas introducida en el Real Decreto-Ley 4/1999. De forma adicional, se ha aprobado recientemente un nuevo recorte de las tarifas telefónicas del principal operador. Respecto a los otros servicios, se aprecia una notable estabilidad de sus precios, en un contexto de desaceleración de los costes salariales.

Como ya se ha señalado, el IAPC español alcanzó también un crecimiento interanual del 2,5 % en septiembre, cuatro décimas por encima de la tasa interanual observada en junio. En el conjunto de la Unión Monetaria, el incremento fue de solo una décima, de forma que se produjo una ampliación del diferencial de inflación entre España y la UEM, que se situó en 1,3 puntos porcentuales. Por componentes, destaca especialmente el importante aumento del diferencial energético. Hay dos motivos que justifican este hecho. Por un lado, la ponderación de los carburantes en el índice español es superior a la del conjunto de la UEM, por lo que, ante variaciones de precios iguales, la repercusión de una perturbación petrolífera en España es mayor. Por otro lado, el precio del butano se ha incrementado sustancialmente más en España que en otros países de la UEM.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, que proporcionan información sobre diversas etapas del proceso de formación de precios, en los meses más recientes el índice de precios industriales (IPRI), disponible hasta agosto, intensificó el proceso de aceleración que venía mostrando desde el inicio del presente año, situándose en el 1,4 % la variación con respecto al mismo mes del año anterior. Este comportamiento del índice general ha sido fruto, fundamentalmente, del componente de bienes intermedios energéticos, cuya tasa de variación alcanzó en agosto el 7,1 %, 9 puntos porcentuales por encima de la registrada tres meses antes. Por otra parte, los precios de los productos agrícolas —julio es el último dato publicado del índice de precios percibidos por los agricultores— han mostrado tasas de varia-

GRÁFICO 20

Indicadores de precios (a) Unión Monetaria

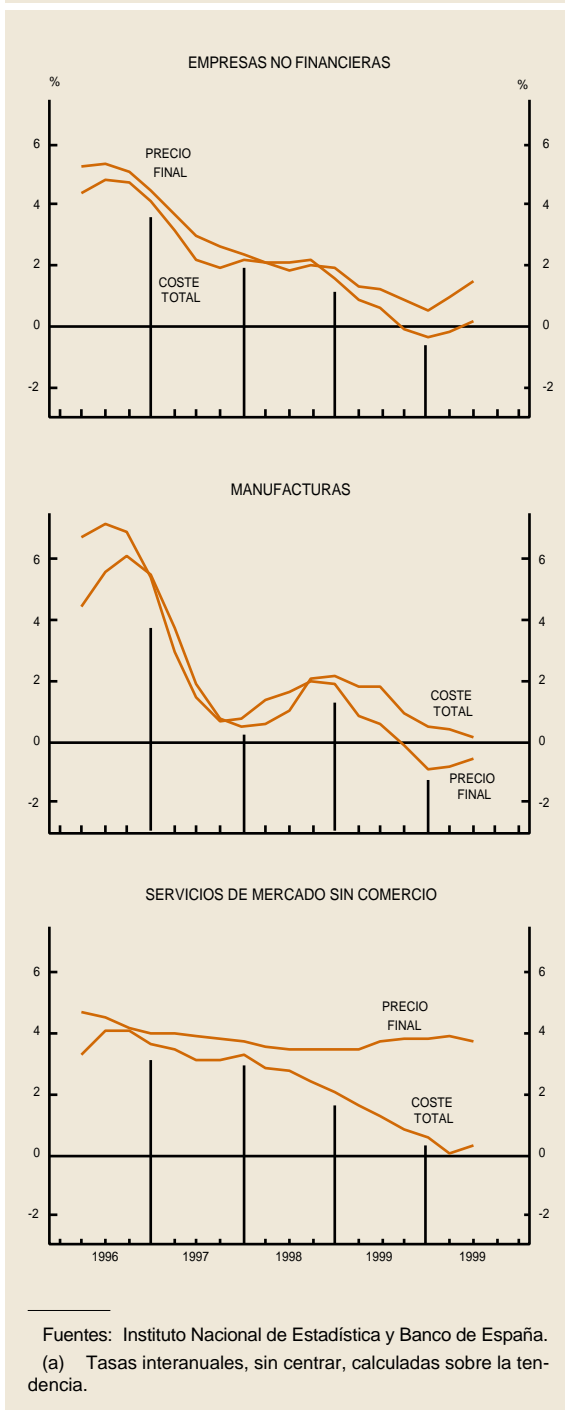


Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

GRÁFICO 21

Indicadores de precios y costes (a)



ción negativas en su componente de bienes destinados al consumo humano; la información parcial más actualizada, correspondiente a los precios fijados en los mercados mayoristas hasta el mes de octubre, indicaría una evolución moderada en ese período. Por último, los precios de las importaciones registraron en el mes de agosto un avance del 3,8 %. Cabe des-

tacar la trayectoria ascendente de los precios de las importaciones energéticas.

La información sobre precios y costes que se acaba de comentar permite inferir cómo se está desarrollando el proceso de formación de precios tanto a nivel agregado como en las principales ramas de actividad. Los indicadores recogidos en el gráfico 21 ilustran este proceso, con datos hasta el segundo trimestre de 1999. En el conjunto de empresas no financieras el comportamiento de los precios finales está siendo muy parecido al de los costes medios totales, si bien se observa una cierta tendencia a la ampliación de márgenes en los últimos trimestres. Cabe señalar que la evolución agregada de los costes totales es el resultado de combinar perfiles muy diferentes de los costes laborales del trabajo que, a pesar de su reciente moderación (véase gráfico 18), siguen creciendo por encima de los precios finales (excluidos los impuestos), y de los costes de los consumos intermedios, que todavía conservaban tasas de variación negativas en la primera mitad del año.

En términos más desagregados, cabe señalar los comportamientos marcadamente diferentes que se siguen observando en las manufacturas y en los servicios. En las primeras, los precios finales tendieron a recuperarse en la primera parte del año, aunque mostraban todavía tasas de variación negativas. Los costes totales crecieron por encima de los precios, como consecuencia de la aceleración de los costes unitarios del trabajo, prolongando la contracción del margen unitario de explotación, que ya se había producido en 1998. La aceleración de los costes laborales unitarios (CLU) en las manufacturas refleja, a su vez, una fuerte tendencia decreciente de la productividad del trabajo.

En los servicios, la importante desaceleración de los costes medios totales, consecuencia tanto de los recortes en los costes intermedios como de un comportamiento mucho menos expansivo que en las manufacturas de los CLU, no se ha trasladado a los precios finales. Estos han seguido creciendo a un ritmo marcadamente estable, algo superior al 3 %, de forma que el margen unitario de explotación ha tendido a ampliarse de manera significativa en estas actividades.

4.4. La actuación del Estado

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000 incorpora un avance de la liquidación de los ingresos y gastos para el año corriente que permite analizar con mayor

RECUADRO 1

Los precios de los medicamentos y las medidas más recientes para su moderación

El precio de venta al público de los medicamentos se compone de cuatro elementos: el precio de venta del laboratorio, el margen del distribuidor, el margen de la farmacia y los impuestos indirectos. Todos ellos están sometidos a distintas regulaciones. Por lo que se refiere a los márgenes, la legislación fija los márgenes máximos que pueden aplicar tanto los distribuidores como las farmacias. En la actualidad, el margen máximo del distribuidor sobre el precio de venta del almacén (1), sin impuestos, es del 9,6% para los envases normales y del 5 % para los clínicos, y los márgenes máximos de las farmacias sobre el precio de venta al público, sin impuestos, para estos mismos envases, son del 27,9 % y del 10 %, respectivamente. En el cuadro adjunto se facilita la proporción que representan los márgenes que soportan los medicamentos en los países de la UE. Como se puede comprobar, el margen del distribuidor español se encuentra alineado con los de la UE, no así el que aplican las farmacias, que es ligeramente superior, aunque hay que constatar lo elevados que son los márgenes para el conjunto de la UE.

Los precios de los laboratorios, por su parte, se determinan atendiendo a dos sistemas diferenciados (véase esquema adjunto). Por un lado, los precios de los medicamentos no publicitarios incluidos en la financiación pública están regulados con carácter de máximos. Dentro de esta categoría, cuando se trata de un nuevo producto, existe un método para fijar el precio de venta de los laboratorios en función de los costes, que limita los incentivos para tratar de reducirlos. Cuando, por el contrario, el medicamento ya se comercializa, solo se regulan las revisiones de los precios de venta del laboratorio, que desde julio de 1996 se calculan a partir del crecimiento del IPC minorado en un porcentaje, según los costes y ganancias de productividad. Por otro lado, los precios de laboratorio de los medicamentos publicitarios están liberalizados, y lo mismo ocurre con los productos farmacéuticos no publicitarios excluidos de la financiación pública. No obstante, para estos últimos, si su comercialización se ha autorizado con anterioridad al 1 de enero de 1998, existe un régimen transitorio de tres años, que finaliza el 1 de enero del 2001, en el que se regulan sus revisiones con carácter de aumentos máximos. Adicionalmente, el Gobierno puede eximir de la regulación de precios a aquellos productos que considere tengan suficiente competencia en el mercado.

Como se puede apreciar en el gráfico adjunto, donde se representan el IPC y su subclase de medicinas, los precios de venta al público de las medicinas han estado creciendo a ritmos marcadamente superiores a los registrados por el IPC, en el último año. Al mismo tiempo, el gasto público farmacéutico ha experimentado tasas de variación muy elevadas (del 10,57 % hasta septiembre de 1999). En este contexto, el Gobierno ha introducido una serie de medidas con el fin de reducir el precio de los medicamentos. Cabe mencionar, en este sentido, la introducción de los medicamentos genéricos, que son especialidades farmacéuticas con el nombre del principio activo, cuya patente comercial ha expirado, por lo que sus precios son entre un 20 % y un 25 % más baratos que los medicamentos de marca bioequivalentes. Inicialmente, en 1997 solo se introdujeron seis medicamentos genéricos, en 1998 la lista se amplió hasta 47 y está previsto que a lo largo del presente año se autoricen unos 400 más. Aunque inicialmente el efecto de su introducción fue muy reducido, en los últimos meses su consumo ha crecido de manera apreciable. Aun así, su presencia está aún muy lejos de la cuota de mercado que los genéricos tienen en la media de la UE (en torno al 20 %).

De igual modo, los márgenes se han rebajado en varias ocasiones en los últimos años. La rebaja más reciente se llevó a cabo en mayo de 1999, cuando el margen del distribuidor de los envases normales se redujo desde el 11 %, que se venía aplicando desde 1997, al 9,6 % actual. Dicho recorte ha significado una caída del 2 % en junio de la subclase del IPC de medicinas. Posteriormente, su tasa interanual, que había estado situada desde principios de año en torno al 4 %, ha alcanzado valores negativos, al descontarse el fuerte crecimiento del índice de hace un año. Además, en los próximos meses se espera que esta subclase vuelva a moderarse, cuando se incorpore el recorte que se aprobó para los precios máximos de los fármacos vendidos con receta que costasen más de 558 pesetas. Para algunos productos los recortes, que entraron en vigor el 15 de septiembre de 1999, llegaron a ser de hasta un 10 %.

Es previsible también una contención de la subclase de medicamentos del IPC, cuando se haga efectivo el Real Decreto-Ley 12/1999, de 31 de julio, por el cual se establece que los precios de las medicinas que no resulten intercambiables por genéricos, pero que se hayan utilizado para el cálculo de los precios de referencia(2) de conjuntos homogéneos (3), y que superen dichos precios de referencia, se reducirán hasta igualarlos con ellos.

(1) El precio de venta del almacén resulta de agregar el precio de venta del laboratorio y el margen del distribuidor.

(2) El precio de referencia será el máximo que pagará la sanidad pública por un principio activo determinado.

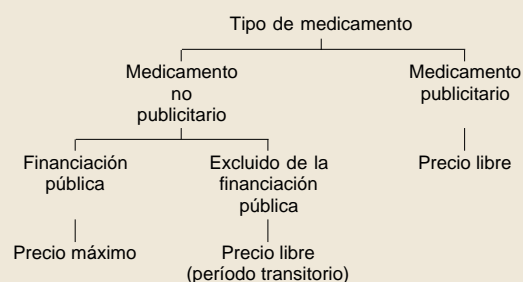
(3) Especialidades iguales no solo en principio activo, sino también en dosis y forma.

Composición del precio de los fármacos en la UE

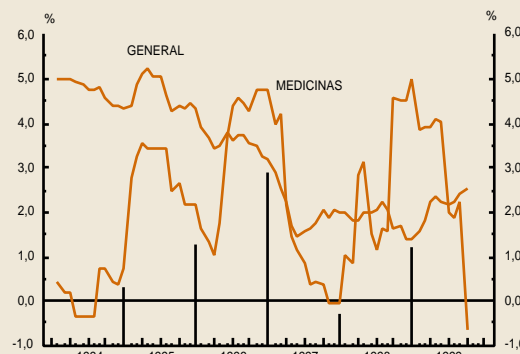
País	% sobre el precio de venta al público (IVA excluido)		
	Laboratorio	Distribuidor	Farmacia
Alemania	62	10	28
Austria	63	7	30
Bélgica	65	8	27
Dinamarca	70	5	25
España	65	7	28
Finlandia	64	5	31
Francia	68	7	25
Grecia	69	6	25
Holanda	63	12	25
Irlanda	65	10	25
Italia	66	7	27
Luxemburgo	62	8	30
Portugal	72	8	20
Reino Unido	64	10	26
Suecia	75	3	22
Media UE	66,5	7,5	26
Moda UE	68	7	25

Fuentes: GERP European Pharmaceutical Data 1997 (excepto Irlanda y España), elaboración propia para España.

El precio de los medicamento



IPC general e IPC de medicinas Tasas interanuales



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación	Avance liquidación		Liquidación ENE-JUN		Liquidación	
	1998	1999	Variación porcentual	Variación porcentual 1999/1998	1998 ENE-SEP	1999 ENE-SEP	Variación porcentual
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	17.534	18.450	5,2	9,4	12.753	13.255	3,9
Impuestos directos	7.457	7.696	3,2	13,6	5.359	5.593	4,4
IRPF	4.992	5.103	2,2	7,9	3.889	3.740	-3,8
Sociedades (a)	2.324	2.430	4,5	47,7	1.362	1.729	27,0
Otros	140	164	16,6	17,9	108	123	14,0
Impuestos indirectos	7.015	7.916	12,8	13,0	5.241	5.868	12,0
IVA	4.373	5.090	16,4	16,1	3.281	3.757	14,5
Especiales	2.391	2.557	7,0	7,3	1.776	1.912	7,6
Tráfico exterior	132	142	7,3	10,4	95	106	11,9
Otros	120	127	5,9	8,8	89	93	4,1
Otros ingresos netos	3.063	2.837	-7,4	-8,6	2.153	1.793	-16,7
2. Pagos no financieros	18.649	19.445	4,3	9,5	13.598	14.435	6,2
Personal	3.053	3.108	1,8	0,4	2.187	2.170	-0,8
Compras	388	468	20,4	16,5	275	305	10,7
Intereses	3.334	3.277	-1,7	22,5	2.442	2.678	9,7
Transferencias corrientes	9.906	10.330	4,3	8,2	7.308	7.883	7,9
Inversiones reales	898	1.184	31,9	22,2	638	710	11,4
Transferencias de capital	1.071	1.079	0,7	-10,9	749	688	-8,1
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (b)	-1.114	-995	-10,7	10,8	-845	-1.180	39,7
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:							
Ingresos no financieros	17.313	—	—	11,0	12.306	13.073	6,2
Pagos no financieros	18.529	—	—	10,4	13.079	14.232	8,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-1.216	-1.194	-1,8	6,4	-773	-1.158	49,9

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

(a) La ejecución enero-septiembre de 1999 incluye la totalidad de los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Este es el «Déficit de caja (no financiero)» de la Intervención General de la Administración del Estado.

(c) Las cifras anuales (columnas 1 y 2) proceden de la contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre déficit excesivo (metodología SEC/1979).

precisión los datos disponibles sobre la ejecución presupuestaria del Estado. Esta información que se presenta en el cuadro 3 (columnas 2 y 3) sustituye a las cifras del presupuesto inicial para 1999, que se utilizaron en informes anteriores. Según este avance, el Estado ingresará un 5,7 % más —1.005 mm de pesetas— y gastará un 3,1 % más —578 mm de pesetas— que lo presupuestado inicialmente. Ello permitirá una reducción del déficit de caja del Estado en 1999 del 10,7 %, en contraste con el aumento previsto en el presupuesto inicial. Este mejor resultado de las cuentas del Estado, en términos de caja, está motivado, fundamentalmente, por el dinamismo en los ingresos de la imposición indirecta y, en menor medida, por la mayor recaudación del Impuesto sobre Sociedades, que permitirán compensar las desviaciones en los gastos, causadas, principalmente, por el pago de obligaciones contraídas en años anteriores.

Hasta septiembre, el déficit de caja no financiero del Estado en términos acumulados aumentó cerca de un 40 %, respecto al mismo período del año anterior, hasta situarse en 1.180 mm de pesetas. Cabe destacar, como se ha señalado en informes anteriores, que, en general, la comparación interanual de la ejecución presupuestaria a lo largo del año tiende a estar distorsionada por los distintos calendarios de ingresos, devoluciones y pagos. En particular, la fuerte concentración de pagos por intereses durante los primeros meses de 1999 sigue distorsionando, aunque cada vez en menor medida, la tasa de variación de los gastos, mientras que, sobre los ingresos, incide notablemente el adelanto de las devoluciones en 1999, correspondientes a la pasada campaña del IRPF. A ello habría que añadir otros factores, con desigual incidencia sobre las distintas partidas de ingresos y gastos, que se analizarán posteriormente. Si se elimina el impacto de es-

tos desarrollos mediante la homogeneización de los ingresos del IRPF y de los gastos financieros en cada uno de los años afectados, la evolución del déficit de caja del Estado hasta septiembre estaría en línea con los resultados previstos en el avance de la liquidación arriba comentado.

También los datos disponibles en términos de Contabilidad Nacional proporcionan una información algo equívoca de la evolución de las cuentas públicas, y muestran un aumento del déficit del Estado hasta el tercer trimestre próximo al 50 %, hasta alcanzar 1.158 mm de pesetas (en torno al 1,3 % del PIB), frente a un objetivo de reducción del mismo para el conjunto del año del 1,8 %. También en este caso, el fuerte crecimiento de los gastos se encuentra aún condicionado por el diferente calendario de vencimiento de la deuda pública en 1998 y 1999, lo que ha supuesto un crecimiento de los pagos de intereses del 28 % hasta septiembre; al mismo tiempo, la evolución de los ingresos se ve afectada por el adelanto de las devoluciones en 1999. Si se corrigen estos efectos transitorios, los resultados de las cuentas no financieras del Estado, en el marco de la Contabilidad Nacional, serían compatibles con los objetivos anuales para el déficit de las Administraciones Públicas contenidos en el Programa de Estabilidad y de Crecimiento (del 1,6 % del PIB para 1999) y con las previsiones que proporcionan los Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, que lo sitúan en el 1,4 % (5). Cabe destacar, por el lado de los ingresos, la fortaleza de los impuestos indirectos y, dentro de estos, del IVA, con tasas superiores a aquellas que, según las relaciones históricas estimadas, vendrían explicadas por el comportamiento del consumo y de las importaciones, mientras que, por el lado de los gastos, continuó observándose una fuerte contención del consumo público. A continuación se comenta la evolución de ingresos y gastos en el tercer trimestre, utilizando la información de caja, por ser esta la que se encuentra más detallada al redactar este informe.

En el transcurso del tercer trimestre, tanto los ingresos no financieros como los gastos no

financieros experimentaron una cierta desaceleración. No obstante, los ingresos impositivos continuaron mostrando un gran dinamismo, con una tasa de crecimiento hasta septiembre del 8 %, en línea con las cifras que proporciona el avance de liquidación. Como en trimestres anteriores, esta tasa agregada esconde comportamientos muy diferentes entre los ingresos provenientes de la imposición directa, que crecieron débilmente, y los de la imposición indirecta, que mostraron una sustancial fortaleza. También los dos principales componentes de los impuestos directos (IRPF y Sociedades) exhibieron resultados notablemente distintos.

La disminución en la recaudación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en el tercer trimestre (que disminuyó en un 3,8 % hasta septiembre, frente a un aumento del 7,9 % hasta junio) se debió principalmente al adelanto de las devoluciones correspondientes a la campaña del ejercicio 1998, con un efecto especialmente acusado durante este período, y, en menor medida, a la caída de las retenciones de capital. Por el contrario, la recaudación del Impuesto sobre Sociedades, a pesar de su desaceleración, mostró todavía una elevada tasa de variación, debido, fundamentalmente, a las menores devoluciones que tuvieron lugar en los primeros meses de 1999 y, en menor medida, a las retenciones sobre ganancias de fondos de inversión (aplicadas solo desde febrero de 1999). Adicionalmente, en julio y agosto, se incorporaron los ingresos por cuota diferencial del ejercicio 1998, con un aumento del 14,6 %. En este sentido, la homogeneización de las cifras de recaudación por este impuesto, hasta el tercer trimestre, con las correspondientes al mismo período de 1998, sugeriría un incremento de la recaudación en 1999 por este concepto superior a la del avance de liquidación.

Como se ha señalado, los impuestos indirectos continuaron mostrando un notable dinamismo, con una tasa de variación hasta septiembre del 12 %, aunque también tendieron a desacelerarse ligeramente. La fortaleza de la imposición indirecta afectó a todas sus rúbricas, destacando especialmente el IVA, los impuestos que gravan la energía (debido al incremento de los precios del petróleo) y el impuesto sobre determinados medios de transporte, reflejo del fuerte crecimiento en la matriculación de vehículos. El resto de ingresos acentuó su caída durante el tercer trimestre, con una tasa de variación acumulada del -16,7 %, destacando las reducciones de los dividendos por privatizaciones y de las tasas y otros ingresos, así como las menores transferencias de capital, debido al diferente calendario de recepción de los fondos europeos.

(5) Es necesario hacer esta distinción, dado que la utilización de las series de Contabilidad Nacional está sujeta transitoriamente a problemas metodológicos por la adopción del nuevo marco contable establecido en el SEC 95. De hecho, las cifras de déficit que proporciona el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para los años 1999 (1,4 %) y 2000 (0,8 %) se han estimado según los criterios contables del SEC 95. Por el contrario, los objetivos establecidos para 1999 (1,6 %) se fijaron en términos de la metodología del SEC 79, y los datos disponibles con periodicidad mensual de ingresos y gastos del Estado en términos de Contabilidad Nacional continúan elaborándose dentro del marco contable del SEC 79.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE-JUL 1998	ENE-JUL 1999
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	99.257	103.592
Mercancías	59.546	59.934
Servicios	24.944	28.207
<i>Turismo</i>	14.997	17.028
<i>Otros servicios</i>	9.947	11.179
Rentas	7.155	7.379
Transferencias corrientes	7.612	8.072
Cuenta de capital	3.781	3.863
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	97.723	106.976
Mercancías	66.876	73.468
Servicios	14.333	16.234
<i>Turismo</i>	2.462	2.799
<i>Otros servicios</i>	11.870	13.435
Rentas	11.770	11.962
Transferencias corrientes	4.744	5.312
Cuenta de capital	489	577
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	1.534	-3.384
Mercancías	-7.330	-13.533
Servicios	10.611	11.973
<i>Turismo</i>	12.535	14.228
<i>Otros servicios</i>	-1.923	-2.255
Rentas	-4.615	-4.584
Transferencias corrientes	2.867	2.760
Cuenta de capital	3.291	3.285

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

Con respecto a los gastos no financieros, la desaceleración en su ritmo de crecimiento durante el tercer trimestre se debió, principalmente, a la evolución de los pagos por intereses, que, a pesar de ello, muestran todavía un importe superior al de 1999, por los diferentes calendarios de la deuda en ambos años. En lo que resta de año, se espera que los pagos por intereses continúen atenuándose sustancialmente, aun teniendo en cuenta los costes por amortización anticipada de deuda para su canje, con lo que es previsible que la tasa de variación de este tipo de gastos se sitúe en línea con la cifra proporcionada en el avance de liquidación para el conjunto del año (y que prevé un descenso de los pagos por intereses del 1,7 %).

Los gastos de personal reflejaron un cierto descenso, en parte como resultado de la dismi-

nución en las retribuciones al personal activo por los traspasos en materia de enseñanza no universitaria a determinadas Comunidades Autónomas (CCAA). Esta disminución se vio compensada por el aumento de las transferencias corrientes del Estado a estas mismas CCAA para financiar estos servicios. Las inversiones reales registraron tasas muy inferiores a las proporcionadas en el avance de liquidación para el conjunto del año (del 11,4 % y del 31,9 %, respectivamente), y lo mismo ocurre con las compras (con una tasa de variación hasta septiembre del 10,7 % y un aumento estimado en el avance del 20,4 %), lo que podría apuntar hacia una concentración de pagos por estos conceptos a finales de año. Con todo, el desbordamiento que muestran estas partidas de gasto en relación con las cifras presupuestarias obedece a la realización de obligaciones de pago contraídas en ejercicios anteriores. Por último, el recorte observado en las transferencias de capital refleja, principalmente, el retraso en la aprobación del Contratoprograma que regula las transferencias a RENFE.

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

Según los datos de la Balanza de Pagos, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 99 millones de euros en los siete primeros meses de 1999, que contrasta con el superávit de 4.825 millones de euros observado en el mismo período del ejercicio anterior. Este resultado refleja, en buena medida, la intensa ampliación que ha experimentado el déficit comercial durante este período, derivado del bajo tono de las exportaciones y de la fortaleza de las importaciones, y no ha podido compensarse por la notable mejora del superávit turístico. En cuanto a los restantes renglones de la cuenta corriente, el déficit de rentas se contrajo ligeramente gracias al elevado dinamismo de los ingresos correspondientes al sector privado, que se han beneficiado de la expansión de los activos de este sector. El superávit por transferencias corrientes, sin embargo, registró un deterioro, debido al aumento de los pagos destinados a la UE, especialmente en concepto de Recurso PNB, mientras que los ingresos procedentes de este organismo se estabilizaron en los mismos niveles del ejercicio anterior. Por otra parte, el superávit de la cuenta de capital registró un nivel similar al observado en el mismo período del año precedente, ya que el ligero aumento de las transferencias procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Orientación se ha compensado con los leves deterioros de los ingresos correspondientes al Fondo de Cohesión

RECUADRO 2

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 489 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta julio, superior en 281 mm de pesetas al registrado durante el mismo período del año precedente. Este resultado mejora notablemente la previsión presupuestaria para el conjunto del año, que recogía un incremento del déficit de 57 mm de pesetas respecto a la liquidación de 1998, y supone también una mejora adicional respecto a los datos registrados hasta abril de 1999, comentados en el anterior Informe trimestral de la economía española.

Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 8,5 % hasta julio, muy superior a la previsión presupuestaria, y al incremento de los pagos no financieros, ambos del 4,9 %, y a que estos se desaceleraron durante los últimos meses en mayor medida que aquellos. Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 8,2 % (6,3 % en el conjunto de 1998), rebasando en casi cinco puntos lo previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, al elevado dinamismo de las afiliaciones. Con datos disponibles hasta septiembre, el número de afiliados creció un 5,6 %, frente al 5,1 % en 1998. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, pese a haberse desacelerado últimamente, también registró un incremento superior al presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante los primeros siete meses de 1999 se situó algo por debajo de la previsión presupuestaria para el conjunto del año, ya que los mayores incrementos respecto a lo presupuestado en los gastos de consumo —sobre todo en compras, cuya tasa de crecimiento, pese a haberse reducido en dos puntos desde abril, todavía supera ampliamente a la establecida en el Presupuesto— se vieron compensados por el menor crecimiento de los pagos de prestaciones, fundamentalmente de pensiones contributivas y de gasto en farmacia —que en el cuadro adjunto se incluyen en la rúbrica resto—. Además, las prestaciones por incapacidad temporal se desaceleraron notablemente respecto al mes de abril, aunque su tasa de variación todavía resulta superior a la prevista en el Presupuesto.

En lo relativo al INEM, se dispone de información sobre las cotizaciones sociales percibidas hasta junio, que crecieron un 12,1 % respecto al mismo período del año precedente, y de las prestaciones por desempleo hasta septiembre, observándose una caída del 4,2 %. Ambas circunstancias se explican por la buena evolución del empleo. Por último, las bonificaciones para fomento del empleo se incrementaron en torno a un 60 % hasta mayo.

Sistema de Seguridad Social (a) (Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b) (Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)

mm de pesetas y %

	Liquidación			Presupuesto		Liquidación ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL		
	1998	1999	%		%			1998	1999	%
	1	2	3=2/1		4			5	6	7=6/5
Ingresos no financieros	12.891	13.519	4,9		9,1			7.676	8.326	8,5
Cotizaciones sociales (c)	8.715	9.032	3,6		8,1			4.955	5.361	8,2
Transferencias corrientes	4.023	4.326	7,5		10,6			2.637	2.872	8,9
Otros (d)	153	160	4,3		20,9			84	92	9,4
Pagos no financieros	12.909	13.593	5,3		5,8			7.468	7.837	4,9
Personal	2.049	2.144	4,7		5,8			1.237	1.309	5,8
Gastos en bienes y Servicios	1.249	1.285	2,9		8,3			719	765	6,3
Transferencias corrientes	9.438	9.959	5,5		5,4			5.445	5.689	4,5
Prestaciones	9.377	9.896	5,5		5,4			5.405	5.647	4,5
Pensiones contributivas	7.453	7.892	5,9		4,8			4.245	4.437	4,5
Incapacidad temporal	526	505	-4,1		14,7			273	278	2,1
Resto (e)	1.397	1.499	7,3		5,3			887	932	5,1
Resto transferencias corrientes	61	64	4,3		5,9			40	42	6,0
Otros (f)	174	205	18,2		9,2			66	74	10,9
Saldo no financiero	-18	-75	—		37,5			208	489	134,8

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Ministerio 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 se carece de los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 1999.

(b) Las transferencias a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1995 (último año disponible).

(c) Incluye recargos y multas.

(d) Excluye recargos y multas, y la colaboración de la industria farmacéutica.

(e) Minorado por la colaboración de la industria farmacéutica.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

y al Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER).

Como se ha señalado en informes anteriores, la falta de disponibilidad de cuentas sectoriales en el marco del SEC 95 impide valorar adecuadamente el desglose de sectorial de los flujos de ahorro e inversión de los sectores resi-

dentos. No obstante, la necesidad de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando un empeoramiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas, derivado del dinamismo de las inversiones residenciales y de la fortaleza de la inversión productiva privada, tal como se analiza en otros epígrafes de este Informe.

5. Los mercados y los flujos financieros de la economía española

Al igual que en el resto de países de la zona del euro, el entorno financiero nacional se ha caracterizado por un progresivo incremento de los tipos de interés a todos los plazos, que está vinculado, principalmente, a la consolidación de las perspectivas de recuperación económica en el conjunto de la UEM. Pese a ello, las condiciones financieras españolas continúan siendo bastante holgadas, especialmente si se tiene en cuenta que nuestro país muestra mayores ritmos de crecimiento económico y tasas de inflación que los del conjunto de la zona del euro.

En España, el bajo nivel de los tipos de interés ha seguido incentivando el gasto y el endeudamiento del sector privado, en detrimento del ahorro. No obstante, los tipos de interés del crédito bancario han comenzado a repuntar ligeramente a partir del segundo trimestre de 1999, en línea con el incremento de los tipos de interés de los mercados financieros. Asimismo, el aumento de la rentabilidad de algunos activos, principalmente de medio y largo plazo, los ha hecho algo más atractivos para el inversor, lo que ha podido incidir en una mayor demanda de esos instrumentos. Sin embargo, la tasa de expansión del endeudamiento sigue siendo muy superior a la de la adquisición de activos financieros. En el caso de los activos financieros líquidos en poder de familias y empresas, su crecimiento interanual durante el tercer trimestre podría situarse en torno al 5 %, mientras que el ritmo de expansión de la financiación ajena mediante crédito bancario y emisión de valores de renta fija podría estar próximo al 20 %. Por su parte, las bolsas nacionales han continuado mostrando un comportamiento bajista, más pronunciado que el de la mayoría de los mercados de renta variable europeos, con lo que la revalorización de la riqueza financiera en manos del sector privado se ha moderado apreciablemente.

5.1. Los tipos de interés y los mercados financieros

Según se ha mencionado con anterioridad, las mejores perspectivas económicas en la zona del euro han fortalecido en los últimos meses las expectativas de incrementos de los tipos de interés. En este contexto, en los mercados nacionales ha tenido lugar un proceso generalizado de aumentos de los tipos de interés, que se ha reflejado en un desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimientos por plazos a lo largo del tercer trimestre, que acentúa su pendiente positiva.

En concreto, como se observa en el cuadro 5, entre junio y septiembre el rendimiento

CUADRO 5

Tipos de interés y mercados financieros nacionales (a)

	1998			1999			Pro memoria: OCT 1999
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	2,79	2,67	2,06	1,90	1,66	1,67	...
Tipo sintético activo	5,93	5,80	5,15	5,02	4,54	4,71	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,05	3,67	2,95	2,94	2,75	3,17	3,35
Subasta de bonos a tres años	4,35	3,96	3,54	3,51	3,29	4,28	4,59
Subasta de obligaciones a diez años	5,05	4,75	4,32	4,40	4,59	5,27	5,50
MERCADOS SECUNDARIOS:							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,06	3,64	2,88	2,91	2,68	2,99	3,22
Deuda pública a diez años	5,02	4,47	4,08	4,25	4,60	5,31	5,53
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,22	0,43	0,20	0,22	0,25	0,26	0,25
Pagarés de empresa	4,30	3,82	3,21	3,09	2,89	3,19	...
Obligaciones privadas	4,96	4,35	4,29	3,93	4,18	5,11	...
Índice General de la Bolsa de Madrid (c)	39,66	8,72	37,19	-0,12	4,22	-1,21	-2,80

Fuente: Banco de España.

(a) Datos medios diarios del último mes del trimestre.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Variación porcentual acumulada del Índice desde comienzos de año.

Última información disponible: 19 de octubre de 1999.

en el mercado secundario de las obligaciones a diez años ha aumentado alrededor de 70 puntos básicos. Esta escalada se ha intensificado durante los días transcurridos del mes de octubre, en que los rendimientos de las obligaciones a diez años han subido otros 20 puntos básicos, hasta situarse en torno al 5,5 %. De esta forma, se han recuperado niveles de rentabilidad que no se observaban desde el verano de 1997. Hasta el momento, el tramo de corto plazo no ha acusado de forma tan drástica este abrupto aumento de las rentabilidades, si bien las letras del Tesoro negociadas entre seis y doce meses también han visto incrementada su rentabilidad en más de 50 puntos básicos entre junio y los días transcurridos del mes de octubre.

Por su parte, los mercados primarios de deuda han permanecido alineados con las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios, de tal forma que el Tesoro ya empezó desde el mes de junio a revisar al alza los tipos ofertados en las distintas subastas. Así, en el caso de las emisiones de letras a un año, el tipo marginal a lo largo de los últimos cuatro meses se ha visto incrementado en 75 puntos básicos, hasta el 3,5 %, en la subasta celebrada el día 15 de octubre, mientras que, en el caso de las obligaciones a diez años, el tipo marginal de la subasta correspondiente al mes de octubre se situó en el 5,5 %, 1,5 puntos por encima de los niveles de finales de 1998.

El mercado de renta fija privada ha continuado durante este trimestre dando muestras de una pujanza creciente, con un volumen negociado que supera los 60 mm de euros durante los primeros nueve meses del año, lo que representa el triple de la negociación del mismo período del año anterior. Aunque el mayor volumen de contrataciones se centra en los bonos de titulización —que representan casi el 50 % del volumen negociado en la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)—, los pagarés de empresa y las obligaciones y bonos también han mostrado un aumento muy importante en su negociación. Este último puede ser debido a la equiparación que ha tenido lugar en el tratamiento fiscal de los valores privados respecto de la deuda pública —en el caso de los valores en manos de personas jurídicas—, a la desaceleración del volumen de emisiones del Estado y, finalmente, al mayor atractivo de la renta fija privada, como consecuencia de la posibilidad de aportarla como garantía en las operaciones de política monetaria.

Por lo que respecta a los mercados de renta variable, el hecho más destacable en el tercer trimestre ha sido, de nuevo, la elevada volatilidad que han experimentado las cotizaciones en las bolsas nacionales. En concreto, la Bolsa de Madrid, tras la efímera recuperación habida en el segundo trimestre del año (en el que se alcanzó una revalorización acumulada del 4 %), registró

un retroceso durante el tercer trimestre que le ha llevado a perder toda la rentabilidad conseguida a lo largo del primer semestre. De esta forma, la rentabilidad acumulada anual se cifraba, a finales del mes de septiembre, en el $-1,2\%$, que contrasta con las ganancias de otras bolsas europeas, como queda reflejado, por ejemplo, en el hecho de que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, que engloba los principales valores europeos haya aumentado un 6% en el mismo período. El peor comportamiento de la Bolsa española puede ser debido a diversos factores, tales como la mayor sensibilidad de las grandes empresas españolas a los cambios en los tipos de interés a largo plazo y la incertidumbre en torno a la evolución de las economías iberoamericanas, en las que las empresas españolas mantienen participaciones muy significativas. A todo ello se añaden los efectos de contagio de las bolsas internacionales, y especialmente de la de Estados Unidos, muy sensible a las decisiones de la Reserva Federal y a la incertidumbre sobre el posible grado de sobrevaloración de las acciones en la bolsa de Nueva York.

En cuanto a los tipos de interés bancarios, como se ha comentado al inicio del epígrafe, a finales del segundo trimestre culminó el proceso de traslado de la última reducción del tipo de interés oficial del mes de abril, haciendo que los tipos activos y pasivos se situaran en mínimos históricos. Por el contrario, durante los últimos tres meses el progresivo repunte de la rentabilidad en los mercados financieros ha comenzado a trasladarse a los tipos bancarios, aunque de forma más moderada que en otros países europeos. Así, por ejemplo, el tipo sintético de las operaciones activas al cierre del tercer trimestre era inferior en 20 puntos básicos al nivel mínimo registrado en julio, mientras que, para el conjunto de la UEM, los tipos de interés del crédito a empresas y a familias para la compra de vivienda aumentaron en torno a medio punto durante los meses de verano. Esta menor traslación a los tipos bancarios españoles del cambio de tendencia de los tipos de interés de los mercados financieros se debe, probablemente, al hecho de que en España las operaciones bancarias estén más vinculadas a la trayectoria de los tipos a corto plazo que a los de largo plazo. En cualquier caso, es previsible que en los próximos meses las entidades bancarias continúen trasladando a sus operaciones activas y pasivas el nuevo escenario de tipos de interés.

5.2. Los flujos financieros del conjunto de la economía

La información correspondiente a las cuentas financieras del segundo trimestre pone de

manifiesto la consolidación de las tendencias que se apuntaban en el primer trimestre, así como las proyecciones que sobre esta base se realizaron para el período más reciente. Así, según se desprende de la observación del cuadro 6, se confirma la disminución del ahorro financiero neto de la nación, que se situó en el $0,7\%$ del PIB al final del segundo trimestre, calculado en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por el menor ahorro de las familias, mientras que las empresas no financieras continúan mostrando una reducción de sus necesidades de endeudamiento, lo mismo que el sector de las Administraciones Públicas.

En términos de la posición financiera neta del sector privado, medida como la diferencia entre el total de sus activos y pasivos financieros, los datos del segundo trimestre muestran un ligero retroceso en relación con los correspondientes al primer trimestre (véase cuadro 6). Este se debe, por un lado, al mayor crecimiento de los pasivos financieros del sector privado, en relación con sus activos financieros, y, por otro, al estancamiento en la revalorización de la riqueza financiera de este sector, que contrasta con la favorable evolución del precio de los activos financieros —especialmente, los bursátiles— en los últimos años.

La información disponible sobre la Balanza de Pagos correspondiente al período enero-julio de 1999 pone de manifiesto un cambio de signo en la cuenta financiera frente al resto del mundo, en consonancia con el aumento del déficit por cuenta corriente y de capital. Como se desprende del cuadro 7, mientras que en los años más recientes las inversiones españolas en el exterior eran superiores a las inversiones en España de los no residentes, este fenómeno se ha invertido en el período transcurrido de 1999. De esta forma, en el período enero-julio se han producido una entradas netas de capital por valor de 3.258 millones de euros, frente a las salidas netas de capital de 2.733 millones de euros registradas en el mismo período del año anterior. En cualquier caso, más que en el resultado neto de las entradas y salidas de capital, conviene poner el énfasis en el significativo incremento de los activos y pasivos financieros frente al exterior que se ha registrado en estos últimos años y que también se viene manteniendo durante el año 1999.

El hecho más destacable en la evolución reciente de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos es la expansión que han experimentado las inversiones directas en el exterior. Solamente en la primera mitad del año, las inversiones directas han triplicado la cantidad invertida

CUADRO 6

Ahorro y posición financiera

	AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB (Datos acumulados de cuatro trimestres)								
	Media 1988- 1992	Media 1993- 1997	1997	1998				1999	
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Ahorro financiero de la nación	-2,6	0,5	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7
Empresas no financieras y familias	-0,2	4,9	3,2	2,6	1,7	1,5	1,8	1,6	1,2
<i>Empresas no financieras</i>	-3,9	-0,7	-0,7	-0,2	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,5
<i>Familias</i>	3,7	5,6	3,9	2,8	2,8	2,5	2,9	2,5	1,7
Instituciones de crédito (a)	1,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Inversores institucionales (b)	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Públicas	-3,8	-5,4	-2,5	-2,2	-1,8	-1,2	-1,7	-1,4	-1,2
	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (Datos del cuarto trimestre)								
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (d)	
Posición financiera de la nación	-16,6	-19,0	-19,2	-18,0	-17,7	-18,1	-19,2	-19,9	
Empresas no financieras y familias	39,5	47,7	52,7	59,2	68,4	77,1	86,4	85,7	
<i>Empresas no financieras (c)</i>	-17,1	-16,3	-13,5	-10,9	-6,8	-4,8	-0,3	0,1	
<i>Familias</i>	56,6	64,0	66,2	70,1	75,3	81,9	86,7	85,6	
Instituciones de crédito (a) (c)	12,4	14,0	12,9	12,1	12,8	14,2	14,2	14,7	
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Administraciones Públicas	-34,9	-41,9	-46,1	-50,3	-52,6	-52,0	-49,9	-48,5	

Fuente: Banco de España.

(a) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(b) Empresas de seguro, instituciones de inversión colectiva, y sociedades y agencias de valores.

(c) Excluidas las acciones del pasivo.

(d) Datos del segundo trimestre.

en el mismo período de 1998. En cuanto a las inversiones directas en España, los datos reflejados en el cuadro 7 ponen de relieve un moderado incremento respecto a 1998. Por su parte, las inversiones de cartera de residentes españoles en el exterior se han incrementado de forma notable en este período, concentrándose principalmente en valores de renta fija. Por lo que respecta a las inversiones de cartera de los no residentes en España, las entradas de capital muestran un volumen similar al de 1998, aunque su composición ha cambiado en relación con el último año: mientras que en 1998 el 60 % de esas inversiones se concentró en la adquisición de valores de renta variable, durante 1999 este porcentaje ha caído hasta el 14 %, como consecuencia de la incertidumbre que rodea a los mercados bursátiles nacionales. Por el contrario, la deuda pública adquirida por los no residentes ha experimentado un auge muy importante en la primera mitad del año.

Así pues, atendiendo a los flujos de capital por sectores, son las posiciones deudoras de las Administraciones Públicas y, especialmente, del sistema crediticio —con apelaciones crecientes a la financiación exterior— las que vie-

nen determinando la presencia de un flujo neto de entradas de capital en el transcurso del año. Esto último pone de manifiesto que el ahorro financiero interno se sigue mostrando insuficiente para cubrir la elevada adquisición de activos financieros exteriores por parte del sector privado. En términos agregados, la internacionalización de la actividad de algunas de las grandes empresas españolas, con la adquisición de importantes participaciones en empresas extranjeras, y de la cartera de los fondos de inversión está siendo financiada por la economía española, en un porcentaje importante, mediante la apelación a la financiación interbancaria exterior de las entidades de crédito residentes.

5.3. Flujos financieros de las empresas no financieras y de las familias

Según se ha comentado en el apartado anterior, el ahorro financiero neto del sector privado ha continuado disminuyendo moderada, pero progresivamente, durante el segundo trimestre del año, hasta situarse en el 1,2 % del PIB (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Esta situación obedece a la

CUADRO 7

Detalle de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos

Millones de euros

	1997	1998	ENE-JUL	
			1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-2.775	-1.188	-2.733	3.258
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	34.479	65.681	53.599	58.586
Inversiones directas (a)	5.621	10.152	5.205	6.028
Inversiones de cartera (b)	11.068	15.354	18.829	19.137
Administraciones Públicas	9.952	4.125	7.584	10.636
Otros sectores residentes	1.183	8.469	6.878	5.182
Sistema crediticio	-67	2.760	4.367	3.319
Otras inversiones	17.790	40.176	29.565	33.421
Administraciones Públicas	21	866	-344	-299
Otros sectores residentes	544	4.319	3.472	9.385
Sistema crediticio	17.226	34.991	26.437	24.335
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	37.255	66.870	56.332	55.328
Inversiones directas	10.970	16.507	9.272	26.350
Otros sectores residentes	9.844	14.756	8.100	27.291
Sistema crediticio	1.126	1.751	1.172	-941
Inversiones de cartera	14.377	40.985	17.254	36.077
Otros sectores residentes	10.049	29.873	13.516	22.392
Sistema crediticio	4.328	11.112	3.738	13.685
Otras inversiones	1.555	21.625	30.504	11.762
Administraciones Públicas	331	388	266	54
Otros sectores residentes	12.392	17.668	18.359	-5.148
Sistema crediticio	-11.168	3.569	11.879	16.856
Activos de reserva	10.352	-12.248	-698	-18.861

Fuente: Balanza de Pagos. Banco de España.

(a) Incluye las inversiones de cartera en acciones no cotizadas.

(b) Incluye las inversiones directas en acciones cotizadas.

persistencia de un crecimiento más rápido de los pasivos financieros que de los activos financieros, lo que podría prolongarse durante el tercer trimestre del año, pues no se detecta una inflexión en la evolución de esas variables financieras. De hecho, el seguimiento mensual de un subconjunto de las magnitudes financieras que se analizan en este «Informe trimestral» —esto es, los activos financieros líquidos y la financiación crediticia— parece confirmar la prolongación de esta tendencia durante los últimos tres meses.

En el caso de los activos financieros, hay que señalar que la evolución del componente de los activos financieros líquidos muestra un ritmo de crecimiento mucho más moderado que el que viene experimentando el conjunto de los activos financieros totales. En efecto, como se desprende del cuadro 8 y el gráfico 22, mientras que estos últimos se expandieron durante el segundo trimestre a una tasa interanual en torno al 12 %, los activos líquidos —que se componen del efectivo, los depósitos bancarios, cesiones temporales, valores bancarios y participaciones

en fondos de inversión de renta fija— vienen mostrando un crecimiento relativamente estable, en torno al 5 %. Los medios de pago, que constituyen el componente más líquido de los activos financieros, experimentaron un gran dinamismo, con un crecimiento interanual en el segundo trimestre del 17,5 %, que previsiblemente se mantendrá al cierre del tercer trimestre. Las tenencias de otros activos con un menor grado de liquidez, como los fondos de inversión de renta variable e internacionales, las acciones y los productos de seguro, mantienen, por su parte, tasas de expansión muy intensas.

Por último, según se desprende de la observación del cuadro 8 y del gráfico 22, los pasivos contraídos por las empresas no financieras y las familias registraron tasas de expansión elevadas a lo largo del segundo trimestre, cercanas al 16 %. El mantenimiento de estos altos ritmos de crecimiento se concentra, principalmente, en el crédito bancario y en la financiación procedente de la emisión de valores de renta fija, que han mostrado a lo largo del segundo trimestre una cierta aceleración, con ritmos de crecien-

CUADRO 8

Activos y pasivos financieros de las familias y las empresas no financieras

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1998			1999 (b)		
		II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	1.311,7	15,2	11,8	14,3	10,8	11,7	13,9
Activos financieros líquidos	548,6	5,4	5,1	5,4	4,3	4,6	4,7
Medios de pago	258,3	7,7	10,2	14,6	14,8	17,5	17,3
Otros activos financieros líquidos	290,3	3,8	1,8	-1,1	-2,9	-4,7	-4,4
Resto de activos financieros	763,1	24,8	18,0	22,6	16,2	17,5	21,6
Pasivos financieros totales	879,0	12,7	12,3	13,1	14,2	15,9	16,5
Financiación bancaria más valores de renta fija	572,2	15,4	14,8	16,2	15,6	18,7	19,7
Crédito de entidades de crédito residentes	453,8	16,7	15,9	15,8	14,5	16,4	16,5
Resto de pasivos financieros	306,8	8,1	8,1	7,8	11,9	11,1	11,0
FAMILIAS:							
Activos financieros totales	832,2	13,6	9,0	12,9	8,6	8,8	11,4
Activos financieros líquidos	449,3	4,3	4,5	3,6	2,0	1,7	1,7
Medios de pago	193,9	4,9	6,5	8,9	10,5	14,1	14,2
Otros activos financieros líquidos	255,4	4,0	3,4	0,4	-3,1	-6,1	-6,0
Resto de activos financieros	382,8	29,1	16,2	27,7	17,8	18,4	25,4
Pasivos financieros totales	358,1	12,1	11,9	13,1	15,5	15,0	15,4
Financiación bancaria más valores de renta fija	252,7	17,4	16,5	18,3	18,5	18,3	18,6
Crédito de entidades de crédito residentes	228,4	18,2	17,2	19,1	19,3	19,0	19,3
Resto de pasivos financieros	105,5	2,2	3,1	2,7	9,1	8,0	8,4
EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	479,5	18,5	17,4	17,1	15,1	17,2	18,5
Activos financieros líquidos	99,2	11,2	8,6	14,8	17,0	19,7	20,7
Medios de pago	64,3	18,1	24,7	35,4	30,1	28,8	27,8
Otros activos financieros líquidos	34,9	2,4	-9,8	-13,5	-1,6	6,5	9,6
Resto de activos financieros	380,3	20,7	19,9	17,8	14,6	16,6	17,9
Pasivos financieros totales	520,8	13,0	12,5	13,1	13,3	16,5	17,3
Financiación bancaria más valores de renta fija	319,5	13,9	13,5	14,7	13,3	19,0	20,6
Crédito de entidades de crédito residentes	225,4	15,4	14,7	12,7	9,8	13,8	13,8
Resto de pasivos financieros	201,3	11,7	11,0	10,7	13,4	12,9	12,4

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

(b) Los datos correspondientes al tercer trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

to en torno al 19 %, que previsiblemente se han prolongado en el tercer trimestre.

5.3.1. Flujos financieros de las familias

Durante el segundo trimestre de 1999 ha tenido lugar una disminución del ahorro financiero neto de las familias, que se ha situado por debajo del 2 % del PIB, en comparación, por ejemplo, con el 5,6 % de media registrado en el período 1993-1997. Los factores que han podido determinar este comportamiento están relacionados, fundamentalmente, con la escasa remuneración de los activos financieros líquidos y con el aumento de la volatilidad y el riesgo im-

plicitos en el resto de instrumentos financieros, como los valores de renta variable. Estas circunstancias han propiciado que las familias hayan buscado alternativas de inversión a los activos financieros, como es el caso de los activos reales, aparentemente más rentables y con menor riesgo. Por otro lado, las favorables condiciones de financiación existentes han contribuido a que las familias mantengan un ritmo de endeudamiento crediticio muy notable. Finalmente, el entorno de reducidos tipos de interés ha supuesto, en general, un incentivo al gasto corriente en detrimento del ahorro.

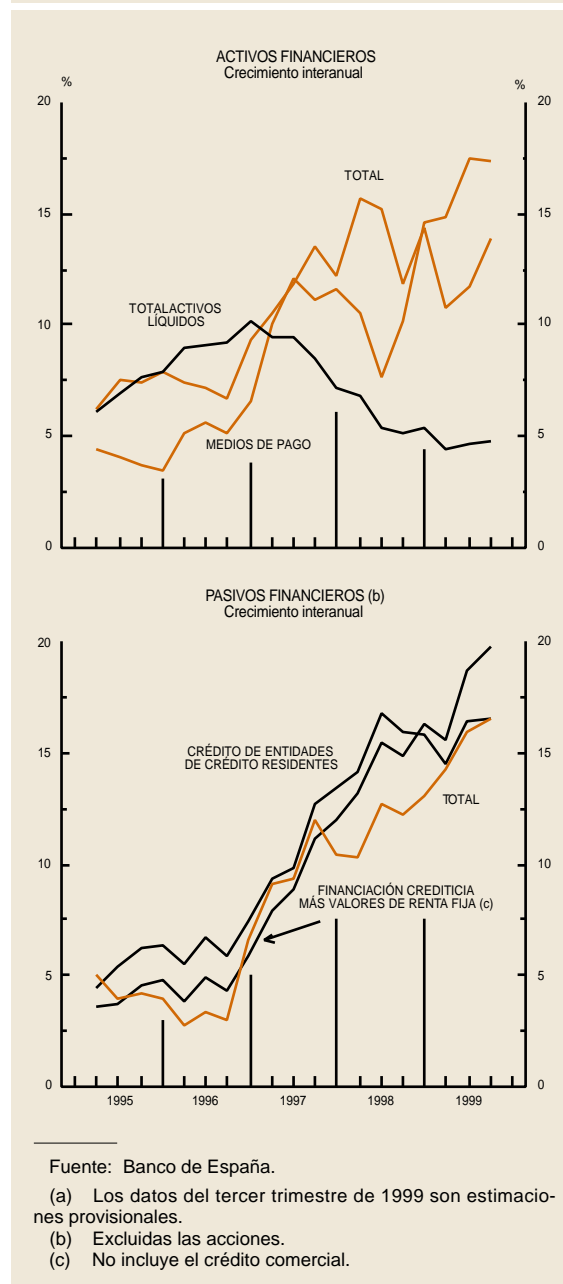
Esta evolución del ahorro financiero neto de las familias, junto con la escasa contribución

de la revalorización de los activos financieros, ha conducido a un estancamiento del ritmo de expansión de la riqueza financiera neta en la primera mitad del año. En cualquier caso, las proyecciones preliminares existentes para el tercer trimestre arrojan un ligero aumento de los activos financieros, dentro del nuevo escenario de recuperación de rentabilidades de algunos instrumentos.

Por lo que respecta a la evolución más reciente de los activos financieros totales, y según se observa en el gráfico 23, en los dos primeros trimestres del año se han observado incrementos interanuales en torno al 8,7 %. En cuanto a la composición del crecimiento de los activos financieros, los activos financieros líquidos han mantenido una moderada contribución, arrojando tasas de expansión que se mantienen con carácter estable en torno al 2 %. No obstante, los medios de pago han acelerado su ritmo de crecimiento en el segundo y tercer trimestre del año, hasta alcanzar una tasa de avance interanual del 14 %, mientras que el resto de activos líquidos han tenido un ritmo de expansión negativo del 6 %. Por tanto, el mayor incremento de los activos viene determinado por el elevado crecimiento de los que no se consideran líquidos, constituidos, en su mayoría, por las participaciones en fondos de inversión de renta variable e internacionales, las acciones y los productos de seguro. En su conjunto, la evolución de estos componentes podría explicar casi ocho puntos porcentuales del incremento del total de los activos financieros en el tercer trimestre.

Los pasivos financieros de las familias han venido mostrando a lo largo del año tasas de crecimiento muy elevadas, superiores al 15 % (véanse cuadro 8 y gráfico 23). La financiación obtenida a través de las entidades de crédito residentes, que es el principal canal de obtención de financiación de este sector, ha mantenido una tasa de expansión superior al 19 % desde finales del año 1998. No obstante, conviene señalar que, según se desprende de la información suministrada por las entidades de crédito sobre el destino del crédito en el segundo trimestre del año, se observa una ligera ralentización del ritmo de avance del crédito otorgado a la adquisición de vivienda y al consumo de bienes duraderos, que crecen a tasas interanuales del 16 % en el primer caso y del 20 % en el segundo. Lógicamente, este menor crecimiento de los dos principales destinos del crédito a las personas físicas hay que valorarlo en términos relativos, ya que durante los últimos cuatro trimestres han mantenido tasas especialmente elevadas, con incrementos medios interanuales del 23 % en el caso de la financiación de vi-

GRÁFICO 22
Empresas no financieras y familias (a)

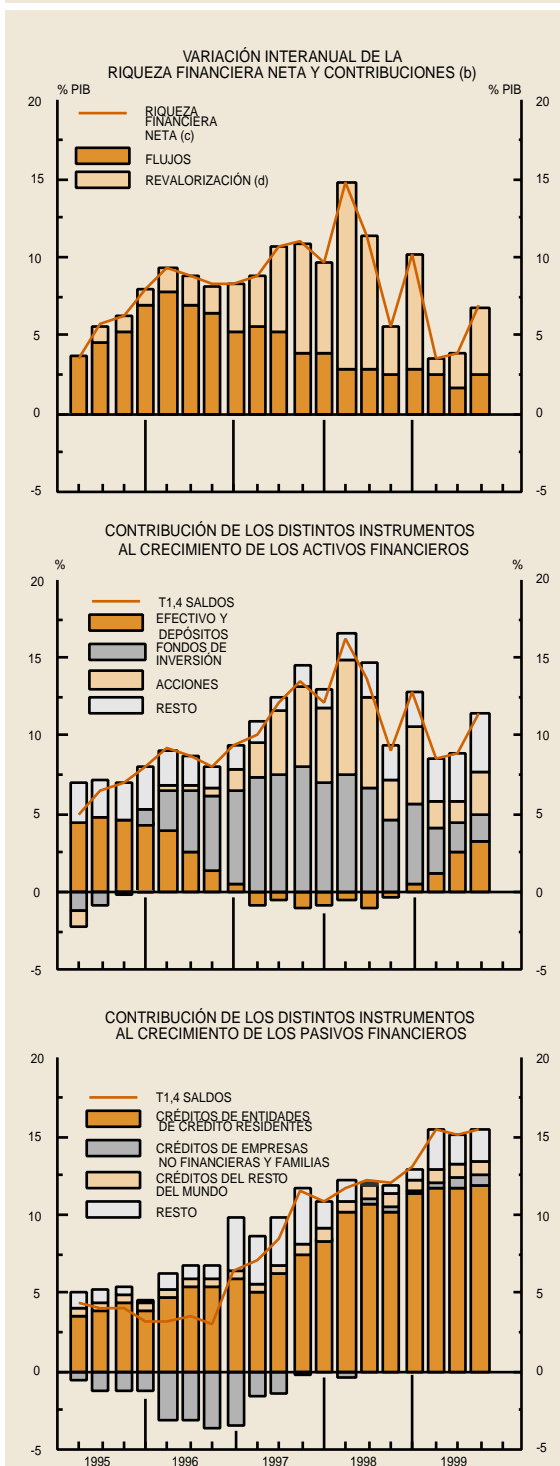


vienda y del 53 % en el caso de la adquisición de bienes de consumo duradero.

5.3.2. Flujos financieros de las empresas no financieras

La situación financiera de las empresas durante el segundo trimestre del año continuó presentando una evolución más equilibrada entre el crecimiento de los activos y el de los pasivos financieros. En concreto, durante dicho trimestre se produjo una aceleración tanto de las

GRÁFICO 23

Familias (a)


Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del tercer trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

(b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.

(c) Calculada con una estimación del activo para aproximarla a una valoración a precios de mercado.

(d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

operaciones activas, derivadas de las elevadas adquisiciones de activos exteriores, como de las operaciones pasivas, asociadas, probablemente, a la financiación de parte de dichas compras (véase gráfico 24). Las estimaciones preliminares correspondientes al tercer trimestre apuntan al mantenimiento de este perfil de fuerte y acompasado crecimiento de los activos y pasivos financieros de las empresas.

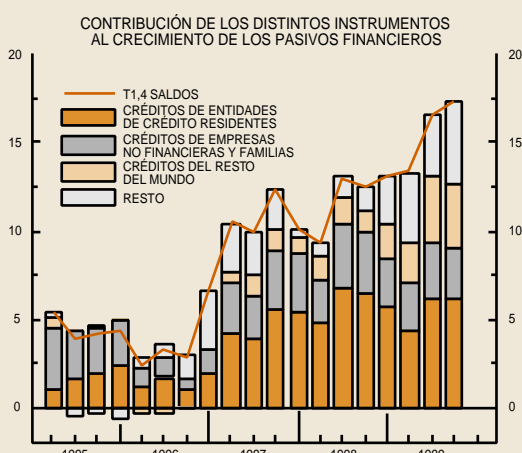
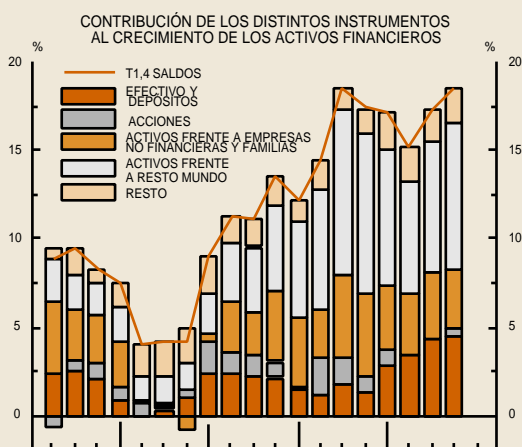
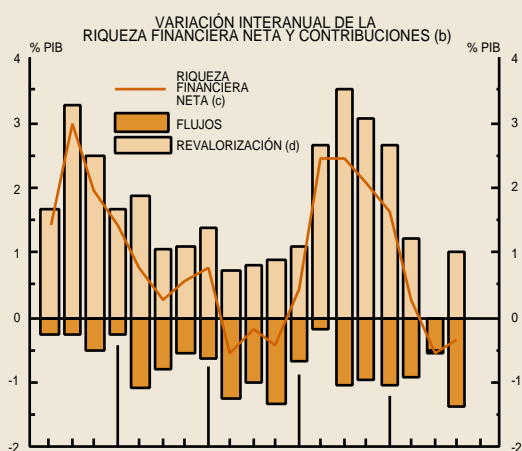
La evolución reciente de los activos financieros de las empresas no financieras muestra el mismo dinamismo de trimestres anteriores, con un crecimiento interanual para el total de los activos financieros del 17 % en el segundo trimestre, que podría incluso acelerarse durante el período julio-septiembre. Este elevado aumento se explica por la gran expansión de los medios de pago de este sector, que vienen incrementándose a tasas cercanas al 30 % y, en menor medida, por el avance del resto de activos líquidos. Respecto al resto de activos financieros, son los activos frente al resto del mundo y, más concretamente, las inversiones en cartera los instrumentos financieros donde más se ha concentrado la inversión financiera empresarial a lo largo de los dos últimos trimestres. En concreto, la adquisición de acciones extranjeras por parte de las empresas no financieras ascendió a más de 20 mm de euros a lo largo del segundo trimestre. De esta forma, la adquisición de activos exteriores explica por sí sola más de siete puntos porcentuales del crecimiento interanual del total de los activos financieros de este sector en cada uno de los dos últimos trimestres.

Paralelamente al incremento de los activos financieros, durante el segundo trimestre tuvo lugar también un notable incremento de los pasivos financieros de las empresas, con una tasa de crecimiento ligeramente inferior al 17 %, que podría ser algo mayor en el tercer trimestre. Esta aceleración se explica tanto por la apelación que las empresas han realizado al sistema bancario residente como por el incremento del crédito obtenido de las entidades de crédito no residentes. En su conjunto, la financiación bancaria más los valores de renta fija pasaron de expandirse a una tasa del 13 % en el primer trimestre a hacerlo al 19 % en el segundo trimestre, crecimiento que es extrapolable para el tercer trimestre.

En cuanto al destino final de la financiación bancaria, la información correspondiente al segundo trimestre pone de manifiesto el notable incremento del crédito concedido a las actividades productivas, que ha experimentado una aceleración significativa en todas sus ramas. Así, la financiación destinada a la industria creció en el período abril-junio un 19 % en tasa interanual, frente al 11 % del primer trimestre.

GRÁFICO 24

Empresas no financieras (a)

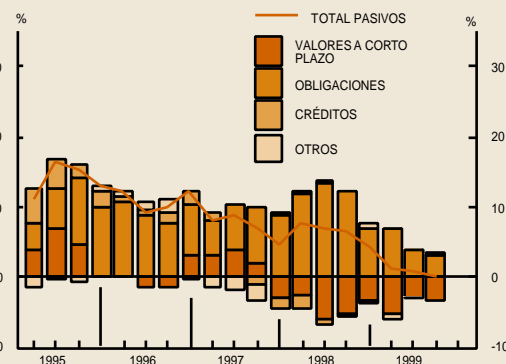


Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del tercer trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.
 (b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
 (c) No se incluyen las acciones en el pasivo. Calculada con una estimación del activo para aproximarla a una valoración a precios de mercado.
 (d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

GRÁFICO 25

Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas T 1,4 y contribuciones



Fuente: Banco de España.

A su vez, la financiación del sector servicios —que constituye un 52 % del total del crédito concedido a las actividades productivas— se aceleró en este segundo trimestre, con un crecimiento cercano al 20 %. Finalmente, el crédito concedido a la construcción también mostró un mayor dinamismo en el segundo trimestre, con una tasa interanual del 14 %.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

Los datos de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas para el segundo trimestre de 1999 —en los que, siguiendo la metodología utilizada para este análisis, se acumulan las cifras correspondientes a los cuatro últimos trimestres— han experimentado una reducción adicional, alcanzando el 1,2 % del PIB, frente al 1,4 % del trimestre precedente y al 1,7 % de finales de 1998. Tal y como ya se ha comentado en epígrafes anteriores, ese resultado refleja la favorable evolución presupuestaria del sector durante el ejercicio y la elevada probabilidad de cumplimiento, al cierre de 1999, de los objetivos presupuestarios que se establecieron a comienzos de año.

En línea con la evolución de las necesidades de financiación, los pasivos financieros han descrito una trayectoria continuada de desaceleración durante todo el año 1999, con tasas de crecimiento interanuales prácticamente nulas (véase gráfico 25). No obstante, durante el período analizado se ha modificado la composición del saldo de los pasivos financieros, puesto que ha habido emisiones netas positivas durante todo el año de los pasivos a largo plazo, mientras

que ha disminuido el saldo de los instrumentos a corto plazo, con lo que se ha ampliado la vida media de los pasivos financieros. En la actualidad, la vida media de la deuda del Estado en moneda nacional se sitúa en los 5,5 años, cuando a finales de 1998 era de 4,9 años.

Las emisiones de valores públicos en el período transcurrido de 1999 se han elevado a 7 mm de euros, como resultado de una emisión neta de instrumentos a medio y largo plazo de 18 mm de euros y de la amortización de financiación a corto plazo por 11 mm de euros. La cobertura de las necesidades de financiación hasta el mes de septiembre se ha completado con la utilización, especialmente durante el tercer trimestre, de los saldos de depósitos (sobre todo, en el Banco de España) por 0,5 mm de euros.

En cuanto a las novedades en el ámbito de los mercados primarios de valores públicos durante el período julio-septiembre, es relevante mencionar que el Tesoro ha reiniciado los programas de cancelación anticipada y canje de deuda, cuyo objetivo es abaratar los costes financieros de la deuda pública en los próximos ejercicios. No obstante, cabe esperar que dicha actuación supondrá un incremento de la carga financiera soportada durante el presente ejercicio, al asignarse como mayores costes financieros en el momento actual el rescate de los pasivos con más altos tipos de interés y su sustitución por otros con menor remuneración.

28.10.1999.

La política monetaria y la economía real

Elaborado por José Viñals y Javier Vallés, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

Los efectos de la política monetaria sobre la actividad económica y los precios han sido, desde hace mucho tiempo, un tema clave en la teoría macroeconómica. También son de gran importancia por la necesidad que tienen los bancos centrales de entender las consecuencias de sus actuaciones y determinar en cada momento qué orientación de política monetaria resulta más apropiada para lograr su objetivo final.

Este artículo se centra en contestar a la siguiente pregunta: «¿tiene efectos reales la política monetaria?». Si bien, a primera vista, se podría estar tentado a dar una respuesta, más o menos concluyente, de libro de texto, basada en la percepción del público de lo que hace la política monetaria, las cosas no son tan sencillas.

En primer lugar, cuando se habla de los efectos que tiene la política monetaria en la economía, hay que hacer una distinción entre el corto y el medio plazo: evidentemente, los efectos de las medidas de política monetaria sobre las variables nominales y reales pueden diferir y, por lo general, diferirán considerablemente, dependiendo del horizonte de referencia.

En segundo lugar, cuando se pregunta «¿qué efecto tiene una variación de un punto porcentual en el tipo de interés de referencia fijado por el banco central?», es importante tener en cuenta que si bien la política monetaria puede afectar a la situación económica, también reacciona ante ella. Por este motivo, resulta interesante diferenciar si tal medida de política monetaria constituye una perturbación no anticipada o exógena, o si, por el contrario, forma parte de una regla, explícita o implícita, de política monetaria por la que el banco central responde sistemáticamente a las cambiantes condiciones económicas con objeto de alcanzar sus objetivos finales.

En tercer lugar, mientras habitualmente se considera que un aumento de los tipos de interés de referencia supone un «endurecimiento» de la política monetaria, y una reducción, una «relajación», determinar la orientación de la po-

(1) Este artículo está basado en el trabajo de los autores, *The real effects of monetary policy*, publicado como Documento de Trabajo nº 9917, Servicio de Estudios, Banco de España.

lítica monetaria no es, sin embargo, una tarea trivial. Por ejemplo, una subida de los tipos de interés de referencia como respuesta a un empeoramiento esperado en la evolución de los precios puede, en último término, ser «acomodaticia» si el incremento de los tipos de interés nominales es inferior al aumento de las expectativas de inflación, dado que ello permite un descenso de los tipos de interés reales en un momento en el que, para contrarrestar las futuras presiones inflacionistas, deberían subir.

Por último, los efectos de la política monetaria en la economía no tienen lugar en el vacío, sino que dependen de las condiciones de partida en cuanto a, por ejemplo, la credibilidad de la política del banco central, la posición cíclica de la economía, el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y del mercado de trabajo, la tasa inicial de inflación y el nivel inicial de los tipos de interés.

Teniendo esto en cuenta, el presente artículo presenta una valoración del estado actual del conocimiento sobre los efectos de la política monetaria en la economía y de las implicaciones que de ello se derivan para la ejecución de la política monetaria en la actualidad. En este sentido, el artículo se estructura de la forma siguiente: la sección 2 comienza con una revisión de las principales cuestiones conceptuales que hay que considerar a la hora de examinar si la política monetaria afecta a la actividad económica y, posteriormente, presenta los resultados empíricos que se consideran más relevantes sobre los efectos de la política monetaria en la economía en el corto y medio plazo. La sección concluye con un resumen de la evidencia existente y con una valoración de las regularidades empíricas que parecen más sólidas y, por lo tanto, más útiles para la formulación de la política monetaria.

La sección 3 toma como punto de partida los resultados de la sección precedente y se centra en las implicaciones que las citadas regularidades empíricas tienen para la política monetaria en la práctica. Una primera cuestión se refiere a los riesgos en que se incurre cuando la política monetaria se emplea repetidamente como un instrumento para tratar de influir en la actividad económica sin prestar la debida atención al mantenimiento de la estabilidad de precios. Una segunda cuestión trata de las lecciones prácticas que de la evidencia pueden extraerse para el diseño de la política monetaria. La parte final de esta sección aborda el tema de si los efectos de la política monetaria en la economía pueden diferir en circunstancias como las actuales, caracterizadas, en el ámbito internacional, por la presencia de tasas de inflación y tipos de interés nominales y reales rela-

vamente reducidos. En la sección 4 se resumen las conclusiones obtenidas.

2. LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ECONOMÍA: TEORÍA Y PRÁCTICA

Al estudiar los efectos de la política monetaria, la macroeconomía moderna hace una distinción esencial entre el corto y el medio plazo. Esto es así porque, mientras que en el corto plazo la dinámica de los precios y de la actividad resulta ser bastante compleja, debido a la posible existencia de determinadas fricciones e imperfecciones en los mercados de bienes y servicios y en el mercado de trabajo, por el contrario, en el medio plazo se satisfacen ciertas condiciones que simplifican mucho el análisis. Por este motivo, se comienza analizando el medio plazo, para, después, abordar el corto plazo. En ambos casos se presentan los principales elementos conceptuales y se hace un repaso de la evidencia empírica más relevante.

2.1. El medio plazo

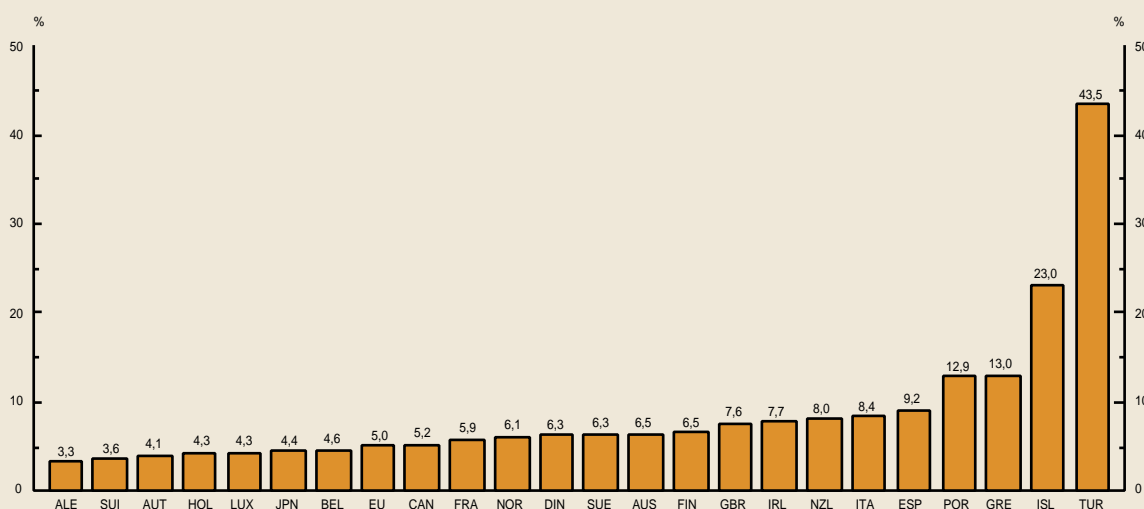
La relación de comportamiento con mayor arraigo en la *teoría monetaria* es la que vincula, en el medio plazo, la tasa de inflación, el crecimiento de la producción y el ritmo de expansión de la cantidad de dinero. Esta relación constata que, por término medio, el ritmo de expansión de la cantidad de dinero financia el crecimiento tendencial de la producción y el crecimiento sostenido del nivel general de precios. Así, la tasa de inflación también se corresponde, por término medio, con la tasa de expansión monetaria que rebasa las necesidades de financiación del crecimiento potencial de la economía (2).

Mientras que la relación anterior se satisface necesariamente en cualquier economía, se necesita algo más para que pueda explicar los efectos a largo plazo de la política monetaria. Este «algo más» consiste en la creencia, ampliamente compartida, de que en el medio plazo no existe una relación de intercambio que las autoridades monetarias puedan utilizar para aumentar la producción a costa de una inflación más elevada. Este resultado general depende, a su vez, de dos supuestos muy razonables: que los agentes económicos terminan aprendiendo de sus errores anteriores teniendo una idea bastante precisa del funcionamiento de la economía y, en concreto, de la política moneta-

(2) Para ser más exactos, en esta relación habría que incluir también las variaciones tendenciales de la velocidad.

GRÁFICO 1

Inflación media, 1965-1998



Fuente: OCDE.

ria seguida; y que los precios y los salarios devienen, con el paso del tiempo, completamente flexibles, posibilitando la consecución del equilibrio en los mercados de bienes y servicios y en el mercado de trabajo.

Aunque lo anterior implica que, en el medio plazo, la inflación es, fundamentalmente, un fenómeno de origen monetario y que los bancos centrales no pueden aumentar de manera sistemática la producción haciendo subir la inflación, también hay que reconocer que la inflación puede ir en detrimento de la actividad económica. En efecto, la creencia de que la inflación entraña costes económicos importantes para el conjunto de la sociedad se encuentra, ciertamente, en la base de la aceptación generalizada del principio de que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al bienestar social es mantener un entorno de estabilidad de precios en el medio plazo.

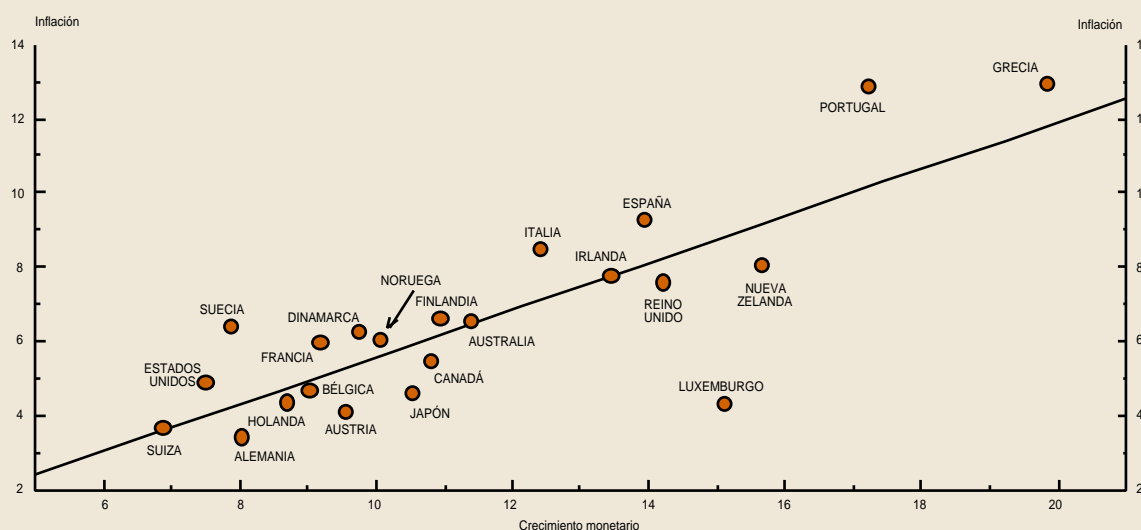
Por lo que se refiere a los costes económicos de la inflación, estos se originan cuando la economía se desvía durante un espacio de tiempo prolongado de una situación de estabilidad de precios. Junto a los conocidos *shoe-leather* y «costes de menú», los costes más importantes son los que se derivan del efecto resultante de la interacción de la inflación con un marco fiscal, legal y contractual que no está plenamente adaptado a ella. Además de estos costes macroeconómicos y de eficiencia, cuando la inflación afecta a los derechos y obligaciones pecuniarios del público se produce una re-

distribución significativa de la renta y de la riqueza que tiende a perjudicar a aquellos segmentos de la sociedad menos informados y con menos recursos para protegerse de ella.

La evidencia disponible confirma que, en el medio plazo, existe una correlación elevada (casi unitaria) entre la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y la tasa de inflación. Dado que en las circunstancias actuales de desregulación e innovación financiera continuadas suele ser difícil identificar los agregados monetarios concretos que se corresponden más estrechamente con el concepto de «dinero» o «liquidez», es alentador saber que los resultados anteriores se mantienen para definiciones alternativas de «dinero». Se han analizado, asimismo, las evoluciones tendenciales en diversos países, con el fin de evaluar la importancia que tiene el dinero a la hora de explicar el comportamiento diferencial de la inflación en distintas economías durante largos espacios de tiempo. La evidencia confirma que las diferencias existentes entre las tasas de inflación nacionales vienen explicadas, en gran medida, por los distintos ritmos de expansión de la liquidez; hecho que no resulta muy sorprendente si se considera que las tasas medias de crecimiento económico registradas en países muy distintos oscilan dentro de un rango bastante limitado —especialmente en los países industrializados—, mientras que, por el contrario, las tasas medias de expansión monetaria varían considerablemente. Como ilustración de este punto, el gráfico 1 muestra las tasas de inflación registra-

GRÁFICO 2

Inflación media y crecimiento monetario 1965-1998



Fuentes: OCDE y FMI.

das, por término medio, en los países industrializados a lo largo de los últimos treinta años, mientras que el gráfico 2 presenta la relación positiva existente, en dicho período, entre la inflación y el crecimiento monetario en los países considerados.

Si bien esta evidencia preliminar es compatible con la interpretación tradicional de que es la evolución monetaria la que origina variaciones sostenidas del nivel general de precios, en la práctica puede también ocurrir que, en ocasiones, sean los factores de carácter no monetario (como los precios del petróleo) los que inicialmente pongan en marcha un proceso de naturaleza inflacionista. Pero, aun si este fuera el caso, resulta evidente que la inflación solo puede continuar de forma permanente si viene acompañada de una expansión suficiente de la cantidad de dinero.

Respecto a la evidencia disponible sobre los costes económicos de la inflación, los análisis existentes parten habitualmente del supuesto de que, con independencia de cuáles sean los canales concretos a través de los que la inflación deja sentir sus efectos en la economía, sus costes deben manifestarse en el deterioro a medio plazo de la renta *per cápita* o del bienestar. Ahora bien, dada la diversidad de enfoques, cobertura geográfica y espacios de tiempo que abarcan los estudios empíricos existentes, no debe resultar sorprendente que sus resultados también difieran considerablemente.

Asimismo, hay que reconocer que muchos de estos estudios son susceptibles de crítica, puesto que tanto la inflación como el crecimiento son variables que se determinan mutuamente en un marco de equilibrio general. Sin embargo, los resultados obtenidos por aquellos estudios empíricos con un marco teórico firmemente anclado en la teoría del crecimiento suelen llegar a la conclusión de que los países que entran en un proceso inflacionista, incluso partiendo de tasas moderadas de inflación, nunca experimentan una mejora en las perspectivas de su renta *per cápita*, siendo, en cambio, muy probable que dichas perspectivas se deterioren (3).

En estos últimos años, la cuestión de si la reducción de la inflación para alcanzar la estabilidad de precios sigue siendo económicamente beneficiosa cuando se parte de tasas de inflación relativamente bajas ha sido objeto de considerable atención. En concreto, hay que destacar un trabajo reciente realizado bajo los auspicios del National Bureau of Economic Research (NBER) (4), que trata de aproximar empíricamente los beneficios netos que se derivan del paso de una inflación baja a la estabilidad de precios (considerada como una tasa de inflación no superior al 2 % anual, por término

(3) Para un estudio reciente sobre los costes económicos de la inflación, véanse Fischer (1994) y Andrés y Hernando (1999).

(4) Véase Feldstein (1999).

medio). La conclusión general que se desprende del trabajo es que los países industrializados tienden a experimentar, en términos netos, ganancias de bienestar significativas al lograr la estabilidad de precios, incluso partiendo de tasas de inflación moderadas, por ejemplo, entre el 4 % y el 5 %. Por consiguiente, parece que la evidencia empírica es, por lo general, compatible con la percepción general de que la inflación erosiona los niveles de vida y bienestar.

En resumen, el hecho de que la inflación sea, en el medio plazo, un fenómeno de origen fundamentalmente monetario y de que entrañe costes económicos significativos explica la preocupación de las autoridades monetarias, incluso en países que han adoptado esquemas de política monetaria muy divergentes, por alcanzar, en el medio plazo, un ritmo de creación de liquidez que resulte compatible con la financiación del crecimiento económico potencial en una situación de estabilidad de precios.

2.2. El corto plazo

Las mayores dificultades se presentan al examinar los efectos a corto plazo de la política monetaria. En principio, si los precios y los salarios fuesen completamente flexibles de forma inmediata, de modo que los mercados de bienes y servicios y el mercado de trabajo estuvieran siempre en equilibrio, y si los agentes privados estuvieran razonablemente bien informados sobre el funcionamiento de la economía y el carácter de las políticas seguidas por las autoridades, los resultados obtenidos para el medio plazo también se aplicarían al corto plazo: la política monetaria influiría sobre los precios, pero no afectaría a la situación económica real (5).

No obstante, los bancos centrales son plenamente conscientes de que, desafortunadamente, la realidad se encuentra muy alejada de este mundo ideal, como pone de manifiesto, por ejemplo, el interés con el que el público espera las decisiones de política monetaria, lo que sería muy difícil de justificar si el dinero fuera «solo un velo». Además, la presunción de que la política monetaria tiene, al menos en condiciones normales, efectos reales a corto plazo sobre la economía se basa en la evidencia empírica que se discutirá más adelante en este artículo. Los intentos de justificar esta presunción teóricamente han propiciado avances

muy importantes en el campo de la macroeconomía a lo largo de los años.

Para la escuela de pensamiento que considera que los precios y los salarios son *completamente flexibles* en el corto plazo, el motivo fundamental por el que la política monetaria tiene efectos reales transitorios es porque crea falsas percepciones en el público. Por lo tanto, mientras que los agentes hagan un uso adecuado de toda la información de que disponen para formar sus expectativas, la política monetaria tendrá efectos reales solo cuando no se anticipe. Como afirmaron inicialmente Milton Friedman, Edmund Phelps y Robert Lucas, las medidas de política monetaria no esperadas por el público llevan a los agentes a malinterpretar las variaciones del nivel general de precios como variaciones de los precios relativos y, por consiguiente, a modificar su comportamiento económico (6). Si bien este hecho llevaría, en el corto plazo, a un ajuste insuficiente del nivel general de precios a las condiciones monetarias prevalecientes, así como a una variación de la producción, una vez que los agentes aprenden y modifican sus expectativas, los precios se ajustan totalmente y la producción vuelve, en el medio plazo, a su nivel de equilibrio. Por el contrario, cuando el público anticipa correctamente las medidas de política monetaria, los agentes tienen en cuenta esta información al tomar sus decisiones, y las medidas de política monetaria llevan de forma inmediata a una variación del nivel de precios, sin ningún efecto a corto plazo sobre la producción.

Las implicaciones inmediatas para la política monetaria que se derivan de lo expuesto anteriormente son las siguientes: de una parte, únicamente las medidas de política monetaria que no son sistemáticas tienen una influencia a corto plazo sobre la producción, y, de otra, variaciones sistemáticas de la política monetaria —que, por definición, son anticipadas por el público— influyen en el corto plazo sobre los precios pero no sobre la producción. Por lo tanto, el corolario es que la elección de una u otra regla de política monetaria por parte de las autoridades no tiene consecuencia alguna para la evolución a corto plazo de la producción, pero sí para el comportamiento de los precios.

Sin embargo, las implicaciones para la política monetaria que se derivan de los postulados de la escuela de «precios flexibles-información imperfecta» adolecen del grave problema de que son difíciles de reconciliar con los hechos. En concreto, no es fácil explicar, de acuerdo

(5) En el resto del artículo, se supone que las medidas de política monetaria no afectan a las variables reales en el medio plazo, a menos que modifiquen con carácter permanente la tasa de inflación.

(6) Las referencias tradicionales son Friedman (1968), Phelps (1968) y Lucas (1972).

con los postulados de dicha escuela, por qué las medidas de política monetaria tienden a desencadenar un ajuste gradual de los precios que se prolonga incluso bastante tiempo después de que los agentes estén plenamente informados sobre el carácter de dichas medidas. Además, en la práctica, resulta que las decisiones de política monetaria se traducen en modificaciones de los tipos de interés de referencia que no son en absoluto erráticas, sino que siguen una senda suave correlacionada con las variables macroeconómicas a lo largo del ciclo económico. Si bien la evidencia anterior sugiere que la mayoría de las medidas de política monetaria pueden interpretarse como respuestas sistemáticas al estado de la economía más que como movimientos exógenos, en cambio, según la escuela mencionada anteriormente, la parte «no sistemática» de dichas medidas sería la única relevante para la evolución a corto plazo de la producción. Pero, si así fuera, resultaría muy difícil entender por qué el público muestra tanto interés por las decisiones de política monetaria, dado que, en la mayoría de las ocasiones, constituyen una respuesta sistemática a la situación económica para la consecución del objetivo final del banco central.

De lo anterior se desprende que resulta muy difícil entender lo que sucede en el mundo real si no se reconoce que los salarios y los precios *no son completamente flexibles de forma inmediata*, con independencia de lo bien informados que estén los agentes sobre el carácter de las medidas de política monetaria. Aunque los fundamentos microeconómicos de la rigidez de los precios y los salarios a corto plazo se basan, por lo general, en la existencia de algún motivo que hace que a los agentes les resulte más costoso variar continuamente los precios en un entorno de competencia imperfecta y aunque muchas razones de este tipo pueden ser discutibles, es un hecho suficientemente constatado que los salarios y los precios no son completamente flexibles de forma inmediata, debido a la existencia de contratos a largo plazo, etc. (7). Como Robert Solow señaló en una ocasión, aunque no entendamos por qué las jirafas tienen el cuello largo, a efectos prácticos es mucho más conveniente suponer que, efectivamente, este es el caso en lugar de suponer que tienen el cuello corto.

Una vez se reconoce la presencia de rigideces nominales en los precios y los salarios a corto plazo, resulta que tanto las medidas de política monetaria sistemáticas como las no sistemáticas afectan a la producción en el corto plazo, si bien es cierto que, a medida que los

salarios y los precios se ajusten totalmente en el tiempo, la producción volverá a su nivel de partida. Según Blanchard y Wolfers (1999), puede haber efectos de «histéresis» y, por lo tanto, en determinadas circunstancias, puede producirse un efecto permanente sobre la producción. No obstante, consideramos que es mucho más plausible que la política monetaria afecte a la producción de una forma prolongada, aunque no permanente, a menos que la tasa de inflación aumente de manera permanente, en cuyo caso se incurrirá en costes económicos considerables. En consecuencia, las implicaciones de la escuela de la «flexibilidad imperfecta de precios» para la política monetaria son, por un lado, que las medidas de política monetaria influyen transitoriamente en la producción, independientemente de que sean sistemáticas o no; y, por otro, que la elección de una y otra regla de política monetaria por parte de las autoridades monetarias es relevante en el corto plazo tanto para la evolución de los precios como de la producción.

Además, hay que reconocer que para evaluar los efectos de la política monetaria en la economía no solo son importantes las rigideces en los precios y en los salarios nominales, sino también las *rigideces reales o, en general, estructurales*. Efectivamente, en un mundo en el que solo existieran rigideces reales o estructurales la política monetaria no tendría capacidad alguna para afectar, siquiera de manera transitoria, a la producción, y simplemente afectaría de forma inmediata a los salarios y a los precios, sin modificar los salarios reales ni ningún otro precio relativo. De ahí que resulte interesante constatar que, en un entorno tan extremo, las implicaciones para la política monetaria serían muy similares a las de la escuela de «precios flexibles-información imperfecta». Sin embargo, si se diera el caso, como parece mucho más probable, de que las rigideces estructurales y reales coexistieran, las implicaciones para la política monetaria resultarían ser cualitativamente similares a las de la escuela de la «flexibilidad imperfecta de precios».

Puesto que, en la práctica, las cosas son más complejas de lo que sugieren las dos escuelas de pensamiento mencionadas anteriormente, parece conveniente proponer una visión integradora que esté más ajustada a las necesidades reales de las autoridades monetarias. Desde este punto de vista, la principal implicación de lo que se ha examinado en esta sección es que, cuanto más rápidamente ajusten los agentes sus expectativas inflacionistas y cuanto mayor sea la flexibilidad en la fijación de los precios y los salarios, tanto mayor será también el efecto de las medidas sistemáticas de política monetaria sobre los precios y menores (o me-

(7) Las referencias tradicionales son Fischer (1977), Phelps y Taylor (1977) y Taylor (1979).

nos transitorios) los efectos sobre la producción. Esto es así porque, cuanto mejor entiendan los agentes la política monetaria seguida y cuanto más confíen en que las autoridades la van a cumplir, más rápido e intenso será el ajuste de las expectativas; y porque, cuando los mercados de bienes son muy competitivos y el mercado de trabajo es lo bastante flexible como para permitir un ajuste rápido de los salarios, los precios también responderán con mayor celeridad y los efectos sobre la producción serán menores en el corto plazo. En estas circunstancias, la capacidad de la política monetaria para influir en la situación económica real quedará cada vez más limitada al empleo de medidas no anticipadas.

2.3. ¿Qué se sabe acerca de los efectos a corto plazo?

Aunque la evidencia empírica examinada en el documento que sirve de base a este artículo no pretende ser exhaustiva, de la misma pueden extraerse algunos resultados de interés para valorar los efectos económicos de las decisiones de política monetaria (8).

En primer lugar, la evidencia internacional procedente de los modelos estructurales y de los modelos de forma reducida sugiere que, a pesar de que las medidas de política monetaria solo influyen en las variables nominales en el medio plazo, también afectan a las variables reales en el corto plazo, aunque con distinta intensidad en diversos países y zonas económicas.

En segundo lugar, tras un endurecimiento de la política monetaria, se observa un descenso gradual de la producción que, normalmente, alcanza su cota máxima después de entre 4 y 8 trimestres, antes de retornar de forma progresiva a su situación inicial, a medida que los precios se ajustan y/o que la política monetaria revierte a su estado anterior (9). Por lo general, una gran parte de los efectos iniciales sobre la producción desaparece después de entre 8 y 12 trimestres. Por lo que se refiere a los precios, estos responden con desfases más prolongados que la producción y los efectos más importantes tienen lugar con un desfase de dos o más años.

(8) En el documento de trabajo 9917, que sirve de base a este artículo, se recoge un análisis detallado de la evidencia existente y se aporta nueva evidencia que compara la zona euro con EEUU.

(9) En esta sección se toma el ejemplo de un endurecimiento de la política monetaria. Evidentemente, se pueden aplicar los mismos resultados a una relajación de la política monetaria, aunque las direcciones en las que se mueven las variables serán opuestas. Véase el estudio del BPI (1995).

En tercer lugar, las medidas de política monetaria tienen efectos transitorios sobre la producción tanto cuando reflejan la respuesta sistemática de las autoridades a la situación económica como cuando corresponden a perturbaciones monetarias exógenas. Sin embargo, al menos en la zona euro, se observa que los efectos sobre la producción de las medidas de política monetaria sistemáticas o anticipadas tardan más en hacerse notar que los que se derivan de las perturbaciones o *shocks* monetarios no anticipados.

En cuarto lugar, en la práctica, las modificaciones de los tipos de interés oficiales corresponden normalmente a respuestas de los bancos centrales al estado de la economía, mientras que las perturbaciones exógenas desempeñan un papel relativamente reducido (10). Este rasgo —que refleja la prevalencia del componente sistemático o anticipado en las decisiones de política monetaria— no debe resultar, sin embargo, sorprendente, habida cuenta que las decisiones de política monetaria suelen venir guiadas por el marco estratégico concreto con que el banco central trata de alcanzar su objetivo final.

Por último, parece razonable esperar que, en general, los efectos a corto plazo de la política monetaria sobre la producción sean menores, cuanto mayores sean la credibilidad de la autoridad monetaria y el ajuste de las expectativas del sector privado y cuanto más rápida sea la adaptación de los salarios y los precios a las cambiantes condiciones monetarias.

En principio, estos resultados parecen ser bastante razonables. Sin embargo, sería más difícil llegar a un acuerdo sobre la magnitud y la evolución temporal precisas de los efectos de la política monetaria sobre la producción y los precios. Como es bien sabido, las medidas de política monetaria se transmiten con desfases (relativamente prolongados y variables) que difieren no solo de un país a otro, sino en el tiempo. En particular, las respuestas «típicas» estimadas por los modelos econométricos corresponden a las condiciones habituales prevalentes en la economía durante espacios de tiempo relativamente prolongados. Por lo tanto, puede que no sean aplicables en circunstancias nuevas o específicas que difieren, de una manera o de otra, de las que se consideran habituales desde una perspectiva histórica.

(10) Véanse, por ejemplo, las reglas tipo Taylor estimadas por Taylor (1993) y Clarida, Gali y Gertler (1997), que explican bastante bien la evolución de los tipos de interés a corto plazo. El predominio de la parte sistemática a nivel empírico se examina, por ejemplo, en Leeper, Sims y Zha (1996) y en McCallum (1999).

Pero, incluso las regularidades empíricas más ampliamente aceptadas, mencionadas anteriormente, deben ser interpretadas con cautela por los responsables de la política monetaria, puesto que proceden de modelos econométricos con ciertas limitaciones. En particular, como es bien sabido, los modelos estructurales dependen, generalmente, de supuestos *a priori* sobre el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que pueden sesgar artificialmente las respuestas estimadas de la producción y de los precios a las variaciones de los tipos de interés de referencia. Además, tales modelos están sujetos a la crítica de Lucas y, normalmente, no están preparados para abordar temas relacionados con la credibilidad de la política monetaria que, en la práctica, son fundamentales para conocer la respuesta de los agentes privados a las medidas de política monetaria. Por lo que se refiere a los modelos de forma reducida, si bien son particularmente apropiados para proporcionar información sobre el efecto de la parte no sistemática de la política monetaria, la interpretación económica de las simulaciones realizadas con tales modelos suele descansar, con frecuencia, en supuestos *a priori* sobre «qué precede a qué», que son discutibles y cuya alteración, a menudo, supone modificar las respuestas simuladas de forma significativa. Finalmente, el análisis llevado a cabo con estos modelos podría ser bastante sensible al conjunto específico de variables económicas consideradas, por lo que no hay que descartar que la incorporación de nuevas variables pueda afectar a los resultados.

3. IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Tras haber examinado la evidencia sobre los efectos de la política monetaria en la economía, a continuación se discuten las implicaciones que se derivan de los aspectos menos controvertidos de dicha evidencia para la formulación de la política monetaria en el mundo actual. Con este motivo, se examina si los bancos centrales pueden y deben explotar la existencia de efectos reales a corto plazo, así como qué adaptaciones hay que efectuar para tener en cuenta las distintas formas en las que la política monetaria puede actuar en un entorno de tasas de inflación y tipos de interés reducidos.

3.1. ¿Pueden y deben las autoridades monetarias explotar la existencia de efectos reales a corto plazo?

Aunque en el resumen de la evidencia que se ha presentado se ha llegado a la conclusión de que la política monetaria influye general-

mente en el comportamiento a corto plazo de las variables reales —aunque con una intensidad que varía significativamente de un país a otro y que, con toda probabilidad, también depende de las circunstancias—, hay que ser cautos a la hora de extraer consecuencias para la política monetaria.

Los bancos centrales pueden y deben utilizar el conocimiento de la existencia de efectos reales transitorios derivados de las medidas de política monetaria para preservar la estabilidad de precios a lo largo del ciclo económico. Sin embargo, las autoridades monetarias han de tener en cuenta las incertidumbres que rodean al mecanismo de transmisión de la política monetaria, a fin de evitar cualquier tentación de llevar a cabo un ajuste fino (*fine tuning*), así como los conocidos problemas de inestabilidad de los instrumentos. Si el banco central logra llevar a cabo una política monetaria prudente, el resultado será un entorno de estabilidad de precios favorecedor del crecimiento económico.

Una cuestión totalmente diferente, sin embargo, es si la evidencia sobre los efectos a corto plazo de la política monetaria sobre la producción puede utilizarse para alcanzar, mediante una política expansiva, unos niveles de producción consistentemente más elevados, por término medio, que los permitidos por la producción potencial. En este caso, la respuesta es, sin duda, negativa. En efecto, la instrumentación de forma sistemática de una política monetaria más expansiva de lo que sería necesario para mantener la estabilidad de precios puede, en el mejor de los casos, estimular tan solo efímeramente la producción, mientras que irremisiblemente conduce a una inflación más elevada que, como se mencionó con anterioridad, entraña costes económicos permanentes.

En principio, el reconocimiento de este resultado debería ser suficiente para disuadir a cualquier banco central de seguir una política monetaria activista (11). Ahora bien, para minimizar los riesgos inherentes a la instrumentación de dicha política, en los últimos años se ha considerado aconsejable tomar ciertas medidas para contrarrestar los demás factores que también contribuyen a exacerbar las tentaciones en este terreno. En este contexto, además de las exhortaciones de los bancos centrales a las autoridades económicas para que eliminen las rigideces y las distorsiones estructurales que obstaculizan el buen funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y del mercado

(11) Las contribuciones pioneras en esta literatura se encuentran en Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983).

de trabajo —algo que se puede aplicar en concreto al contexto europeo—, los cambios recientes en la legislación sobre bancos centrales en numerosos países —y, especialmente, en Europa— han situado la estabilidad de precios como el objetivo primordial de la política monetaria y han otorgado al banco central una independencia plena para alcanzar dicho objetivo de forma eficaz. Estos principios —contenidos, por ejemplo, en los Estatutos del Banco Central Europeo— pretenden evitar los riesgos de la subordinación de la estabilidad de precios en el corto plazo a otros objetivos y permitir que las decisiones de política monetaria se adopten con un horizonte suficientemente lejano y con independencia del ciclo político.

3.2. Implicaciones para la práctica de la política monetaria

Aun a riesgo de simplificar en exceso lo que ha resultado ser un proceso arduo y complejo en muchos países, puede decirse que la evolución reciente de las estrategias de política monetaria se ha visto marcada por el intento de encontrar un marco capaz de combinar el rigor y la disciplina que se precisan en la orientación de la política monetaria a medio plazo con ciertos márgenes de flexibilidad para responder a las perturbaciones macroeconómicas a corto plazo.

Este intento de las autoridades monetarias refleja el deseo de evitar dos tipos de dificultades. De una parte, los problemas de inconsistencia dinámica, derivados de un manejo excesivamente discrecional de la política monetaria, que hacen virtualmente imposible conseguir y mantener la estabilidad de precios. Y, de otra, los problemas asociados con la aplicación de reglas fijas o rígidas que, al predeterminar el rumbo de las variables monetarias, impiden que la política monetaria reaccione ante determinadas perturbaciones macroeconómicas para mejorar el bienestar.

Mientras que esta «búsqueda del ancla nominal perdida» ya se ha materializado en la aceptación generalizada de que la estabilidad de precios debe ser el objetivo primordial de la política monetaria y de que el banco central tiene que ser independiente para lograr dicho objetivo, este marco institucional comúnmente aceptado se ve complementado, sin embargo, por marcos estratégicos alternativos en distintos países y zonas monetarias. Ello queda reflejado, por ejemplo, en la estrategia «implícita» elegida por la Reserva Federal, la estrategia de objetivos directos de inflación adoptada por el Reino Unido, Canadá y Suecia, la estrategia de objetivos monetarios prevaleciente hasta hace

poco en Alemania y la estrategia orientada hacia la estabilidad adoptada recientemente por el Banco Central Europeo. Ahora bien, hay que tener en cuenta que, aunque formalmente diferentes, en la práctica, los bancos centrales que siguen estas estrategias alternativas se basan en un conjunto relativamente parecido de indicadores y adoptan decisiones sobre los tipos de interés bastante similares para hacer frente a circunstancias económicas comparables (12). Por último, ciertos rasgos comunes a todas estas estrategias pueden racionalizarse en términos de la evidencia empírica presentada anteriormente.

Un primer rasgo es que todas las estrategias mencionadas son *forward-looking*, en el sentido de que la política monetaria reacciona por adelantado a la evolución económica prevista. Esto resulta totalmente lógico si se recuerda que la política monetaria afecta a los precios de forma gradual, de manera que es importante reaccionar con bastante antelación a los cambios en las perspectivas de inflación, con el fin preservar la estabilidad de precios. Además, dado que, en la práctica, las recesiones suelen venir precedidas de aumentos significativos en la inflación, evitar que esta suba mediante la utilización de una política monetaria apropiada resulta fundamental para lograr una situación económica más estable. Efectivamente, la opinión de muchos bancos centrales es la de que los tipos de interés oficiales deben incrementarse con la suficiente antelación cuando se detecten señales de presiones inflacionistas persistentes, con el fin de evitar que, posteriormente, haya que incrementar bastante más dichos tipos con el correspondiente impacto contractivo sobre la actividad económica. Sin embargo, un problema que a menudo se presenta en la práctica es que, lo que puede ser obvio para el banco central puede no serlo tanto para el público si la inflación no ha aumentado todavía o no lo ha hecho de forma significativa. De ahí que, la mejor manera de evitar el tener que retrasar la adopción de medidas de política monetaria apropiadas por temor a que la sociedad no las entienda, es que los bancos centrales expliquen con claridad y transparencia los motivos de sus decisiones.

Un segundo rasgo es que los bancos centrales habitualmente tienden a ajustar los tipos de interés de manera gradual para evitar cambios de sentido repentinos, que podrían desconcertar al público. Este hecho es coherente con los resultados empíricos anteriormente presentados, referentes a que la mayoría de las

(12) Sobre este tema, véanse IME (1997), Clarida, Galí y Gertler (1997), y Laubach y Posen (1997).

medidas de política monetaria constituyen respuestas suaves, en lugar de cambios exógenos (13). En caso de que prevaleciera esto último, sería frecuente que se registraran subidas repentinas de los tipos de interés seguidas de descensos igualmente repentinos, en lugar de los movimientos graduales de los tipos de interés observados en la realidad, que, además, son compatibles con el comportamiento relativamente suave de los precios y de la producción a lo largo del ciclo económico.

Un rasgo final es que, mientras que todas estas estrategias se encuentran firmemente orientadas en el medio plazo hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios, en el corto plazo también se adaptan de manera bastante flexible para responder a las perturbaciones económicas que afectan a la producción. Esto estaría justificado, por ejemplo, si los objetivos de los bancos centrales incluyeran el fomento de la producción en igualdad de condiciones o de manera subordinada a la estabilidad de precios. Además, incluso para aquellos bancos centrales que tienen como objetivo único la estabilidad de precios, siempre será conveniente tener en cuenta la evolución de las variables reales —como la producción— a la hora de decidir si hay que ajustar los tipos de interés de referencia, dado que dicha evolución suele ser informativa acerca de la trayectoria de los precios en el futuro. En particular, puesto que la evidencia empírica sugiere que, por lo general, la producción se ajusta de una manera algo más rápida que los precios cuando existen perturbaciones de demanda —y, en concreto, perturbaciones monetarias—, el comportamiento de la producción puede señalar con cierta antelación a las autoridades monetarias la evolución futura de los precios. Esto ayuda a valorar si van a ser necesarios cambios en los tipos de interés de referencia para alcanzar el objetivo de precios deseado.

Ahora bien, aun reconociendo que existen rasgos básicos comunes a las distintas estrategias de política monetaria utilizadas en diferentes países y que, como se ha mencionado anteriormente, los bancos centrales tienden a considerar conjuntos de información parecidos y a adoptar decisiones sobre los tipos de interés bastante similares para hacer frente a circunstancias comparables, sería erróneo concluir que las diversas estrategias de política monetaria son igualmente eficaces. De hecho, dado el imperfecto conocimiento que hay sobre el funcionamiento de la economía, la estrategia más adecuada será aquella que, al tiempo que

adopta una perspectiva antiinflacionista a medio plazo, es capaz de hacer frente a las perturbaciones procedentes de distintas fuentes y puede comunicarse de forma clara y transparente al público, anclando de manera efectiva las expectativas sobre los precios.

3.3. Algunas incertidumbres acerca de los efectos de la política monetaria en un entorno de tasas de inflación y tipos de interés reducidos

Las cuestiones de política monetaria examinadas hasta ahora en este artículo se han abordado teniendo en cuenta las regularidades empíricas que han caracterizado el funcionamiento de la economía en el pasado. Sin embargo, los bancos centrales de los países industrializados deben hacer frente, en este momento, al reto de tener que ejecutar la política monetaria en un entorno de tasas de inflación y tipos de interés reducidos, en relación con lo que constituye la experiencia en las últimas décadas. Mientras que, en el caso de Estados Unidos, hay que abordar este reto en el marco de una economía muy dinámica, el crecimiento en la zona del euro es más moderado. Por el contrario, en Japón, los tipos de interés no solo son extremadamente bajos, sino que la economía aún no termina de mostrar signos inequívocos de recuperación y los precios han experimentado caídas hasta muy recientemente. Por consiguiente, resulta muy importante averiguar hasta qué punto se puede confiar en que las medidas de política monetaria tengan, a corto plazo, efectos similares a los observados en periodos normales en el entorno actual de tasas de inflación y tipos de interés reducidos.

Ciertamente, la idea de la «trampa de liquidez» es antigua. Sin embargo, puede que merezca la pena volver a examinarla en el contexto actual, caracterizado por la existencia de unos mercados financieros altamente sofisticados y globalizados. Por ello, y sin querer entablar un debate profundo sobre lo que es, indudablemente, un tema complicado, a continuación se especula sobre cómo dicho entorno podría influir en lo que habitualmente se considera que son los bloques principales del mecanismo monetario de transmisión. Esto es, la transmisión de las modificaciones de los tipos de interés de referencia a los tipos de interés de mercado, el efecto de las variaciones de los tipos de interés de mercado en el gasto privado y el impacto del gasto en los precios y en la producción. Para ello, conviene comenzar describiendo qué efectos cabe esperar tras una reducción de los tipos oficiales —como ha sido el caso recientemente en Japón y en la zona euro— y qué

(13) Véanse, por ejemplo, Brainard (1967) y Blinder (1998).

efectos podrían tener lugar tras una elevación de los tipos —como ha sucedido en los últimos meses en los Estados Unidos—.

En cuanto al efecto de los tipos de interés de referencia en los tipos de mercado, es razonable considerar que las variaciones de dichos tipos afectarán a la economía tanto más cuanto mayor sea su influencia en los distintos plazos de la estructura temporal de los tipos de interés y, fundamentalmente, en los tipos de interés a largo plazo. Así, en la medida en que los mercados consideren que los tipos de interés nominales y reales y que la inflación se encuentran en niveles históricamente bajos en un marco, por ejemplo, de lento crecimiento económico, un recorte de los tipos de interés oficiales podría no dar lugar a una reducción significativa de los tipos a largo plazo —y podría provocar, incluso, una subida— si los mercados perciben que este recorte puede ser el último o que es probable que se invierta en el futuro. Por otra parte, el efecto de un recorte de los tipos de interés en la estructura temporal, por ejemplo, también dependerá, normalmente, de lo creíble que sea la política monetaria a los ojos de los participantes en el mercado. En particular, en aquellos casos en los que la estabilidad de precios estuviera lo bastante bien establecida como para que los mercados confiaran en que las medidas de los bancos centrales siempre iban a ser compatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios, aquellos considerarían sostenibles las variaciones de los tipos de interés y no aumentarían sus expectativas de inflación. Por consiguiente, sería de esperar que el movimiento a la baja en la estructura temporal de los tipos de interés nominales y reales fuera mayor que en el caso en el que, para empezar, no se partiera de una situación de estabilidad de precios o en la que esta situación no estuviera lo suficientemente consolidada.

Por lo que se refiere al sistema bancario, los tipos de interés crediticios podrían reaccionar menos ante un recorte de los tipos de interés de referencia en una situación en la que los tipos iniciales ya son muy bajos y en la que no hay margen para que los intereses de los depósitos se reduzcan mucho más (de hecho, muchos depósitos están remunerados a un interés tipo cero o próximo a cero). El motivo es que, en tal caso, un recorte de los tipos oficiales puede hacer que los bancos se vuelvan mucho más reacios a bajar los tipos de interés crediticios por temor a comprimir excesivamente los márgenes de intermediación y a disminuir su rentabilidad.

Puede haber, asimismo, entornos, como en Japón, caracterizados por tipos de interés nominales y reales muy bajos y situaciones eco-

nómicas muy recesivas —más que de crecimiento lento—, en que recortes adicionales en los tipos de interés oficiales, aun si fueran posibles en términos nominales, podrían ser muy poco efectivos para estimular la economía a través del canal de tipos de interés. En concreto, esto es lo que sucedería si existieran problemas graves en el sistema bancario que hicieran que los bancos se volvieran extraordinariamente reacios a prestar al público, debido a los considerables riesgos de crédito que ello comportaría. Esto, sin embargo, no niega el que una política monetaria más relajada pueda estimular el gasto, al dar lugar, por ejemplo, a una depreciación del tipo de cambio que estimule las exportaciones, si bien seguiría siendo verdad que el impacto global del estímulo monetario sería menor de lo habitual, habida cuenta de la ausencia —como se ha señalado— del canal tradicional de tipos de interés, debido a la existencia de un *credit crunch*.

En un entorno de tipos de interés bajos, también se plantea la cuestión de si las repercusiones de una variación dada de los tipos de mercado sobre el gasto privado son distintas. Esto sería así porque, siempre que el coste inicial del capital sea suficientemente bajo, podría resultar difícil encontrar proyectos de inversión que no se hayan emprendido ya, pero que se emprenderían si el coste del capital experimentara un descenso adicional. Por lo tanto, una reducción dada de los tipos de interés, a partir de un nivel muy bajo, podría estimular el gasto privado menos que si la situación inicial se hubiera caracterizado por la existencia de un coste del capital más elevado.

A su vez, la forma en la que una variación dada del gasto se distribuye entre variaciones de precios y de producción puede depender también de la tasa de inflación inicial. A este respecto se ha señalado que, a medida que la inflación alcanza progresivamente valores más bajos, resulta crecientemente difícil reducirla aún más, lo que implica que la curva de Phillips a corto plazo se hace cada vez más plana conforme la tasa de inflación es menor (14). Aunque este supuesto se apoya en la experiencia de aquellos países que han registrado procesos de desinflación a partir de tasas de inflación elevadas o muy elevadas, sigue siendo muy controvertido en lo que respecta a la experiencia de los países industrializados, que comenzaron sus procesos de desinflación a partir de tasas de inflación significativamente más bajas. Ciertamente, la experiencia de los distintos países europeos —como España, Italia, Portugal y Grecia— en los últimos años mues-

(14) Véase Akerlof, Dickens y Perry (1996).

tra que la reducción de la inflación, incluso desde tasas moderadas, ha entrañado unos costes, no ya mayores o iguales, sino considerablemente más pequeños que los episodios de desinflación anteriores, aunque hay que reconocer que las perturbaciones favorables de oferta que han tenido lugar pueden haber contribuido a ello.

Finalmente, hay que reconocer que los efectos reales de la política monetaria en la economía también pueden diferir, dependiendo de si las medidas adoptadas suponen una relajación o un endurecimiento de las condiciones monetarias; algo a lo que Milton Friedman se refirió hace tiempo al decir que: «Se puede tirar de una cuerda, pero no empujarla». En este sentido, cabe señalar que los motivos expuestos en esta sección sobre por qué una política monetaria más relajada puede no ser tan efectiva para estimular la demanda en un contexto de tipos de interés bajos y de una situación económica de recesión o de atonía, indican también que un endurecimiento de la política monetaria —en caso de que ello fuera necesario para mantener la estabilidad de precios en un entorno económico más dinámico— podría ser bastante efectivo para moderar la demanda agregada. En concreto, un aumento de los tipos de interés de referencia podría reflejarse con relativa rapidez en una subida de los tipos de interés crediticios —lo que reduciría la demanda de crédito—, generaría una contracción de la oferta de crédito y el incremento del coste del capital haría disminuir el gasto privado. Por lo que respecta a la distribución de las variaciones de gasto resultantes entre precios y producción, es conveniente recordar que, generalmente, los salarios y los precios tienden a mostrar un mayor grado de flexibilidad al alza que a la baja, debido, por ejemplo, al deseo de los agentes económicos de no ver erosionadas sus rentas reales. De ahí que, mientras que un estímulo de demanda procedente de una política monetaria más relajada puede tener un escaso impacto sobre la actividad, una contracción de la demanda derivada de una política monetaria más restrictiva puede tener una mayor incidencia sobre el ritmo de actividad, que es lo que se persigue moderar para ajustarlo a su senda de crecimiento potencial no inflacionista.

En resumen, esta sección ha tratado de explicar cómo los efectos a corto plazo de la política monetaria sobre la economía pueden diferir en circunstancias concretas como las imperantes en la actualidad, que son distintas de las que han prevalecido, por término medio, durante el período en el que se observaron o estimaron dichos efectos con la ayuda de modelos econométricos más o menos complejos.

4. CONCLUSIONES

Este artículo ha tratado de abordar un viejo tema, que, sin embargo, continúa siendo de gran importancia: los efectos de la política monetaria en la economía. La evidencia empírica comentada sugiere que como, en el medio plazo, la inflación es fundamentalmente un fenómeno de origen monetario y entraña costes económicos significativos, la mejor contribución que la política monetaria puede ofrecer al bienestar de la sociedad es mantener la estabilidad de precios. Ahora bien, en el corto plazo, la política monetaria sí afecta a las variables económicas reales, con independencia de si las medidas adoptadas resultan ser respuestas sistemáticas al estado de la economía o perturbaciones exógenas. Muy probablemente, ello es debido a la coexistencia de rigideces nominales y reales en los mercados de bienes y servicios y en el mercado de trabajo. Si bien estos resultados generales parecen bastante razonables, resulta, sin embargo, difícil alcanzar un acuerdo sobre cuáles son la magnitud y el curso temporal concretos de los efectos de la política monetaria sobre la producción y los precios en el corto plazo.

Finalmente, el análisis que se ha realizado de las posibles incertidumbres sobre los efectos de la política monetaria en un entorno de tasas de inflación y tipos de interés reducidos —como el imperante hoy día en muchos países y zonas económicas— ha llegado a la conclusión, absolutamente provisional, de que en ese contexto los efectos estimulantes de una expansión monetaria, aun cuando no se pusiera en peligro la estabilidad de precios, pueden ser de escasa cuantía, en comparación con los efectos moderadores sobre el ritmo de expansión de la demanda de un endurecimiento del tono de la política monetaria.

27.10.1999.

BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G., DICKENS, W. y G. PERRY (1996). «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 1-59.
- ANDRÉS, J. y I. HERNANDO (1999). «Does Inflation Harm Economic Growth?: Evidence for the OECD», en Feldstein, M. (ed.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (1995). *Financial Structure and Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basel.
- BARRO, R. J. y D. B. GORDON (1983). «Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 101-121.
- BLANCHARD, O. M. y J. WOLFERS (1999). «The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: the Aggregate Evidence», mimeo MIT.

- BLINDER, A. (1998). «Central Banking in Theory and Practice», MIT Press.
- BRAINARD, W. (1967). «Uncertainty and the Effectiveness of Policy», *American Economic Review*, 57, nº 2 (mayo), pp. 411-425.
- CLARIDA, R., GALÍ, J. y M. GERTLER (1997). «Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence», *NBER Working Papers* 6254.
- FELDSTEIN, M. (1999). «The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability», en Feldstein, M. (ed.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press.
- FISCHER, S. (1977). «Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule», *Journal of Political Economy*, 85, pp. 191-206.
- (1994). «Modern Central Banking», en F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer y N. Schnadt, *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press.
- FRIEDMAN, B. (1995). «Does Monetary Policy Affect Real Economic Activity? Why do We Still Ask This Question?», *NBER Working Papers* 5212.
- FRIEDMAN, M. (1968). «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review*, 58, pp. 1-17.
- INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (1997). «The Single Monetary Policy in Stage Three. Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB», Frankfurt.
- KYDLAND, F. E. y E. C. PRESCOTT (1977). «Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-491.
- LAUBACH, TH. y A. POSEN (1997). «Discipline Discretion: Monetary Targeting in Germany and Switzerland», *Essays in International Finance*, 206, Princeton University.
- LEEPER, E., SIMS, C. y T. ZHA (1996). «What Does Monetary Policy Do?», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 1-76.
- LUCAS, R. E., JR. (1972). «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, 4, pp. 103-124.
- (1996). «Nobel Lecture Monetary Neutrality», *Journal of Political Economy*, 104, pp. 661-682.
- MCCALLUM, B. (1999). «Analysis of the Monetary Mechanism: Methodological Issues», mimeo, Carnegie-Mellon University.
- PHELPS, E. S. (1968). «Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium», *Journal of Political Economy*, 76, pp. 678-711.
- PHELPS, E. S. y J. B. TAYLOR (1977). «Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations», *Journal of Political Economy*, 85, pp. 163-190.
- TAYLOR, J. B. (1979). «Staggered Wage Setting in a Macro Model», *American Economic Review*, 69, pp. 108-113.
- (1993). «Macroeconomic Policy in a World Economy», W. W. Norton.

Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español

Este artículo ha sido elaborado por Cristina Mazón, de la Universidad Complutense de Madrid, y Soledad Núñez, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

El Tesoro español utiliza, al igual que la mayor parte de los Tesoros de otros países, el procedimiento de la subasta para la emisión de bonos del Estado. Las subastas del Tesoro español se celebran con regularidad, siguiendo un calendario mensual anunciado anualmente, y son muy abiertas. Cualquier persona, física o jurídica, puede participar presentando cuantas peticiones competitivas desee, pujando por precio y cantidad, y/o presentando una petición no competitiva, con un límite en la cantidad y siendo precio-aceptante. Además de estas características, las subastas utilizadas por el Tesoro español presentan dos peculiaridades: el mecanismo utilizado en la determinación del precio a pagar por las peticiones aceptadas y la incertidumbre sobre la cantidad que se va a emitir.

Así, las subastas utilizadas por los Tesoros de los diferentes países son *discriminatorias* o *uniformes*, con la única excepción de la utilizada por el Tesoro español, que es un híbrido de las dos. En la *subasta discriminatoria*, los pujadores ganadores pagan por el bien recibido el precio que pujaron, mientras que en la *subasta uniforme* todos los pujadores ganadores pagan por el bien recibido el mismo precio: el mínimo aceptado (denominado precio *marginal*). En la *subasta española*, aquellos participantes ganadores que pujaron un precio superior al precio medio ponderado de las pujas ganadoras (en adelante, *PMP*) pagan dicho PMP, mientras que aquellos participantes ganadores que pujaron a un precio entre el PMP y el marginal pagan el precio pujado.

Por otra parte, un número significativo de Tesoros de otros países (por ejemplo, Italia, Estados Unidos, Japón y Canadá) anuncian, con anterioridad a la celebración de la subasta, el volumen que se va a emitir, anuncio que resulta vinculante. La práctica seguida por el Tesoro español a este respecto es también peculiar, si bien ha experimentado un importante cambio desde julio de 1995. Hasta entonces, el Tesoro español no realizaba ningún anuncio sobre la cantidad a emitir. A partir de dicha fecha, sin embargo, el Tesoro viene anunciando, unos días antes de la celebración de la subasta, el volumen mínimo, el máximo y el previsto

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9905, del Servicio de Estudios, con el mismo título.

(objetivo) de emisión. A pesar de ello, la incertidumbre sobre la cantidad que se va a emitir persiste: primero, porque el anuncio sobre el objetivo no es vinculante y, segundo, porque tanto el volumen máximo como el objetivo se establecen conjuntamente para dos bonos que se subastan en el mismo día, pero separadamente (2).

Por último, otro rasgo importante de la subasta de bonos del Estado español es la práctica de la *emisión por tramos*, que consiste en que un mismo bono se subasta durante varios meses consecutivos, hasta que alcanza un volumen en circulación suficiente a juicio del Tesoro. Esta práctica, utilizada también en otros países (por ejemplo, Italia, Francia, Japón y Reino Unido), tiene como objetivo promover la liquidez del mercado secundario y evitar posibles arrinconamientos del mismo.

La literatura económica ha estudiado ampliamente, tanto a un nivel teórico como empírico, los diferentes tipos de subasta. La mayor parte de los estudios se centran en el análisis de las características e implicaciones de las subastas discriminatorias y uniformes, existiendo un debate en la literatura económica sobre cuál de las dos tiene mayor poder recaudatorio para el Tesoro. Sin embargo, hay una notable escasez de estudios sobre la subasta española (3). Este trabajo pretende contribuir a rellenar dicho hueco. El estudio es de interés, dadas las características peculiares que presentan las subastas de bonos españoles, máxime cuando el Tesoro español compite, con un diferente tipo de subasta, con los Tesoros del resto de países de la UME, en la emisión de valores de deuda pública en una misma moneda.

El objetivo del presente trabajo es analizar si el tipo de subastas de bonos del Estado utilizado por el Tesoro español maximiza los ingresos esperados por este. Para ello se desarrolla, en primer lugar, un modelo teórico muy simplificado, pero que recoge las dos peculiaridades más destacadas de la subasta de bonos española: el mecanismo utilizado y la incertidumbre sobre la cantidad que se va a emitir. En segundo lugar, se lleva a cabo un análisis empírico de dichas subastas para el período enero 1993-agosto 1997, con objeto de examinar el tamaño, la significatividad y los determinantes del

descuento de la subasta, definido como el diferencial entre el precio del bono subastado en el mercado secundario y el precio determinado en la subasta.

El resto del presente artículo se estructura como sigue. En el apartado 2 se describen, de forma muy breve, los principales resultados de la literatura de subastas. El apartado 3 resume las especificaciones del modelo teórico utilizado para caracterizar la subasta española y describe las principales conclusiones del mismo. En el apartado 4 se resume el análisis empírico llevado a cabo. Finalmente, en el apartado 5, se exponen las principales conclusiones del trabajo.

2. LA LITERATURA ECONÓMICA SOBRE SUBASTAS

Existe un amplio debate en la literatura económica, iniciado en los años sesenta y aún no concluido, sobre cuál de los dos tipos de subasta, discriminatoria o uniforme, consigue mayores ingresos para el vendedor. Dicho debate se mantiene vivo en la medida en que la teoría económica no ha sido capaz de proporcionar una respuesta satisfactoria. A este respecto hay que tener en cuenta que las subastas de bonos, en las que se subasta un *bien divisible*, que puede ser negociado posteriormente en el mercado secundario (4), y en las que los participantes pueden presentar más de una puja, son juegos notablemente más complicados que aquellas en las que se subasta un único bien indivisible con una única puja por participante, que la teoría económica ha sido capaz de ordenar y analizar en detalle.

Así, Milgrom y Weber (1982) muestran que para aquellas subastas de un bien indivisible y de valoración común, con participantes neutrales ante el riesgo que presentan una única puja, las subastas de segundo precio (uniformes) son superiores, desde el punto de vista recaudatorio, a las de primer precio (discriminatorias) (5). Este resultado se explica por la existencia de la llamada *maldición del ganador*, según la cual

(2) Se anuncia un máximo y un objetivo para las subastas de bonos a 3 y 10 años, por un lado, y para las de 5 y 15 años, por otro.

(3) Solo se conocen dos estudios: Salinas (1991), que modeliza la subasta española realizando el supuesto de valoración independiente, y Martínez Méndez (1993), que realiza un detallado estudio sobre la subasta española y discute sus principales características.

(4) La negociación posterior en el mercado secundario caracteriza a las subastas de bonos como subastas de valoración común, que son aquellas en las que los participantes comparten una única valoración (desconocida) sobre el bien subastado. Por el contrario, en las subastas de valoración privada las valoraciones de los participantes se distribuyen independientemente.

(5) En las subastas de un único bien indivisible puede distinguirse entre las de primer precio, en las que el ganador paga el precio que ha pujado (el más alto), y las de segundo precio, en las que el ganador paga el segundo precio más alto. En las subastas de un bien divisible, las discriminatorias se corresponden con las de primer precio y las uniformes con las de segundo precio.

CUADRO 1

Trabajos empíricos

Autor	Mercado y tipo de subasta	Cálculo del descuento	Tamaño descuento
Cammack (1991)	US T bills tres meses 1982-1984 Discriminatoria	PC cotizado en t - PMP	4 pb Significativo
Spindt & Stolz (1992)	US T bills tres meses 1982-1988 Discriminatoria	PF en t antes de subasta - PMP	1,3 pb Significativo
Chereburi <i>et al.</i> (1993)	BTP italianos 1900-1991 Uniforme	Log (PC medio en t/PMg)	14 pb Significativo
Umlauf (1993)	Letras mejicanas un mes 1985-1991 Discriminatoria y uniforme	PC medio en t/PMP	1,7 pb Significativo
Bikhchandani <i>et al.</i> (1994)	US T bills 1990-1991 Discriminatoria	PF en t antes de subasta - PMP	1 pb No significativo
Simon (1994)	US T - notes 1990-1991	TMP - TF en t antes de subasta	0,37 pb Significativo
Buttiglione y Drudi (1994)	BTP, CCT y CTOS italianos 1989-1992 Uniforme	PC medio cruzado en t - PMg	7 pb Sin test
Malvey, Archibald y Flynn, (1996)	US T - notes 1992-1995 Discriminatoria y uniforme	TMP - TF en t antes de subasta	Uniforme: -0,22 pb No significativo Discriminatoria: 0,69 pb Significativo
Nyborg y Sundaresan (1996)	US T bills y notes 1992-1993 Discriminatoria y uniforme	TMP - TF en t antes de subasta	Uniforme = -2 pb No significativo Discriminatoria = 0,4 pb No significativo
Drudi y Massa (1997)	BTP y CCT italiano uniforme	PC cruzado en t antes de subasta - PMg	4 pb No significativo
Scalia (1997)	BTP y CCT italianos 1995 - 1996 Uniforme	PC cruzado en t antes de subasta - PMg	4,2 pb No significativo
Breedon y Ganley (1996)	UK Gilts 1998-1996 Discriminatoria	PF en t antes de subasta - PMP	10 pb No significativo
Hamao y Jegadeesh (1997)	Bonos japoneses 1989-1995 Discriminatoria	TMP - TC en t+1	2,8 pb Significativo
Berg (1997)	Certificados Banco de Noruega 1993-1995 Discriminatoria	TMP - TC en t+1	5,7 pb Sin test

Fuentes: Scalia (1997) y elaboración propia.

PF y TF = precio y tipo, respectivamente, del mercado *para cuando se emita*; PC y TC = precio y tipo, respectivamente, del mercado de contado; PMP y TMP = precio y tipo, respectivamente, medio ponderado de subasta; PMg = precio marginal de la subasta; t = día de la subasta; pb = puntos básicos (centésimas de punto).

ganar puede ser una mala noticia para el jugador, ya que implica que ha sobrevalorado el bien respecto a sus rivales. Los participantes de la subasta tienen en cuenta la maldición del ganador, de forma que su estrategia óptima es realizar una puja por debajo del valor que asignan al bien. En las subastas de segundo precio (uni-

formes), la maldición del ganador se suaviza, resultando en pujas con un sesgo menor y, por tanto, en un precio de subasta mayor que las de primer precio (discriminatorias).

Las subastas de bienes divisibles, entre las que se encuentran las de bonos, comparten al-

gunas de las características de las de un solo bien, como, por ejemplo, la existencia de la maldición del ganador. Sin embargo, los modelos teóricos existentes de subastas de bienes divisibles son inconclusos respecto a qué formato, entre el uniforme y el discriminatorio, consigue un mayor ingreso esperado para el vendedor. La complejidad del juego de las subastas de bonos determina que para su modelización haya que recurrir, con frecuencia, a supuestos simplificadores cuya relajación afecta a los resultados, obteniéndose una ordenación, en cuanto al ingreso esperado para el vendedor, que es opuesta en algunos casos e indeterminada en otros. En definitiva, como señalan Das y Sundaram (1997), el supuesto de indivisibilidad del bien subastado es crítico en el resultado de Milgrom y Weber, de forma que, como resumen dichos autores: «La conclusión más clara que puede obtenerse de los estudios teóricos recientes es que del estudio de las subastas de un único bien no puede extraerse ninguna lección de utilidad sobre el formato a utilizar en las subastas del Tesoro».

La ausencia de resultados teóricos concluyentes ha motivado un buen número de trabajos empíricos al respecto. Ahora bien, el estudio sobre qué tipo de subasta es mejor presenta dificultades también a este nivel: en general, los datos disponibles corresponden a un tipo determinado de subasta (la que practique el Tesoro correspondiente), y de ellos no es posible inferir los resultados que se hubieran obtenido con otro tipo de subasta, ya que en este caso las pujas presentadas por los participantes también habrían sido diferentes. Aun en los casos en los que se dispone de datos para los dos tipos de subasta, la comparación es difícil, ya que corresponden a dos espacios de tiempo distintos, o a dos activos diferentes. Por ello, la mayor parte de los estudios se limitan a contrastar si el formato utilizado es recaudatoriamente eficiente. La contrastación se realiza analizando el *descuento de la subasta*, definido como el diferencial entre el precio del bono en el mercado secundario (6), que se toma como aproximación del verdadero valor del bono subastado, y el precio de subasta de dicho bono (7). Si este diferencial es estadísticamente no significativo, se concluye que el formato

de subasta aplicado maximiza los ingresos esperados del Tesoro y que no existe maldición del ganador. El cuadro 1 resume los resultados obtenidos en la literatura. Para las subastas discriminatorias, los resultados son mixtos, mientras que para las subastas de formato uniforme se encuentran, con alguna excepción, descuentos estadísticamente no significativos.

3. MODELIZACIÓN DE LA SUBASTA ESPAÑOLA

Las particularidades de la subasta española, en las que el formato utilizado es, como se ha mencionado anteriormente, un híbrido entre la subasta uniforme y la discriminatoria, hace que su modelización sea notablemente complicada, aun en sus formulaciones más sencillas. Así, con el formato español, el precio que pagan los ganadores depende de los precios y cantidades pujados por todos los demás ganadores, hecho que incrementa las consideraciones estratégicas de los participantes respecto a los casos uniforme y discriminatorio.

El modelo que se desarrolla en este trabajo recoge las dos peculiaridades más importantes del caso español: el formato utilizado y la incertidumbre en la oferta, si bien, con objeto de hacerlo analíticamente tratable, realiza supuestos simplificadores importantes. El modelo es una adaptación al caso español del utilizado por Menezes (1995), que lo desarrolla para el caso de las subastas discriminatorias.

En el modelo, el subastador anuncia la cantidad máxima ofrecida y sigue las reglas de la subasta española, en la asignación del precio a pagar por los ganadores. En la subasta participan dos jugadores neutrales ante el riesgo. Cada uno de ellos realiza una puja, consistente en un par precio-cantidad, y tiene una demanda decreciente. Además, cada jugador conoce la demanda de su rival, si bien desconoce en qué punto de dicha demanda se va a situar. Los jugadores se enfrentan a la incertidumbre sobre la oferta, ya que si la cantidad finalmente emitida es inferior a la pujada, la petición del jugador con menor precio pujado es rechazada, siendo la probabilidad de dicha circunstancia positiva.

El principal resultado del modelo es que, bajo ciertos supuestos, existe un equilibrio de Nash en estrategias puras que es único, en el sentido de que todos los jugadores obtienen la misma utilidad y de que el subastador maximiza el ingreso esperado, siendo el precio de subasta resultante el precio al que se vacía el mercado. Por tanto, bajo los supuestos del modelo, la subasta española es óptima.

(6) Cuando el bono no ha sido emitido anteriormente, se toma el precio al que cotiza dicho bono en el mercado «para cuando se emita», que es un mercado a plazo en el que el activo subyacente es el bono que se va a emitir y la fecha de vencimiento del contrato a plazo es la de emisión del bono. Cuando el bono ha sido emitido en alguna subasta anterior (caso de las emisiones por tramo) se utiliza el precio de dicho bono en el mercado de contado.

(7) En las subastas de formato discriminatorio, el precio de subasta es el medio ponderado de las pujas ganadoras (PMD). En las subastas uniformes, es el precio marginal.

4. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LAS SUBASTAS DE BONOS DEL TESORO ESPAÑOL

El análisis empírico llevado a cabo en este trabajo consta de tres partes. En la primera, se analizan las características generales del funcionamiento de las subastas. En la segunda, se contrasta el principal resultado del modelo teórico: la optimalidad de la subasta española desde el punto de vista del Tesoro. Finalmente, se analizan los determinantes del descuento de la subasta.

Para el análisis empírico se utilizan los datos de las pujas individuales correspondientes a las subastas de bonos a 3, 5, 10 y 15 años celebradas entre enero de 1993 y agosto de 1997. Como el Tesoro español utiliza, tal y como se dijo en la introducción, la práctica de la emisión por tramos, la muestra recoge subastas en las que el bono subastado se emite por primera vez (en adelante, *subastas iniciales*) y subastas en las que el bono subastado ya se ha emitido en alguna subasta anterior (en adelante, *subastas de reapertura*). La principal diferencia entre ambas es que, mientras que en las de reapertura el bono subastado se está negociando en el mercado secundario de contado, en las subastas iniciales no se negocia, ya que, si bien existe un mercado de *para cuando se emita*, este no es muy líquido, al menos durante el período analizado (8). De esta forma, parece razonable suponer que en las subastas de reapertura los participantes cuentan con más información sobre la valoración del bien subastado, que la obtienen del mercado secundario.

Por otra parte, teniendo en cuenta que a partir de julio de 1995 el Tesoro comenzó a anunciar los volúmenes máximo, mínimo y objetivo no vinculante de emisión, en la muestra se puede distinguir entre las subastas celebradas con anterioridad a esa fecha (*subastas sin anuncio*) y las celebradas con posterioridad (*subastas con anuncio*). En estas últimas, la información es, lógicamente, mayor, pero persiste, como ya se ha mencionado, incertidumbre sobre la cantidad ofrecida.

4.1. Características generales

Los cuadros 2.a y 2.b recogen los valores medios de una serie de variables que describen el funcionamiento de las subastas, tanto para el conjunto de la muestra como para los subconjuntos anteriormente descritos (iniciales, de reapertura, sin anuncio y con anuncio). Las características más sobresalientes son:

- En las subastas de bonos españolas las peticiones no competitivas tienen una importancia insignificante, ya que suponen, en media, un 0,7 % del importe solicitado. En las subastas participan una media de 31 jugadores con peticiones competitivas. Dicha participación es aceptable, teniendo en cuenta que la participación en el mercado secundario del conjunto total de bonos vivos es, en media diaria, de unos 50 miembros. Además, cada uno de los participantes presenta una media de 2,7 peticiones competitivas.
- El grado de competencia, medido por el cociente entre el volumen competitivo solicitado y el volumen competitivo aceptado, es de 3,1, comparable al de otras subastas de bonos, como por ejemplo, la italiana (2) y la japonesa (3,9).
- La dispersión de los precios pagados por las pujas ganadoras es pequeña. Así, el diferencial de precios entre el PMP y el marginal es, en media, de 10 puntos básicos (menor que el diferencial entre precios de oferta y demanda del mercado secundario correspondiente, que para el período estudiado muestra una media de 18 puntos básicos), y presenta una desviación estándar media de 0,36 puntos básicos. Además, la mayor parte del volumen aceptado (un 57,9 %, en media) se asigna al precio pujado. Sin embargo, la dispersión de los precios pujados por las peticiones aceptadas es notablemente alta, con una media de 350 puntos básicos. Por tanto, se puede concluir que, si bien la mayor parte de las pujas se realizan a precios muy similares, hay, en general, un grupo reducido de participantes que pujan a precios considerablemente más altos (9).
- La demanda (importe solicitado y número de pujas) y la oferta (volumen objetivo de emisión) parecen ser mayor para las subastas iniciales que para las de segundo tramo, si bien el grado de competencia, medido por el cociente entre el importe solicitado y el aceptado, resulta ser menor. Por otra parte, la dispersión, tanto de los precios pagados como de los precios pujados, es inferior en las subastas de reapertura, lo que es coherente con el supuesto de que los participantes en estas subastas tienen más informa-

(8) Así, solo para 9, de las 29 subastas iniciales de la muestra, se cruzaron operaciones en dicho mercado el día anterior a la subasta.

(9) Este hecho parece sugerir que hay participantes que están comportándose, de hecho, como no competitivos: pujando a precios muy altos se aseguran contra la posibilidad de no adquirir el bono, evitando de esta manera el límite cuantitativo impuesto para las peticiones no competitivas y pagando el mismo precio que estas (el PMP), si bien a costa de pagar una pequeña penalización, ya que el pujar agresivamente sube el PMP.

CUADRO 2.a

Características generales de las subastas de bonos españoles

	Total subastas	Subastas iniciales	Subastas de reapertura
Número de subastas analizadas	192	29	163
	Media	Media	Media
Volumen competitivo solicitado	254	355,7	236,3
Volumen emitido	124,6	194,2	112,5
Volumen competitivo aceptado	122,9	193,0	110,7
Número de pujas competitivas	83,3	121,3	76,6
Pujadores con una o más pujas competitivas	30,9	41,3	29,0
Pujadores con solo pujas no competitivas	23,8	21,3	24,2
Pujadores con solo pujas competitivas	16,6	24,7	15,2
Pujas por pujador (a)	2,2	2,541	2,096
Volumen pujado por puja (a)	4,2	3,543	4,368
Volumen pujado por pujador	7,1	7,087	7,073
Cobertura (vol.solicitado/vol.emitido) (a)	3,1	2,02	3,3
% pujas aceptadas (a)	43,8	51,8	42,4
% pujadores ganadores (a)	61,7	71,3	60,1
% volumen pagando PMP (a)	42,1	38,1	42,7
% pujas pagando PMP (a)	61,5	61,4	61,6
% pujadores pagando PMP (a)	62,8	61,01	63,2
% volumen pagando p. marginal	46,6	38,1	48,0
PMP-p. marginal	0,1	0,1	0,1
Puja máxima – p. marginal	3,5	3,9	3,4
Puja máxima – puja mínima	5,8	5,9	5,8
Desviación estándar de pujas	0,8	0,6	0,8
Desviación estándar de precios pagados	0,04	0,06	0,03
Vol. objetivo para bonos a tres y diez años	279,7	333,9	271,3
Vol. objetivo para bonos a cinco y quince años	228,7	280,4	220,6

Volúmenes en miles de millones de pesetas.
Pujas no-competitivas de no-miembros se cuentan como una única puja.
(a) Considerando solo pujas competitivas.

ción sobre el precio del bono, gracias a la actividad del mercado secundario.

- La dispersión de los precios pagados y de los pujados en las subastas con anuncio es menor que las de sin anuncio, lo que puede estar reflejando que en aquellas la incertidumbre a la que se enfrentan los participantes es menor. No obstante, esta menor dispersión de precios podría estar explicada también por la menor volatilidad de los mercados de deuda en el período julio 1995-agosto 1997 con relación al período enero 1993-junio 1995.

4.2. Contrastación del modelo teórico

Para contrastar el principal resultado del modelo, esto es, que las subastas utilizadas

por el Tesoro español maximizan los ingresos esperados de este, se sigue la práctica más habitual en la literatura sobre este tema que analiza el descuento de la subasta. Ello equivale a examinar la optimalidad recaudatoria de la subasta, ya que los ingresos del Tesoro no pueden incrementarse más allá del valor de los beneficios de los ganadores (10), y estos son, precisamente, lo que se ha definido como el descuento de la subasta. Por tanto, si del análisis realizado se obtiene que el descuento es estadísticamente no significativo y pequeño se puede concluir que no se rechaza la hipótesis

(10) El beneficio será igual al diferencial entre el precio de venta del bien adquirido y el precio de adquisición. Para las subastas de reapertura el precio de venta es el precio del bono en el mercado secundario y, para las iniciales, es el precio del bono en el mercado *para cuando se emita*.

CUADRO 2.b

Características generales de las subastas de bonos españoles

	Subastas iniciales		Subastas de reapertura	
	Sin anuncio de volumen	Con anuncio de volumen	Sin anuncio de volumen	Con anuncio de volumen
Número de subastas analizadas	15	14	73	90
	Media	Media		Media
Volumen competitivo solicitado	369,2	341,2	212	256,8
Volumen emitido	218,1	168,7	112,1	112,8
Volumen competitivo aceptado	216,7	167,6	110,1	111,2
Número de pujas competitivas	138,1	103,4	80,9	73,0
Pujadores con una o más pujas competitivas	49,5	32,6	31,0	27,3
Pujadores con solo pujas no competitivas	19,4	23,4	25,3	23,4
Pujadores con solo pujas competitivas	31,3	17,6	17,3	13,6
Pujas por pujador	2,5	2,5	2,011	2,2
Volumen pujado por puja (a)	3,2	3,9	2,904	5,6
Volumen pujado por pujador (a)	6,3	7,9	4,9	8,8
Cobertura (vol.solicitado/vol.emitido) (a)	1,875	2,195	4,201	2,514
% pujas aceptadas (a)	57,8	45,3	47,4	38,3
% pujadores ganadores	75,7	66,5	62,8	57,7
% volumen pagando PMP (a)	29,6	45,4	34,7	48,0
% pujas pagando PMP (a)	67,0	52,9	63,1	60,3
% pujadores pagando PMP (a)	66,1	53,4	64,2	62,3
% volumen pagando p. marginal	42,7	33,1	55,6	41,6
PMP-p. marginal	0,2	0,1	0,1	0,1
Puja máxima – p. marginal	4,1	3,7	3,9	3,0
Puja máxima – puja mínima	6,7	5,2	6,0	5,6
Desviación estándar de pujas	0,7	0,6	1,0	0,7
Desviación estándar de precios pagados	0,07	0,04	0,03	0,03
Vol. objetivo para bonos a tres y diez años		333,9		271,3
Vol. objetivo para bonos a cinco y quince años		280,4		220,6

Volúmenes en miles de millones de pesetas.
Pujas no-competitivas de no-miembros se cuentan como una única puja.
(a) Considera solo pujas competitivas.

de que el tipo de subasta practicado maximiza los ingresos esperados del Tesoro.

Para calcular el descuento de cada una de las subastas de la muestra, se utiliza como precio de la subasta el precio medio ponderado pagado por las pujas aceptadas (PMPA) (11). En cuanto a los precios del mercado secundario, lo idóneo sería utilizar los precios en el mercado secundario correspondientes al momento en que se celebra la subasta (10.30 de la ma-

ñana del día de la subasta). Desafortunadamente, no se dispone de tales precios, y se ha optado por utilizar, en su lugar, los precios cotizados por uno de los principales *brokers* del mercado a las cinco de la tarde del día anterior a la subasta (12), transformados a la fecha-valor del bono subastado (13).

(12) El descuento de la subasta se ha calculado también utilizando como precio del mercado secundario los precios medios cruzados en el día de la subasta y en el día anterior, así como utilizando los precios cotizados en el día de la subasta. Las conclusiones que se extraen cuando se utilizan dichos precios son similares a las que se presentan aquí.

(13) Para la muestra disponible, la fecha-valor del bono subastado es unas dos semanas posterior a la fecha de subasta. Para la transformación de los precios del mercado secundario al de la fecha de subasta se han utilizado los tipos de interés de operaciones simultáneas.

(11) Nótese que en la subasta española el precio medio ponderado recibido por el Tesoro no es, a diferencia de las discriminatorias, el PMP (precio medio ponderado pujado por las peticiones ganadoras), ya que todas aquellas con pujas superiores al PMP pagan el PMP, mientras que las restantes ganadoras pagan el precio pujado. Lógicamente, PMPA = PMP.

CUADRO 3

Estadísticos descriptivos del descuento (a)

	Número de observaciones	Media	t-estadístico	Número de observaciones positivas	Máximo	Percentil 90 %	Mediana	Percentil 10 %	Mínimo
Total subastas	164	0,10	3,74	101	1,42	9,51	0,08	-0,30	-0,88
Subastas iniciales	7	0,33	6,55	7	0,46	0,46	0,36	0,15	0,15
Subastas de reapertura	157	0,09	3,23	94	1,42	0,52	0,06	-0,33	-0,88
Subastas iniciales sin anuncio	7	0,33	6,55	7	0,46	0,46	0,36	0,15	0,15
Subastas iniciales con anuncio (b)	7	0,18	2,52	6	0,99	0,49	0,13	-0,04	-0,04
Subastas de reapertura sin anuncio	75	0,19	5,13	57	1,42	0,60	0,15	-0,18	-0,50
Subastas de reapertura con anuncio	82	-0,01	-0,21	37	0,74	0,37	-0,01	-0,40	-0,88

(a) Descuento = Precio mercado secundario en (t-1) – PMP. Para iniciales se usa el precio del «mercado para cuando se emita».

(b) Descuento calculado utilizando precios cotizados en t.

El cuadro 3 recoge los estadísticos descriptivos del descuento de la subasta. El análisis se realiza para el total de subastas de la muestra, separando dichas subastas en iniciales y de reapertura, con y sin anuncio sobre el objetivo de emisión. Las principales conclusiones que pueden extraerse son:

- Para el conjunto total de subastas, el descuento es positivo y estadísticamente diferente de cero, si bien de un tamaño menor al diferencial correspondiente entre los precios de oferta y demanda del mercado secundario.
- Las subastas iniciales tienen un descuento mayor que las de reapertura y superior al correspondiente diferencial oferta-demanda del mercado secundario (14). Por tanto, los resultados indican que cuando la información sobre el precio del bono subastado es menor el descuento es mayor. Este resultado es coherente con la predicción de la teoría de subastas sobre la relación positiva entre incertidumbre y maldición del ganador.
- Las subastas sin anuncio previo sobre el volumen a emitir tienen un descuento mayor

(14) El número de observaciones para las subastas iniciales es muy pequeño, ya que, como se ha mencionado, el *mercado para cuando se emita* es poco líquido, por lo que los t-estadísticos deben de considerarse con cautela. No obstante, el hecho de encontrar un descuento positivo y de un tamaño considerable para todas las observaciones disponibles da una cierta robustez al signo del valor medio del descuento.

que aquellas con anuncio previo. Este resultado parece indicar que cuando los participantes tienen mayor información el descuento es menor. No obstante, el resultado podría estar explicado también por la mayor volatilidad de los mercados de deuda en el período enero 1993-julio 1995 (en el que el Tesoro no anunciaba objetivos de emisión), que en el período julio 1995-agosto 1997 (en el que el Tesoro pasó a anunciar tales objetivos).

- Para aquellas subastas de reapertura en las que el Tesoro ha anunciado objetivos de emisión, el descuento es estadísticamente no significativo. Nótese que este grupo de subastas es el que queda mejor caracterizado por el modelo teórico utilizado para modelizar el caso español. Primero, porque, al igual que el Tesoro español, en este modelo el vendedor anuncia una cantidad a emitir que no es vinculante. Segundo, porque en el modelo los pujadores conocen la curva de demanda de su rival, por lo que, con sus limitaciones, este supuesto está más cercano al contexto de las subastas de reapertura con anuncio, para las que el bono subastado se está negociando simultáneamente en el mercado secundario y se produce en un período de menor volatilidad. Por tanto, puede concluirse que el resultado obtenido en cuanto a la no significación del descuento para este grupo de subastas es coherente con la predicción del modelo teórico de optimalidad de la subasta española desde el punto de vista del vendedor.

4.3. Análisis de los determinantes de la subasta

La ausencia de un modelo teórico de subastas de múltiples unidades comúnmente aceptado, implica que el análisis de los factores explicativos del tamaño del descuento contenga elementos *ad-hoc*. La alternativa utilizada por la mayor parte de los trabajos empíricos en esta área es contrastar si las predicciones de la teoría de subastas de un solo bien y una sola puja se mantienen para las subastas de bonos. En dichos modelos teóricos, la participación en la subasta, el grado de competencia y la incertidumbre sobre el valor del bien subastado son factores que explican el tamaño del descuento. Por ello, en los trabajos empíricos, variables que aproximan dichos factores son generalmente utilizadas como regresores del descuento de la subasta.

En este trabajo, la participación se mide por el número de participantes competitivos en la subasta (PUJADORES), y el grado de competencia, por el cociente entre el volumen solicitado competitivamente y el volumen aceptado (COBERTURA). El efecto de PUJADORES sobre el descuento de la subasta se espera que sea positivo, ya que en los modelos teóricos de subastas de una unidad y una puja, el aumento en el número de participantes tiene un efecto positivo sobre la maldición del ganador y, por tanto, negativo sobre el precio de subasta. Por el contrario, la variable COBERTURA se espera que tenga un efecto negativo sobre el descuento, ya que un aumento del grado de competencia reduce la probabilidad de ganar, lo que induce a pujar más alto, afectando de forma positiva al precio de subasta y, en consecuencia, negativamente al descuento (15).

Para aproximar el grado de incertidumbre sobre el precio del bien subastado, se utiliza la volatilidad del mercado secundario correspondiente (VOLATILIDAD), que se espera que tenga un efecto positivo sobre el descuento, ya que, en los modelos teóricos se argumenta que la probabilidad marginal de perder bajando la puja es decreciente con el grado de incertidumbre.

Ahora bien, en el caso español los participantes, a la hora de presentar sus pujas, se en-

frentan no solo a incertidumbre sobre precio, sino también sobre cantidad. Desafortunadamente, la incertidumbre sobre la cantidad es de difícil medición (16). En este trabajo se ha optado por utilizar la varianza de las pujas presentadas (VARPUJAS), argumentando que dicha varianza será mayor cuanto menor sea la información disponible por los participantes, de forma que se espera que dicha variable tenga un efecto positivo sobre el descuento. No obstante, se debe señalar que VARPUJAS captará los efectos de ambos tipos de incertidumbre (precio y cantidad), por lo que no es posible analizar separadamente el efecto de cada una de ellas.

Con objeto de permitir que el tamaño del descuento sea diferente entre los bonos a 3, 5, 10 y 15 años que contiene la muestra, se incluyen, como regresores, una variable ficticia por cada tipo de bono (DB3, DB5, DB10 y DB15). Con el mismo propósito, se incluye, como variable explicativa, la vida remanente del bono correspondiente (VIDA). Por otra parte, también se utiliza como regresor el volumen que se amortiza de bonos, con vida original igual al subastado, en el mes de la emisión (AMORTIZACIONES). El efecto de esta variable sobre el descuento es indeterminado, ya que un mayor volumen de amortización puede implicar una mayor presión para el Tesoro para emitir más volumen y, por tanto, un precio de subasta menor y un descuento mayor. Pero, por otro lado, esta variable también puede tener un efecto negativo sobre el descuento, ya que proporciona cierta información sobre la cantidad que se va a emitir. Por último, con objeto de tener en cuenta las posibles diferencias entre las subastas iniciales y las de reapertura, se utiliza la variable ficticia DINICIAL.

Los resultados del análisis de los determinantes del descuento se describen en el cuadro 4. Entre los regresores utilizados la variable COBERTURA, que mide el grado de competencia, es endógena. Por ello, se ha instrumentado, utilizando el grado de COBERTURA de la subasta adyacente (17). Las regresiones se han realizado utilizando mínimos cuadrados en

(15) Nótese que, en las subastas de una unidad y una única puja por participante no es posible separar el efecto de la participación del de la competencia, ya que el aumento del número de participantes implica, necesariamente, un aumento en el grado de competencia. En dicho caso, el efecto total sobre el descuento es ambiguo. Sin embargo, para las subastas de múltiples unidades, más participación no implica, necesariamente, mayor competencia, ya que el volumen ofrecido puede variar también.

(16) Una opción sería utilizar una variable ficticia que diferenciara el período en el que el Tesoro no anuncia objetivos del período en el que anuncia un objetivo no vinculante. Sin embargo, la coincidencia del período sin anuncio con el de una alta volatilidad y el período con anuncio con el de una baja volatilidad, desaconseja dicha opción, ya que la variable ficticia podría recoger el efecto de un cambio en la volatilidad, en lugar del efecto de un aumento en la información sobre el volumen de emisión.

(17) Concretamente, para las subastas de bonos a 3, 5 y 15 años se ha utilizado la cobertura de la subasta adyacente del bono a 10 años. Para las subastas de bonos a 10 años se ha utilizado la cobertura de la subasta de 3 años.

CUADRO 4

Determinantes del descuento de subasta

Variable dependiente = descuento de subasta (a) Método de estimación: MC2E Número de observaciones: 162	1	2	3	4	5
DB 3 (variable ficticia) <i>estadístico t</i>	-51,901 -2,95	-29,777 -1,89	-27,709 -1,60	-22,965 -2,68	-52,840 -2,99
DB 5 (variable ficticia) <i>estadístico t</i>	-72,241 -2,57	-54,606 -2,13	-54,390 -2,03	-20,482 -2,53	-72,530 -2,58
DB 10 (variable ficticia) <i>estadístico t</i>	-132,335 -2,34	-122,039 -2,28	-124,031 -2,30	-22,685 -2,38	-128,590 -2,28
DB 15 (variable ficticia) <i>estadístico t</i>	-174,375 -2,08	-172,010 -2,16	-184,028 -2,33	-12,551 -1,46	-168,508 -2,01
COBERTURA <i>estadístico t</i>	-2,642 -3,35	-3,251 -4,55	-3,420 -4,96	-2,540 -3,14	-2,613 -3,34
PUJADORES <i>estadístico t</i>	0,596 3,43	0,442 2,49	0,274 1,53	0,757 4,99	0,613 3,49
VARPUJAS <i>estadístico t</i>	3,342 2,85	2,874 2,88		3,549 3,32	3,460 3,29
VIDA <i>estadístico t</i>	11,642 1,97	13,656 2,38	14,735 2,61		11,223 1,90
AMORTIZACIONES <i>estadístico t</i>	-15,793 -1,22	-5,818 -0,47	-8,035 -0,62	-13,817 -1,10	
DINICIAL (variable ficticia) <i>estadístico t</i>	5,847 0,66	-4,213 -0,44	-3,268 -0,36	6,777 0,78	6,269 0,73
DVOLUMEN (variable ficticia) <i>estadístico t</i>		-22,253 -4,67	-23,431 -4,74		
R ² ajustado	0,252	0,318	0,291	0,237	0,254
RECM	29,370	28,060	28,604	29,680	29,346
DW-test	1,90	2,06	2,09	1,86	1,87
White test de heterocedasticidad H ₀ : homocedasticidad	Rechaza H ₀	Rechaza H ₀	Rechaza H ₀	Rechaza H ₀	Rechaza H ₀

Estadísticos *t* consistentes a heterocedasticidad.

(a) Descuento de subasta = [precio mercado secundario en (t-1) - PMP] × 100.

dos etapas. Las principales conclusiones que se extraen de dichos resultados son:

- Tanto la variable que mide la participación como la que mide la competencia tienen un coeficiente significativo y del signo esperado, es decir, positivo para participación y negativo para competencia. Como se ha argumentado, en las subastas de múltiples unidades una mayor participación no implica necesariamente una mayor competencia. Este parece ser el caso de las subastas de bonos españoles, al menos para el período estudiado, ya que la correlación entre ambas variables es del -17 %. Además, la exclusión de cualquiera de las dos variables de la regresión resulta en un coeficiente, para la variable incluida, similar al que se obtiene cuando ambas variables están pre-

sentes en la regresión, lo que es indicativo de que dichas variables recogen efectos diferentes.

- Las variables que miden la incertidumbre de precio y cantidad (VARPUJAS y VOLATILIDAD) parecen tener un efecto positivo sobre el descuento de la subasta.

Las regresiones presentadas en las columnas 2 y 3 del cuadro 4 indican que la utilización de la variable ficticia DVOLUMEN, con valor para las observaciones a partir de julio de 1995, recoge más el efecto de una bajada en la volatilidad que el de una mayor información sobre la cantidad que se va a emitir. Así, cuando se sustituye la variable VOLATILIDAD por DVOLUMEN, los coeficientes de VARPUJAS y de DVOLUMEN son significativos. Sin embar-

go, cuando se sustituye VARPUJAS por DVO-LUMEN, el coeficiente de VOLATILIDAD no es significativo, mientras que el de DVOLUMEN sí lo es.

5. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo es analizar las propiedades recaudatorias del tipo de subasta utilizada por el Tesoro español. Para ello se desarrolla, en primer lugar, un modelo muy simplificado, que recoge las dos principales peculiaridades de la subasta utilizada: un formato híbrido entre la discriminatoria y la uniforme, y la incertidumbre sobre el volumen que se va a emitir. El principal resultado del modelo es la existencia de un equilibrio de Nash en estrategias puras que maximiza el ingreso del vendedor.

En segundo lugar, se lleva a cabo un análisis empírico de las subastas de bonos a 3, 5, 10 y 15 años celebradas en el período enero 1993-agosto 1997. Las principales conclusiones de dicho análisis son: primera, tal y como predice el modelo teórico, el descuento de la subasta es pequeño y estadísticamente no significativo para aquellas subastas que dicho modelo caracteriza mejor, es decir, las de reapertura y en las que el Tesoro anuncia un objetivo de emisión no vinculante. Segunda, tanto la participación como el grado de competencia de las subastas parecen ser determinantes significativos del descuento de la subasta. La participación tiene un efecto positivo, ya que a medida que crece el número de participantes, la maldición del ganador es más acusada, por lo que los participantes sesgan sus pujas a la baja en mayor medida. La competencia tiene un efecto negativo porque mayor competencia significa una menor probabilidad de ganar, lo que lleva a los participantes a pujar más agresivamente. Tercera, las variables que indican el grado de incertidumbre a la que se enfrentan los participantes, parecen tener un efecto significativo y positivo sobre el descuento. Si bien en el análisis presentado no es posible separar el efecto de la incertidumbre en precio de la incertidumbre sobre el volumen que se va a emitir, parece que ambos tipos de incertidumbre afectan al descuento.

De los resultados obtenidos cabe señalar algunas implicaciones de política económica. Primera, el formato utilizado por el Tesoro español parece no ser perjudicial en el aspecto recaudatorio, al menos para las subastas de reapertura, ya que el tamaño del descuento es, en media, cercano a cero y, en cualquier caso, no mayor que el correspondiente diferencial entre los precios de oferta y demanda observados en el mercado secundario. Segunda, la práctica de

la emisión por tramos parece ser beneficiosa, de forma que el descuento para las subastas de reapertura es menor que para las iniciales, posiblemente como consecuencia de la información que proporciona el mercado secundario en las primeras. Y tercera, tal y como predicen los modelos teóricos, el anuncio sobre el volumen de emisión, aun cuando este no es vinculante y se establece conjuntamente para la emisión de dos bonos que se subastan por separado, parece ser también beneficioso para el Tesoro, ya que hay indicios que el descuento es menor cuanto mejor informados están los participantes. Posiblemente, anuncios con mayor vinculación y especificación serían aún más beneficiosos.

1.10.1999.

BIBLIOGRAFÍA

- BERG, S. A. (1996). «Central Bank auctions of deposit certificates», Arbeidsnotat, Norges Bank, 1996/0002.
- BREEDOM F. y J. GANLEY (1996). *Bidding and information: evidence from gilt-edged auctions*, Working Paper, Bank of England, 42.
- CAMMACK, E. (1991). «Evidence of bidding strategies and the information in Treasury bill auctions», *Journal of Political Economy*, 99, pp. 100-130.
- HAMAO, Y. y N. JEGASDEESH (1997). «An analysis of bidding in the Japanese government bond auctions», forthcoming in *Journal of Finance*.
- MALVEY, P. F., C. M. ARCHIBALD y S. T. FLYNN (1996). «Uniform price auctions: evaluation of the Treasury experience», Washington DC, US Treasury, mimeo.
- MARTÍNEZ MÉNDEZ, P. (1996). «The Spanish Market for Government Securities», manuscrito.
- MENEZES, F. (1995). «On the Optimality of Treasury Bill Auctions», *Economic Letters*, 49, pp. 273-279.
- MILGROM, P. y R. WEBER (1982). «A Theory of Auctions and Competitive Bidding», *Econometrica*, 50, pp. 1089-1122.
- RANJAN DAS, S. y R. SUNDARAM (1997). *Auction Theory: A Summary with Applications to Treasury Markets*, Working Paper 5873, NBER.
- SALINAS, R. (1990). *Subastas de títulos de deuda pública: un análisis de mecanismos de asignación de recursos*, Documento de Trabajo nº 9002, CEMFI.
- SCALIA, A. (1997). «Bidders profitability under uniform price auctions and systematic reopenings: the case of Italian Treasury bonds», Temi di Discussione, Banca d'Italia 303.
- SIMON, D. P. (1994). «Markups, quantity risk and bidding strategies of Treasury coupon auctions», *Journal of Financial Economics*, vol. 35, pp. 43-62.
- SPINDT, P. y R. STOLZ (1992). «Are U.S. Treasury bills underpriced in the primary market?», *Journal of Banking and Finance*, 16, pp. 891-908.
- UMLAUF, S. (1993). «An empirical study of the Mexican Treasury bill auction», *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 313-340.

Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998

1. INTRODUCCIÓN

A principios de 1998 se estableció la nueva normativa contable aplicable a las sociedades de garantía recíproca (SGR), ajustada a los objetivos establecidos en el Real Decreto que, a fines de 1996, reguló el régimen de autorización administrativa y los requisitos de solvencia de estas sociedades (1). Esta normativa ha supuesto que la evaluación y cobertura del riesgo específico de sus operaciones, la valoración de los activos adjudicados en pago de deudas y, en general, todo lo relacionado con el riesgo de insolvencia se someta a las mismas disposiciones aplicables a las entidades de crédito; al mismo tiempo, el tratamiento contable de los avales y demás garantías prestadas y el del fondo de provisiones técnicas tienen en cuenta las características específicas de estas sociedades.

El 31 de diciembre de 1998 estaban inscritas en el Registro Oficial del Banco de España 24 SGR, aunque tres de ellas están desde hace años en proceso de liquidación o tramitando su baja, y una no se ha adaptado todavía a la nueva normativa contable. En el último año no se ha producido ningún cambio en la composición del sector. El presente análisis y los cuadros que lo acompañan se refieren a las 20 sociedades activas a fin de año y con información disponible (2).

Notas características de las SGR siguen siendo: la alta participación de los socios protectores en su capital (49 % a finales de 1998); la función de liderazgo y el peso, como socio protector, de la respectiva Comunidad Autónoma; y la fuerte concentración del negocio, ya que las dos mayores sociedades, con la cuarta parte de los capitales desembolsados y de los socios partícipes del sector, representan más de la mitad del riesgo vivo (51 %).

El riesgo vivo total asumido por las SGR ascendía a 271 mm de pesetas, equivalentes a 1.629 millones de euros. La parte más sustancial de este, 237 mm de pesetas, tenía su origen en operaciones de aval o garantía con sus

(1) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de febrero de 1998, sobre normas especiales para la elaboración, documentación y presentación de la información contable de las sociedades de garantía recíproca, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 4 del RD 2345/1996, de 8 de noviembre.

(2) Las SGR realizaron una estimación de sus balances y cuentas de pérdidas y ganancias correspondientes a 31 de diciembre de 1997, de acuerdo con los mismos criterios y modelos de la Orden, a efectos estadísticos. Existen problemas de continuidad en la información contable de años anteriores, pero no en la referida a los dos últimos años, 1997 y 1998.

CUADRO 1

Sociedades de garantía recíproca (a)
Estructura del capital (% del capital desembolsado)

	1994	1995	1996	1997	1998
TOTAL	100	100	100	100	100,0
Socios protectores	53,7	52,3	51,5	50,9	48,6
Sector público	42,1	41,1	40,6	36,4	33,5
Comunidades Autónomas	36,6	36,0	35,7	32,4	29,6
IMPI y Patrimonio del Estado	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Administraciones Locales	5,3	4,9	4,7	3,9	3,8
Entidades privadas	11,6	11,3	10,9	14,5	15,1
Entidades financieras	8,0	7,7	7,4	10,3	11,2
De las que: Cajas de ahorros	6,6	7,0	6,7	8,9	8,8
Asociaciones empresariales y otros	3,6	3,6	3,5	4,2	3,9
Socios partícipes	46,3	47,7	48,5	49,1	51,4
PRO MEMORIA:					
Total socios	37.817	40.262	43.441	48.342	50.849
Capital medio (en miles de pesetas) por:					
Socio protector	11.613	12.930	13.225	13.497	13.227
Socio partícipe	167	183	186	182	184
Media de socios protectores por SGR	34	34	33	32	31
Media de socios partícipes por SGR	2.067	2.203	2.253	2.270	2.390

Fuente: CESGAR.

(a) Se ha confeccionado con la información referida a las 21 SGR activas en diciembre de 1998.

socios partícipes, lo que representaba algo más de dos puntos porcentuales (pp) de los pasivos contingentes del sistema crediticio en conjunto. El margen de explotación ha crecido con fuerza (20 %), alcanzando 1,6 mm de pesetas, pero sigue existiendo una dispersión de resultados notable de unas SGR a otras.

2. ESTRUCTURA DEL CAPITAL. IMPORTANCIA DEL PROTECTORADO PÚBLICO (3)

A 31 de diciembre de 1998, el capital desembolsado por las SGR ascendió a 17,4 mm de pesetas, equivalentes a 105 millones de euros. En ese año, los socios partícipes pasaron a ostentar, por primera vez, la mayoría del capital desembolsado (51,4 %), en detrimento de los socios protectores, que progresivamente van cediendo protagonismo a aquellos, como consecuencia del continuado y lento proceso de consolidación de las SGR (cuadro 1). De todas formas, desde este punto de vista, aún existen situaciones muy dispares; así, en trece SGR los socios protectores son mayoritarios y los partícipes representan solo un tercio del capital desembolsado conjunto, mientras que, en

las siete restantes SGR, los partícipes son mayoritarios, ostentando el 70 % del capital desembolsado conjunto. Este grupo de SGR está formado, principalmente, por las sociedades de mayor tamaño y las dos que pertenecen a agrupaciones sectoriales que operan en toda España.

Los 50.200 socios partícipes han aportado un capital medio de 184.000 PTA, que se ha mantenido bastante estable en los últimos cuatro años. La base societaria de las SGR ha aumentado de forma continuada; actualmente, el número medio de partícipes por entidad alcanza los 2.400.

El número medio de socios protectores por SGR se sitúa en 31, con un capital medio aportado que se mantiene en el entorno de los 13 millones. Las Comunidades Autónomas son el socio protector y promotor fundamental, aportando directamente casi el 30 % del capital, mientras que las cajas de ahorros y, en algunos casos, las entidades locales realizan una función de acompañamiento que significa en conjunto casi un 13 %. Una multitud de entidades privadas relevantes en el área de actuación de cada SGR se reparten un modesto 4 %, que en ocasiones ha sido financiado con subvenciones públicas. Las aportaciones de los socios protectores han mantenido una clara tendencia decreciente, con la única excepción de las en-

(3) La información utilizada en este apartado procede de CESGAR y se refiere a las 21 SGR con actividad a fin de 1998.

CUADRO 2

Sociedades de garantía recíproca
Actividad

Millones de pesetas y %

	1995			1996			1997			1998		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Riesgo vivo por avales y garantías	129.126	100	27,1	163.834	100	26,9	188.901	100	15,3	237.278	100	25,6
AVALES:												
Solicitados	119.333	92	22,1	136.353	83	14,3	139.688	74	2,4	177.209	75	26,9
Concedidos	89.566	69	40,5	96.688	59	8,0	103.207	55	6,7	137.782	58	33,5
% sobre solicitado	75,1			70,9			73,9			77,8		
Formalizados	67.278	52	29,8	89.100	54	32,4	94.224	50	5,8	123.774	52	31,4
% sobre concedido	75,1			92,2			91,3			89,8		
Reavales formalizados	20.755	16	95,1	28.455	17	37,1	50.139	27	76,2	55.029	23	9,8
% sobre avales formalizados	30,8			31,9			53,2			44,5		
AVAL MEDIO:												
Solicitados	15,7			15,3			14,5			13,9		
Concedidos	12,9			14,1			12,6			12,7		
Formalizados	4,1			3,2			3,2			3,6		
Plazo medio avales concedidos (meses)	69			74			74			104		

Fuente: Banco de España.

tidades de depósito, que han vuelto a incrementar sus aportaciones por tercer año consecutivo, superando el 11 % del capital desembolsado.

3. ACTIVIDAD Y CONCENTRACIÓN DE LAS S.G.R.

El riesgo vivo por prestación de avales y garantías de las SGR alcanzó los 237 mm de pesetas a finales de 1998, con un crecimiento anual del 26 %, muy superior al del año precedente (cuadro 2). Dicha evolución no es homogénea y enmascara comportamientos muy distintos de unas SGR a otras.

La información disponible sobre demanda, concesión y formalización de avales permite analizar la evolución temporal de cada uno de estos conceptos por separado, pero impide determinar con rigor las relaciones causales entre ellos y, en especial, con el riesgo vivo, debido a las diferencias existentes en las bases estadísticas utilizadas.

La demanda de avales a las SGR, en 1998, ha sido muy elevada (177 mm de pesetas), aproximándose al riesgo vivo por avales y garantías existente al inicio del año. Las concesiones efectuadas por las SGR representaron el 78 % de la demanda del año. Las cifras de con-

cesiones y formalizaciones, y su evolución, sugieren que las primeras incluyen autorizaciones de límites cuyas formalizaciones se fraccionan posteriormente según su utilización, con una rotación, en muchos casos, inferior al año. Esta operativa, que tiene que ver con operaciones de aval técnico y de circulante, obliga a observar con cautela las cifras que figuran en el cuadro 2, en especial las referidas a los vencimientos medios (4).

El tamaño medio de los avales concedidos es de solo 13 millones, lo que es coherente con el tipo de clientela de las SGR (Pymes). El tamaño medio de los formalizados es notablemente inferior (3,6 millones de pesetas), debido al peso de los avales técnicos mencionados, en los que se realizan formalizaciones sucesivas contra un mismo límite, siempre que exista margen disponible.

La concentración del sector es importante, puesto que, a 31 de diciembre de 1998, las tres entidades mayores representaban casi el 63 % del riesgo vivo por avales y garantías, mientras que las ocho menores no alcanzaban el 6 %. La concentración es menor en recursos pro-

(4) Normalmente, los límites de aval y los avales técnicos son operaciones con vencimiento indeterminado, pero en las estadísticas de las entidades, al no separarlos, son tratados como operaciones de largo plazo, lo que invalida en buena medida la información disponible.

CUADRO 3

Sociedades de garantía recíproca
Riesgo vivo por avales y garantías: distribución

(Millones de pesetas y %)

	1995			1996			1997			1998		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Riesgo vivo por avales y garantías	129.126	100	27,1	163.834	100	26,9	188.901	100	15,3	237.278	100	25,6
SECTORIAL:												
Sector primario	4.288	3	-12,2	4.174	3	-2,7	4.394	2	5,3	5.663	2	28,9
Sector industrial	46.560	36	22,0	60.671	37	30,3	69.783	37	15,0	87.678	37	25,6
Sector construcción	17.861	14	41,8	24.705	15	38,3	29.189	15	18,2	36.159	15	23,9
Sector terciario	60.438	47	31,5	74.342	45	23,0	85.473	45	15,0	107.779	45	26,1
PRESTAMISTAS:												
Banca privada	34.677	27	25,8	45.646	28	31,6	55.274	29	21,1	68.529	29	24,0
Cajas de ahorros	49.636	38	20,0	60.173	37	21,2	66.816	35	11,0	84.333	36	26,2
Cooperativas de crédito	7.017	5	16,6	8.633	5	23,0	10.878	6	26,0	13.342	6	22,7
Otras entidades financieras	14.780	11	1,6	17.043	10	15,3	26.946	14	58,1	2.039	1	-92,4
De las que: EFC										862	—	
Proveedores y otros	23.037	18	90,9	32.397	20	40,6	28.924	15	-10,7	69.033	29	138,7
De los que: AAPP										47.197	20	
GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS:												
Real	40.535	31	9,5	48.890	30	20,6	56.183	30	14,9	70.334	30	25,2
De la que: hipotecaria										65.102	27	
Personal	63.068	49	38,4	80.275	49	27,3	90.079	48	12,2	105.564	44	17,2
Sin garantía	25.544	20	34,4	34.727	21	35,9	42.578	23	22,6	61.378	26	44,2
NATURALEZA DE OPERACIÓN GARANTIZADA:												
Crédito y otros aplazamientos										175.921	74	
Avales técnicos										59.612	25	
Vivienda										14.451	6	
Contrat. y concurr. (AAPP)										30.137	13	
Otros ante AAPP										15.024	6	
Otras obligaciones										1.595	1	

Fuente: Banco de España.

pios, ya que las tres mayores SGR tienen el 41 % del total y las ocho menores el 16 %; este hecho refleja los esfuerzos concretos adoptados para la capitalización y saneamiento de algunas SGR de menor tamaño, así como la exigencia de unos recursos propios mínimos (5).

4. EL RIESGO VIVO. COMPOSICIÓN Y DISTRIBUCIÓN

En el cuadro 3 se recogen los datos del riesgo vivo distribuido según el sector de actividad al que pertenezca el demandante del aval, el prestamista del crédito avalado o aceptante de la fianza prestada, las garantías complementarias exigidas al avalado y la naturaleza de la operación garantizada.

(5) El capital desembolsado no puede ser inferior a 300 millones de pesetas, según el artículo 8º de la Ley 1/1994, sobre régimen jurídico de las SGR.

En el último ejercicio, las SGR han crecido en los cuatro sectores de actividad con fuerza similar y en el entorno del muy elevado 26 % del total. El sector terciario (45 %) y el industrial (37 %) siguen absorbiendo el grueso de la actividad de las SGR. El sector de la construcción, el de más rápido crecimiento hasta 1997, se mantiene en un significativo 15 % del total, mientras que el sector primario solo representa el 2 %.

Los avales financieros propiamente dichos, aquellos otorgados para cubrir el buen fin de la financiación facilitada por una entidad crediticia, representan la parte esencial del negocio de las SGR. Los acreditados de las cajas de ahorros siguen siendo los más importantes usuarios de los avales (35 %). Les siguen los clientes bancarios, que mantienen una participación del 29 %. Los cambios introducidos en la información estadística parece que han ayudado a depurar las cifras asignadas a otras instituciones financieras y a situar en su justa importancia el

**Sociedades de garantía recíproca
Balance**

CUADRO 4

(Millones de pesetas y %)

	1995			1996			1997			1998		
	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual	Importe	% estr.	% anual
Activos interbancarios	1.960	5	-23,9	2.064	5	5,3	4.357	11	111,1	5.118	12	17,5
Activos dudosos	12.532	35	23,0	11.440	30	-8,7	10.816	27	-5,5	7.631	18	-29,4
Cartera valores neta	14.141	39	17,9	16.621	44	17,5	18.530	46	11,5	22.215	54	19,9
<i>Renta fija neta</i>	13.909	38	19,9	16.220	43	16,6	16.920	42	4,3	19.494	47	15,2
<i>De la que: AAPP</i>	8.934	25	20,1	10.213	27	14,3	12.773	31	25,1	14.967	36	17,2
<i>Renta variable neta</i>	452	1	-31,1	512	1	13,3	1.610	4	214,5	2.721	7	69,0
Inmovilizado neto	3.692	10	17,9	4.158	11	12,6	4.129	10	-0,7	3.824	9	-7,4
Deudores y otras	3.892	11	-4,2	3.281	9	-15,7	2.861	7	-12,8	2.769	7	-3,2
Total activo = Total pasivo	36.217	100	13,3	37.564	100	3,7	40.695	100	8,3	41.561	100	2,1
Fondos propios	18.049	50	11,9	16.357	44	-9,4	13.310	33	-18,6	17.179	41	29,1
<i>Socios protectores</i>							8.735	21		8.476	20	-3,0
<i>Socios partícipes</i>							8.305	20		8.946	22	7,7
<i>Reservas netas</i>	2.719	8	-11,5	604	2	-77,8	-3.730	-9		-241	-1	-93,5
Resultado neto	-2.394	-7		-1.968	-5	-17,8	-282	-1	-85,7	38	—	
Fondo de provis. técnicas (neta)	12.485	34	32,4	14.882	40	19,2	11.513	28	-22,6	11.403	27	-1,0
<i>Con cargo a resultados</i>	4.562	13	46,3	6.741	18	47,8	9.564	24	41,9	7.013	17	-26,7
<i>Otras aportaciones</i>	7.923	22	25,5	8.141	22	2,8	12.101	30	48,6	11.890	29	-1,7
<i>Menos P.F. específicos</i>							10.153	25		7.500	18	-26,1
Fondo de insolvencias							9.737	24		6.748	16	-30,7
Entidades de crédito	3.624	10	65,2	3.489	9	-3,7	1.190	3	-65,9	1.222	3	2,7
Otros fondos ajenos y diversas	4.453	12	12,2	4.804	13	7,9	5.226	13	8,8	4.973	12	-4,8
PRO MEMORIA:												
Riesgo vivo por avales y garantías	129.126	100	27,1	163.834	100	26,9	188.901	100	15,3	237.278	100	25,6
<i>En situación normal</i>							180.237	95		230.554	97	27,9
<i>Dudosos</i>							8.663	5		6.724	3	-22,4
Riesgo reavalado							71.557	38		106.092	45	48,3
<i>En situación normal</i>							66.341	35		101.956	43	53,7
<i>Dudosos</i>							3.917	2		3.301	1	-15,7
<i>Activos dudosos</i>							1.300	1		834	—	-35,8

Fuente: Banco de España.

respaldo otorgado a los socios partícipes ante sus proveedores y clientes (29 % del total), y de los que las Administraciones Públicas son mayoría muy cualificada (20 %).

Los avales con garantías personales siguen siendo mayoritarios, con un 44 % del total, aunque en 1998 han experimentado un retroceso significativo. Los que carecen de cualquier tipo de garantía mantienen la más alta tasa de crecimiento y representan ya el 26 %, mientras que los otorgados con garantía real se han estabilizado en el 30 %. Esta evolución hacia unas garantías reales cada vez menores podría estar justificada por la favorable coyuntura empresarial, por la ya comentada evolución de las operaciones de aval técnico y, quizás más importante, por la dificultad de establecer este tipo de garantías en el caso de PYMES creadas al amparo de programas de fomento, y con subvenciones y estímulos, de las Administraciones Públicas.

Finalmente, se dispone por primera vez de información directa sobre la naturaleza de las operaciones garantizadas por las SGR. La parte fundamental está constituida por el aval de

operaciones de crédito y otros aplazamientos (75 % del total); básicamente, se trata de crédito de dinero, aunque también incluye, pero en cuantías bastante irrelevantes, créditos de firma (3 %), aplazamiento de pago en compra-venta de bienes en el mercado interior (2 %) y exportación e importación de bienes y servicios (0 %). Más de la mitad de los avales técnicos en vigor están otorgados para avalar la contratación de obras, servicios o suministros, así como la concurrencia a subastas, en su mayoría, ante las propias Administraciones Públicas. El resto de los avales técnicos se divide, en partes casi iguales, entre las garantías prestadas para la construcción de viviendas y las que garantizan obligaciones ante las haciendas públicas, los tribunales de justicia y otros organismos públicos.

5. ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DEL BALANCE

El cuadro 4 muestra la estructura y evolución del balance y del riesgo vivo de las SGR

CUADRO 5

**Sociedades de garantía recíproca
Riesgos, dudosos y cobertura**

(Millones de pesetas y %)

	1995		1996		1997		1998	
	Importe	% anual	Importe	% anual	Importe	% anual	Importe	% anual
Riesgo total (A)	160.556	24,1	196.279	22,2	225.002	14,6	270.579	20,3
Riesgo total neto de reaval (B)					153.445		164.487	7,2
Activos dudosos balance (C)	12.532	23,0	11.440	-8,7	10.816	-5,5	7.631	-29,4
Dudosos ajustados (D)					19.479		13.821	-29,0
Dudosos ajustados netos de reaval (E)					14.262		9.686	-32,1
Fondo provisiones técnicas brutas (F)	12.485	32,4	14.882	19,2	21.250	42,8	18.151	-14,6
Activos en suspenso regularizados ASR (G)					10.003		13.290	32,9
	%	PP	%	PP	%	PP	%	PP
RATIOS EN % Y VARIACIONES PORCENTUALES:								
Activos dudosos s/riesgo total (C/A)	7,8	-0,1	5,8	-2,0	4,8	-1,0	2,8	-2,0
Dudosos ajustados netos de reaval s/riesgo total neto de reaval (E/B)					9,3		5,9	-3,4
Dudosos y activos en suspenso regularizados s/riesgo netos de reaval (E+G/B+G)					14,8		12,9	-1,9
Cobertura a dudosos (F/C)	99,6	7,1	130,1	30,5	196,5	66,4	237,9	41,4
Cobertura dudosos ajustados netos de reaval y activos en suspenso regularizados (GF+G/E+G)					128,8		136,8	8,0
Fondos propios (H) / Riesgo total (A)	9,4	-2,0	8,8	-0,6	12,7	3,9	11,3	-1,4
Fondos propios (H) / Riesgo total neto de reaval (B)					18,6		18,6	—

Fuente: Banco de España.

Notas:

(A) Se define como riesgo vivo más tesorería, deudores por operaciones de tráfico y normales, deudores en mora y dudosos y cartera de valores neta.

(B) Riesgo total deducido reafianzado o reavalado.

(C) Se trata de los activos dudosos para 1997 y los avales dudosos sin ajustar y de los ajustados en 1998: por contrapartidas.

(D) Se trata de los activos y de los avales dudosos, en 1998 están ajustados por sus contrapartidas comisiones sobradas sin computar, capital desembolsado u otras garantías dinerarias específicas.

(F) Incluye también los fondos específicos para insolvencias.

(H) Se define como capital, reservas, resultados y fondos de provisiones netas de deudores en mora y dudosos.

durante los cinco últimos años. La elevada dispersión de situaciones individuales y el peso de las entidades en proceso de saneamiento afectan a la significación de las cifras globales (6). El último ejercicio se ha caracterizado por el profundo cambio contable de los fondos de provisiones técnicas, de los que se excluyen los distintos fondos específicos. De estos fondos, el de mayor relevancia es el de cobertura de insolvencias; los restantes se incluyen como deducciones de las correspondientes partidas de activo: cartera de valores e inmovilizado.

La cartera de valores, neta de provisiones específicas, superó los 22 mm de pesetas, siendo la partida más importante del activo (53 %), con un crecimiento fuerte y ascendente (20 %). La mayor parte de esta cartera está co-

locada en fondos públicos (15 mm de pesetas), mientras que los valores de renta variable crecen con mucha fuerza, pero tienen escasa importancia (2,7 mm de pesetas). Los activos interbancarios también tuvieron un buen comportamiento expansivo, similar al de la cartera de valores, debido, en buena medida, a las inversiones en depósitos a plazo en instituciones de crédito (3 mm de pesetas).

Las restantes partidas del activo han disminuido, siendo de destacar el fuerte retroceso de los activos dudosos (más del 29 %), hasta situarse en 7,6 mm de pesetas. Debe tenerse en cuenta que dicho saldo corresponde en más de dos tercios a dos sociedades inmersas desde 1997 en planes de saneamiento, y que su disminución en el ejercicio se debe, básicamente, a operaciones de regularización —traspasos a activos en suspenso regularizados (cuadro 5)—.

(6) Planes de saneamiento puestos en marcha en 1997.

CUADRO 6

Sociedades de garantía recíproca
Cuenta de resultados

(Millones de pesetas y %)

	1995			1996			1997			1998		
	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual	Importe	% RTM	% anual
Ingresos ordinarios de inversiones financieras (neto)	1.359	0,9	9,7	1.606	0,9	18,2	1.222	0,6	-23,9	1.508	0,6	23,4
Resultado de operaciones financieras (neto)							368	0,2		147	0,1	-60,1
Ingresos por garantías y servicios (neto)	1.780	1,2	20,8	2.360	1,3	32,6	2.543	1,2	7,8	2.981	1,2	17,2
<i>De los que: por prést. de garan. netos</i>	<i>1.780</i>	<i>1,2</i>	<i>20,8</i>	<i>2.360</i>	<i>1,3</i>	<i>32,6</i>	<i>2.440</i>	<i>1,2</i>	<i>3,4</i>	<i>2.788</i>	<i>1,1</i>	<i>14,3</i>
Margen ordinario	3.139	2,2	15,7	3.966	2,2	26,3	4.133	2,0	4,2	4.636	1,9	12,2
Gastos de explotación (netos)	-2.479	-1,7	16,9	-2.736	-1,5	10,4	-2.780	-1,3	1,6	-3.014	-1,2	8,4
Gastos de personal	-1.411	-1,0	13,5	-1.588	-0,9	12,5	-1.676	-0,8	5,5	-1.849	-0,7	10,3
Gastos generales y de amortización	-1.068	-0,7	21,6	-1.148	-0,6	7,5	-1.176	-0,6	2,4	-1.341	-0,5	14,0
Subvenciones de explotación							73	—		176	0,1	141,1
Margen de explotación	660	0,5	11,7	1.230	0,7	86,4	1.353	0,6	10,0	1.622	0,7	19,9
Dotaciones a saneamientos (neto)	-835	-0,6		-2.352	-1,3	181,7	-2.913	-1,4	23,9	-1.765	-0,7	-39,4
Fondos específicos (insolvencias)	-1.020	-0,7	250,5	-2.653	-1,5	160,1	-1.912	-0,9	-27,9	-417	-0,2	-78,2
Dotación neta al FPT	185	0,1	-40,3	301	0,2	62,7	-1.001	-0,5		-1.348	-0,5	34,7
Resultados extraordinarios netos	157	0,1	-51,8	602	0,3	283,4	1.280	0,6	112,6	190	0,1	-85,2
Impuestos							-1	—		-9	—	800,0
Resultado contable	-18	—		-520	-0,3	2.788,9	-282	-0,1	-45,8	38	—	
PRO MEMORIA:												
RTM	144.982	100,0	22,6	178.418	100,0	23,1	210.641	100,0	18,1	247.791	100,0	17,6
RENTABILIDADES EN %:												
Inversiones financieras		7,3			7,1			7,6			6,6	
Comisiones por riesgo en vigor por aval y garantías		1,0			1,1			1,3			1,2	
Comisiones netas por avales y garantías normales no reavalados								2,1			2,2	
Recursos propios		0,6			-0,8			-2,1			0,3	

Fuente: Banco de España.

— Agrupación calculada por suma de entidades a la última fecha.

La cuenta de fondos propios está constituida, básicamente, por el capital desembolsado, ya que las pérdidas de ejercicios anteriores pendientes de regularizar (1,1 mm de pesetas) exceden ligeramente a las reservas acumuladas. La extraordinaria mejoría de los fondos propios en 1998 se debe, en buena medida, a que se regularizaron pérdidas de ejercicios anteriores, mientras que el capital desembolsado por los socios protectores retrocedió ligeramente y el de los socios partícipes creció casi el 8 %.

El fondo de provisiones técnicas forma parte del patrimonio de las SGR y debe cubrir el riesgo de crédito de sus operaciones específicas, así como el de las restantes operaciones vivas; los mínimos obligatorios se calculan de forma idéntica a los de las entidades de crédito. Dichos fondos están compuestos por dotaciones con cargo a resultados por el montante necesario para la provisión de insolvencias, aunque generen pérdidas, y por las subvenciones, donaciones o aportaciones no reintegrables reci-

bidadas de las Administraciones Públicas o de sus socios, con la finalidad básica de reforzar la solvencia de las sociedades. La importancia patrimonial de estos fondos es fundamental; obsérvese que la parte no utilizada para la cobertura de las provisiones específicas representa, con 11,4 mm de pesetas, el 4,5 % del riesgo vivo en situación normal y el 7,4 % del mismo deducido lo reafianzado.

6. LA MOROSIDAD: EVOLUCIÓN Y COBERTURA

Tan solo se dispone de la información, para todo el período, de los datos referentes a los riesgos del balance y a los riesgos por avales y garantías prestadas, pero no del detalle de los avales normales y dudosos, ni del reaval y su detalle, para los que solo se dispone de información de los dos últimos años. La información sobre la cobertura del riesgo de crédito solo se refiere a 1998, aunque en el cuadro adjunto se ha

optado por aproximar la información de 1997, aunque ello signifique que la comparación entre dichos años deba realizarse con sumo cuidado.

El volumen de los activos y avales en mora o duda sigue siendo bastante elevado, tanto en términos absolutos como relativos, pero ello es más aparente que real; obsérvese que los dudosos netos, ajustados por las contrapartidas (7) y por el reaval, representan el 2,6 % del riesgo no reafianzado, si se excluyen las dos entidades en saneamiento, mientras que el consolidado total alcanza casi el 6 %. Esta situación no es más favorable al tomar en consideración los activos en suspenso regularizados, muy elevados y con fuerte crecimiento en 1998, que sitúan la *ratio* de dudosa de los dos conjuntos de SGR mencionados en el 9 % y 13 %, respectivamente. El reaval proporciona una cobertura del 11 % de los activos dudosos, porcentaje que se eleva al 32 % una vez excluidas dichas sociedades. Las garantías dudosas aún no incorporadas al activo registran una cobertura por reafianzamiento del 49,1 %.

La *ratio* representativa de la solvencia de las SGR (8) ha experimentado un retroceso en 1998 (-1,4 pp) en relación con el elevado nivel del año precedente (12,7 %). En cualquier caso, el nivel efectivo de la *ratio* de solvencia de estas entidades ha sido bastante más sólido, situándose en el 18,6 % los dos últimos años, puesto que se ajusta más a la realidad calcular dicha *ratio* teniendo en cuenta que el reaval minora sustancialmente el nivel del riesgo (9).

7. CUENTA DE RESULTADOS

Hay que destacar, en primer lugar, la importante mejora de los productos ordinarios de 1998, tanto de la cartera de valores como de la actividad típica de las SGR.

(7) Se deducen las comisiones percibidas no computadas en pérdidas y ganancias, capital desembolsado por los socios en mora y las aportaciones dinerarias recibidas específicamente para su cobertura

(8) Esta *ratio* se calcula por la relación entre los recursos propios —suma de capital desembolsado, reservas resultados y fondos de provisiones técnicas netos de deudores en mora y dudosos— y el riesgo vivo total, que incluye los riesgos por avales y garantías prestadas y por los restantes activos patrimoniales.

(9) Si la falencia anual de una SGR supera el 1,25 % sin exceder del 2,5 %, será penalizada en los puntos básicos del exceso sobre el 1,25 %; si se superara el 2,5 %, la penalización será la tasa de falencia disminuida en un punto porcentual y CERSA se reserva la facultad de comprobar e inspeccionar la situación de la SGR, pudiendo proponer las medidas necesarias de corrección y, si estas no fueran suficientemente atendidas, rescindir el contrato.

El rendimiento de la cartera de valores ha tenido un buen comportamiento en los últimos años, tanto por su crecimiento como por su rentabilidad, si bien esta ha retrocedido hasta situarse en el 7 %, coherentemente con la evolución descendente de la rentabilidad de los activos financieros, y compensada por el fuerte crecimiento de las inversiones y por un cierto cambio en su estructura, al aumentar la cartera de renta variable en detrimento de la de renta fija privada. Todo ello ha tenido como consecuencia un crecimiento del 23 % en 1998.

Los ingresos por comisiones de aval han crecido por encima del 14 %, crecimiento muy superior al del año precedente, pero inferior al experimentado por el riesgo total vivo (20 %). La comisión media se ha situado en el 1,2 % del riesgo vivo, frente al 1,3 % de 1997, alcanzado después de una suave y prolongada subida en los últimos años. Este abaratamiento puede estar en consonancia con la mejora en las perspectivas económicas de su clientela, básicamente PYMES. Debe tenerse en cuenta que esta *ratio* aproxima el coste del aval para el cliente, pero no el rendimiento para las sociedades, debido a que las SGR, en situación normal, transfieren de forma casi automática el 50 % del riesgo, sin coste adicional alguno. La *ratio* correcta se obtiene comparando con el riesgo total no reafianzado, que se sitúa en el 2,2 % anual, ligeramente superior a la del año precedente.

Los gastos de explotación han crecido en el ejercicio con menor intensidad que las comisiones gracias a las subvenciones a la explotación, que ya representan casi el 10 % de los gastos de personal. Hay que tener en cuenta que el crecimiento de los gastos de explotación se debe, en parte, a que 1998 ha sido el primer año de funcionamiento completo de las tres SGR creadas en 1997 y, por lo tanto, podría tener un componente de carácter transitorio.

El margen de explotación ha crecido casi el 20 %, muy próximo al de su actividad típica, superando los 1,6 mm de pesetas y manteniéndose, por consiguiente, en el 0,6 % del riesgo total medio. Sin embargo, los fondos generados no han sido suficientes para realizar la totalidad de las dotaciones necesarias a los fondos de provisiones técnicas, y que ascendieron a 1,8 mm de pesetas.

En correspondencia con la concentración de actividad se produce la concentración de resultados, ya que las tres SGR con mayor riesgo vivo (61 % del total) representan el 80 % del margen de explotación agregado, mientras que, en el otro extremo, las dos en

saneamiento y dos de las menores no consiguen, con su actividad normal, los ingresos suficientes para cubrir sus gastos de funcionamiento, generando pérdidas por un montante equivalente al 12 % de los resultados positivos totales.

El resultado contable conjunto de las SGR arroja unos beneficios absolutamente irrelevantes, pero que tienen su origen en situaciones

individuales muy diferentes, dado que la mayoría de las sociedades con margen de explotación positivo lo aplican a constituir provisiones. Ello es coherente con el hecho de que, en general, las SGR no se plantean la maximización del resultado, sino, más bien, la minimización del coste del aval para sus socios, con unos resultados contables equilibrados.

28.10.1999.

Regulación financiera: tercer trimestre de 1999

1. INTRODUCCIÓN

Al igual que en el período anterior, el número de normas de carácter financiero durante el tercer trimestre de 1999 ha sido relativamente reducido.

En lo que atañe al Banco de España, se reseña, en primer lugar, la modificación de las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria en lo referente a los efectos derivados en caso de incumplimiento de las obligaciones derivadas de estas cláusulas generales. En segundo lugar, y con relación a la Central de Información de Riesgos (CIR), se especifica el medio o vehículo para llevar a cabo las solicitudes de información que las entidades declarantes requieren de la CIR.

En lo referente a mercados de valores, se comentan tres normas, dos de las cuales afectan al mercado de deuda pública. Así, por un lado, se ha dispuesto la primera emisión de notas cancelables a diez años, con el fin de continuar con la política de diversificación de la gama de instrumentos de financiación del Estado en el segmento del largo plazo. Por otro, se ha modificado el régimen jurídico de los creadores de mercado de la deuda pública del Reino de España, con el fin de mantener la liquidez del mercado de deuda, que se había ido perdiendo como consecuencia del proceso de concentración de la negociación de derivados sobre la deuda pública europea. Finalmente, en lo concerniente a los mercados de valores privados, se ha determinado la información de carácter público que debe reflejarse en las operaciones de los mercados oficiales de valores, a fin de seguir mejorando la transparencia del mercado.

Respecto a los establecimientos de cambio de moneda, se han automatizado determinados procedimientos y se han introducido en su normativa algunas precisiones menores aconsejadas por la experiencia acumulada.

Asimismo, se ha procedido a la regulación de la firma electrónica, dada la necesidad creciente de dotar de mayor seguridad jurídica e integridad a las comunicaciones telemáticas en las que se emplee este nuevo medio.

Por último, se ha creado un nuevo marco jurídico para las cooperativas, inspirado en las directivas europeas, que recoge las numerosas modificaciones introducidas en nuestro derecho de sociedades en los últimos años.

2. BANCO DE ESPAÑA: OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La Resolución de 11 de diciembre de 1998 (1), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España (BE), recogió las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria que efectuara el BE desde el pasado 1 de enero, de acuerdo con las orientaciones marcadas por el Banco Central Europeo (BCE). Recientemente, esta Resolución ha sido modificada por la *Resolución de 23 de julio de 1999, de la Comisión Ejecutiva del BE* (BOE del 7 de agosto), para revisar los supuestos y efectos del incumplimiento, por parte de las entidades, de las obligaciones derivadas de estas cláusulas generales.

En este sentido, la Resolución de 11 de diciembre establecía que en determinados supuestos de incumplimiento de la contraparte derivados de las subastas, de los instrumentos contractuales que regulen las operaciones de mercado abierto, de los procedimientos de cierre del día, de la utilización de activos de garantía, o de incumplimiento de las obligaciones derivadas de la normativa en vigor sobre reservas mínimas, se establecían unas penalizaciones pecuniarias por un importe mínimo de 10.000 euros y máximo de 1.000.000 de euros, y que podían llevar, en determinados supuestos, a la suspensión o exclusión de la contraparte incumplidora para el acceso a las operaciones de política monetaria.

La Resolución de 23 de julio modifica la mencionada penalización pecuniaria, ya que ahora esta será equivalente al resultado de aplicar el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) más 2,5 puntos porcentuales sobre el importe que resulte de la aplicación de las reglas establecidas en la citada norma con arreglo a la naturaleza del incumplimiento. Así, en el caso de que la contraparte no aporte activos suficientes para la liquidación de sus obligaciones derivadas de los procedimientos de subasta, únicamente se liquidará la parte de la puja adjudicada a la citada contraparte que estuviese cubierta efectivamente por los mencionados activos de garantía aportados. La imposición de la penalización se basará en el hecho de que la contraparte no sea capaz de aportar en garantía suficientes activos en la fecha de la liquidación. Las penalizaciones se impondrán sobre la diferencia existente entre la cantidad adjudicada y el valor de mercado ajustado de los activos afectos en garantía.

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero, pp. 65-69.

La penalización aplicable al primer y al segundo incumplimiento en que incurra una contraparte en un período de doce meses, computado desde el primero de dichos incumplimientos, será equivalente al resultado de aplicar el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito del SEBC más 2,5 puntos porcentuales sobre la diferencia existente entre la cantidad adjudicada en la subasta a la contraparte y el valor de mercado ajustado de los activos afectos en garantía. Si el importe resultante es inferior a 500 euros, no se impondrá penalización alguna.

En el caso de producirse un tercer incumplimiento dentro de los doce meses siguientes al primero de dichos incumplimientos, se impondrá —además de la penalización pecuniaria correspondiente— una penalización adicional, consistente en la suspensión de la contraparte incumplidora, de acuerdo las reglas señaladas en la norma.

En los supuestos de incumplimiento grave, teniendo en cuenta los importes de las operaciones, la frecuencia del incumplimiento y las circunstancias específicas del mismo, se podrá considerar la exclusión de la contraparte del acceso a las operaciones de mercado abierto. Por último, en los casos de fuerza mayor —es decir, incumplimientos por causas independientes de la voluntad de la contraparte— no se impondrá sanción.

3. CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

La CIR empezó a funcionar en diciembre de 1963, organizada por el BE en cumplimiento de lo establecido en el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, de nacionalización y reorganización del Banco de España. A lo largo de estos años, se han ido produciendo una serie de reformas, hasta llegar a su configuración actual. Concretamente, las modificaciones de las CBE 7/1989, de 24 de febrero (derogada en la actualidad), y la CBE 3/1995, de 25 de septiembre (2), consistieron, fundamentalmente, en ampliar las entidades declarantes y los titulares y riesgos habidos en el sistema financiero. La última modificación fue llevada a cabo por la CBE 6/1998, de 29 de mayo (3), que modificó la del año 1995 para redefinir algunos conceptos e in-

(2) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, p. 82.

(3) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1998, p. 92.

troducir ciertas reformas, con el fin de mejorar la información proporcionada por la CIR.

Recientemente, la CBE 8/1999, de 27 de julio (BOE del 7 de agosto), que entrará en vigor el 1 de noviembre próximo, ha cubierto una carencia existente en la CBE 3/1995, ya que esta norma no especificaba el medio o vehículo para llevar a cabo las solicitudes de información que las entidades declarantes requieren de la CIR. En este sentido, la CBE 8/1999 establece que dichas solicitudes se formularán con el formato que se recoge en el anejo de la norma y deberán realizarse en soporte magnético o por interconexión de ordenadores, dado que el aumento de aquellas ha hecho aconsejable restringir el uso de papel (4). Finalmente, las solicitudes se acompañarán de una declaración expresa del solicitante de que obran en su poder las autorizaciones de los titulares que requiere la norma citada.

4. DEUDA DEL ESTADO: EMISIÓN DE NOTAS CANCELABLES A DIEZ AÑOS

De acuerdo con las facultades otorgadas por la Ley General Presupuestaria, cuyo texto refundido fue aprobado por el RD-L 1091/1988, de 23 de septiembre, el Ministerio de Economía y Hacienda (MEH) ha ido ampliando y modificando en los últimos años la gama de instrumentos y de técnicas utilizadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, DGTPF) para perfeccionar e impulsar el mercado de deuda pública y, al mismo tiempo, facilitar su política de financiación en el mercado. También le faculta para proceder a la emisión o amortización de la deuda, establecer su representación, plazo, tipo de interés y demás características, así como, en su caso, la formalización de tales operaciones. Dichas facultades son delegadas a la DGTPF en virtud de lo dispuesto la OM de 27 de enero de 1999 (5), por la que se dispone la creación de la deuda del Estado durante 1999 y enero del 2000.

Haciendo uso de esa prerrogativa y con el fin de diversificar la gama de instrumentos de financiación del Estado en el segmento del largo plazo, se ha publicado la *Resolución de 9 de agosto de 1999* (BOE del 11), por la que se dispone la primera emisión de notas cancelables a diez años (en adelante, las notas), prevista para el pasado 10 de agosto, denominadas en

euros y por un valor nominal de 500 millones de euros.

El plazo de vencimiento de las notas es el 10 de agosto del 2009, con un tipo de interés nominal anual del 4,78 %, y los cupones se pagarán por anualidades vencidas (el primero se pagará el próximo 10 de agosto del 2000). Por su parte, el inversor tendrá la posibilidad de cancelar anticipadamente los valores en los días 10 de agosto de los años 2003, 2005 y 2007 con una reducción del nominal reembolsado (96,1 %, 96,4 % y 98,03 %, respectivamente). Para ello tendrá que notificar su deseo de proceder a la cancelación anticipada diez días hábiles del «calendario TARGET» antes de las fechas de preamortización. Finalmente, se establece un mínimo de negociación de 1.000 euros.

5. DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN DE LA FIGURA DE «CREADOR DE MERCADO»

La OM de 10 de febrero de 1999, desarrollada por la Resolución de 11 de febrero de 1999, de la DGTPF (6), estableció los principios básicos, así como los derechos y obligaciones de los creadores de mercado de la deuda pública del Reino de España (en adelante, creadores).

El cumplimiento por parte de los creadores de sus compromisos ha permitido al mercado de deuda mantener una elevada liquidez en el nuevo entorno definido por la UE. Sin embargo, en los últimos meses se ha ido produciendo una considerable pérdida de liquidez en el mercado español de futuros de deuda pública como consecuencia del proceso de concentración de la negociación de derivados sobre la deuda pública europea.

La sustitución de los futuros sobre los bonos nacionales por un contrato sobre otro bono plantea problemas para su utilización como cobertura en el mercado nacional de contado. Esta situación justifica la búsqueda de formas de recuperar la cobertura natural de nuestros bonos (el futuro sobre el bono español), ya que su falta de liquidez reduce el interés de los miembros, lo que, a su vez, resulta un deterioro adicional a la liquidez.

Con esa finalidad, se ha publicado la *Resolución de 23 de julio de 1999*, de la DGTPF

(4) Solo se admitirán en papel solicitudes que no se refieran a más de cinco titulares.

(5) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1999, pp. 121 y 122.

(6) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1999, pp. 118-121.

(BOE del 28), que modifica la del 11 de febrero. La nueva norma libera a los creadores con establecimiento permanente en España de la obligación de cotizar una de las dos referencias de bonos u obligaciones con vencimiento residual superior a ocho años.

Por el contrario, les obliga a mantener cotizaciones del contrato sobre el bono nacional de MEFF a diez años durante el 60 % de la sesión de mercado, con un diferencial máximo entre los precios de compra y venta de diez *ticks* (es decir, diez puntos básicos) y unas cantidades mínimas de cuarenta contratos para cada una de las posiciones. El incumplimiento de esta obligación durante seis meses consecutivos podrá ser causa de la pérdida de la condición de creador, de acuerdo con lo establecido en la citada Resolución de 11 de febrero.

6. ESTABLECIMIENTOS ABIERTOS AL PÚBLICO PARA CAMBIO DE MONEDA EXTRANJERA

En la Ley 13/1996, de 30 de diciembre (7), de medidas fiscales, administrativas y del orden social, que acompañó a la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1997, se estableció, entre otros aspectos, el régimen sancionador aplicable a los titulares de establecimientos abiertos al público distintos de las entidades de crédito para cambio de moneda extranjera (en adelante, establecimientos de cambio), así como a sus administradores y directivos, similar a la legislación de otros países europeos. Posteriormente, el RD 2660/1998, de 14 de diciembre (8), desarrolló reglamentariamente el precepto legal, modificó el régimen jurídico de estos establecimientos, introduciendo importantes cambios en las competencias del BE, que hasta la fecha estaban regulados en la CBE 8/1992, de 24 de abril (9).

Más adelante, mediante la Resolución del 6 de abril de 1999, del Banco de España, se hizo pública la Circular Interna 1/1999, de 6 de abril, sobre establecimientos de cambio de moneda, que desarrolló, entre otros aspectos, las obligaciones de información que las entidades autorizadas deben rendir al BE, así como las responsabilidades de los diferentes servicios internos

de esta institución en la materia. Asimismo, delegó competencias de autorización de nuevas entidades a las sucursales del BE.

Recientemente, a través de la *Resolución del 27 de septiembre de 1999*, del Banco de España (BOE del 4 de octubre), se ha publicado la Circular Interna 4/1999, de 27 de septiembre, sobre establecimientos de cambio de moneda, que introduce ciertas modificaciones a la Circular Interna anterior con motivo de la adaptación de la aplicación informática «ROC» (Registro de Oficinas de Cambio de Moneda) a los nuevos requerimientos del RD 2660/1998. Con ello, se automatizan determinados procedimientos que hasta la fecha se realizaban de forma manual y se permite a las sucursales del BE gestionar la mayor parte de los datos de los titulares.

7. NORMAS DE TRANSPARENCIA EN LAS OPERACIONES DE LOS MERCADOS OFICIALES DE VALORES

El RD 629/1993, de 3 de mayo (10), sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, desarrollado por la OM de 25 de octubre de 1995 (11) y Circular 1/1996, de 27 de marzo (12), de la CNMV, estableció unas normas mínimas de conducta de cuantos operan en los mercados de valores, inspiradas en las recomendaciones y en las directivas de la UE, lo que supuso un paso muy importante en la transparencia de todos los intervinientes en dichos mercados.

Posteriormente, la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (13), llevó a cabo la reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio (14), del Mercado de Valores, para transponer a nuestro ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. En su articulado señala que, a fin de procurar la transparencia del mercado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el Banco

(7) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1997, p. 115.

(8) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 87 y 88.

(9) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1992», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1992, p. 91.

(10) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1993, p. 91.

(11) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 85 y 86.

(12) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1996», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1996, pp. 130 y 131.

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

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

de España o los organismos rectores de los mercados deberán determinar, dentro de los límites que reglamentariamente se establezcan, la información de carácter público que será obligatorio difundir de las operaciones de mercado.

Hasta tanto se acometa su desarrollo reglamentario, la CNMV ha promulgado la *CCNMV 3/1999, de 22 de septiembre*, sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores (BOE del 1 de octubre), ya que resulta imprescindible determinar la información mínima que necesariamente ha de publicarse sobre las operaciones realizadas en los mercados oficiales de valores (15), de acuerdo con los requisitos mínimos exigidos en la Directiva 93/22/CEE.

La Circular regula la información de carácter público que las bolsas de valores, los mercados oficiales de futuros y opciones y el mercado AIAF de renta fija deberán difundir sobre las operaciones de mercados, ya sean ordinarias o extraordinarias, así como, en su caso, las órdenes formuladas en los mismos.

Las *sociedades rectoras de las bolsas de valores* deberán difundir, a través de los boletines diarios de contratación u otros medios adecuados de difusión, determinada información que se detalla en la norma, según el tipo de operación que se realice. Así, se regula la información que se deberá difundir en las operaciones ordinarias —tanto en las órdenes formuladas como en las operaciones ejecutadas—; en las operaciones de renta variable efectuadas en corros; en las operaciones efectuadas en el mercado electrónico de renta fija; en las operaciones bursátiles especiales y en las operaciones extraordinarias.

Las *sociedades rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones* deberán difundir, en tiempo real y para cada contrato y vencimiento abierto y serie, en su caso, el volumen acumulado para cada una de las tres mejores propuestas de compra y de venta. En las operaciones ejecutadas, se indicará el precio, volumen y hora de ejecución de todas las operaciones efectuadas a lo largo de la sesión y, en las posiciones abiertas, el volumen de las mismas.

Por último, en las operaciones ejecutadas del mercado AIAF de renta fija deberá informarse, en tiempo real, del volumen contratado en cada emisión negociada, precio y TIR últimos, salvo para los activos a corto plazo (pagarés) para los que solo se difundirá volumen contratado y TIR últimos.

(15) Esta Circular no es de aplicación a las operaciones que se efectúen en el mercado de deuda pública

8. FIRMA ELECTRÓNICA

Ante el avance de las telecomunicaciones en los últimos años y el aumento del llamado comercio electrónico, se ha producido una creciente demanda para la regulación de la firma electrónica, de modo que se dotara de mayor seguridad jurídica e integridad a la utilización de este nuevo medio. En la Unión Europea (UE) se está debatiendo un proyecto de directiva, por la que se establece un marco común para la firma electrónica, debate en el que nuestro país está tomando una participación muy activa.

Respetando el contenido y la posición común de la mencionada directiva, y anticipándose a su promulgación, se ha publicado el *RD-L 14/1999, de 17 de septiembre* (BOE del 18), sobre firma electrónica, que establece una regulación clara del uso de esta, atribuyéndole eficacia jurídica y previendo el régimen aplicable a los prestadores de servicios de certificación. De igual modo, determina el registro en el que habrán de inscribirse los prestadores de servicios de certificación y el régimen de inspección administrativa de su actividad, regula la expedición y la pérdida de eficacia de los certificados y tipifica las infracciones y las sanciones que se prevén para garantizar su cumplimiento.

La firma electrónica es definida como el conjunto de datos, en forma electrónica, anejos a otros datos electrónicos o asociados funcionalmente con ellos, utilizados como medio para identificar formalmente al autor o a los autores del documento que la recoge. A su vez, la firma electrónica es «avanzada» si permite la identificación del signatario (16) y ha sido creada por medios que este mantiene bajo su exclusivo control, de manera que está vinculada únicamente al mismo y a los datos a los que se refiere, lo que permite que sea detectable cualquier modificación ulterior de estos.

En cuanto a sus efectos jurídicos, la firma electrónica avanzada, siempre que esté basada en un certificado reconocido (17) y que haya sido producida por un dispositivo seguro de creación de firma, tendrá el mismo valor jurídico que la firma manuscrita en relación con la consignada en papel y será admisible como prueba en juicio, valorándose esta según los

(16) El signatario es la persona física que cuenta con un dispositivo de creación de firma y que actúa en nombre propio o en el de una persona física o jurídica a la que representa.

(17) El certificado es la certificación electrónica que vincula unos datos de verificación de firma a un signatario y confirma su identidad. El certificado es reconocido si es expedido por un prestador de servicios de certificación.

criterios de apreciación establecidos en las normas procesales.

Se presumirá que la firma electrónica avanzada reúne las condiciones necesarias para producir los efectos indicados cuando el certificado reconocido en que se base haya sido expedido por un prestador de servicios de certificación acreditado (18) y que se encuentre certificado el dispositivo seguro de creación de firma.

La prestación de servicios de certificación no está sujeta a autorización previa y se realiza en régimen de libre competencia, sin que quepa establecer restricciones para los servicios de certificación que procedan de alguno de los Estados miembros de la UE.

Cabe reseñar la creación del Registro de Prestadores de Servicios de Certificación (en adelante, el Registro) en el Ministerio de Justicia, en el que deberán solicitar su inscripción —con carácter previo al inicio de su actividad— todos los establecidos en España, cuya regulación se desarrollará reglamentariamente. El Registro será público y deberá mantener permanentemente actualizada y a disposición de cualquier persona una relación de los inscritos, en la que figurarán su nombre o razón social, la dirección de su página en Internet o de correo electrónico y, en su caso, su condición de acreditado o de tener la posibilidad de expedir certificados reconocidos. Los datos inscritos en el Registro podrán ser consultados por vía telemática o a través de la oportuna certificación registral.

En otro apartado de la norma se establecen las obligaciones que deben cumplir los prestadores de servicios de certificación en general, con especial relevancia respecto a los prestadores que expiden certificados reconocidos. Estos últimos, entre otras obligaciones, deberán garantizar la rapidez y la seguridad en la prestación del servicio y, en concreto, utilizar sistemas y productos fiables que estén protegidos contra toda alteración y que garanticen la seguridad técnica y, en su caso, criptográfica de los procesos de certificación a los que sirven de soporte.

En cuanto a la supervisión y control, el Ministerio de Fomento, a través de la Secretaría General de Comunicaciones (SGC), controlará el cumplimiento de las obligaciones de los pres-

tadores de servicios de certificación. Al mismo tiempo, estos deberán facilitar a la SGC toda la información y los medios precisos para el ejercicio de sus funciones. Por otro lado, se tipifican las infracciones que pueden cometer los prestadores de servicios, clasificándolas en muy graves, graves y leves, así como las correspondientes sanciones, que pueden llegar a la prohibición del ejercicio de su actividad en España durante un plazo máximo de dos años.

Un apartado de la norma hace referencia a la equivalencia de los certificados entre países. Así, los expedidos por prestadores de servicios de certificación establecidos en países no miembros de la UE pueden ser equivalentes a los expedidos en España si cumplen una serie de requisitos que se detallan en la norma.

Otros aspectos reseñables en el Real Decreto-Ley son: los requisitos que deben cumplir los certificados reconocidos, así como el período de vigencia y la pérdida de eficacia de los certificados.

9. NUEVA LEY DE COOPERATIVAS

La Ley 3/1987, de 2 de abril, General de Cooperativas, adaptó el régimen jurídico de las sociedades cooperativas a las exigencias del Estado de las Autonomías. No obstante, se ha hecho necesario crear un nuevo marco jurídico que, inspirado en las directivas comunitarias mercantiles y fiscales, recoja las numerosas modificaciones introducidas en nuestro derecho de sociedades en los últimos años. Ello ha sido posible mediante la publicación de la *Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas* (BOE del 17), que refuerza los principios básicos del espíritu cooperativista y hace frente a los grandes desafíos económicos y empresariales de nuestra entrada en la Unión Monetaria Europea.

De acuerdo con las competencias transferidas a las Comunidades Autónomas, se ha redefinido el ámbito de aplicación de la norma que afecta a las sociedades cooperativas que desarrollen su actividad en el territorio de varias autonomías (excepto cuando en una de ellas se desarrolle con carácter principal) y a las sociedades cooperativas que realicen principalmente su actividad en las ciudades de Ceuta y Melilla.

La Ley ofrece un amplio marco de flexibilidad en el que las propias cooperativas pueden autorregularse, y establece los principios básicos que, con carácter general, deberán ser aplicados en el ejercicio de su actividad. Uno de los objetivos de la norma es reforzar la consolidación empresarial de las cooperativas, para lo

(18) El prestador de servicios de certificación es la persona física o jurídica que expide certificados, pudiendo prestar, además, otros servicios en relación con la firma electrónica.

que ha sido preciso flexibilizar su régimen económico y societario, así como introducir algunas novedades en materia de financiación empresarial. Así, se habilita el acceso a nuevas modalidades de captación de recursos permanentes mediante la emisión de *participaciones especiales* con un plazo de vencimiento de, al menos, cinco años, que podrán ser libremente transmisibles. También se contempla la posibilidad de emitir *títulos participativos* con remuneración en función de los resultados de la cooperativa.

Respecto a su constitución, se reduce de cinco a tres el número de socios mínimo para constituir una cooperativa de primer grado, lo que facilitará la creación de este tipo de sociedades. Con la misma finalidad se establece que la constitución de las cooperativas sea por comparecencia simultánea de todos los socios promotores, suprimiéndose la asamblea constituyente, lo que supone una agilización del procedimiento. También se desarrolla el concepto de socio colaborador, que sustituye al denominado «asociado» de la anterior normativa, ampliando sus posibilidades de participación.

Por otro lado, se establece una nueva regulación del derecho de reintegro a las aportaciones sociales, que supone una mayor tutela del socio y refuerza el principio cooperativo de «puerta abierta».

Otro grupo de novedades hace referencia a las formas de colaboración económica entre cooperativas. Así, se crea la figura de la «fusión especial», que consiste en la posibilidad de fusionar una sociedad cooperativa con cualquier tipo de sociedad civil o mercantil, y se re-

gula la figura de la transformación de una sociedad cooperativa en otra sociedad civil o mercantil, sin que sean necesarias su disolución y la creación de una nueva. Por otro lado, se recogen nuevas actividades dentro de las diferentes clases de cooperativas, como las de iniciativa social, las integrales, y las denominadas «cooperativas mixtas», en cuya regulación coexisten elementos propios de las cooperativas y de las sociedades mercantiles. Por lo demás, se mantienen las formas de asociación de las sociedades cooperativas (uniones, federaciones y confederaciones), con el fin de incentivar el movimiento cooperativo en el ámbito estatal a efectos de defender y promover sus intereses, y las competencias de inspección y sancionadoras continúan correspondiendo al Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

Finalmente, en lo referente a las cooperativas de crédito, continuarán rigiéndose por su ley específica y por sus normas de desarrollo (19). Asimismo, les serán de aplicación las normas que, con carácter general, regulan la actividad de las entidades de crédito, y solo con carácter supletorio la presente Ley de Cooperativas.

20.10.1999.

(19) Las normas que regulan las cooperativas de crédito están contenidas en la Ley 13/1989, de 26 de mayo, que estableció las bases de su régimen jurídico, teniendo en cuenta la naturaleza dual de estas entidades, puesto que, además de ser entidades de crédito, conservan su carácter de instituciones de fomento cooperativo. Dicha Ley fue desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, que, además de adaptar ciertos aspectos del marco normativo de las cooperativas de crédito al de las restantes entidades de crédito, transpuso los preceptos comunitarios que les son de aplicación.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de septiembre de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
ARGENTARIA.....	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BILBAO VIZCAYA	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	4,25	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO.....	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
Media simple	4,90	33,18	29,00	32,48	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTE	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO.....	—	—	—	—	—
ALTAE BANCO.....	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR.....	4,00	10,62	—	18,10	—
BANCOVAL.....	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANIF, BANQUEROS PERSONALES.....	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	2,50	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA.....	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN	—	—	—	—	—
BBV PRIVANZA BANCO	5,75	18,12	17,00	18,12	17,00
CASTILLA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CATALANA	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
COMERCIO.....	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL.....	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	5,50	10,62	10,23	19,25	18,00
CREDIT LYONNAIS ESPAÑA.....	3,00	13,75	13,09	13,75	13,09
CRÉDITO BALEAR	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	—	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBV	7,75	33,18	29,00	—	—
DEPÓSITOS	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL.....	5,00	28,97	26,00	28,97	26,00
ESFINGE	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA.....	4,83	20,44	—	20,11	—
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	5,00	10,62	—	19,00	—
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS.....	5,50	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES.....	6,00	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO	6,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO	4,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GENERAL	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
HERRERO.....	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HISPAMER BANCO FINANCIERO.....	5,50	33,18	29,00	33,18	29,00
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE BILBAO.....	—	—	—	—	—
INVERSIÓN.....	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
JOVER	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MAPFRE.....	4,50	10,62	—	10,62	—

(Continuación) 2
Situación al día 30 de septiembre de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
MARCH.....	6,00	30,60	—	29,86	—
MURCIA.....	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NEGOCIOS ARGENTARIA.....	9,75	33,18	—	32,31	—
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN.....	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL.....	—	—	—	—	—
OPEN BANK GRUPO SANTANDER.....	—	5,85	5,70	5,85	5,70
PASTOR.....	3,75	21,34	19,50	31,08	28,00
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.....	4,75	28,82	27,00	29,86	27,00
POPULAR HIPOTECARIO.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PRIVAT BANK.....	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS.....	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS.....	—	—	—	—	—
PUEYO.....	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL.....	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA.....	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER DE NEGOCIOS.....	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN.....	—	—	—	—	—
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS.....	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD.....	5,00	30,32	27,00	30,32	27,00
UBS ESPAÑA.....	4,50	10,63	10,14	10,63	10,14
UNIVERSAL.....	3,25	28,65	—	28,65	—
VALENCIA.....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA.....	4,25	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO.....	4,75	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple.....</i>	5,35	25,04	23,47	25,55	23,44
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.....	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.....	3,25	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA.....	1,90	12,75	12,18	12,75	12,18
ARAB BANK PLC, S.E.....	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL.....	6,00	26,56	—	28,07	—
ATLÁNTICO.....	4,50	28,07	25,00	28,07	25,00
AVCO TRUST PLC., S.E.....	—	—	—	—	—
B.N.P.-ESPAÑA.....	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.....	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOA.....	4,00	29,00	—	29,00	—
BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.....	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANQUE PSA FINANCE HOLDING, S.E.....	4,70	—	—	—	—
BARCELONESA DE FINANCIACIÓN.....	9,75	—	—	22,50	—
BARCLAYS BANK.....	3,50	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.....	3,50	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.....	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.....	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.....	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.....	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.....	—	—	—	20,31	—
CARIPLO S.P.A., S.E.....	3,20	7,70	7,45	—	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.....	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.....	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA.....	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
CITIBANK N.A., S.E.....	9,75	20,00	—	20,00	—
COMMERCIALE ITALIANA, S.E.	6,00	10,62	—	—	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	—	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	4,00	12,91	12,50	(4,06)	(4,00)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	3,89	7,00	—	7,00	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK.....	3,00	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT.....	6,00	10,62	—	13,75	—
DRESDNER BANK A.G., S.E.....	2,68	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO.....	4,50	32,31	29,00	10,63	10,14
ESPIRITO SANTO COM. LISBOA, S.E.....	4,50	25,58	23,00	10,62	10,14
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID.....	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EXTREMADURA.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.....	4,83	10,62	—	4,83	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.....	—	—	—	—	—
FIMESTIC.....	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E.....	—	—	—	—	—
GÉNÉRALE BANK, BANCO BELGA, S.E.....	3,00	15,56	15,00	—	(3,00)
HALIFAX HISPANIA.....	—	10,62	—	—	—
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDOSUEZ ESPAÑA.....	—	10,62	10,36	10,62	10,36
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.....	5,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	—	—	—	—	—
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.....	4,75	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID.....	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.....	2,77	32,20	29,00	32,20	29,00
MIDLAND BANK PLC, S.E.....	3,19	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.....	4,50	9,50	—	—	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.....	3,00	9,00	8,65	9,10	8,75
NACIÓN ARGENTINA, S.E.....	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONAL WESTMINSTER PLC, S.E.....	8,75	21,94	20,00	21,55	20,00
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.....	3,50	26,25	—	20,40	—
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.....	—	—	—	—	—
PARIBAS, S.E.	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
RABOBANK NEDERLAND, S.E.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
REAL, S.E.....	4,00	10,62	—	10,62	—
ROMA, S.P.A., S.E.....	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK OF CANADA, S.E.	3,50	9,50	—	—	(2,00)
SIMEÓN.....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	3,50	24,32	—	(2,02)	—
UBS, A.G., S.E.	4,50	10,62	10,14	10,62	10,14
URQUIJO.....	2,50	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	3,75	10,63	11,06	10,63	11,06
<i>Media simple.....</i>	4,59	16,55	16,38	18,41	17,18
TOTAL					
<i>Media simple.....</i>	4,97	21,35	20,78	23,09	21,83

(Continuación) 4
Situación al día 30 de septiembre de 1999

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	3,50	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	4,50	27,44	—	27,44	—
BADAJOS	4,00	18,70	—	19,25	18,00
BALEARES	4,90	20,39	—	26,24	—
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	5,11	10,56	—	15,87	—
BURGOS MUNICIPAL	3,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	5,88	13,75	—	—	(8,00)
CANARIAS INSULAR	7,00	27,44	25,00	27,44	25,00
CARLET	4,59	13,65	—	19,25	—
CASTILLA-LA MANCHA	4,50	23,30	—	23,30	—
CATALUNYA	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA	6,50	10,25	10,00	—	(2,00)
COLONYA-POLLENSA	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	3,29	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA	3,75	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN	4,25	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	4,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	—	18,11	—
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,35	26,82	—	26,25	—
JAÉN	5,00	26,56	—	27,44	—
LAJETANA	4,00	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	3,75	19,75	—	19,75	—
MANRESA	6,25	10,62	10,14	—	(5,00)
MEDITERRÁNEO	4,50	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	4,25	18,75	17,56	—	(6,00)
NAVARRA	5,00	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT	5,09	19,50	17,95	19,50	18,22
PAMPLONA MUNICIPAL	4,50	18,68	—	18,68	—
PENEDÉS	2,53	22,13	—	—	(10,00)
PENSIONES DE BARCELONA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
PONTEVEDRA	4,50	26,56	—	27,44	—
RIOJA	5,00	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	5,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA	3,00	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ	7,25	22,50	—	(5,09)	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA	4,25	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA	4,50	18,75	—	18,75	—
TARRAGONA	5,75	20,44	18,75	20,11	18,75
TERRASSA	4,33	14,93	—	14,93	—
UNICAJA	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	2,25	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO E OURENSE	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA	5,87	10,62	—	24,00	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	4,77	20,88	19,94	21,66	20,21

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

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

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de septiembre y el 21 de octubre de 1999

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0049	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO, S.A.	07.10.1999	ASIGNACIÓN DE NUEVO CÓDIGO B.E. 0049 EN SUSTITUCIÓN DEL ANTERIOR 0085.
0038	BANCO GENERAL, S.A.	08.10.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANESTO BANCO DE EMISIONES, S.A.
0187	BANCO UNIVERSAL, S.A.	14.10.1999	BAJA POR DISOLUCIÓN.
0083	BANCO ALICANTINO DE COMERCIO, S.A.	20.10.1999	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A GRAN VÍA DE HORTALEZA, 3.-28043 MADRID.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
0162	MIDLAND BANK PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA	19.10.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR HSBC BANK PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS EXTRACOMUNITARIAS			
0170	BANCO REAL, S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA	05.10.1999	BAJA POR CIERRE.
1452	UBS, A.G., SUCURSAL EN ESPAÑA	05.10.1999	BAJA POR CIERRE CON APORTACIÓN DE SUS ACTIVOS Y PASIVOS A UBS ESPAÑA, S.A. (0226).

<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (Art. 20, 2º Dir. de Coordinación Bancaria 89/646/CEE)		
MÜNCHENER HYPOTHEKENBAK EG	21.09.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1135	BANQUE MAROCAINE DU COMMERCE EXTÉRIEUR	19.10.1999	BAJA POR CIERRE.
1253	BANCO COMERCIAL PORTUGUÉS, S.A.	19.10.1999	ALTA CON DOMICILIO EN CALLE LÓPEZ DE HOYOS, 35.- 28002 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: PORTUGAL.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4406	TASACIONES Y PERITACIONES, SOCIEDAD ANÓNIMA SOCIEDAD DE TASACIONES	13.10.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR ALIA TASACIONES, S.A.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 23 de septiembre y el 21 de octubre de 1999

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO		
8913	MAPFRE FACTORING, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo Boletín.

En cualquier caso, los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

**Isabel Argimón, Ángel Luis Gómez,
Pablo Hernández de Cos y Francisco Martí**

EL SECTOR DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN ESPAÑA

ESTUDIOS ECONÓMICOS Nº 68

El principal objetivo de este libro es reunir los elementos disponibles para analizar detalladamente la evolución del sector público y de la política fiscal en España. En el primer capítulo se recoge una revisión teórica de las relaciones de la política fiscal con la actividad macroeconómica, la redistribución de la renta y la eficiencia económica, y se incluye un repaso de los principales trabajos empíricos relativos a la incidencia de la política fiscal en España. En el capítulo II se describe la evolución de las principales rúbricas de las cuentas de las Administraciones Públicas en España desde 1959, entroncándola con el papel desempeñado por el marco institucional. Por último, en el capítulo III se resume el contenido de las fuentes de información disponibles del sector Administraciones Públicas en España, así como el modo en que esta información puede ser utilizada para el análisis de coyuntura.

J. Andrés, J. D. López-Salido and J. Vallés

INTERTEMPORAL SUBSTITUTION AND THE LIQUIDITY EFFECT IN A STICKY PRICE MODEL

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9919

El efecto liquidez es un hecho estilizado en el ciclo económico y se define como la reducción del tipo de interés nominal al producirse un aumento no anticipado en la cantidad de dinero de la economía. El trabajo analiza las propiedades de un modelo monetario con precios rígidos para poder generar dicho hecho estilizado. El documento de trabajo confirma que, cuando las preferencias de los consumidores son separables en ocio y consumo, una condición necesaria para obtener el efecto liquidez es una elasticidad de sustitución intertemporal del consumo reducida. Por el contrario, si las preferencias no son separables y el modelo permite acumular capital físico, el resultado es el opuesto, siendo necesaria una elasticidad de sustitución extremadamente elevada. Finalmente, se comprueba que, para una perturbación monetaria dada, la respuesta en impacto de los tipos de interés depende en menor medida del grado de rigidez nominal o del nivel de costes de ajuste en el capital de la economía.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

INDICADORES ECONÓMICOS

	<i>Páginas</i>
1. PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	
1.1. PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y UEM	113
1.2. PIB. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle	114
1.3. PIB. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España	115
1.4. PIB. Deflatores implícitos. España	116
2. ECONOMÍA INTERNACIONAL	
2.1. PIB a precios constantes. Comparación internacional	117
2.2. Tasas de paro. Comparación internacional	118
2.3. Precios de consumo. Comparación internacional	119
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	120
2.5. Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales	121
2.6. Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales	122
2.7. Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y de oro	123
3. DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD	
3.1. Indicadores de consumo privado. España y UEM	124
3.2. Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España	125
3.3. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España	126
3.4. Índice de producción industrial. España y UEM	127
3.5. Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y UEM	128
3.6. Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y UEM ..	129
3.7. Diversas estadísticas de turismo y transporte. España	130
4. MERCADO DE TRABAJO	
4.1. Población activa. España	131
4.2. Ocupados y asalariados. España y UEM	132
4.3. Empleo por ramas de actividad. España	133
4.4. Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España	134
4.5. Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España	135
4.6. Convenios colectivos. España	136
4.7. Encuesta de salarios en la industria y los servicios. España y UEM	137
4.8. Costes laborales unitarios. España y UEM	138
5. PRECIOS	
5.1. Índice de precios de consumo. España	139
5.2. Índice armonizado de precios de consumo. España y UEM	140
5.3. Índice de precios industriales. España y UEM	141
5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior. España	142

6. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

6.1.	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	143
6.2.	Estado. Operaciones financieras. España	144
6.3.	Estado. Pasivos en circulación. España	145

7. BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

7.1.	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes de la UEM y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente	146
7.2.	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes de la UEM y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera	147
7.3.	Comercio exterior de España frente a otros residentes de la UEM y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	148
7.4.	Comercio exterior de España frente a otros residentes de la UEM y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	149
7.5.	Comercio exterior de España frente a otros residentes de la UEM y al resto del mundo. Distribución geográfica	150
7.6.	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes de la UEM y al resto del mundo	151
7.7.	Activos de reserva de España	152

8. MAGNITUDES FINANCIERAS

8.1.	Balance del Eurosistema. Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas ..	153
8.2.	Balance del Banco de España. Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas	153
8.3.	Activos financieros líquidos de las empresas no financieras y las familias e ISFL, residentes en España	154
8.4.	Activos financieros líquidos de las empresas no financieras, residentes en España (en proceso de elaboración)	155
8.5.	Activos financieros líquidos de las familias e ISFL, residentes en España (en proceso de elaboración)	156
8.6.	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España	157
8.7.	Financiación a las empresas no financieras, residentes en España	158
8.8.	Financiación a las familias e ISFL, residentes en España	159
8.9.	Financiación a las Administraciones Públicas, residentes en España	160
8.10.	Crédito por finalidades y créditos dudosos de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España	161
8.11.	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España	162
8.12.	Fondos de inversión en valores mobiliarios residentes en España: detalle por vocación ...	163
8.13.	Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y UEM	164

9. TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO

9.1.	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. UEM y segmento español	165
9.2.	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo	166
9.3.	Tipos de interés: bancos y cajas de ahorros, residentes en España	167
9.4.	Índices de competitividad de España frente a la UE y a la UEM	168
9.5.	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados	169

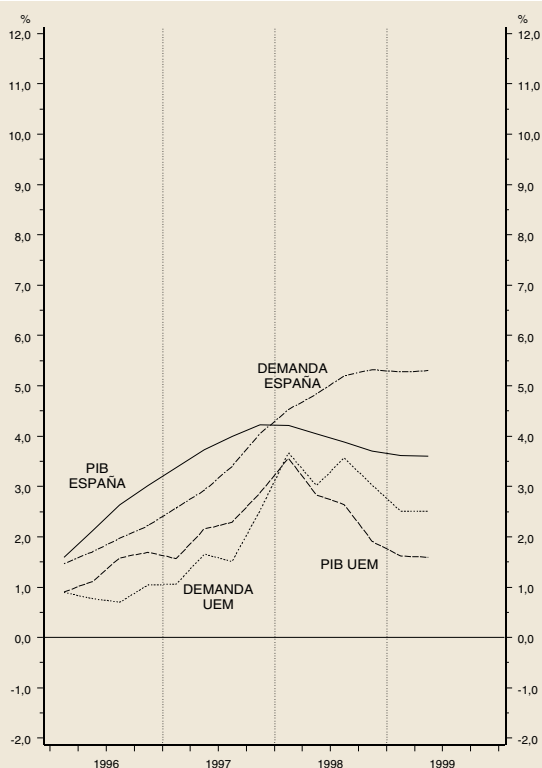
1.1. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España y UEM (a)

n Serie representada en el gráfico.

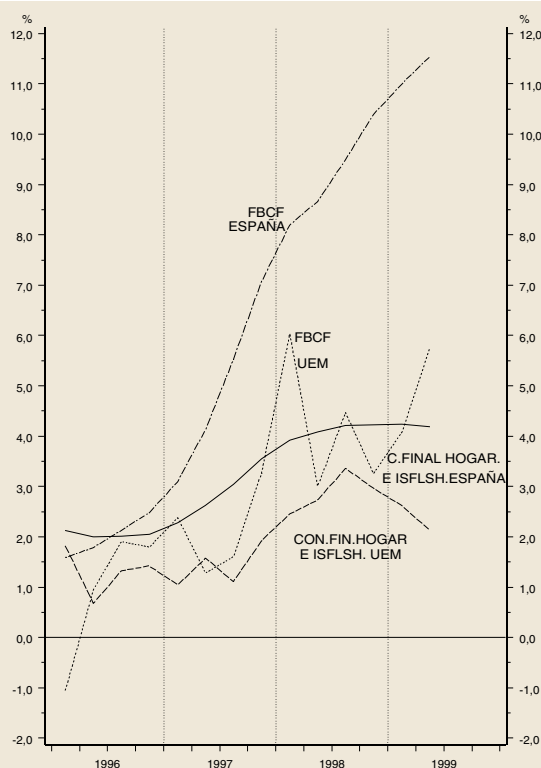
Tasas de variación interanual

	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	
	España	UEM (b)	España	UEM (c)	España	UEM (d)	España	UEM	España	UEM	España	UEM (e)	España	UEM (e)	España (f)	UEM (b)
	1 n	2 n	3 n	4 n	5	6	7 n	8 n	9 n	10 n	11	12	13	14	15	16
96	2,3	1,3	2,0	1,4	1,3	1,8	2,0	0,9	1,8	0,9	10,3	4,4	8,1	3,1	463	5 525
97	3,8	2,2	2,9	1,3	2,7	0,3	5,0	2,1	3,2	1,7	15,1	9,9	12,8	8,7	492	5 643
98	4,0	2,7	4,1	2,7	2,0	1,2	9,2	4,2	5,0	3,3	7,1	6,3	11,1	8,5	523	5 871
96 //	2,1	1,1	2,0	0,8	1,1	2,0	1,8	0,9	1,7	0,8	9,3	2,1	7,4	1,2	115	1 377
96 ///	2,6	1,6	2,0	1,4	1,7	1,9	2,1	2,0	2,0	0,7	12,0	5,4	9,0	2,5	117	1 391
96 IV	3,0	1,7	2,1	1,5	2,1	1,1	2,5	1,9	2,2	1,1	13,8	7,0	10,3	5,2	119	1 393
97 I	3,4	1,5	2,3	1,0	2,5	0,9	3,1	2,3	2,6	1,1	15,3	6,0	11,9	4,7	120	1 390
97 II	3,7	2,2	2,6	1,6	2,7	0,6	4,1	1,4	2,9	1,7	16,0	9,9	12,8	8,7	122	1 407
97 III	4,0	2,3	3,0	1,0	2,9	0,2	5,5	1,6	3,4	1,5	15,5	12,2	13,3	10,4	124	1 414
97 IV	4,2	2,9	3,6	1,8	2,8	-0,4	7,1	3,3	4,0	2,5	13,8	11,3	13,3	10,7	126	1 433
98 I	4,2	3,6	3,9	2,5	2,4	1,4	8,2	6,0	4,5	3,7	10,5	11,2	11,9	12,1	128	1 446
98 II	4,0	2,8	4,1	2,6	2,2	1,3	8,7	2,9	4,8	3,0	8,0	8,9	11,2	10,1	130	1 460
98 III	3,9	2,6	4,2	3,2	1,9	1,1	9,5	4,6	5,2	3,6	5,7	4,4	10,7	7,6	132	1 476
98 IV	3,7	1,9	4,2	2,8	1,6	1,0	10,4	3,2	5,3	3,1	4,5	1,0	10,5	4,6	134	1 490
99 I	3,6	1,6	4,2	2,6	1,2	1,2	11,0	4,2	5,3	2,5	4,9	-0,1	11,0	2,4	136	1 504
99 II	3,6	1,5	4,2	2,0	1,3	1,5	11,5	5,2	5,3	2,4	5,6	0,2	11,8	2,9	138	...

PIB Y DEMANDA NACIONAL. ESPAÑA Y UEM
Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y UEM
Tasas de variación interanual



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

- (a) España: elaborado según el SEC 95, series cíclicamente; UEM, elaborado principalmente según el SEC 95.
- (b) Se han revisado los datos relativos a precios constantes y, de momento, no son acordes a los referidos a precios corrientes.
- (c) UEM, consumo privado nacional.
- (d) UEM, consumo público.
- (e) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro del área del euro.
- (f) Miles de millones de euros

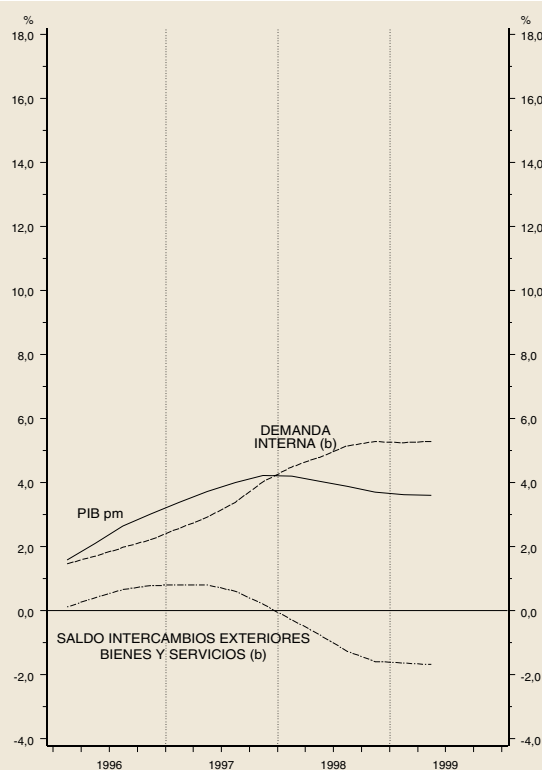
1.2. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Componentes de la demanda. España: detalle (a)

n Serie representada en el gráfico.

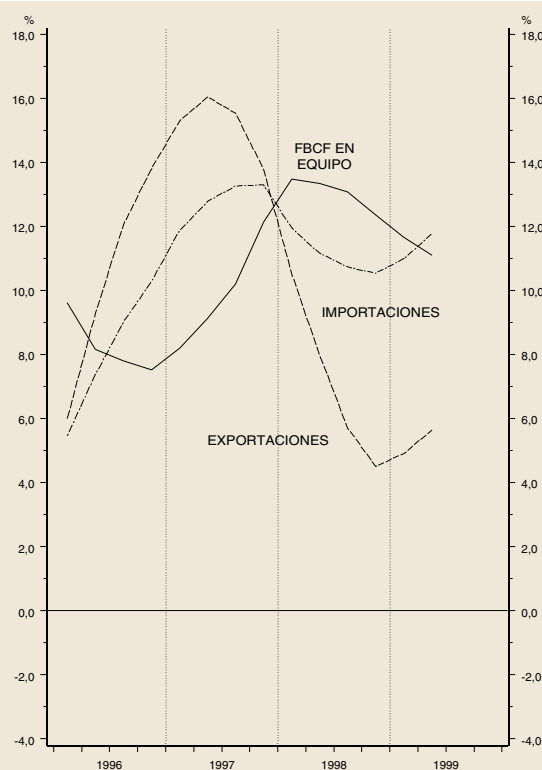
Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria		
	Total	Equipo	Construcción		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Saldo de intercambios exteriores de bienes y servicios (b)	Demanda interna (b)	PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n
96 p	2,0	8,3	-1,0	-0,1	10,3	10,5	6,3	16,9	8,1	7,7	7,5	10,6	0,5	1,8	2,3
97 p	5,0	9,9	2,3	-0,1	15,1	16,6	9,6	15,1	12,8	13,0	-0,9	15,1	0,6	3,2	3,8
98 p	9,2	13,0	7,0	0,1	7,1	5,1	10,7	14,3	11,1	10,5	10,5	14,8	-1,0	4,9	4,0
96 II p	1,8	8,2	-1,3	-0,1	9,3	9,2	5,4	17,2	7,4	6,8	10,1	10,3	0,4	1,7	2,1
III p	2,1	7,8	-0,7	»	12,0	12,7	7,3	16,8	9,0	8,4	8,5	13,1	0,7	2,0	2,6
IV p	2,5	7,5	-0,1	0,1	13,8	14,8	8,9	16,3	10,3	10,0	3,4	13,8	0,8	2,2	3,0
97 I p	3,1	8,2	0,5	0,1	15,3	16,9	9,3	15,6	11,9	12,0	-3,4	15,5	0,8	2,6	3,4
II p	4,1	9,1	1,5	»	16,0	17,9	9,6	15,2	12,8	13,2	-4,2	14,8	0,8	2,9	3,7
III p	5,5	10,2	3,0	-0,1	15,5	17,2	9,7	14,9	13,3	13,6	0,1	14,4	0,6	3,4	4,0
IV p	7,1	12,1	4,3	-0,1	13,8	14,7	9,7	14,7	13,3	13,3	4,1	15,7	0,2	4,0	4,2
98 I p	8,2	13,5	5,3	-0,1	10,5	9,9	10,4	14,7	11,9	11,5	7,6	15,5	-0,3	4,5	4,2
II p	8,7	13,3	6,0	0,1	8,0	6,4	10,6	14,5	11,2	10,5	10,6	15,5	-0,7	4,8	4,0
III p	9,5	13,1	7,4	0,2	5,7	3,2	10,7	14,2	10,7	10,0	11,0	15,6	-1,3	5,1	3,9
IV p	10,4	12,4	9,2	0,2	4,5	1,5	11,1	13,8	10,5	10,1	12,5	12,9	-1,6	5,3	3,7
99 I p	11,0	11,7	10,6	»	4,9	2,0	11,0	13,9	11,0	11,1	13,3	9,8	-1,6	5,2	3,6
II p	11,5	11,1	11,8	-0,1	5,6	3,0	10,8	14,2	11,8	11,8	13,9	11,1	-1,7	5,3	3,6

PIB. DEMANDA NACIONAL 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 SEC 95, series ciclotendencia.

(b) Aportación al crecimiento del PIBpm.

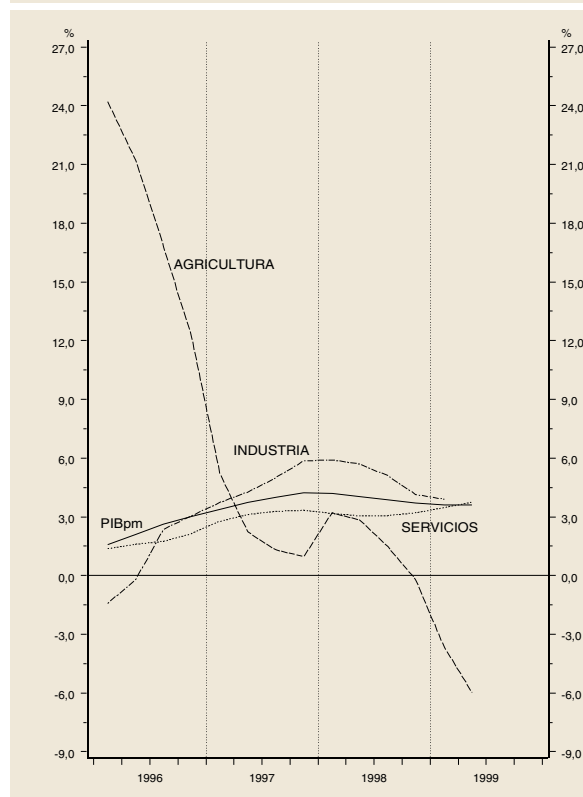
1.3. Producto interior bruto. Precios constantes de 1995. Ramas de actividad. España (a)

n Serie representada en el gráfico.

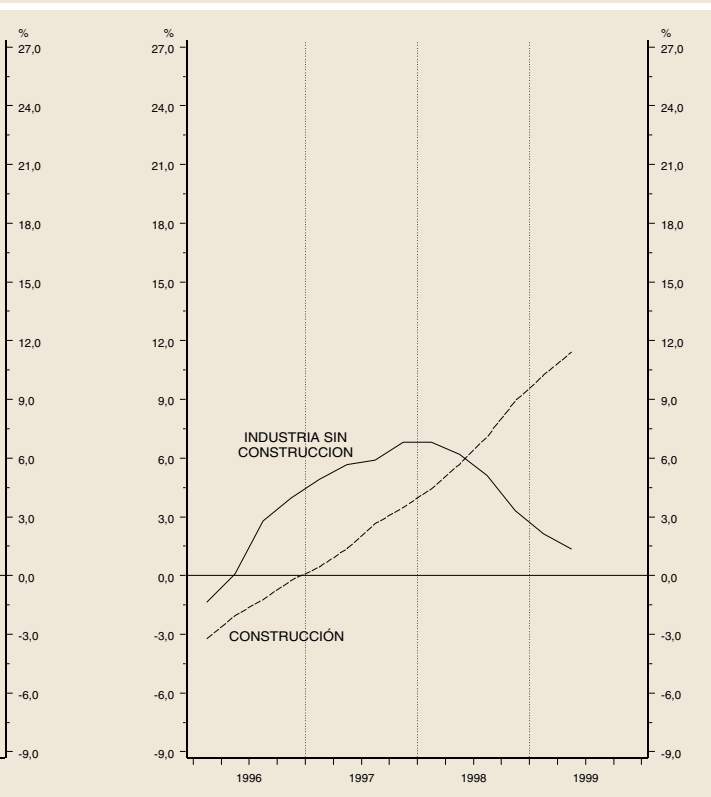
Tasas de variación interanual

		1	n	2	n	3	4	n	5	n	Ramas de los servicios			9	10	11
											Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
		Producto interior bruto a precios de mercado		Ramas agraria y pesquera		Ramas energéticas		Ramas industriales		Construcción				IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
96	p	2,3		18,3		4,1		1,3		-1,7	1,7	1,8	1,5	3,8	-11,7	4,2
97	p	3,8		2,4		4,7		5,8		2,0	3,1	3,5	2,0	4,5	5,7	12,3
98	p	4,0		1,8		2,2		5,3		6,5	3,1	3,6	1,4	5,1	14,1	10,2
96	II	p	2,1	21,2		4,2		0,1		-2,0	1,6	1,5	1,8	4,3	-13,2	2,5
	III	p	2,6	16,8		3,8		2,8		-1,2	1,7	1,9	1,2	3,4	-11,5	7,1
	IV	p	3,0	12,2		3,7		4,0		-0,3	2,1	2,5	1,1	3,1	-8,3	10,0
97	I	p	3,4	5,2		4,0		4,9		0,4	2,8	3,2	1,4	3,7	-2,8	11,6
	II	p	3,7	2,2		4,7		5,7		1,4	3,1	3,6	1,7	4,1	3,0	12,7
	III	p	4,0	1,3		5,3		5,9		2,6	3,3	3,6	2,3	5,1	9,1	12,8
	IV	p	4,2	1,0		4,9		6,8		3,5	3,3	3,6	2,6	5,2	13,8	12,3
98	I	p	4,2	3,2		3,7		6,8		4,4	3,2	3,5	2,3	4,3	15,6	11,4
	II	p	4,0	2,8		2,6		6,2		5,7	3,0	3,5	1,6	4,5	15,9	10,6
	III	p	3,9	1,5		1,6		5,1		7,1	3,1	3,7	1,0	5,2	14,0	10,0
	IV	p	3,7	-0,2		0,8		3,3		8,9	3,2	3,9	0,9	6,5	11,3	8,7
99	I	p	3,6	-3,7		0,7		2,1		10,2	3,5	4,2	1,1	8,2	8,7	7,6
	II	p	3,6	-6,0		0,3		1,4		11,4	3,7	4,4	1,6	9,2	6,0	5,6

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 SEC 95, series ciclotendencia.

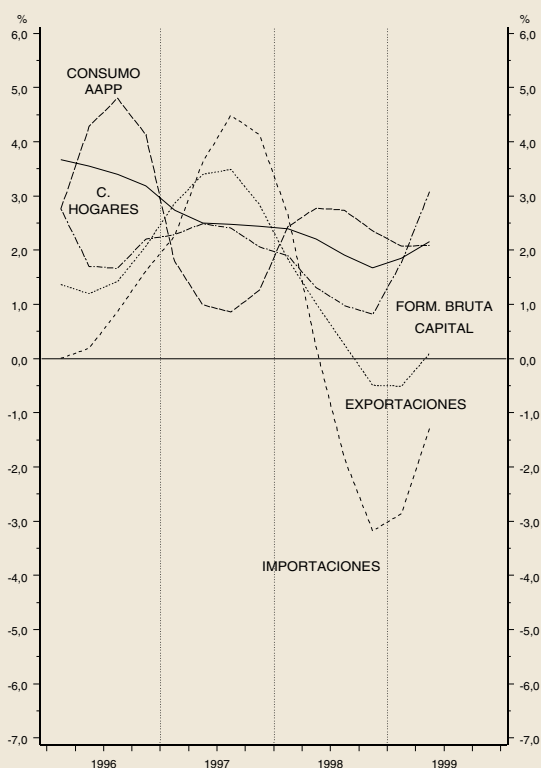
1.4. Producto interior bruto. Deflatores implícitos. España (a)

n Serie representada en el gráfico.

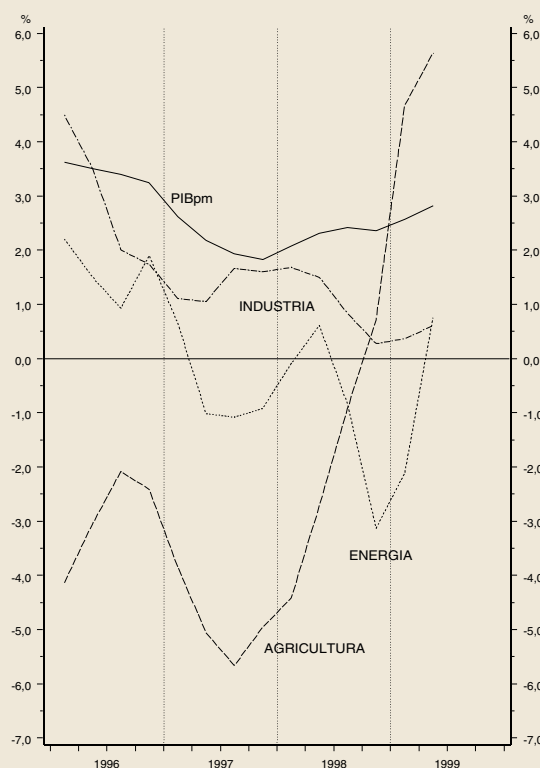
Tasas de variación interanual

	Componentes de la demanda								Producto interior bruto a precios de mercado	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	Ramas agraria y pesquera		Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios	De los que								
			Total	Del cual										Servicios de mercado								
				Formación bruta de capital fijo																		
				Bienes de equipo	Construcción																	
1	n	2	n	3	n	4	5	6	n	7	n	8	n	9	n	10	n	11	n	12	13	14
96	p	3,4	4,0	2,1	0,6	2,9	1,5	0,7	3,4	-2,9	1,6	2,9	2,7	4,1	4,0							
97	p	2,5	1,2	2,3	2,5	2,3	3,1	3,7	2,1	-4,9	-0,6	1,4	2,0	2,7	3,2							
98	p	2,0	2,6	1,2	0,1	2,0	0,6	-0,6	2,3	-1,8	-0,9	1,1	1,9	2,9	2,8							
96	II	p	3,5	4,3	1,7	0,1	2,5	1,2	0,2	3,5	1,5	3,5	2,5	4,1	4,1							
	III	p	3,4	4,8	1,7	»	2,6	1,4	0,9	3,4	0,9	2,0	2,8	4,2	4,2							
	IV	p	3,2	4,1	2,2	0,9	2,9	2,1	1,6	3,2	1,9	1,7	2,9	4,0	3,9							
97	I	p	2,7	1,8	2,3	1,6	2,7	2,9	2,3	2,6	0,6	1,1	2,8	3,3	3,6							
	II	p	2,5	1,0	2,5	2,6	2,5	3,4	3,6	2,2	-1,0	1,1	2,3	2,9	3,3							
	III	p	2,5	0,9	2,4	3,3	2,0	3,5	4,5	1,9	-1,1	1,7	1,6	2,5	3,0							
	IV	p	2,4	1,3	2,1	2,6	1,8	2,8	4,1	1,8	-0,9	1,6	1,5	2,2	2,8							
98	I	p	2,4	2,4	1,9	1,9	2,0	1,8	2,7	2,1	-0,1	1,7	1,4	2,5	2,6							
	II	p	2,2	2,8	1,3	0,3	2,0	1,0	0,2	2,3	0,6	1,5	1,7	2,7	2,6							
	III	p	1,9	2,7	1,0	-0,7	2,0	0,3	-1,8	2,4	-0,9	0,8	2,1	3,0	2,9							
	IV	p	1,7	2,4	0,8	-1,0	1,9	-0,5	-3,2	2,4	-3,1	0,3	2,2	3,2	3,1							
99	I	p	1,8	2,1	1,8	-0,1	2,8	-0,5	-2,9	2,6	-2,1	0,4	3,1	3,1	3,3							
	II	p	2,2	2,1	3,1	1,4	4,0	0,1	-1,3	2,8	0,7	0,6	3,6	3,0	3,4							

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 SEC 95, series ciclomotencia.

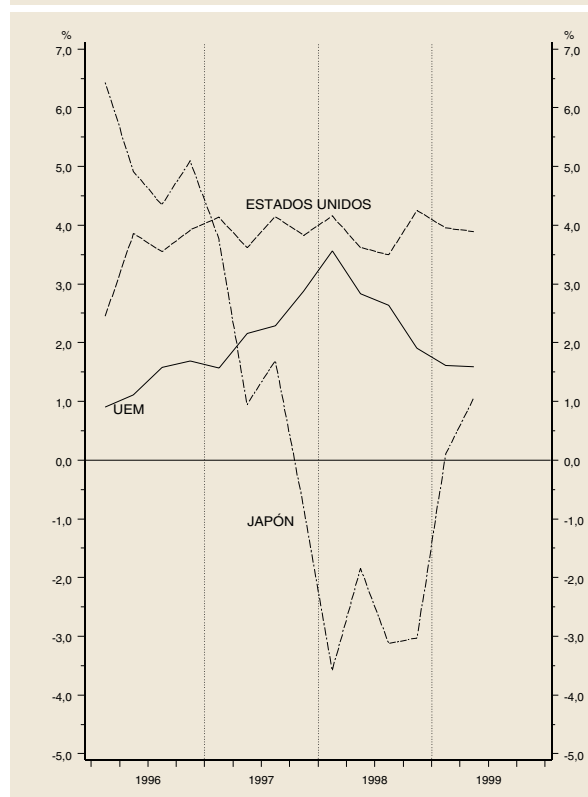
2.1. Producto interior bruto a precios constantes. Comparación internacional

n Serie representada en el gráfico.

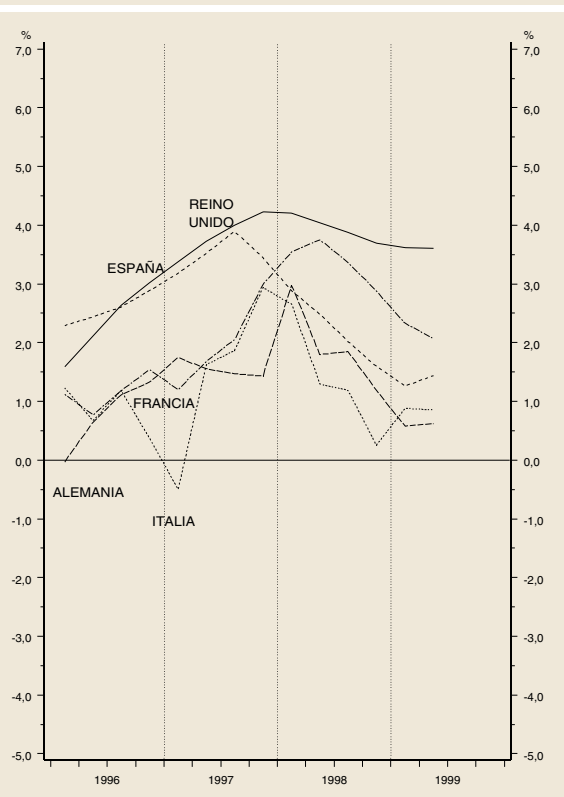
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	UEM	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
96	3,1	1,6	1,3	0,8	2,3	3,4	1,2	0,9	5,2	2,6
97	3,2	2,6	2,2	1,5	3,8	3,9	2,0	1,5	1,4	3,5
98	2,4	2,7	2,7	1,9	4,0	3,9	3,4	1,3	-2,9	2,2
96 //	3,1	1,4	1,1	0,6	2,1	3,9	0,8	0,7	4,9	2,4
97 ///	3,1	1,8	1,6	1,1	2,6	3,5	1,2	1,2	4,3	2,6
98 IV	3,4	1,9	1,7	1,3	3,0	3,9	1,5	0,4	5,1	2,9
97 I	3,2	1,9	1,5	1,7	3,4	4,1	1,2	-0,5	3,8	3,2
98 II	3,1	2,6	2,2	1,6	3,7	3,6	1,7	1,6	0,9	3,5
99 III	3,4	2,7	2,3	1,5	4,0	4,1	2,1	1,9	1,7	3,9
99 IV	3,1	3,2	2,9	1,4	4,2	3,8	3,0	2,9	-0,8	3,4
98 I	2,9	3,5	3,6	3,0	4,2	4,2	3,5	2,7	-3,6	2,9
99 II	2,5	2,7	2,8	1,8	4,0	3,6	3,8	1,3	-1,8	2,5
99 III	2,2	2,6	2,6	1,8	3,9	3,5	3,4	1,2	-3,1	2,0
99 IV	2,2	2,0	1,9	1,2	3,7	4,3	2,9	0,3	-3,0	1,6
99 I	2,4	1,7	1,6	0,6	3,6	4,0	2,3	0,9	0,1	1,3
99 II	...	...	1,5	0,6	3,6	3,9	2,1	0,9	1,1	1,4

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



Fuentes: BCE, INE y OCDE.

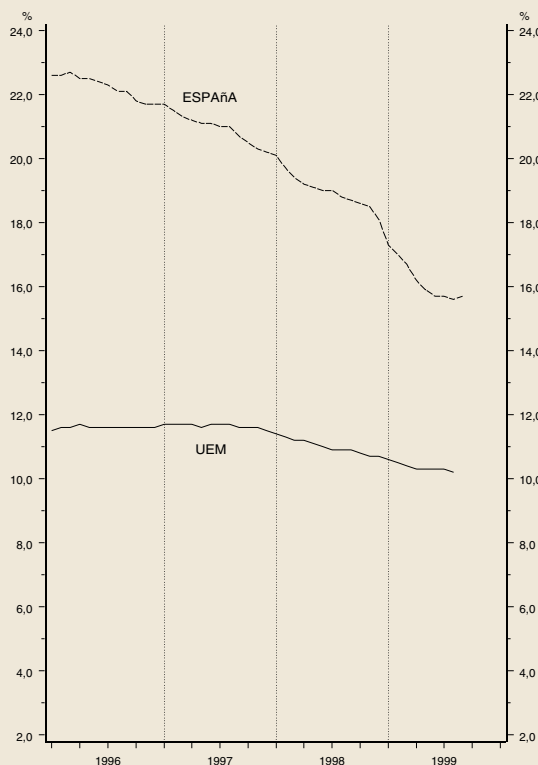
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el *Boletín estadístico* del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. Tasas de paro. Comparación internacional

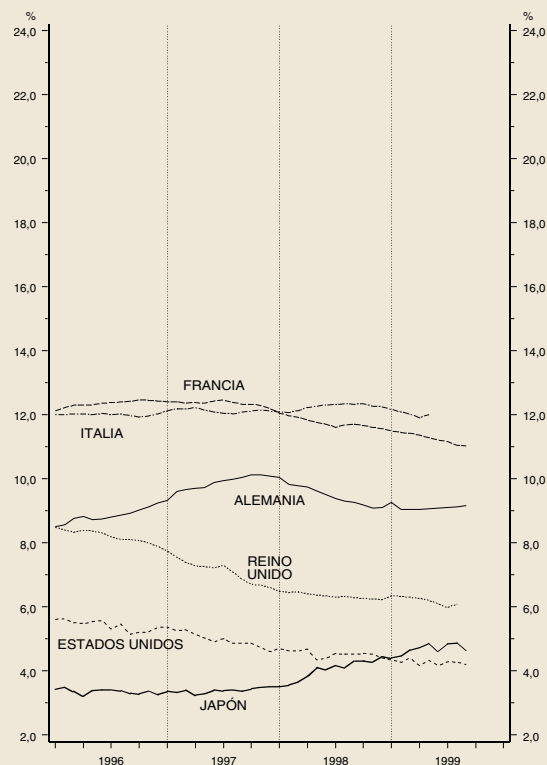
n Serie representada en el gráfico.

	OCDE	Unión Europea	UEM	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
96	7,7	10,8	11,6	8,9	22,2	5,4	12,4	12,0	3,4	8,2
97	7,4	10,6	11,6	9,9	20,8	4,9	12,3	12,1	3,4	7,0
98	7,1	10,0	10,9	9,4	18,8	4,5	11,7	12,3	4,1	6,3
97 Dic	7,2	10,4	11,4	10,1	20,1	4,7	12,1	12,1	3,5	6,5
98 Ene	7,2	10,3	11,3	9,8	19,7	4,6	12,0	12,1	3,6	6,5
98 Feb	7,2	10,2	11,2	9,8	19,4	4,6	11,9	12,1	3,7	6,5
98 Mar	7,2	10,2	11,2	9,7	19,2	4,7	11,8	12,2	3,8	6,4
98 Abr	7,1	10,1	11,1	9,6	19,1	4,3	11,8	12,3	4,1	6,4
98 May	7,1	10,1	11,0	9,5	19,0	4,4	11,7	12,3	4,1	6,3
98 Jun	7,1	10,0	10,9	9,4	19,0	4,5	11,6	12,3	4,2	6,3
98 Jul	7,1	10,0	10,9	9,3	18,8	4,5	11,7	12,3	4,1	6,3
98 Ago	7,1	9,9	10,9	9,3	18,7	4,5	11,7	12,3	4,3	6,3
98 Sep	7,1	9,9	10,8	9,2	18,6	4,5	11,7	12,3	4,3	6,3
98 Oct	7,0	9,8	10,7	9,1	18,5	4,5	11,6	12,3	4,3	6,3
98 Nov	7,0	9,7	10,7	9,1	18,1	4,4	11,6	12,3	4,5	6,2
98 Dic	6,9	9,7	10,6	9,3	17,3	4,4	11,5	12,2	4,4	6,4
99 Ene	6,9	9,6	10,5	9,0	17,0	4,3	11,5	12,1	4,5	6,3
99 Feb	7,0	9,5	10,4	9,0	16,7	4,4	11,4	12,0	4,7	6,3
99 Mar	6,9	9,4	10,3	9,1	16,2	4,2	11,4	11,9	4,7	6,3
99 Abr	6,9	9,4	10,3	9,1	15,9	4,3	11,3	12,0	4,9	6,2
99 May	6,8	9,3	10,3	9,1	15,7	4,2	11,2	...	4,6	6,1
99 Jun	6,8	9,3	10,3	9,1	15,7	4,3	11,2	...	4,9	6,0
99 Jul	6,8	9,3	10,2	9,1	15,6	4,3	11,0	...	4,9	6,1
99 Ago	6,8	9,3	...	9,2	15,7	4,2	11,0	...	4,7	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



Fuentes: BCE y OCDE.

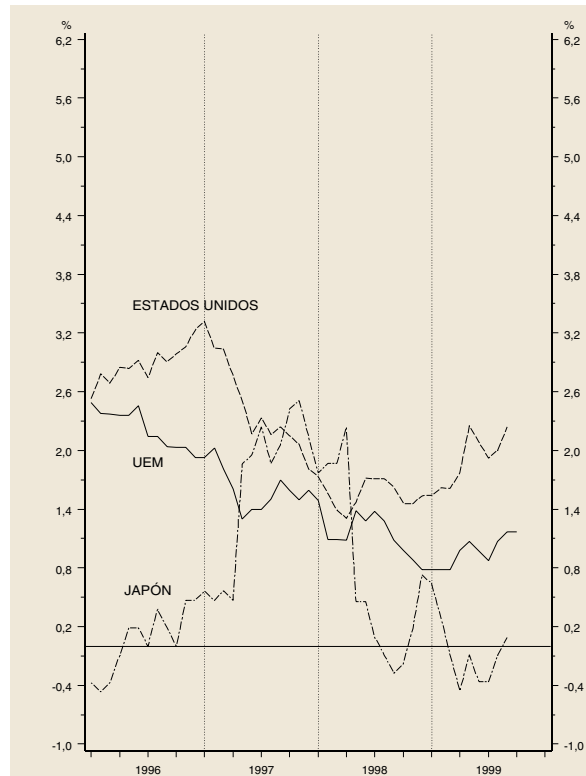
2.3. Precios de consumo. Comparación internacional (a)

n Serie representada en el gráfico.

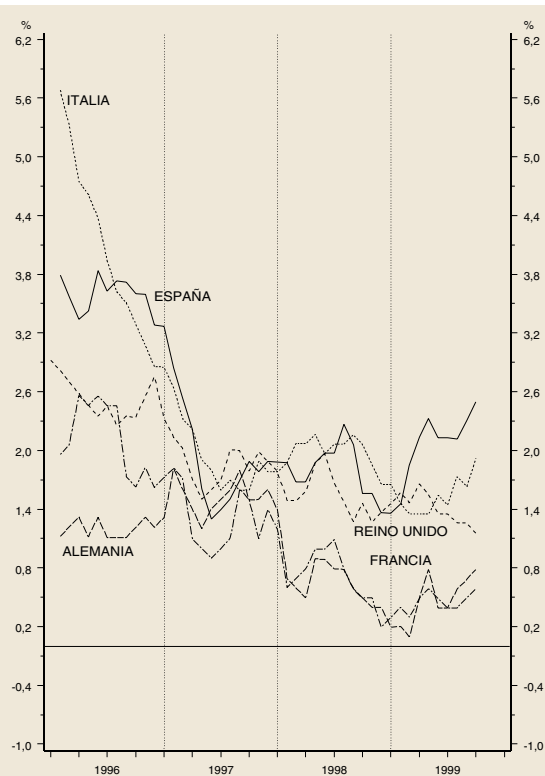
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	UEM	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
96	3,7	2,4	2,2	1,2	3,6	2,9	2,1	4,0	0,1	2,5
97	2,8	1,7	1,6	1,5	1,9	2,3	1,3	1,9	1,7	1,8
98	2,0	1,3	1,1	0,6	1,8	1,5	0,7	2,0	0,7	1,5
98 Feb	2,1	1,3	1,1	0,6	1,7	1,4	0,7	2,1	1,9	1,5
Mar	2,1	1,4	1,1	0,5	1,7	1,3	0,8	2,1	2,2	1,6
Abr	2,0	1,6	1,4	0,9	1,9	1,5	1,0	2,2	0,5	1,9
May	2,0	1,5	1,3	0,9	2,0	1,7	1,0	2,0	0,5	2,0
Jun	2,0	1,6	1,4	0,8	2,0	1,7	1,1	2,1	0,1	1,7
Jul	2,0	1,5	1,3	0,8	2,3	1,7	0,8	2,1	-0,1	1,5
Ago	1,9	1,3	1,1	0,6	2,1	1,6	0,6	2,2	-0,3	1,3
Sep	1,8	1,2	1,0	0,5	1,6	1,5	0,5	2,1	-0,2	1,5
Oct	1,9	1,1	0,9	0,4	1,6	1,5	0,5	1,9	0,2	1,3
Nov	2,0	1,0	0,8	0,4	1,4	1,5	0,2	1,7	0,7	1,4
Dic	1,9	1,0	0,8	0,2	1,4	1,5	0,3	1,7	0,6	1,5
99 Ene	1,9	1,0	0,8	0,2	1,5	1,6	0,4	1,5	0,3	1,6
Feb	1,8	1,0	0,8	0,1	1,8	1,6	0,3	1,4	-0,1	1,5
Mar	1,9	1,1	1,0	0,5	2,1	1,8	0,5	1,4	-0,5	1,7
Abr	2,2	1,2	1,1	0,8	2,3	2,3	0,6	1,3	-0,1	1,5
May	1,9	1,1	1,0	0,4	2,1	2,1	0,5	1,5	-0,4	1,3
Jun	1,9	1,0	0,9	0,4	2,1	1,9	0,4	1,4	-0,4	1,4
Jul	2,0	1,1	1,1	0,6	2,1	2,0	0,4	1,7	-0,1	1,3
Ago	2,2	1,2	1,2	0,7	2,3	2,2	0,5	1,6	0,1	1,3
Sep	...	1,3	1,2	0,8	2,5	...	0,6	1,9	...	1,2

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

n Serie representada en el gráfico.

Media de datos diarios

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro (c)	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
	n	n	n				n	n	n			
95	1,3080	123,01	94,07	97,8	92,9	155,7	98,7	95,8	143,0	...	92,5	137,6
96	1,2697	138,08	108,71	98,3	97,3	134,5	99,1	101,9	120,7	...	99,7	115,1
97	1,1340	137,08	120,82	90,4	105,2	126,9	90,7	110,7	113,6	...	107,3	108,8
98	1,1211	146,41	131,03	92,3	110,6	120,4	92,1	116,9	107,0	...	112,4	102,3
98 E-S	1,1017	148,40	134,65	91,5	111,9	117,4	91,4	118,2	104,3	...	113,3	100,0
99 E-S	1,0761	125,73	116,89	88,2	108,8	136,0	88,3	116,5	117,5	...	113,0	111,6
98 Jul	1,0975	154,35	140,63	92,0	114,0	112,7	92,1	120,7	99,4	...	116,0	95,5
Ago	1,1016	159,37	144,68	93,3	115,9	110,1	93,3	122,9	96,9	...	117,7	93,3
Sep	1,1541	155,30	134,57	95,2	111,2	116,3	94,9	117,8	103,1	...	113,3	98,4
Oct	1,1938	144,17	120,90	95,8	106,7	127,6	95,3	112,9	113,7	...	109,5	107,6
Nov	1,1644	140,12	120,63	94,1	107,7	128,5	93,6	114,0	114,4	...	110,2	108,6
Dic	1,1721	137,36	117,13	94,0	106,6	132,3	93,5	113,0	117,4	...	109,5	111,9
99 Ene	1,1608	131,35	113,16	92,7	105,5	137,0	92,2	112,2	120,9	...	109,0	115,5
Feb	1,1208	130,78	116,72	90,9	107,3	134,2	90,5	114,3	117,8	...	110,6	113,3
Mar	1,0883	130,20	119,64	89,5	109,7	132,5	89,3	116,9	116,0	...	113,1	111,3
Abr	1,0704	128,16	119,72	88,4	109,8	132,8	88,0	117,3	116,3	...	113,5	110,9
May	1,0628	129,71	122,05	88,1	110,0	130,1	87,7	117,4	113,9	...	114,1	108,3
Jun	1,0378	125,32	120,76	86,4	110,8	132,7	86,0	118,4	115,8	...	115,2	110,3
Jul	1,0353	123,71	119,54	86,4	111,1	134,5	86,3	118,9	116,7	...	115,5	111,7
Ago	1,0604	120,10	113,25	86,8	108,5	140,9	86,6	116,5	122,1	...	...	...
Sep	1,0501	112,39	107,01	85,0	106,8	149,3	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO

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



Fuentes: BCE, BIS y BE.

(a) Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1990 para el euro y del comercio total de 1991 para el dólar estadounidense y el yen japonés, 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 país (relación entre el índice de precios del 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 dicho país.

(c) Hasta diciembre de 1998, cálculos del BIS, basados en medias ponderadas de índices del tipo de cambio del área euro. A partir de enero de 1999, sobre la base de los tipos bilaterales del euro (véase *Boletín mensual* del BCE, cuadro 10).

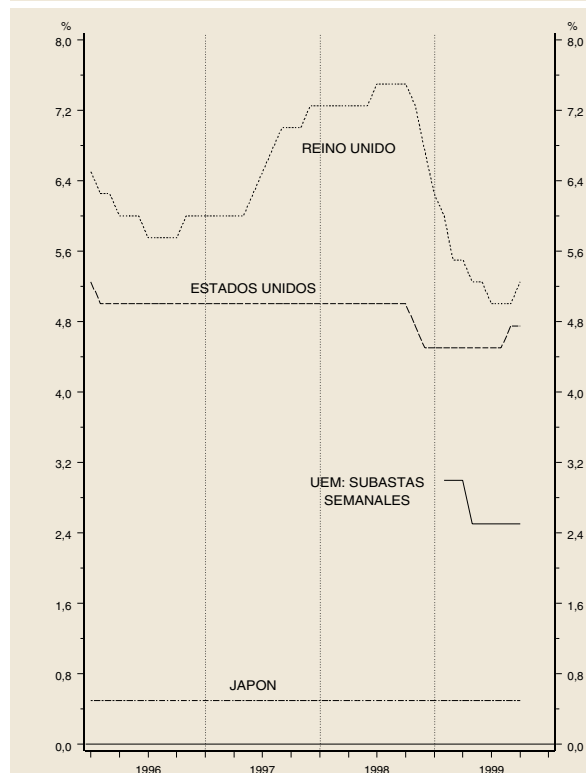
2.5. Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales

n Serie representada en el gráfico.

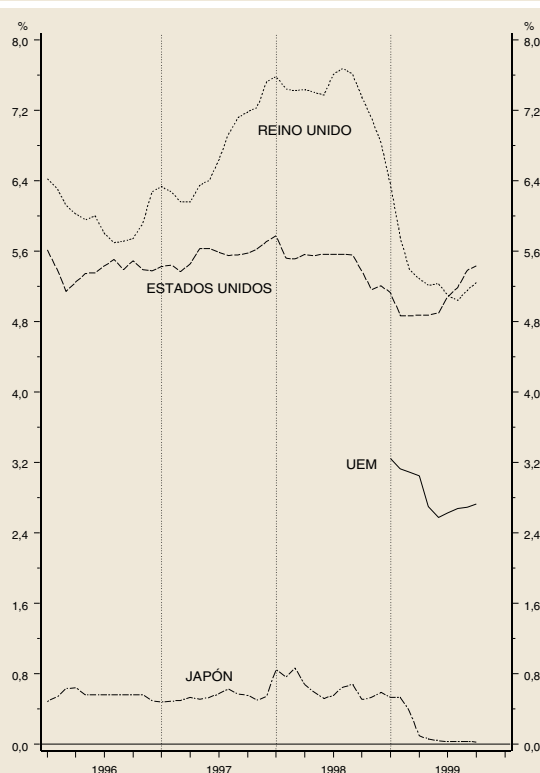
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses									
	UEM (a)	Estados Unidos de América (b)	Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE	UE	UEM	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1 n	2 n	3 n	4 n	5	6	7 n	8	9	10 n	11	12	13 n	14 n
96	—	5,00	0,50	6,00	4,55	5,30	—	3,19	7,49	5,38	3,80	8,79	0,56	5,99
97	—	5,00	0,50	7,25	4,35	4,80	—	3,25	5,37	5,58	3,33	6,85	0,57	6,80
98	—	4,50	0,50	6,25	4,25	4,56	—	3,47	4,24	5,44	3,42	4,95	0,62	7,30
97 Dic	—	5,00	0,50	7,25	4,53	4,96	—	3,67	4,83	5,77	3,55	6,07	0,85	7,58
98 Ene	—	5,00	0,50	7,25	4,42	4,89	—	3,51	4,70	5,52	3,48	6,07	0,76	7,44
Feb	—	5,00	0,50	7,25	4,41	4,85	—	3,46	4,64	5,51	3,44	6,11	0,87	7,42
Mar	—	5,00	0,50	7,25	4,35	4,71	—	3,44	4,44	5,56	3,44	5,58	0,68	7,43
Abr	—	5,00	0,50	7,25	4,32	4,67	—	3,56	4,41	5,55	3,49	5,19	0,59	7,40
May	—	5,00	0,50	7,25	4,32	4,66	—	3,56	4,34	5,57	3,47	5,08	0,52	7,37
Jun	—	5,00	0,50	7,50	4,34	4,66	—	3,49	4,33	5,56	3,44	5,10	0,56	7,61
Jul	—	5,00	0,50	7,50	4,33	4,62	—	3,48	4,33	5,56	3,43	4,85	0,65	7,67
Ago	—	5,00	0,50	7,50	4,33	4,60	—	3,42	4,35	5,56	3,42	4,88	0,68	7,61
Sep	—	5,00	0,50	7,50	4,22	4,56	—	3,41	4,25	5,37	3,42	4,96	0,51	7,35
Oct	—	4,75	0,50	7,25	4,07	4,42	—	3,51	3,99	5,16	3,42	4,49	0,53	7,11
Nov	—	4,50	0,50	6,75	4,05	4,26	—	3,57	3,80	5,21	3,45	3,89	0,59	6,83
Dic	—	4,50	0,50	6,25	3,87	3,90	—	3,30	3,36	5,13	3,20	3,33	0,53	6,35
99 Ene	3,00	4,50	0,50	6,00	3,63	3,64	3,13	—	—	4,87	—	—	0,53	5,75
Feb	3,00	4,50	0,50	5,50	3,56	3,51	3,09	—	—	4,86	—	—	0,38	5,39
Mar	3,00	4,50	0,50	5,50	3,49	3,46	3,05	—	—	4,88	—	—	0,10	5,29
Abr	2,50	4,50	0,50	5,25	3,38	3,19	2,70	—	—	4,88	—	—	0,06	5,21
May	2,50	4,50	0,50	5,25	3,35	3,08	2,58	—	—	4,90	—	—	0,04	5,23
Jun	2,50	4,50	0,50	5,00	3,42	3,09	2,63	—	—	5,08	—	—	0,03	5,10
Jul	2,50	4,50	0,50	5,00	3,48	3,13	2,68	—	—	5,19	—	—	0,03	5,04
Ago	2,50	4,75	0,50	5,00	3,61	3,16	2,70	—	—	5,38	—	—	0,03	5,15
Sep	2,50	4,75	0,50	5,25	3,65	3,17	2,73	—	—	5,44	—	—	0,03	5,24

TIPOS DE INTERVENCIÓN (%)



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES (%)



Fuentes: BCE, Agencia Reuters y BE.

- (a) Operaciones principales de financiación.
- (b) Tipos de interés de intervención pignoración (*Discount 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

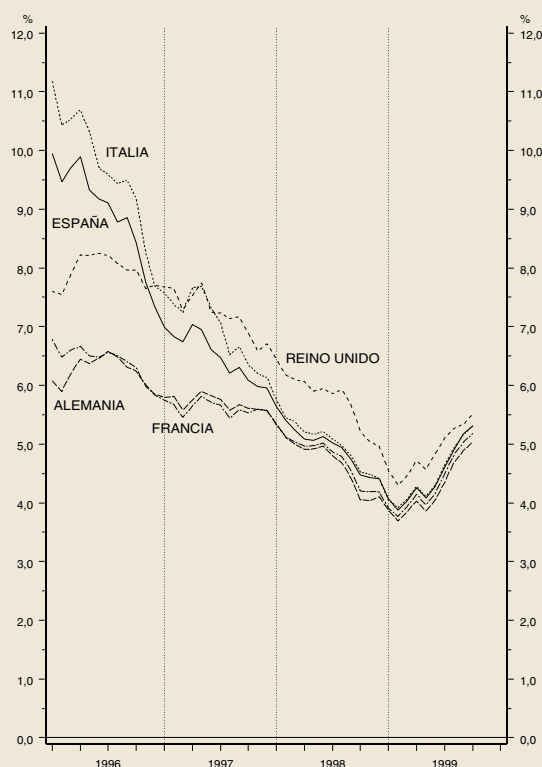
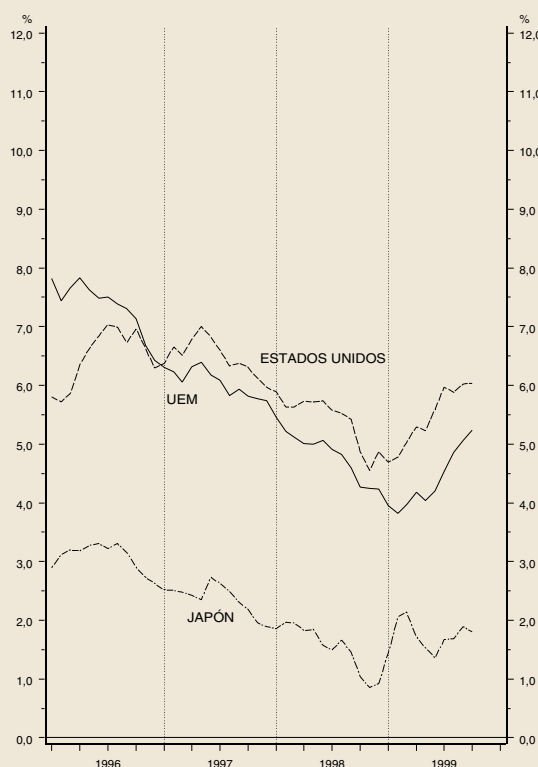
n Serie representada en el gráfico.

Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	UEM	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
96	6,40	7,49	7,23	6,22	8,73	6,54	6,34	9,40	3,04	7,95
97	5,71	6,27	5,98	5,67	6,40	6,45	5,58	6,83	2,32	7,13
98	4,61	4,99	4,70	4,57	4,83	5,33	4,65	4,89	1,50	5,61
97 Dic	5,20	5,77	5,46	5,34	5,64	5,89	5,33	5,75	1,86	6,45
98 Ene	5,02	5,55	5,22	5,11	5,40	5,63	5,12	5,44	1,96	6,17
Feb	4,99	5,46	5,12	5,00	5,24	5,63	5,04	5,38	1,95	6,10
Mar	4,96	5,33	5,01	4,91	5,09	5,73	4,96	5,21	1,82	6,06
Abr	4,93	5,27	5,00	4,92	5,06	5,72	4,97	5,17	1,85	5,90
May	4,92	5,32	5,06	4,96	5,13	5,73	5,02	5,21	1,57	5,95
Jun	4,79	5,19	4,91	4,80	5,02	5,57	4,87	5,09	1,50	5,85
Jul	4,77	5,11	4,82	4,68	4,94	5,53	4,79	4,97	1,66	5,93
Ago	4,62	4,89	4,59	4,41	4,74	5,42	4,54	4,79	1,45	5,65
Sep	4,20	4,58	4,27	4,05	4,47	4,87	4,20	4,53	1,04	5,21
Oct	3,99	4,52	4,25	4,03	4,43	4,55	4,19	4,48	0,85	5,04
Nov	4,14	4,49	4,24	4,10	4,41	4,87	4,19	4,41	0,92	4,96
Dic	4,01	4,19	3,95	3,87	4,08	4,69	3,91	4,04	1,44	4,55
99 Ene	4,04	3,97	3,82	3,69	3,88	4,78	3,77	3,92	2,05	4,30
Feb	4,22	4,12	3,97	3,84	4,02	5,03	3,93	4,06	2,14	4,46
Mar	4,36	4,35	4,18	4,03	4,26	5,30	4,14	4,28	1,72	4,72
Abr	4,22	4,18	4,04	3,86	4,09	5,23	3,97	4,11	1,53	4,57
May	4,44	4,38	4,20	4,05	4,27	5,59	4,16	4,30	1,35	4,84
Jun	4,78	4,69	4,53	4,35	4,60	5,97	4,49	4,64	1,67	5,10
Jul	4,85	4,99	4,86	4,69	4,91	5,88	4,82	4,94	1,69	5,27
Ago	5,03	5,18	5,06	4,89	5,17	6,03	5,03	5,16	1,89	5,34
Sep	5,08	5,33	5,24	5,03	5,31	6,03	5,18	5,30	1,80	5,51

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 (a) Precios del petróleo y del oro

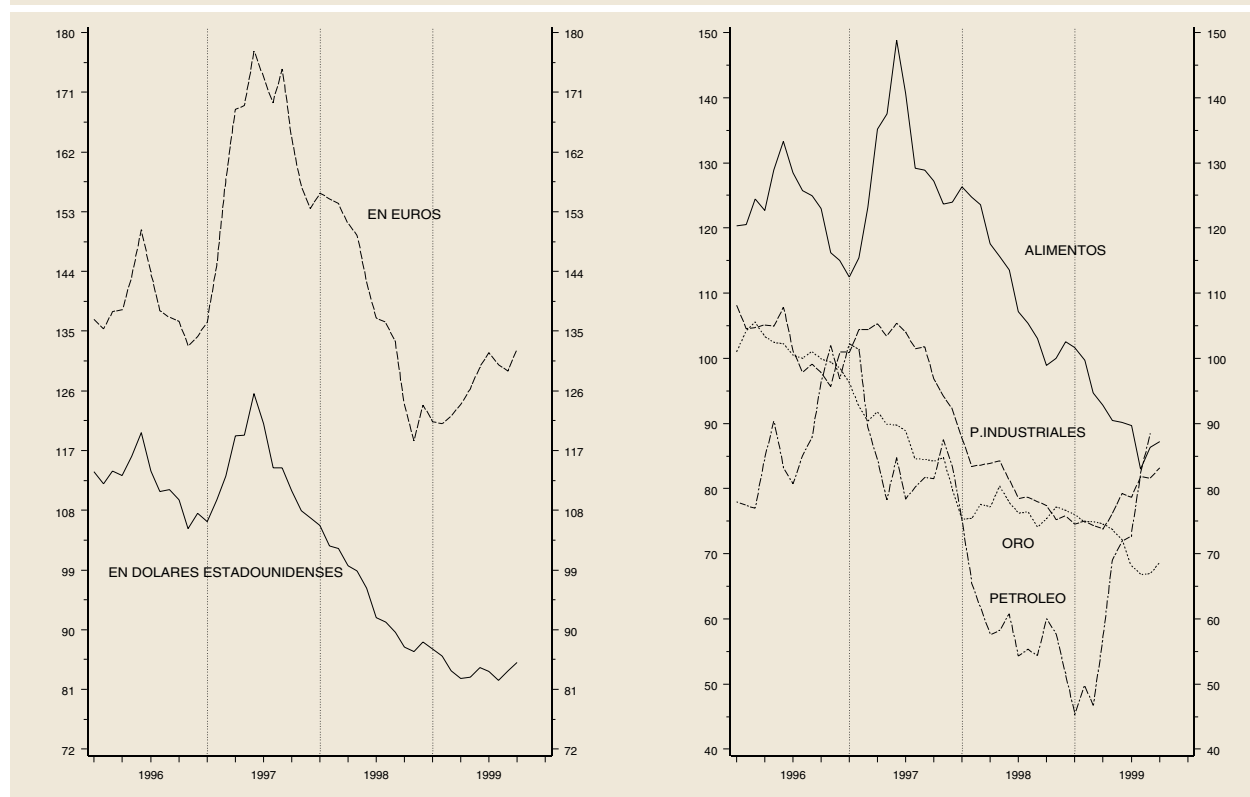
n Serie representada en el gráfico.

Base 1990 = 100

	Materias primas no energéticas						Petróleo		Oro		
	General		Alimentos	Productos industriales			Índice (c)	Mar del Norte Dólares estadounidenses por barril	Índice	Dólares estadounidenses por onza troy (d)	Euros por gramo (e)
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	Dólares estadounidenses	Euros (b)	Dólares estadounidenses								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
96	111,6	138,7	123,0	101,7	124,3	88,1	88,7	20,3	101,1	387,6	9,48
97	114,0	163,8	130,0	100,1	116,8	89,9	83,8	19,4	86,3	331,0	9,35
98	93,4	137,1	109,4	79,5	93,2	71,2	56,8	13,4	76,7	294,0	8,49
98 E-S	95,5	142,5	112,1	81,0	94,5	72,8	58,6	13,9	76,7	294,1	8,64
99 E-S	83,9	127,3	90,4	78,2	92,8	69,4	...	16,1	71,2	272,9	8,15
98 Jun	91,8	137,0	107,2	78,5	92,9	69,7	54,3	13,7	76,2	292,3	8,59
Jul	91,1	136,4	105,4	78,7	93,2	70,0	55,3	13,0	76,4	293,0	8,64
Ago	89,6	133,4	103,0	78,0	92,9	68,9	54,3	12,3	74,1	284,1	8,33
Sep	87,4	123,9	98,9	77,4	89,8	69,9	60,0	13,5	75,4	289,0	8,07
Oct	86,7	118,4	100,0	75,2	87,9	67,5	57,7	13,1	77,2	295,9	7,96
Nov	88,2	123,9	102,5	75,8	89,6	67,4	51,7	11,9	76,7	294,0	8,13
Dic	87,1	121,4	101,7	74,5	90,3	64,9	45,3	10,3	76,0	291,3	8,00
99 Ene	86,1	121,0	99,7	75,0	93,5	63,9	49,8	11,1	74,9	287,1	7,95
Feb	83,9	122,1	94,7	74,4	92,4	63,4	46,8	10,5	74,9	287,3	8,24
Mar	82,6	124,0	92,8	73,8	91,1	63,3	57,3	12,8	74,6	285,9	8,45
Abr	82,8	126,3	90,5	76,2	91,2	67,1	69,0	15,5	73,7	282,6	8,49
May	84,3	129,5	90,2	79,3	94,4	70,1	71,9	15,9	72,1	276,6	8,37
Jun	83,7	131,7	89,6	78,6	96,7	67,7	72,7	16,2	68,2	261,4	8,10
Jul	82,4	129,9	83,0	81,9	96,5	73,0	82,4	18,8	66,8	256,1	7,95
Ago	83,8	129,0	86,3	81,6	90,9	76,0	88,5	20,5	66,9	256,7	7,78
Sep	85,1	132,3	87,3	83,2	88,5	80,0	...	23,1	68,6	263,1	8,06

ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS

ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



Fuentes: The Economist, FMI y BE.

- (a) Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones de materias primas realizadas por los países de la OCDE en el período 1989/1991.
- (b) Obtenido con el índice del tipo de cambio (o tipo equivalente desde enero de 1999) de la peseta frente al dólar estadounidense con base 1990.
- (c) Promedio de los precios de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.
- (d) Fixing de las 15.30 en el mercado de Londres.
- (e) Desde enero de 1999, los datos en dólares estadounidenses se han convertido a euros con el cambio medio mensual del dólar estadounidense. Hasta esa fecha, los datos en pesetas se han convertido a euros con el tipo irrevocable.

3.1. Indicadores de consumo privado. España y UEM

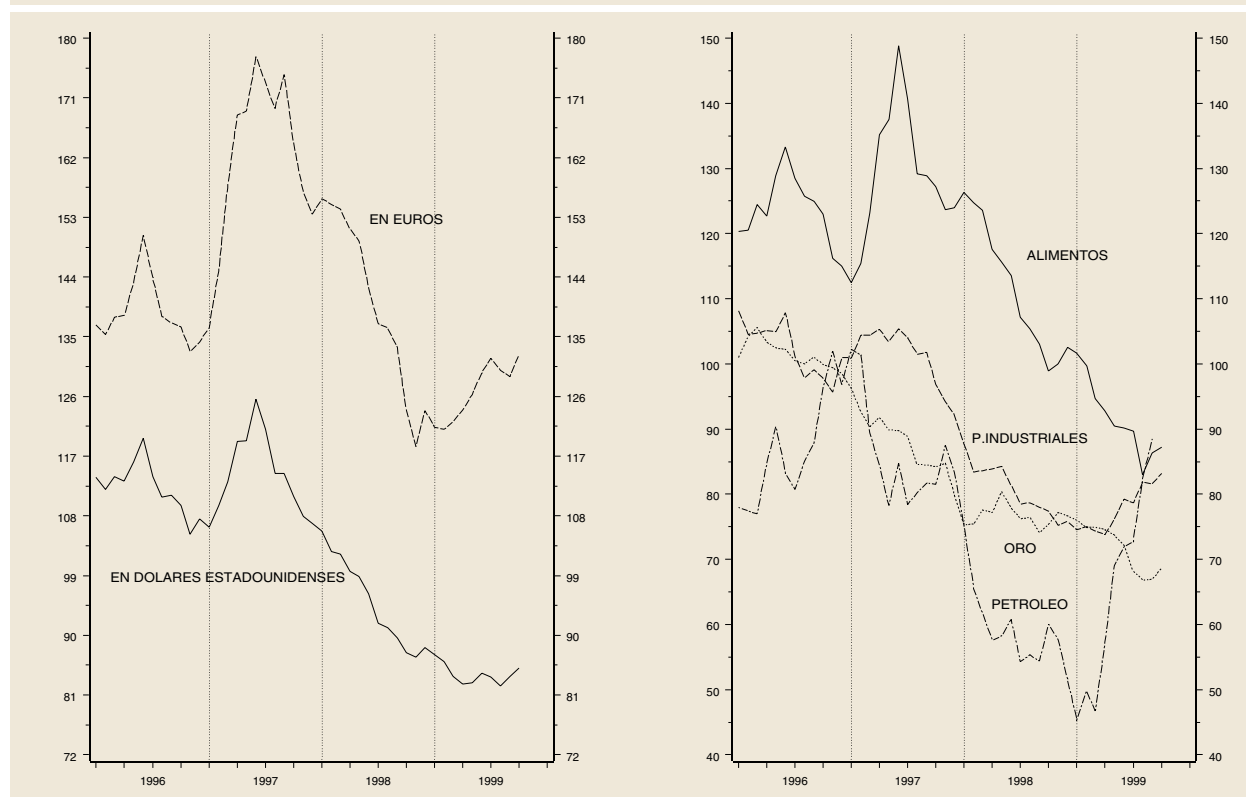
n Serie representada en el gráfico.

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: UEM		Matricula- ciones	De las que Uso privado	Ventas estimadas	Pro memoria: UEM Matricula- ciones	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)				Pro memoria: UEM índice deflactado
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista					Nominal	Deflactado (a)	Del cual Grandes superficies (a)	Alimen- tación (b)	Equipo personal (c)	Equipo del hogar (d)	Otros (e)	
	1 n	2	3	4	5 n	6	7	8	9 n	10 n	11	12	13	14	15	16	17	18
96	-14	-3	»	-9	-20	-11	11,2	14,3	9,2	6,2	2,1	-1,2	2,1	-3,9	-0,7	-0,5	4,9	0,3
97	-3	6	4	-1	-15	-9	12,7	17,4	17,4	4,2	3,2	2,2	4,0	0,2	2,9	2,6	5,8	1,1
98 p	5	7	6	3	-5	-3	17,2	19,3	17,5	7,0	7,1	5,4	7,2	3,3	3,1	9,9	8,7	2,7
98 E-S p	4	6	5	2	-5	...	15,2	18,2	14,9	...	7,4	5,5	6,7	2,8	3,2	10,3	9,8	...
99 E-S a	7	6	6	2	-4	...	18,0	19,2	22,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...
98 Nov p	10	11	9	5	-2	-4	31,0	31,9	32,3	9,9	6,1	5,0	5,3	4,3	-1,9	10,4	11,4	4,9
Dic p	8	8	8	4	-1	-4	22,3	22,3	23,2	3,9	5,2	4,1	6,9	6,4	-1,5	7,6	3,7	1,6
99 Ene p	7	8	6	2	-	-	13,1	14,4	14,4	8,9	1,4	0,2	9,7	0,2	1,4	4,7	-6,3	1,9
Feb p	8	8	7	-	-	-4	23,1	19,8	24,3	5,5	4,3	2,4	10,4	1,0	-1,3	4,6	8,0	1,6
Mar p	8	8	7	-	-1	-6	31,1	31,0	32,1	6,7	9,6	7,3	16,6	3,8	2,1	10,5	18,9	3,5
Abr p	5	4	6	4	-3	-1	11,9	16,5	11,8	11,2	3,0	0,8	4,3	-5,7	1,4	3,2	15,4	1,1
May p	6	1	6	3	-4	-3	22,6	26,4	24,2	5,9	2,2	0,3	7,5	-4,2	2,9	0,4	9,4	0,9
Jun a	6	3	5	2	-5	-9	25,0	28,2	25,2	7,8	5,4	3,7	9,3	2,0	0,9	5,9	8,6	3,5
Jul a	9	6	7	2	-3	-6	15,3	15,9	17,1	10,4	7,0	5,6	12,8	4,6	7,4	8,4	3,2	...
Ago a	7	6	7	4	-4	...	17,1	18,1	25,6	5,3	6,1	4,8	9,9	3,0	4,0	7,4	7,4	...
Sep a	8	6	7	5	-4	...	-6,4	-3,6	23,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES

VENTAS DE AUTOMÓVILES
Tasas de variación interanual (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

(a) Deflactada por el índice de precios que se obtiene de los siguientes componentes del IPC: alimentación, vestido, calzado, menaje (excluido el servicio doméstico), objetos recreativos, publicaciones y otros bienes y servicios (excluidos turismo y hostelería, servicios financieros y otros servicios). En ninguna rúbrica de las anteriores se incluyen las reparaciones.

(b) Deflactada por el IPC de alimentación.

(c) Deflactada por el IPC de vestido y calzado (excluidas reparaciones).

(d) Deflactada por el IPC de menaje (excluido servicio doméstico y reparaciones).

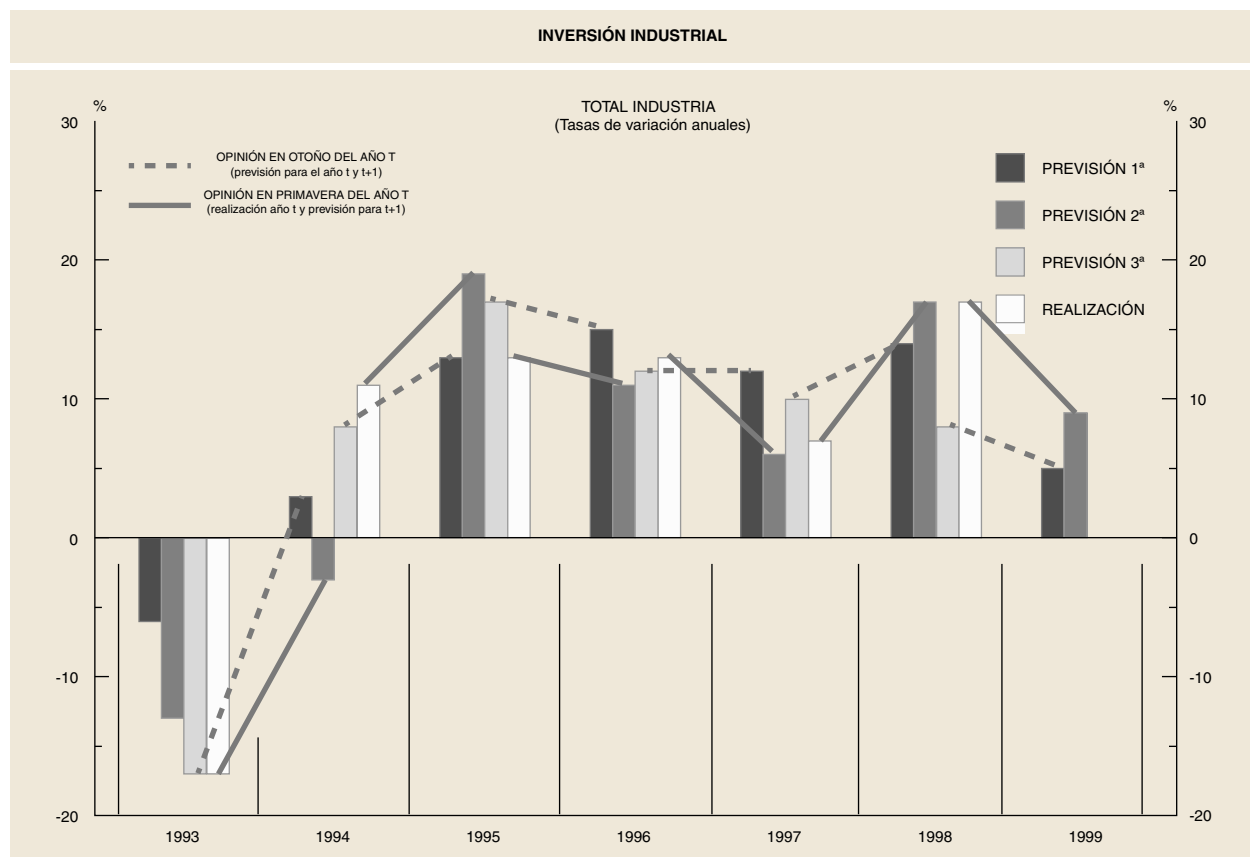
(e) Deflactada por el índice de precios que se obtiene de los siguientes componentes del IPC: objetos recreativos, publicaciones y otros bienes y servicios (excluidos turismo y hostelería, servicios financieros y otros servicios).

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

n Serie representada en el gráfico.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	1	2	3	4	5	6	7
	n	n	n	n	n	n	n
Previsión 1ª	-6	3	13	15	12	14	5
Previsión 2ª	-13	-3	19	11	6	17	9
Previsión 3ª	-17	8	17	12	10	8	...
Realización	-17	11	13	13	7	17	...



Fuente: Secretaría General Técnica. MINER.

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.

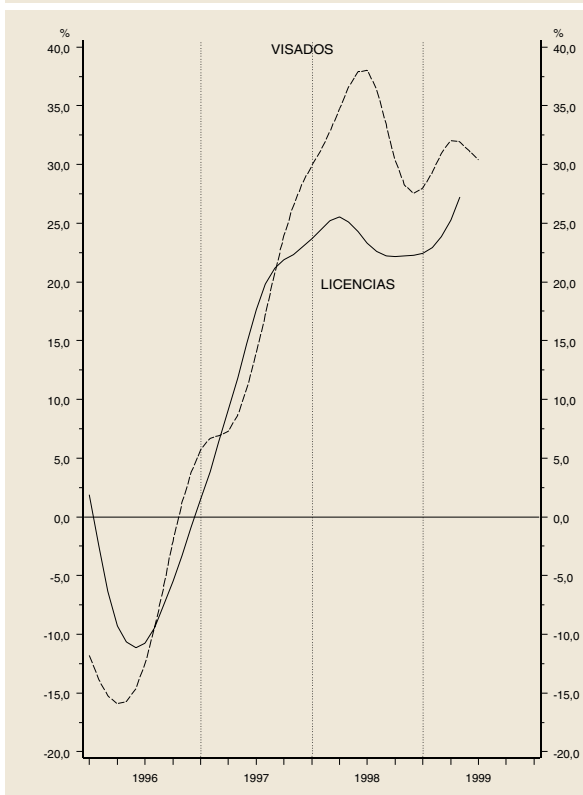
3.3. Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España

n Serie representada en el gráfico.

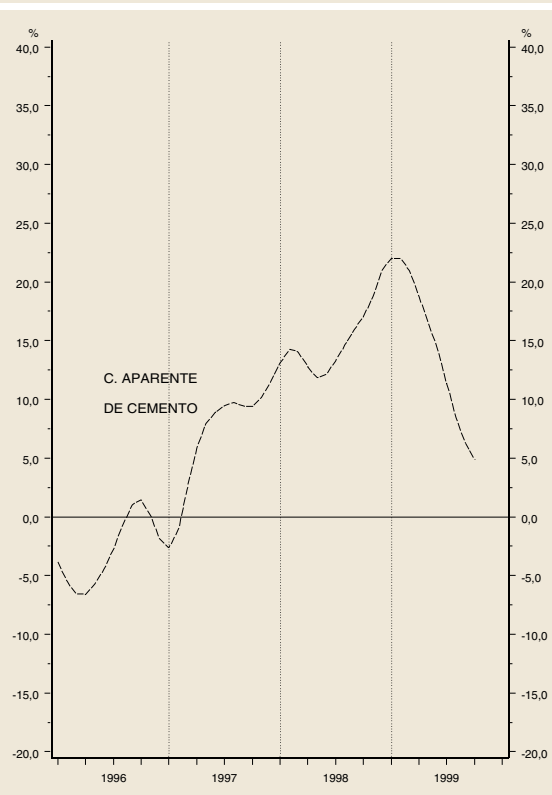
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (Presupuesto)								Consumo aparente de cemento
	Total	Residencial	De la cual		Total	De la cual	Total		Edificación				Ingeniería civil		
			Vivienda	No residencial			En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	De la cual			No residencial	
											Vivienda				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	n				n									n	
96	-6,6	-6,0	-5,7	-10,2	-7,7	-8,9	23,4	23,4	-10,6	-10,3	31,5	-10,7	38,0	-2,9	
97	16,6	13,6	13,8	34,4	17,0	19,0	2,1	2,1	47,4	51,0	37,5	46,2	-10,5	8,4	
98	23,7	22,5	21,8	29,7	32,2	29,2	46,9	46,9	29,2	27,7	-13,0	29,7	55,0	15,7	
98 E-S	21,6	21,8	21,9	20,4	39,0	35,4	62,6	62,6	41,1	66,7	-5,3	-11,5	40,7	14,0	
99 E-S	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	13,3
98 Abr	4,5	5,1	5,8	1,7	31,7	34,3	23,1	113,8	50,9	224,9	247,0	28,7	9,8	-1,9	
May	32,5	34,2	31,8	24,2	51,7	46,2	4,5	79,6	44,2	46,4	-66,7	43,4	-11,4	6,5	
Jun	27,6	25,1	24,3	40,2	44,5	39,6	87,7	81,5	24,0	38,6	79,4	20,9	117,4	19,5	
Jul	22,3	24,0	23,2	15,2	43,2	40,9	79,8	81,2	29,0	67,1	2,0	18,1	107,0	13,5	
Ago	10,6	4,2	4,9	54,8	47,4	42,0	17,2	67,2	13,9	42,3	-42,1	3,5	18,6	19,7	
Sep	9,0	10,3	12,1	3,7	37,3	29,2	25,0	62,6	-5,0	24,4	45,9	-11,5	40,7	13,7	
Oct	27,0	21,0	19,0	57,0	7,2	7,7	-8,3	51,1	17,0	14,1	46,1	17,9	-17,9	10,1	
Nov	37,6	35,0	30,7	52,1	27,5	25,8	0,4	44,1	-25,3	-62,5	-68,5	-1,7	13,0	32,7	
Dic	22,8	16,4	15,4	58,3	18,0	13,8	71,0	46,9	33,5	-6,9	67,9	49,8	83,3	22,2	
99 Ene	1,7	-2,3	-1,7	22,4	35,1	26,4	-3,2	-3,2	-29,8	29,6	147,3	-51,3	17,2	17,9	
Feb	10,4	10,0	9,9	12,2	33,5	37,6	9,7	2,5	-20,8	-55,6	-52,0	-9,7	26,4	26,0	
Mar	27,4	26,0	24,3	34,4	43,9	36,8	-41,5	-19,8	24,3	54,8	56,1	18,4	-55,8	15,3	
Abr	34,8	33,5	29,9	40,7	21,0	16,0	56,5	-4,5	30,8	21,9	-48,5	33,6	73,4	20,4	
May	...	...	...	...	44,7	40,9	46,7	4,8	-9,4	-26,9	220,2	-3,2	83,4	18,0
Jun	...	...	...	...	25,3	23,0	...	...	...	...	...	...	...	11,9
Jul	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	2,4
Ago	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	8,1
Sep	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	5,4

CONSTRUCCIÓN. LICENCIAS Y VISADOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



CONSTRUCCIÓN. CONSUMO APARENTE DE CEMENTO
Tasas de variación interanual (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 BE, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

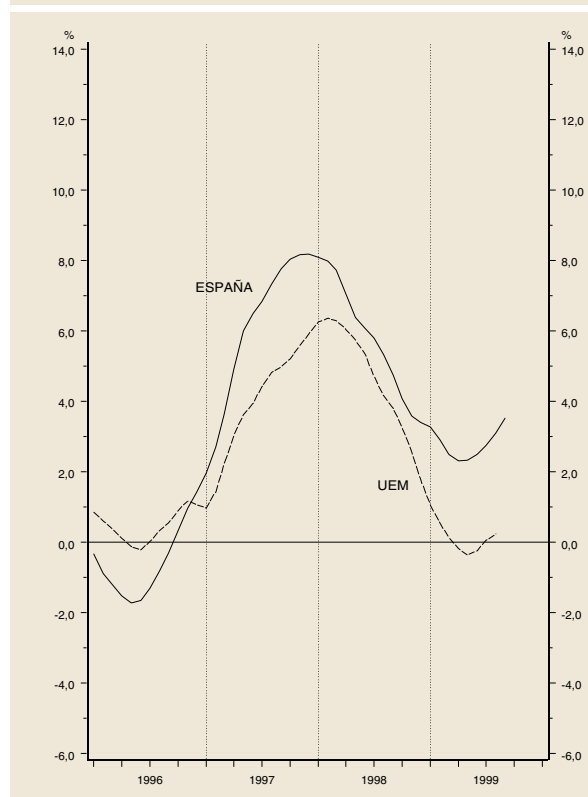
3.4. Índice de producción industrial. España y UEM

n Serie representada en el gráfico.

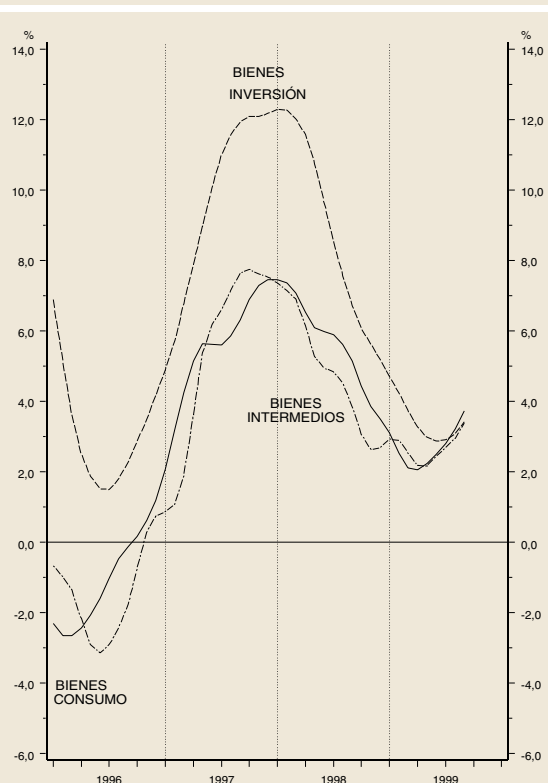
Tasas de variación interanual

		Índice general			Por destino económico de los bienes			Por ramas de actividad				Pro memoria: UEM				
		Total		Del cual	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Minerales	Transformados	Otras	Del cual		Por destino económico de los bienes		
												Manufac-turas	Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Intermedios
		Serie original	T ₁₂	1														2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
96	Ø p	102,2	-0,7	-0,7	-1,5	3,0	-1,2	-0,5	-2,0	2,3	-2,6	0,4	0,1	-	1,6	-0,1
97	Ø p	109,2	6,9	7,3	6,7	10,4	5,9	5,1	6,1	8,8	6,6	4,4	5,0	2,7	4,8	5,4
98	Ø p	115,1	5,4	6,2	5,5	8,4	4,2	1,1	5,5	8,2	4,7	4,2	4,7	3,0	6,7	3,9
98	E-A Ø p	112,9	6,6	7,8	6,7	9,9	5,4	0,4	7,1	10,7	5,7	4,5	5,0	...	7,0	3,7
99	E-A Ø p	115,2	2,1	1,8	1,5	2,8	2,3	3,2	3,0	0,3	2,7	...	...	...	...	...
98	Mar p	121,3	14,1	15,8	13,4	23,7	11,7	6,0	13,4	23,3	10,6	7,6	8,0	...	10,9	7,6
	Abr p	112,4	-2,9	-2,6	-3,9	-0,7	-2,8	-3,9	-2,7	-1,4	-4,2	3,6	4,2	...	6,3	3,9
	May p	117,8	5,6	7,3	6,0	11,5	3,2	-4,1	6,8	10,1	5,0	7,1	8,1	...	10,1	6,5
	Jun p	123,8	8,3	9,4	8,2	11,8	7,1	0,9	7,1	13,1	7,8	3,6	4,1	2,9	5,2	3,7
	Jul p	126,5	5,9	6,1	7,1	2,0	6,2	4,3	5,2	5,7	7,0	4,4	4,8	3,6	7,4	3,6
	Ago p	76,5	6,7	8,4	8,6	2,9	5,9	1,9	4,6	12,1	7,9	4,5	5,0	3,8	7,0	3,7
	Sep p	120,0	3,6	4,5	3,3	9,8	1,8	-1,3	4,8	5,8	3,3	3,5	3,7	2,6	5,9	2,5
	Oct p	123,7	-1,0	-0,9	-1,4	0,1	-1,0	-0,1	0,6	-1,5	-1,9	2,5	2,8	2,8	5,6	1,3
	Nov p	122,0	5,6	6,0	7,2	6,4	4,0	3,1	5,2	6,7	5,9	2,3	2,1	1,5	4,6	1,4
	Dic p	112,0	4,8	4,5	4,7	7,5	3,8	7,9	-0,3	5,8	5,0	-0,2	-0,7	-0,7	2,3	-1,8
99	Ene p	112,9	2,2	0,6	0,5	2,5	3,5	11,1	1,0	-	0,5	1,1	1,0	2,0	3,9	-0,4
	Feb p	113,9	-0,3	-1,0	-3,1	1,8	1,5	4,5	-0,7	1,0	-3,2	-0,7	-1,4	-0,1	-0,1	-1,6
	Mar p	123,7	2,0	2,7	2,3	5,0	0,8	-2,0	2,4	3,2	2,4	-0,1	-0,3	0,9	-1,2	-0,3
	Abr p	114,9	2,2	2,8	2,9	4,0	1,0	-1,7	5,7	-0,9	4,9	-0,9	-1,0	-0,9	0,2	-1,7
	May p	121,5	3,1	2,6	2,8	0,8	4,3	4,4	4,0	0,7	4,5	-0,7	-1,0	0,4	-1,0	-1,4
	Jun p	125,9	1,7	1,4	1,7	1,4	1,8	2,6	3,4	-1,9	4,0	0,8	0,5	1,2	0,5	0,2
	Jul p	127,9	1,1	0,7	-0,3	3,4	1,5	2,9	3,6	-0,3	0,2	0,1	-0,1	0,3	-1,4	»
	Ago p	81,1	6,0	6,2	8,2	4,6	4,9	3,7	4,9	1,6	10,8	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
Tasas de variación interanual (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 BE, capítulo 23, cuadro 1.

3.5. Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y UEM

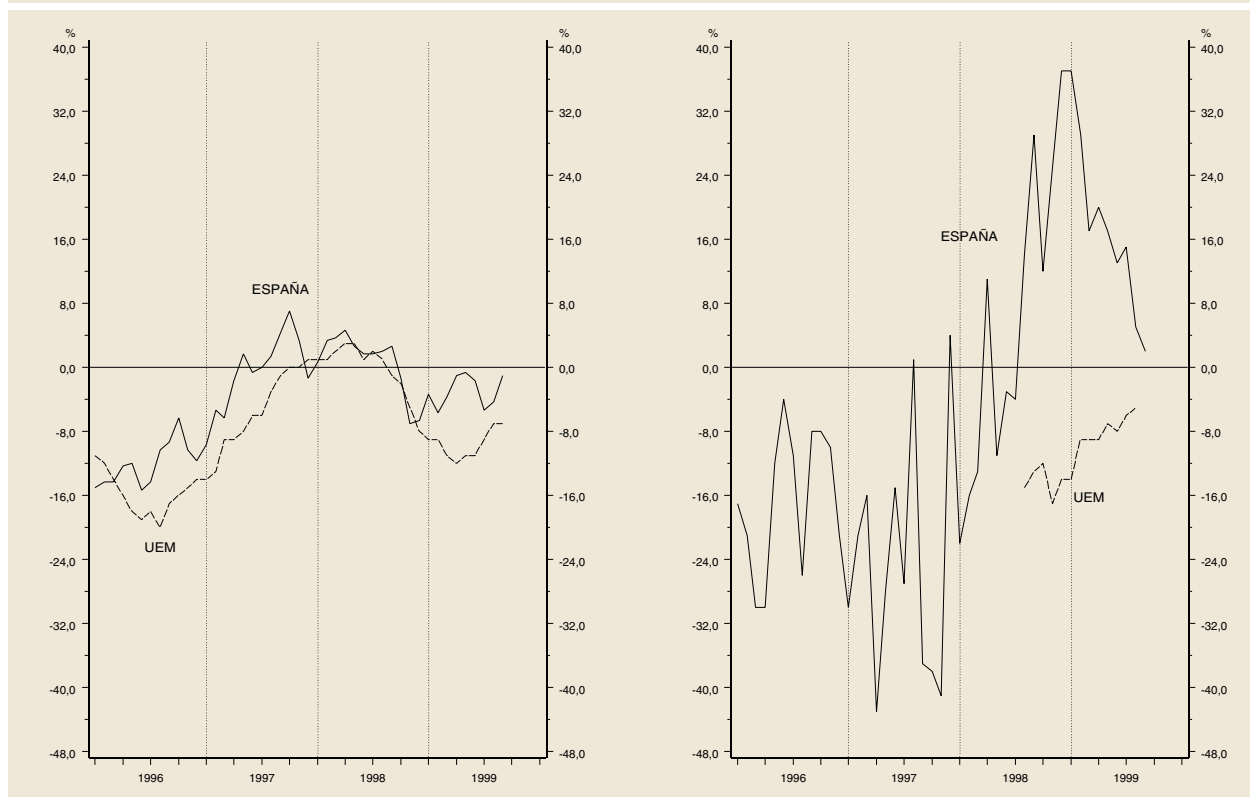
n Serie representada en el gráfico.

Saldo

	Industria, sin construcción									Construcción				Pro memoria: UEM (b)			
	Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial			Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria sin construcción		Indicador del clima en la construcción
							Consumo	Equipo	Intermedios				Producción	Construcción	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
96 Ø	-12	-2	5	-23	-19	18	-8	-10	-16	-18	-7	-9	1	1	-14	-29	-36
97 Ø	»	12	11	-2	-7	8	2	»	-1	-24	-19	-23	7	3	1	-4	-33
98 Ø	»	11	7	2	-7	8	1	3	-2	10	22	18	17	8	-9	-15	-19
98 E-A Ø	3	15	11	5	-3	8	2	7	2	1	13	11	13	6	-1	-4	...
99 E-A Ø	-3	5	8	-7	-19	10	»	-4	-4	15	21	15	44	30	...	...	...
98 Mar	5	15	16	6	-	8	4	13	2	11	18	9	37	59	3	-1	...
Abr	3	15	15	4	-4	11	1	8	3	-11	22	6	12	-	3	-1	...
May	2	13	12	2	-5	9	»	7	1	-3	22	7	26	-20	1	-1	...
Jun	2	18	5	9	-3	9	-2	8	2	-4	26	11	-	-28	2	-2	...
Jul	2	23	-1	14	-	7	2	1	2	14	36	17	1	14	1	-2	-15
Ago	3	14	8	4	-9	4	7	7	-4	29	49	34	49	15	-1	-4	-13
Sep	-1	7	1	1	-10	6	4	-4	-7	12	35	12	35	-5	-2	-6	-12
Oct	-7	5	-7	-4	-17	10	-1	-7	-12	25	35	33	4	-19	-5	-10	-17
Nov	-7	1	-2	-7	-17	11	-5	-1	-9	37	32	49	43	42	-8	-14	-14
Dic	-3	4	5	-6	-20	9	-2	-3	-4	37	50	25	23	34	-9	-15	-14
99 Ene	-6	-5	9	-13	-22	13	-5	-6	-5	29	-25	24	13	31	-9	-16	-9
Feb	-4	1	12	-14	-24	9	-	-7	-4	17	14	18	43	8	-11	-20	-9
Mar	-1	5	11	-5	-17	9	4	-3	-5	20	15	23	15	41	-12	-23	-9
Abr	-1	12	13	-5	-21	10	4	-2	-4	17	32	1	43	21	-11	-20	-7
May	-2	5	8	-5	-21	8	2	-2	-5	13	40	17	63	33	-11	-22	-8
Jun	-5	12	-2	-2	-14	12	-1	-9	-6	15	56	16	29	23	-9	-22	-6
Jul	-4	7	1	-3	-15	11	-4	-4	-4	5	17	8	69	24	-8	-19	-5
Ago	-1	5	11	-5	-17	9	-1	»	-2	2	17	9	79	60	...	...	...

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldo

CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldo



Fuentes: MINER (*Encuesta de coyuntura industrial*) y BCE.

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

(b) La denominación temporal es diferente, de manera que el valor del indicador para el mes n se corresponde con el dato publicado por el MINER para el mes n - 1.

3.6. Encuesta de coyuntura industrial. Utilización de capacidad productiva. España y UEM

n Serie representada en el gráfico.

Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Pro memoria: UEM 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)	
	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 n	2	3	4 n	5	6	7 n	8	9	10 n	11	12	13 n
96 p	77,0	78,1	4	75,3	76,3	4	78,6	79,5	2	77,8	79,2	6	80,2
97 p	79,2	80,0	2	77,1	77,7	1	80,4	82,0	5	80,4	81,3	2	82,5
98 p	80,6	81,5	3	79,3	79,9	3	82,1	83,4	1	81,1	82,2	1	82,8
98 I-II p	80,5	81,9	4	78,6	80,4	3	83,2	84,3	3	80,9	82,3	-2	83,4
99 I-II p	79,5	80,8	2	76,6	78,9	3	82,1	82,2	2	80,8	81,8	2	81,9
95 II p	78,1	78,3	3	76,8	77,0	5	76,2	77,4	-1	80,0	79,8	3	82,8
III p	77,8	78,2	4	75,6	75,5	6	80,5	80,2	6	78,6	79,8	1	82,8
IV p	77,6	77,1	5	75,3	72,6	8	78,3	78,8	5	79,4	80,4	4	82,6
96 I p	76,1	79,0	6	73,8	77,6	7	77,7	78,4	2	77,5	80,6	8	82,0
II p	77,1	78,0	2	75,4	77,1	1	78,1	78,8	1	78,2	78,5	4	80,2
III p	77,6	78,1	4	76,7	77,1	4	78,7	78,9	4	77,8	78,6	4	80,0
IV p	77,1	77,4	5	75,1	73,3	4	79,7	81,8	1	77,8	79,1	7	80,2
97 I p	77,4	79,6	4	75,0	77,9	2	77,4	79,4	6	79,5	81,2	4	79,9
II p	79,2	80,1	3	77,3	78,2	5	80,0	82,0	8	80,4	81,0	-1	81,1
III p	80,6	81,0	1	79,1	79,7	-2	82,2	83,8	3	81,2	81,0	2	81,5
IV p	79,5	79,4	1	77,1	74,9	-1	82,1	82,6	2	80,4	81,9	3	82,5
98 I p	79,9	81,9	7	78,1	80,0	2	82,4	84,3	2	80,4	82,6	-	82,8
II p	81,0	81,9	1	79,2	80,7	4	84,0	84,2	4	81,3	82,0	-3	83,4
III p	80,9	81,8	2	79,1	80,8	4	82,8	83,2	-	81,6	82,0	-	83,7
IV p	80,7	80,5	2	80,9	78,1	2	79,2	81,8	-4	81,1	82,0	6	82,8
99 I p	79,3	81,3	3	76,5	79,3	3	81,8	83,0	3	80,7	82,3	2	81,9
II p	79,6	80,2	1	76,7	78,5	2	82,4	81,4	-	80,9	81,2	1	81,9

UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes

UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. POR TIPOS DE BIENES
Porcentajes



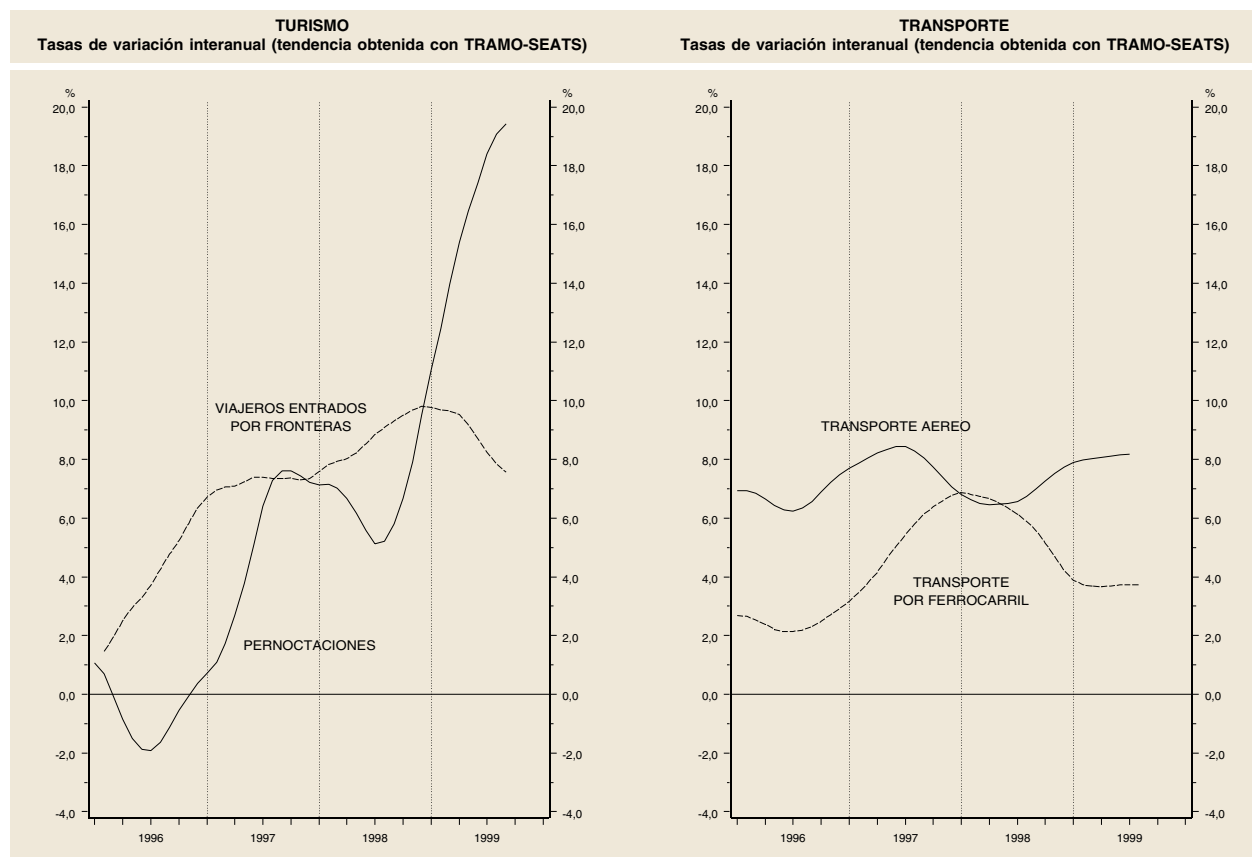
Fuentes: MINER y BCE.

3.7. Diversas estadísticas de turismo y transporte. España

n Serie representada en el gráfico.

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	
	n			n			n						n		
96	3,5	4,4	-0,8	-1,0	3,9	3,1	5,7	5,5	7,9	3,8	8,6	3,9	-2,9	1,8	1,2
97	7,4	7,3	5,4	5,2	7,1	6,7	7,9	7,9	7,6	8,1	10,2	5,1	2,5	6,2	12,6
98 p	10,3	10,8	6,9	6,1	9,0	9,8	7,4	7,1	2,5	10,4	0,7	8,3	4,6	5,4	2,6
98 E-A p	10,2	11,4	6,1	5,2	8,5	9,3	7,0	6,2	1,3	9,7	0,5	7,4	5,6	7,0	3,8
99 E-A a	12,8	19,6	14,2	21,2	7,6	9,2	4,3	...	...	...	...	...	...	...	...
98 Feb p	12,3	17,1	8,9	8,0	9,6	11,3	7,2	7,0	»	14,1	-13,6	5,9	6,2	6,9	3,6
Mar p	2,9	9,4	1,8	7,7	-3,2	»	-8,7	-0,1	-3,4	2,8	4,1	-2,4	11,9	-0,5	11,6
Abr p	20,5	17,4	17,3	10,1	14,8	22,3	2,4	13,0	6,0	19,1	20,6	15,1	0,5	16,0	-2,9
May p	10,1	11,9	5,4	5,6	10,3	12,5	5,2	6,9	1,7	10,3	2,9	15,3	5,3	8,3	-0,1
Jun p	8,5	12,7	6,4	7,8	9,5	10,7	6,8	7,0	2,2	10,2	-2,7	2,3	12,8	7,1	-0,9
Jul p	8,7	6,9	3,9	1,8	6,0	5,4	7,5	5,4	2,0	7,6	-2,7	6,1	5,8	7,4	9,0
Ago p	8,7	7,2	4,0	2,1	9,7	7,1	14,7	4,8	1,1	6,9	4,6	9,9	7,5	8,7	5,2
Sep p	10,2	9,9	8,0	7,2	7,9	8,5	6,3	7,4	0,8	11,8	0,3	5,4	1,7	5,9	-6,2
Oct p	11,4	10,1	11,9	11,7	12,6	12,7	12,4	10,0	4,2	13,8	3,0	10,6	5,0	6,4	7,8
Nov p	11,2	9,4	7,2	5,7	9,1	10,3	7,0	10,6	10,8	10,4	-4,4	16,1	0,6	0,4	-1,6
Dic p	7,9	7,1	7,1	5,4	11,0	13,2	7,9	8,1	5,1	11,1	6,2	11,7	3,1	-3,8	2,0
99 Ene a	13,3	17,3	18,4	24,9	11,6	14,4	7,5	8,6	5,6	11,2	8,4	10,5	18,9	2,2	-6,7
Feb a	15,1	23,9	16,7	24,2	10,8	14,7	4,7	9,6	7,4	11,5	1,5	8,1	8,9	0,4	1,4
Mar a	16,1	24,6	16,9	23,9	14,4	17,1	9,3	10,3	10,3	10,5	4,4	22,4	13,6	9,4	5,7
Abr a	8,4	13,8	14,4	22,6	7,7	5,6	11,8	1,5	-3,7	5,5	-5,6	5,1	13,0	-1,4	3,7
May a	14,3	20,0	16,1	22,4	7,8	9,8	3,3	9,3	4,6	12,2	2,1	0,3	7,5	5,5	1,6
Jun a	15,4	23,5	16,1	22,5	7,4	8,4	5,1	8,3	4,1	10,9	10,3	11,1	3,0	5,6	11,2
Jul a	12,5	19,3	12,9	19,5	10,8	12,8	6,1	...	...	...	...	...	...	2,1	...
Ago a	10,0	17,2	9,5	16,9	-0,5	1,5	-4,0	...	...	...	...	...	...	...	...



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 BE, capítulo 23, cuadro 15.

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

4.1. Población activa. España

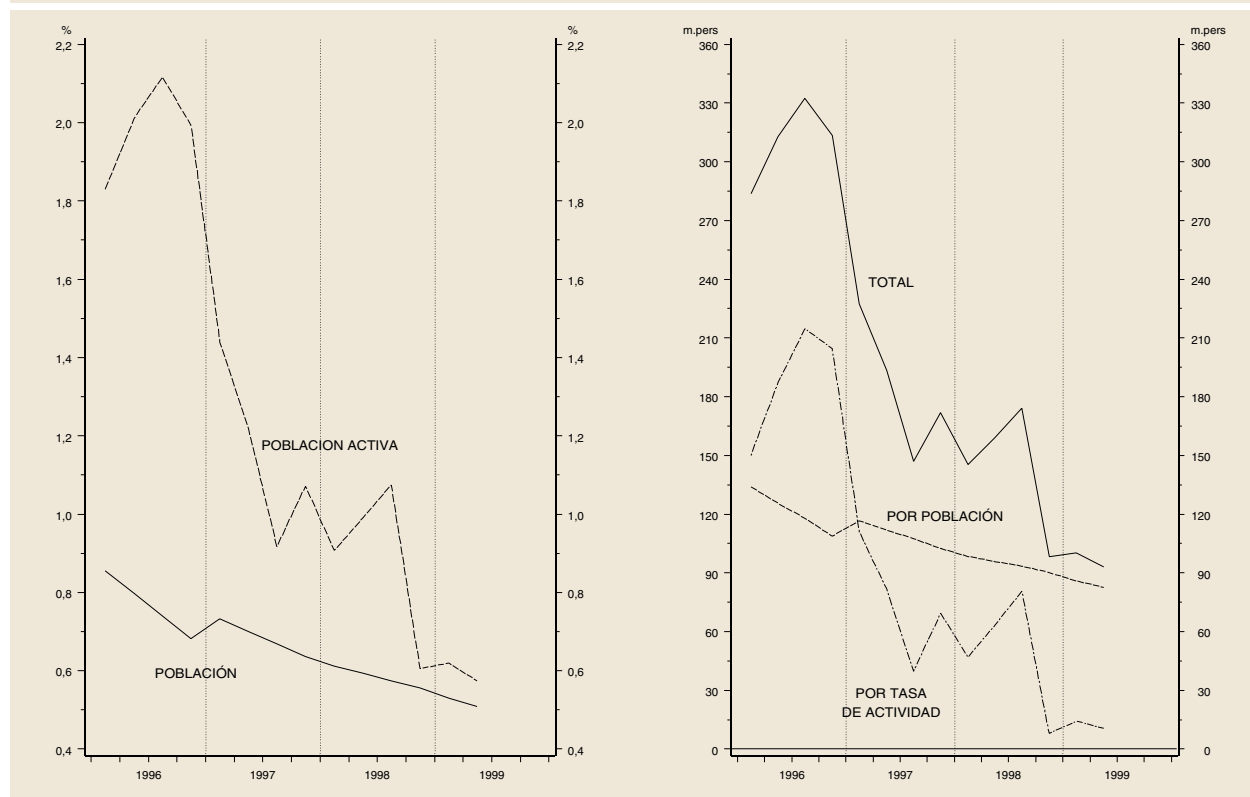
n Serie representada en el gráfico.

Miles de personas y tasas de variación interanual

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad	Población activa								
	Miles de personas	Variación interanual	T ₄ ¹			Miles de personas	Variación interanual (a)			T ₄ ¹				
							Total	Por población	Por tasa de actividad					
	1	2	3	n	4	5	6	n	7	n	8	n	9	n
96 Ø	32125	245	0,8		49,61	15936	311	122		189			2,0	
97 Ø	32345	220	0,7		49,84	16121	185	110		75			1,2	
98 Ø	32534	189	0,6		50,00	16265	144	94		50			0,9	
98 I-II Ø	32490	195	0,6		49,86	16197	152	97		55			0,9	
99 I-II Ø	32659	169	0,5		49,89	16294	97	84		12			0,6	
95 II	31841	311	1,0		48,88	15565	74	152		-78			0,5	
III	31919	311	1,0		49,21	15707	221	153		68			1,4	
IV	31997	311	1,0		49,14	15722	254	153		101			1,6	
96 I	32035	272	0,9		49,29	15791	284	134		150			1,8	
II	32095	254	0,8		49,47	15878	313	126		187			2,0	
III	32155	236	0,7		49,88	16039	332	118		215			2,1	
IV	32215	218	0,7		49,78	16035	313	109		205			2,0	
97 I	32270	235	0,7		49,64	16019	227	117		111			1,4	
II	32320	225	0,7		49,73	16071	194	112		82			1,2	
III	32370	215	0,7		50,00	16187	147	108		40			0,9	
IV	32420	205	0,6		49,99	16207	172	102		69			1,1	
98 I	32468	198	0,6		49,79	16164	145	98		47			0,9	
II	32512	192	0,6		49,92	16231	159	96		63			1,0	
III	32556	186	0,6		50,25	16361	174	93		81			1,1	
IV	32601	180	0,6		50,02	16305	98	90		8			0,6	
99 I	32640	172	0,5		49,83	16264	100	86		14			0,6	
II	32677	165	0,5		49,95	16324	93	83		11			0,6	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual

POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



Fuente: INE (*Encuesta de Población Activa*. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976).

- (a) 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 UEM

n Serie representada en el gráfico.

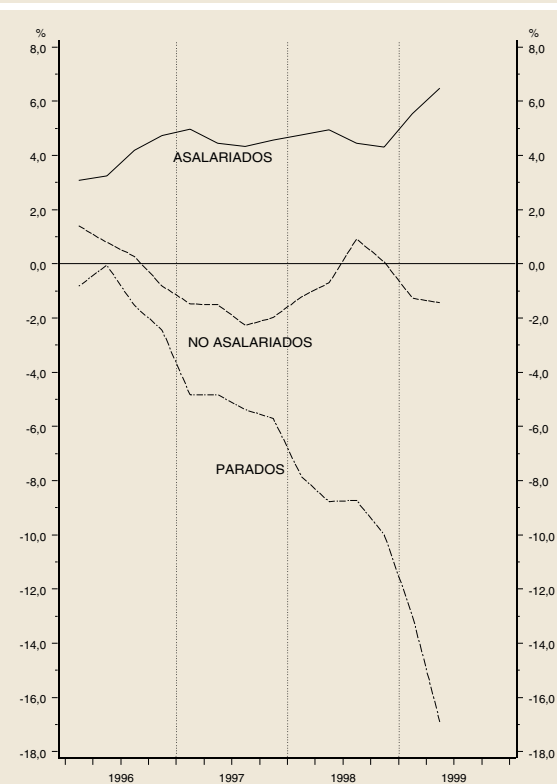
Miles de personas y tasas de variación interanual

	Ocupados									Parados			Tasa de paro	Pro memoria: UEM	
	Total			Asalariados			No asalariados			Miles	Variación interanual	T ₄ ¹		Ocupados T ₄ ¹	Tasa de paro
	Miles	Variación interanual	T ₄ ¹	Miles	Variación interanual	T ₄ ¹	Miles	Variación interanual	T ₄ ¹						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	n		n		n		n		n		n		n		
96 Ø	12396	354	2,9	9 284	341	3,8	3 112	13	0,4	3 540	-43	-1,2	22,22	0,3	11,62
97 Ø	12765	369	3,0	9 709	425	4,6	3 056	-56	-1,8	3 356	-184	-5,2	20,83	0,5	11,63
98 Ø	13205	440	3,4	10157	448	4,6	3 048	-7	-0,2	3 060	-296	-8,8	18,82	1,3	10,94
98 I-II Ø	13076	435	3,4	10032	464	4,9	3 044	-29	-1,0	3 121	-282	-8,3	19,27	...	11,12
99 I-II Ø	13638	562	4,3	10636	603	6,0	3 003	-41	-1,4	2 656	-465	-14,9	16,31	...	10,35
95 II	12027	300	2,6	8 938	329	3,8	3 090	-29	-0,9	3 537	-225	-6,0	22,73	...	11,30
III	12137	350	3,0	9 027	367	4,2	3 110	-17	-0,5	3 570	-129	-3,5	22,73	...	11,37
IV	12143	373	3,2	9 028	323	3,7	3 114	50	1,6	3 579	-119	-3,2	22,77	...	11,47
96 I	12174	314	2,6	9 048	270	3,1	3 126	43	1,4	3 618	-30	-0,8	22,91	...	11,63
II	12342	315	2,6	9 228	290	3,2	3 114	24	0,8	3 536	-2	»	22,27	...	11,60
III	12525	387	3,2	9 406	379	4,2	3 119	9	0,3	3 515	-55	-1,5	21,91	...	11,60
IV	12544	401	3,3	9 455	426	4,7	3 089	-25	-0,8	3 492	-88	-2,4	21,77	...	11,63
97 I	12576	403	3,3	9 497	449	5,0	3 079	-46	-1,5	3 442	-175	-4,8	21,49	...	11,70
II	12706	364	3,0	9 639	411	4,5	3 067	-47	-1,5	3 365	-171	-4,8	20,94	...	11,67
III	12861	336	2,7	9 813	407	4,3	3 048	-71	-2,3	3 326	-189	-5,4	20,55	...	11,63
IV	12915	371	3,0	9 887	432	4,6	3 028	-61	-2,0	3 293	-199	-5,7	20,32	...	11,50
98 I	12992	415	3,3	9 950	453	4,8	3 042	-37	-1,2	3 172	-270	-7,8	19,63	...	11,23
II	13161	454	3,6	10115	476	4,9	3 045	-22	-0,7	3 070	-295	-8,8	18,91	...	11,00
III	13325	464	3,6	10249	437	4,4	3 076	28	0,9	3 035	-290	-8,7	18,55	...	10,87
IV	13342	427	3,3	10312	425	4,3	3 030	2	0,1	2 963	-329	-10,0	18,17	...	10,67
99 I	13503	512	3,9	10500	550	5,5	3 003	-39	-1,3	2 761	-412	-13,0	16,98	...	10,40
II	13773	612	4,7	10771	656	6,5	3 002	-44	-1,4	2 551	-519	-16,9	15,63	...	10,30

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



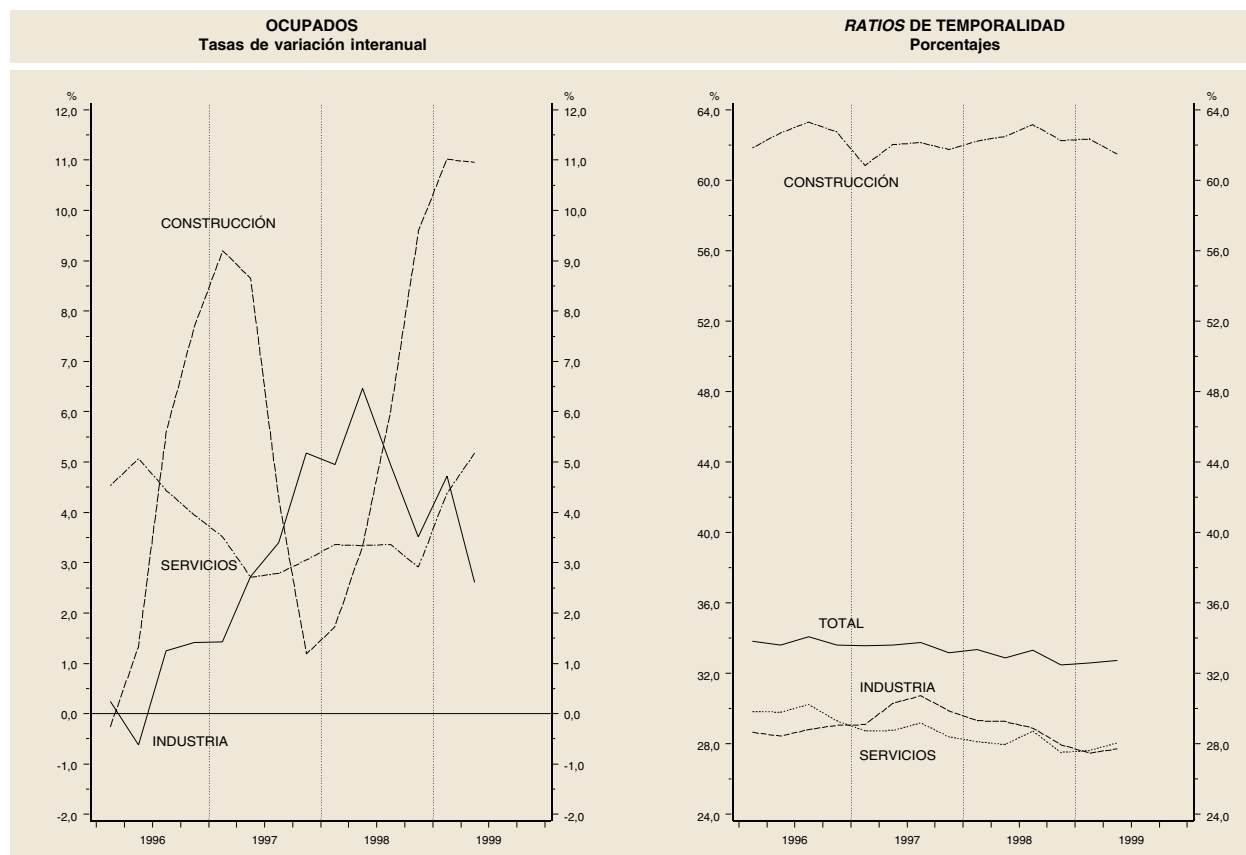
Fuentes: INE (Encuesta de Población Activa. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976) y BCE.

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

n Serie representada en el gráfico.

Tasas de variación interanual

	Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
	Ocupados	Asalaria- dos	Ratio de tempora- lidad	Ocupados	Asalaria- dos	Ratio de tempora- lidad	Ocupados	Asalaria- dos	Ratio de tempora- lidad	Ocupados	Asalaria- dos	Ratio de tempora- lidad	Ocupados	Asalaria- dos	Ratio de tempora- lidad	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
96 Ø	2,9	3,8	33,8	-2,7	-0,7	58,8	0,6	1,2	28,7	3,6	2,7	62,6	4,5	5,3	29,8	3,5	3,0	3,9
97 Ø	3,0	4,6	33,5	-0,8	11,9	60,0	3,2	4,3	30,0	5,7	6,3	61,7	3,0	4,0	28,8	3,3	3,1	2,5
98 Ø	3,4	4,6	33,0	-0,6	1,7	60,6	4,9	5,6	28,9	5,2	8,4	62,5	3,2	3,8	28,1	3,8	4,4	4,0
98 I-II Ø	3,4	4,9	33,1	-0,2	3,2	61,7	5,7	6,5	29,3	2,5	5,3	62,4	3,3	4,3	28,0	4,0	4,1	3,8
99 I-II Ø	4,3	6,0	32,7	-5,4	-3,2	62,3	3,6	4,0	27,6	11,0	12,9	61,9	4,8	6,3	27,8	5,2	5,8	5,7
95 II	2,6	3,8	35,0	-3,8	1,5	60,1	0,9	1,4	29,6	7,2	9,8	64,4	3,5	4,0	30,9	3,3	3,2	3,5
III	3,0	4,2	35,2	-2,6	-1,7	56,3	1,2	2,0	30,3	5,7	7,7	63,4	4,1	5,0	31,6	3,6	3,5	4,2
IV	3,2	3,7	34,5	-3,3	-7,5	57,4	0,2	1,0	29,2	4,6	5,1	63,5	5,0	5,3	30,8	3,8	3,8	5,3
96 I	2,6	3,1	33,8	-1,1	-5,8	61,3	0,2	0,7	28,7	-0,3	-1,3	61,8	4,5	5,3	29,8	3,0	2,8	4,5
II	2,6	3,2	33,6	-4,8	-9,3	58,6	-0,6	-0,3	28,4	1,3	0,2	62,7	5,1	5,9	29,8	3,4	2,6	4,4
III	3,2	4,2	34,1	-3,3	5,0	57,6	1,2	1,8	28,8	5,6	4,9	63,3	4,4	4,9	30,2	3,8	3,2	3,5
IV	3,3	4,7	33,6	-1,5	9,3	57,8	1,4	2,4	29,1	7,7	6,8	62,7	3,9	5,0	29,3	3,8	3,3	3,2
97 I	3,3	5,0	33,6	0,2	18,3	64,5	1,4	2,8	29,1	9,2	10,0	60,8	3,5	4,2	28,7	3,6	3,3	2,9
II	3,0	4,5	33,6	-1,0	14,1	59,9	2,7	4,3	30,3	8,7	9,3	62,0	2,7	3,3	28,8	3,3	3,3	2,4
III	2,7	4,3	33,7	-1,7	6,6	56,2	3,4	4,5	30,7	4,3	4,6	62,1	2,8	4,1	29,2	3,1	2,8	2,2
IV	3,0	4,6	33,2	-1,0	8,3	59,2	5,2	5,6	29,9	1,2	2,0	61,7	3,1	4,4	28,4	3,3	2,9	2,3
98 I	3,3	4,8	33,4	1,0	3,7	64,6	4,9	5,8	29,3	1,7	4,1	62,2	3,4	4,6	28,1	3,5	3,5	3,3
II	3,6	4,9	32,9	-1,3	2,5	58,9	6,5	7,2	29,3	3,3	6,5	62,5	3,3	4,0	28,0	4,0	4,7	4,2
III	3,6	4,4	33,3	-0,7	1,4	58,1	4,9	5,4	28,9	6,0	9,7	63,1	3,4	3,5	28,7	4,0	4,8	4,5
IV	3,3	4,3	32,5	-1,6	-1,0	60,8	3,5	4,3	28,0	9,6	13,1	62,2	2,9	3,3	27,5	3,7	4,6	4,1
99 I	3,9	5,5	32,6	-8,6	-9,1	63,3	4,7	5,0	27,5	11,0	13,5	62,3	4,4	5,6	27,6	5,1	5,9	5,4
II	4,7	6,5	32,7	-2,0	3,7	61,3	2,6	3,1	27,7	10,9	12,4	61,5	5,2	7,0	28,1	5,2	5,8	6,1



Fuente: INE (Encuesta de Población Activa. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976).

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

4.4. Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España

n Serie representada en el gráfico.

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		
	Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año		Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
	Variación interanual	T ₄	Variación interanual	T ₄	Ratio de temporalidad	Variación interanual	T ₄	Variación interanual	T ₄	% sobre asalariados	Tasa de paro	T ₄	Tasa de paro	T ₄			
	1	2 n	3	4 n	5	6	7	8	9 n	10	11 n	12	13 n	14			
96 O	321	5,5	19	0,6	33,78	291	3,5	50	7,8	7,45	9,76	1,5	12,26	-3,6	28,27	59,70	65,03
97 O	300	4,9	118	3,8	33,52	337	3,9	88	12,7	8,03	9,15	-5,2	11,40	-6,0	27,58	61,39	66,25
98 O	349	5,4	98	3,0	33,01	406	4,5	41	5,3	8,09	8,48	-6,4	10,02	-11,3	25,87	58,97	63,70
98 I-II O	355	5,6	108	3,4	33,12	408	4,6	56	7,2	8,28	8,64	-6,8	10,36	-9,8	26,03	59,85	64,77
99 I-II O	465	6,9	151	4,5	32,65	532	5,8	72	8,6	8,48	7,65	-11,0	8,24	-20,0	23,23	54,41	60,05
95 II	95	1,7	231	8,0	34,99	256	3,2	72	12,7	7,20	9,53	-11,3	13,04	-1,6	28,03	59,35	64,57
III	156	2,7	209	7,0	35,24	255	3,1	112	20,9	7,18	9,81	-2,3	12,71	-4,6	28,08	59,37	64,77
IV	212	3,7	110	3,7	34,51	219	2,7	104	18,4	7,44	10,03	1,3	12,60	-6,5	28,05	60,69	66,36
96 I	252	4,4	16	0,5	33,82	197	2,4	74	12,2	7,48	9,97	3,2	12,77	-3,9	28,32	60,72	65,70
II	317	5,5	-27	-0,9	33,60	226	2,7	64	10,0	7,67	9,79	4,9	12,29	-3,9	28,38	59,07	64,36
III	354	6,1	26	0,8	34,10	349	4,2	30	4,6	7,21	9,55	-0,6	12,12	-2,6	27,87	58,88	64,29
IV	364	6,2	63	2,0	33,62	393	4,7	33	4,9	7,45	9,72	-1,2	11,87	-3,9	28,52	60,12	65,75
97 I	316	5,3	130	4,3	33,59	371	4,4	78	11,5	7,95	9,41	-4,2	11,81	-6,2	27,49	60,80	65,58
II	266	4,3	138	4,4	33,60	325	3,8	87	12,3	8,24	9,30	-3,9	11,39	-6,1	28,13	62,00	67,00
III	294	4,8	104	3,2	33,74	320	3,7	87	12,8	7,79	8,97	-5,2	11,24	-6,5	27,79	61,73	66,67
IV	325	5,2	100	3,1	33,16	332	3,8	100	14,2	8,14	8,91	-7,4	11,14	-5,2	26,92	61,05	65,77
98 I	323	5,1	129	4,0	33,35	379	4,3	73	9,7	8,32	8,75	-6,2	10,63	-9,2	26,05	60,53	65,71
II	387	6,1	88	2,7	32,89	437	4,9	38	4,8	8,23	8,52	-7,4	10,10	-10,5	26,01	59,18	63,84
III	330	5,1	105	3,2	33,33	404	4,5	33	4,3	7,78	8,23	-7,3	9,89	-11,0	26,04	58,23	62,75
IV	357	5,4	70	2,1	32,47	404	4,5	21	2,6	8,01	8,43	-4,8	9,44	-14,7	25,40	57,96	62,51
99 I	457	6,9	104	3,1	32,59	498	5,5	52	6,3	8,38	7,92	-9,0	8,69	-17,7	23,74	54,88	60,22
II	473	7,0	198	5,9	32,72	565	6,1	91	10,9	8,58	7,38	-12,9	7,80	-22,3	22,72	53,93	59,87

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual

PARADOS
Tasa de paro



Fuente: INE (*Encuesta de Población Activa*. Series de la Encuesta de 1987, enlazadas con la de 1976).

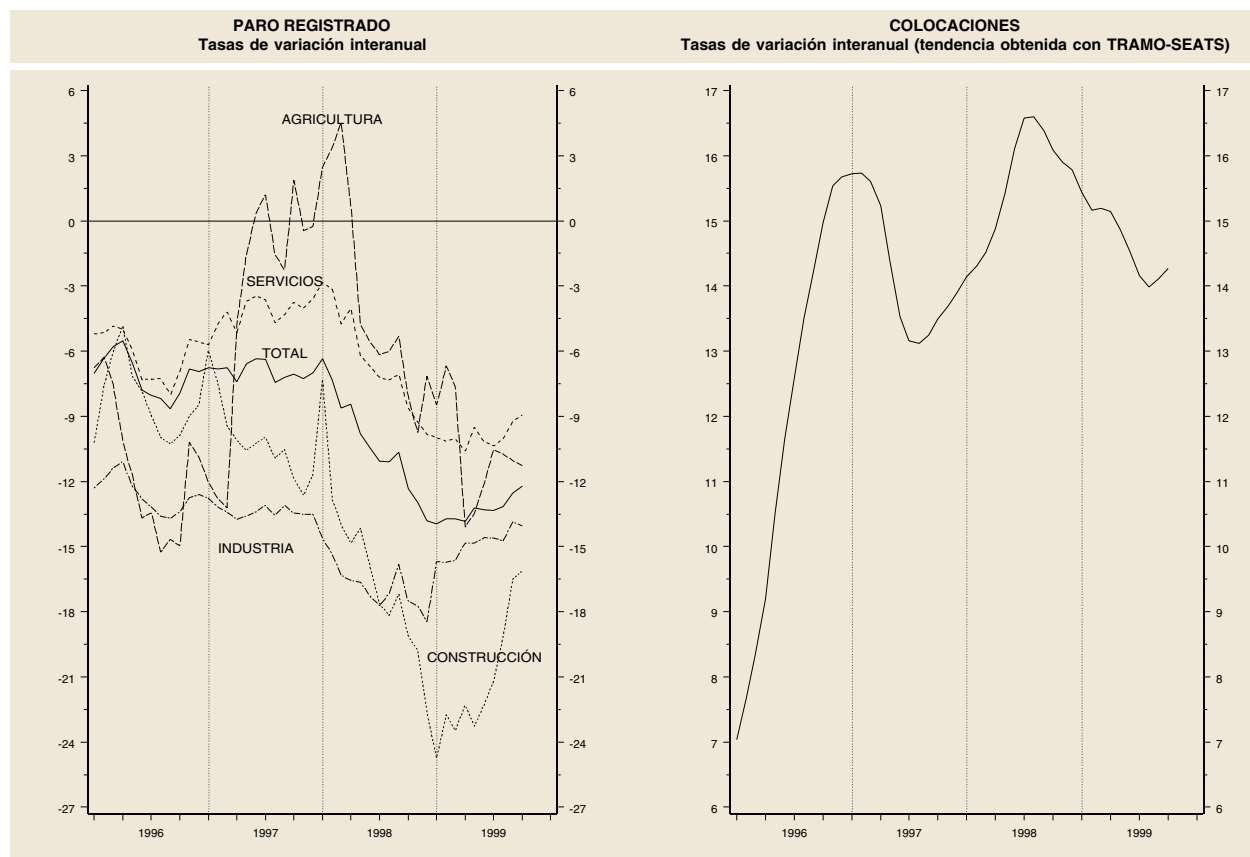
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el *Boletín Estadístico* del BE, capítulo 24, cuadros 1, 7, 9 y 10.

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

n Serie representada en el gráfico.

Tasas de variación interanual y miles de personas

	Paro registrado										Contratados					Colocaciones		
	Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total		
	Miles de personas	Variación interanual	T ₁₂ n		T ₁₂ n	T ₁₂						Miles de personas	T ₁₂ n	Indefinidos	A tiempo parcial	De duración determinada	Miles de personas	T ₁₂ n
						Total	Agricultura n	No agrícola										
								Total	Industria n	Construcción n	Servicios n							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
96 Ø	2 275	-174	-7,1	-1,4	-8,3	-11,7	-8,2	-12,6	-8,0	-6,2	719	17,7	4,11	18,67	95,89	716	13,6	
97 Ø	2 119	-157	-6,9	-5,3	-7,2	-2,8	-7,4	-13,5	-10,2	-4,0	841	17,0	6,84	19,48	93,16	817	14,2	
98 Ø	1 890	-229	-10,8	-11,5	-10,7	-4,4	-10,9	-16,8	-17,4	-7,0	972	15,6	8,34	20,15	91,66	947	15,9	
98 E-S Ø	1 920	-211	-9,9	-10,2	-9,8	-3,1	-10,1	-16,7	-15,8	-6,1	949	16,4	8,43	19,40	91,57	922	16,0	
99 E-S Ø p	1 666	-254	-13,3	-16,6	-12,5	-10,9	-12,5	-14,8	-21,0	-9,9	1 084	14,2	9,22	17,73	90,78	1 050	13,8	
98 May	1 902	-222	-10,4	-10,4	-10,4	-5,6	-10,6	-17,3	-15,9	-6,7	928	24,0	9,60	19,88	90,40	896	19,4	
Jun	1 861	-231	-11,1	-10,9	-11,1	-6,2	-11,3	-17,7	-17,6	-7,2	997	21,3	7,59	19,89	92,41	970	25,0	
Jul	1 786	-223	-11,1	-11,0	-11,1	-6,0	-11,3	-17,2	-18,2	-7,3	1 098	13,4	6,72	21,32	93,28	1 072	17,0	
Ago	1 777	-212	-10,7	-11,0	-10,6	-5,3	-10,7	-15,8	-17,2	-7,1	780	12,5	6,30	19,92	93,70	775	16,3	
Sep	1 788	-252	-12,3	-13,4	-12,1	-8,1	-12,2	-17,5	-19,1	-8,6	1 045	14,4	7,78	21,34	92,22	1 025	16,7	
Oct	1 804	-269	-13,0	-14,7	-12,6	-9,7	-12,7	-17,7	-19,8	-9,3	1 179	6,8	8,31	24,35	91,69	1 155	9,5	
Nov	1 805	-289	-13,8	-15,7	-13,4	-7,2	-13,6	-18,5	-22,6	-9,8	1 055	23,9	8,35	22,75	91,65	1 034	26,6	
Dic	1 786	-290	-14,0	-16,4	-13,4	-8,5	-13,6	-15,7	-24,7	-10,0	889	10,6	7,58	20,13	92,42	873	12,7	
99 Ene	1 804	-287	-13,7	-16,9	-13,0	-6,7	-13,2	-15,7	-22,7	-10,1	1 059	6,6	7,79	16,54	92,21	1 041	8,3	
Feb	1 784	-284	-13,7	-16,9	-13,0	-7,6	-13,2	-15,6	-23,5	-10,0	997	16,3	9,02	16,77	90,98	970	17,2	
Mar	1 757	-282	-13,8	-16,6	-13,2	-14,1	-13,2	-14,8	-22,3	-10,6	1 105	17,8	10,64	17,36	89,36	1 061	17,4	
Abr	1 708	-260	-13,2	-15,7	-12,6	-13,5	-12,6	-14,8	-23,3	-9,5	1 043	15,4	10,97	17,13	89,03	1 007	15,3	
May	1 649	-253	-13,3	-15,5	-12,8	-12,1	-12,8	-14,6	-22,3	-10,2	1 129	21,7	13,07	17,30	86,93	1 067	19,1	
Jun	1 612	-248	-13,3	-16,0	-12,7	-10,5	-12,8	-14,6	-21,2	-10,4	1 129	13,2	8,59	18,41	91,41	1 085	11,9	
Jul	1 551	-235	-13,2	-16,9	-12,3	-10,7	-12,3	-14,7	-19,1	-10,0	1 163	5,9	7,54	19,06	92,46	1 131	5,5	
Ago	1 554	-223	-12,5	-17,8	-11,3	-11,0	-11,3	-13,9	-16,5	-9,2	930	19,3	7,03	18,21	92,97	913	17,8	
Sep p	1 570	-218	-12,2	-17,3	-11,0	-11,3	-11,0	-14,0	-16,1	-8,9	1 200	14,8	8,31	18,79	91,69	1 172	14,4	



Fuente: INEM (Estadística de Empleo).

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

4.6. Convenios colectivos. España

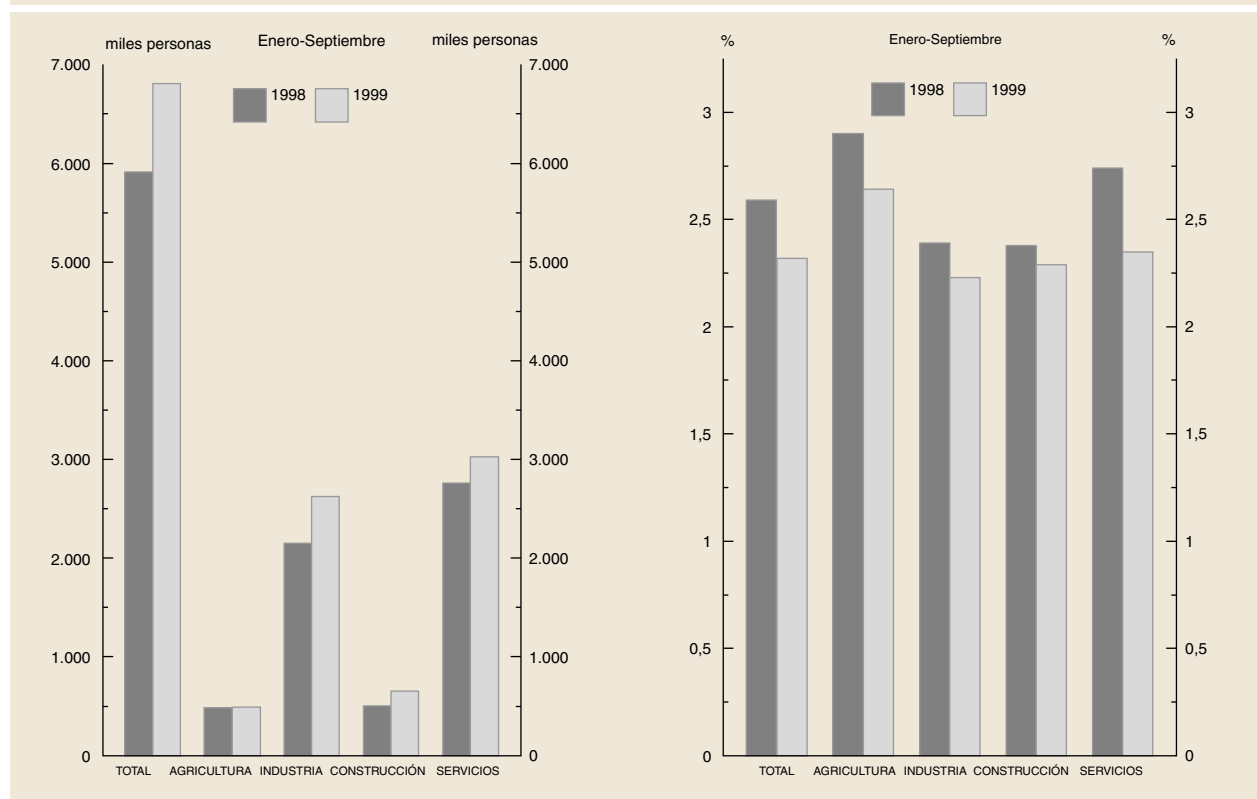
n Serie representada en el gráfico.

Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
			Trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
	Trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado	Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5 n	6	7 n	8 n	9 n	10 n	11	12	13 n	14 n	15 n	16 n	17 n	
96	8 128	3,82	2 474	3 647	6 121	22	539	2 243	675	2 663	3,76	3,83	3,80	3,88	3,82	3,98	3,73
97	8 361	2,87	3 581	3 646	7 227	1 106	657	2 564	627	3 379	3,04	2,93	2,98	3,33	2,93	2,78	2,99
98	8 246	2,56	4 240	2 732	6 972	-255	500	2 406	827	3 240	2,43	2,77	2,56	2,90	2,40	2,35	2,69
97 Dic	8 361	2,87	3 581	3 646	7 227	1 106	657	2 564	627	3 379	3,04	2,93	2,98	3,33	2,93	2,78	2,99
98 Ene	7 370	2,53	2 557	6	2 563	288	57	1 231	3	1 273	2,49	2,75	2,49	2,60	2,30	2,28	2,66
Feb	7 458	2,53	3 272	36	3 308	398	178	1 357	26	1 747	2,46	5,00	2,48	2,39	2,29	2,39	2,64
Mar	7 521	2,52	3 347	48	3 395	402	178	1 385	28	1 803	2,46	4,47	2,49	2,39	2,31	2,41	2,63
Abr	7 850	2,52	3 713	112	3 825	463	280	1 448	30	2 067	2,44	3,20	2,46	2,38	2,29	2,47	2,59
May	8 053	2,55	3 731	274	4 006	374	288	1 553	53	2 112	2,44	3,04	2,48	2,39	2,33	2,44	2,60
Jun	8 109	2,55	3 834	551	4 385	48	413	1 603	109	2 259	2,44	3,01	2,51	2,88	2,33	2,37	2,57
Jul	8 149	2,55	3 965	1 085	5 051	231	423	1 968	194	2 466	2,44	2,81	2,52	2,93	2,39	2,33	2,56
Ago	8 156	2,55	3 974	1 276	5 250	-212	428	2 002	279	2 541	2,43	3,14	2,61	2,93	2,39	2,32	2,75
Sep	8 226	2,56	4 140	1 774	5 913	-210	489	2 151	509	2 765	2,44	2,95	2,59	2,90	2,39	2,38	2,74
Oct	8 235	2,56	4 196	2 154	6 350	-158	492	2 285	704	2 869	2,43	2,86	2,57	2,90	2,39	2,36	2,72
Nov	8 243	2,56	4 240	2 388	6 628	-452	495	2 339	704	3 090	2,43	2,82	2,57	2,90	2,39	2,36	2,70
Dic	8 246	2,56	4 240	2 732	6 972	-255	500	2 406	827	3 240	2,43	2,77	2,56	2,90	2,40	2,35	2,69
99 Ene	6 239	2,29	1 779	158	1 936	-627	117	668	4	1 148	2,25	1,81	2,21	2,30	2,12	2,47	2,26
Feb	6 268	2,29	2 759	164	2 923	-385	242	837	5	1 839	2,35	1,83	2,32	2,25	2,13	2,42	2,42
Mar	6 328	2,29	3 373	213	3 586	191	250	1 066	29	2 241	2,29	2,04	2,27	2,24	2,13	1,83	2,35
Abr	6 576	2,31	3 635	498	4 133	308	250	1 531	29	2 322	2,28	2,15	2,26	2,24	2,17	1,84	2,33
May	6 721	2,31	3 688	575	4 263	257	252	1 591	61	2 358	2,28	2,18	2,27	2,24	2,19	2,13	2,33
Jun	6 734	2,31	3 833	1 007	4 840	455	367	1 898	123	2 452	2,29	2,28	2,29	2,56	2,20	2,24	2,33
Jul	6 737	2,31	3 917	1 435	5 351	301	396	1 969	374	2 612	2,29	2,30	2,30	2,58	2,20	2,29	2,32
Ago	6 739	2,31	4 091	2 434	6 524	1 275	471	2 563	591	2 899	2,29	2,37	2,32	2,62	2,23	2,29	2,35
Sep	6 804	2,32	4 100	2 704	6 804	891	495	2 623	658	3 028	2,29	2,37	2,32	2,64	2,23	2,29	2,35

TRABAJADORES AFECTADOS

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO



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

(a) Datos acumulados.

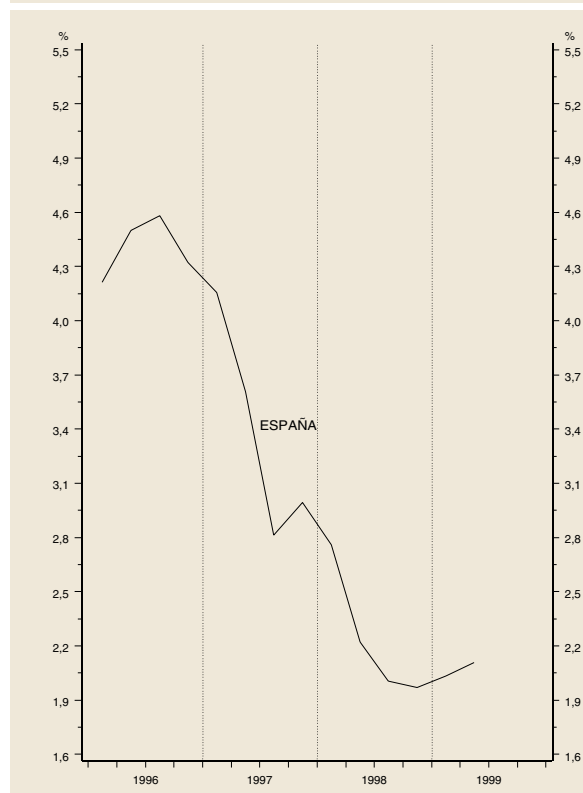
4.7. Encuesta de salarios en la industria y los servicios. España y UEM

n Serie representada en el gráfico.

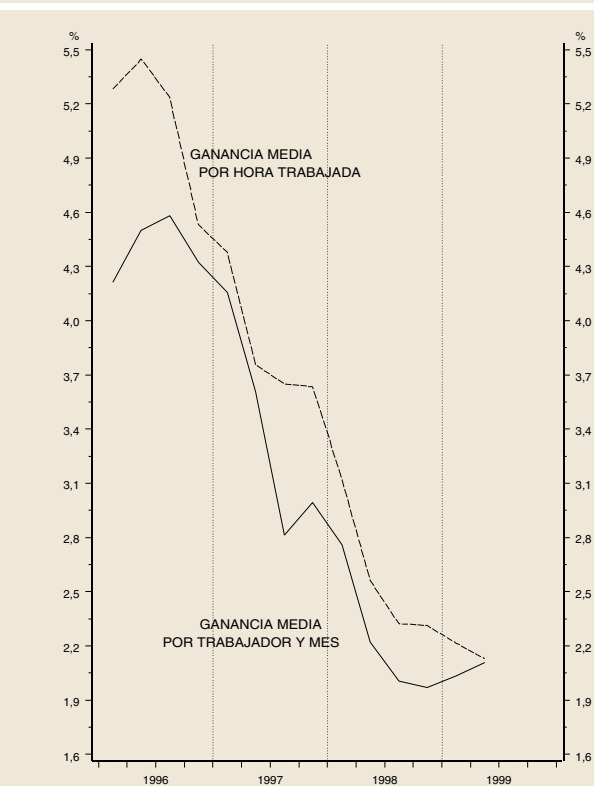
Tasas de variación interanual, euros y número de horas

	Ganancia media por trabajador y mes							Ganancia media por hora trabajada							Número de horas		Pro memoria: salarios de la UEM
	Pagos ordinarios		Pagos totales					Pagos ordinarios		Pagos totales					Número de horas	T ₄	
	Euros	T ₄	Total		Industria	Construcción	Servicios	Euros	T ₄	Total		Industria	Construcción	Servicios			
			Euros	T ₄						Euros	T ₄						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n
96 Ø	1 111	4,3	1 250	4,5	5,5	4,5	3,3	7,71	5,2	8,67	5,3	5,9	5,5	4,5	144	-0,8	...
97 Ø	1 148	3,3	1 293	3,4	4,6	4,3	2,8	8,01	3,9	9,02	4,1	4,5	4,4	4,0	143	-0,6	...
98 Ø	1 173	2,1	1 323	2,3	3,1	3,3	2,0	8,22	2,6	9,28	2,8	3,3	3,3	2,8	143	-0,5	...
98 I-II Ø	1 166	2,3	1 257	2,6	3,0	3,2	2,6	8,19	2,9	8,82	3,2	3,2	3,4	3,8	142	-0,7	...
99 I-II Ø	1 187	1,8	1 284	2,1	2,9	3,8	1,6	8,37	2,2	9,05	2,6	2,9	3,9	2,2	142	-0,4	...
95 III	1 073	4,6	1 212	4,4	4,7	5,2	3,9	7,37	5,0	8,32	4,8	4,3	5,2	5,2	146	-0,4	...
95 IV	1 079	4,6	1 318	4,5	4,8	4,8	4,1	7,45	5,6	9,11	5,5	5,0	5,1	6,1	145	-0,9	...
96 I	1 091	4,2	1 164	4,3	5,8	3,6	3,4	7,57	5,4	8,07	5,4	6,1	4,7	5,2	144	-1,1	...
96 II	1 109	4,5	1 194	4,6	5,8	4,8	3,2	7,70	5,5	8,30	5,7	6,3	6,1	4,5	144	-1,0	...
96 III	1 121	4,5	1 268	4,6	5,3	4,8	3,5	7,76	5,3	8,77	5,4	5,7	5,9	4,6	145	-0,8	...
96 IV	1 124	4,2	1 376	4,4	5,3	4,5	3,3	7,80	4,6	9,54	4,8	5,5	5,1	3,7	144	-0,4	...
97 I	1 136	4,1	1 213	4,2	4,6	5,0	3,3	7,91	4,4	8,44	4,6	4,6	5,1	4,0	144	-0,3	...
97 II	1 145	3,2	1 238	3,7	5,5	4,8	2,8	8,00	3,8	8,65	4,2	5,3	4,8	3,9	143	-0,6	...
97 III	1 155	3,1	1 304	2,9	4,0	3,6	2,6	8,05	3,7	9,09	3,6	4,0	3,6	4,0	144	-0,7	...
97 IV	1 157	2,9	1 418	3,1	4,4	3,9	2,5	8,08	3,7	9,91	3,8	4,2	4,3	4,1	143	-0,8	...
98 I	1 165	2,6	1 247	2,8	3,2	2,3	3,4	8,16	3,2	8,74	3,5	3,4	2,4	4,6	143	-0,7	...
98 II	1 167	2,0	1 266	2,3	2,9	4,1	1,8	8,21	2,6	8,91	3,0	3,1	4,2	3,0	142	-0,7	...
98 III	1 180	2,1	1 331	2,1	3,6	3,2	1,3	8,24	2,4	9,30	2,4	3,7	3,3	1,7	143	-0,3	...
98 IV	1 180	1,9	1 447	2,0	2,8	3,6	1,6	8,28	2,4	10,15	2,4	3,1	3,4	2,3	143	-0,4	...
99 I	1 186	1,8	1 274	2,1	2,8	3,7	1,7	8,35	2,3	8,97	2,6	2,7	3,8	2,6	142	-0,5	...
99 II	1 189	1,9	1 294	2,2	2,9	3,9	1,4	8,39	2,2	9,13	2,5	3,2	4,0	1,8	142	-0,3	...

SALARIOS
Tasas de variación interanual



PAGOS ORDINARIOS
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE (*Encuesta de Salarios en la Industria y los Servicios*) y BCE.

Notas: Los datos en pesetas se han convertido a euros aplicando el tipo de cambio irrevocable de 166,386.

Las series de base de este indicador, para España, figuran en el *Boletín estadístico* del BE, capítulo 24, cuadros 26, 27 y 28.

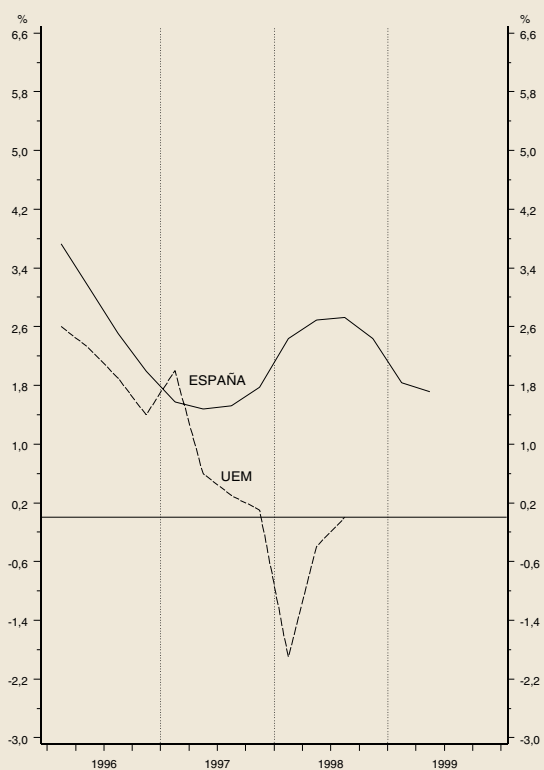
4.8. Costes laborales unitarios. España y UEM (a)

n Serie representada en el gráfico.

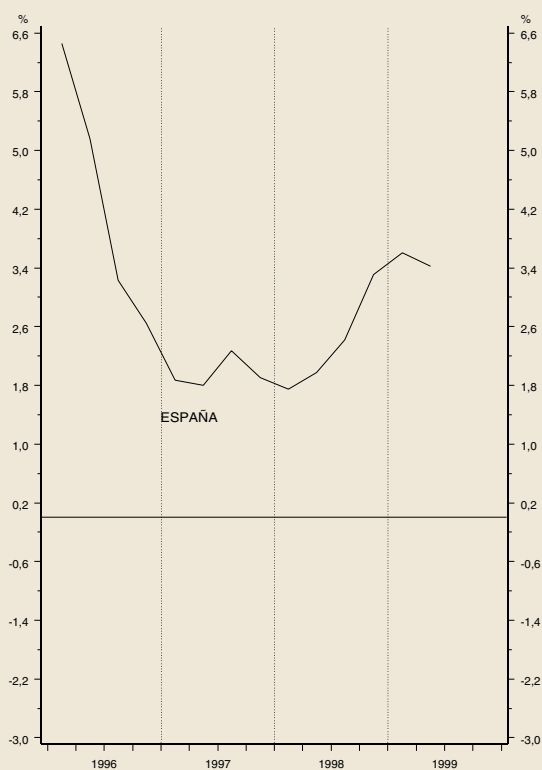
Tasas de variación interanuales

	Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios Manufacturas	
							Productividad					
	España	UEM	España (b)	UEM	España	UEM	Producto		Empleo		España	UEM
	1 n	2 n	3	4	5	6	7 España	8 UEM	9 España (b)	10 UEM	11 n	12 n
96	2,8	2,0	4,0	3,2	1,1	1,2	2,3	1,3	1,2	0,3	4,3	...
97	1,6	0,7	2,7	2,6	1,1	1,8	3,8	2,2	2,7	0,5	2,0	...
98	2,6	...	2,8	...	0,2	...	4,0	2,7	3,7	1,3	2,4	...
98 I-II	2,7	...	2,9	...	0,2	...	4,1	3,2	3,7	...	2,0	...
99 I-II	1,7	...	1,9	...	0,2	...	3,6	1,5	3,3	...	3,4	...
96 II	3,1	2,3	4,4	3,3	1,2	...	2,1	1,1	0,9	...	5,2	...
III	2,5	1,9	3,7	3,2	1,2	...	2,6	1,6	1,5	...	3,2	...
IV	2,0	1,4	3,0	2,8	1,0	...	3,0	1,7	2,0	...	2,6	...
97 I	1,6	2,0	2,6	2,8	1,0	0,7	3,4	1,5	2,4	...	1,9	...
II	1,5	0,6	2,6	2,8	1,1	2,2	3,7	2,2	2,6	...	1,8	...
III	1,5	0,3	2,8	2,3	1,3	1,9	4,0	2,3	2,7	...	2,3	...
IV	1,8	0,1	3,0	2,1	1,2	2,1	4,2	2,9	3,0	...	1,9	...
98 I	2,4	-1,9	3,1	0,9	0,7	2,9	4,2	3,6	3,5	...	1,7	...
II	2,7	-0,4	2,9	1,1	0,2	1,5	4,0	2,8	3,8	...	2,0	...
III	2,7	-	2,7	1,3	»	1,5	3,9	2,6	3,9	...	2,4	...
IV	2,4	...	2,4	...	»	...	3,7	1,9	3,7	...	3,3	...
99 I	1,8	...	2,2	...	0,3	...	3,6	1,6	3,3	...	3,6	...
II	1,7	...	1,9	...	0,2	...	3,6	1,5	3,4	...	3,4	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

(a) España: elaborado según el SEC 95, series ciclomotencia.

(b) Empleo equivalente a tiempo completo.

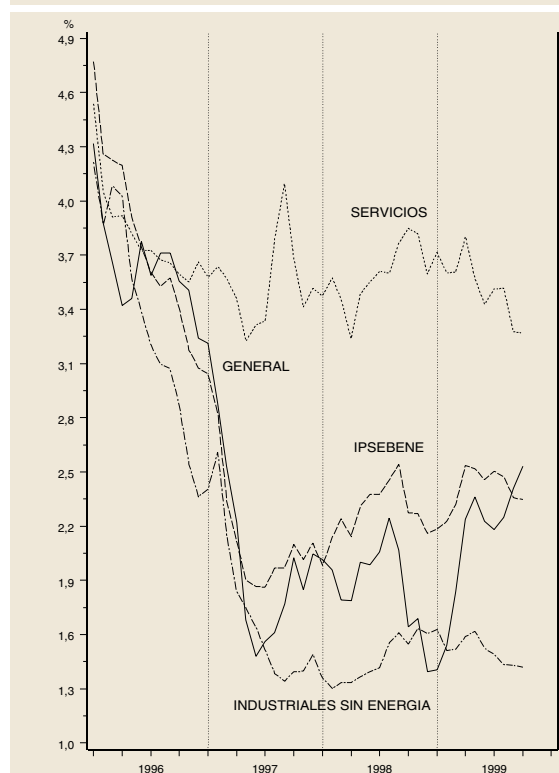
5.1. Índice de precios de consumo. España (Base 1992 = 100)

n Serie representada en el gráfico.

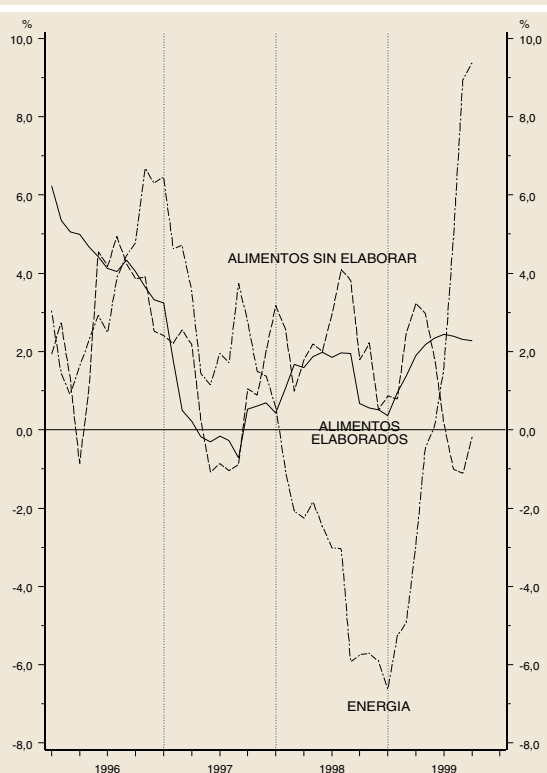
Tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T_{12}^1)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (Base 1990)	
	Serie original	m_1 (a)	T_{12}^1 (b)	$T_{dic}^{s/}$ (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Industriales sin energía	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T_{12}^1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
96 Ø	119,2	-	3,6	3,2	2,9	4,3	3,2	3,7	3,7	3,6	120,1	0,9
97 Ø	121,6	-	2,0	2,0	0,9	0,3	1,7	2,4	3,5	2,1	115,0	-4,2
98 Ø	123,8	-	1,8	1,4	2,1	1,3	1,5	-3,8	3,6	2,3	113,1	-1,6
98 E-S Ø	123,6	0,1	2,0	0,5	2,5	1,6	1,4	-3,0	3,6	2,3	113,3	-1,4
99 E-S Ø p	126,3	0,3	2,2	1,3	1,0	2,0	1,5	1,3	3,5	2,4	...	...
98 Abr	123,3	0,2	2,0	0,3	2,2	1,9	1,4	-1,8	3,5	2,3	120,4	-2,5
May	123,5	0,1	2,0	0,4	2,0	2,0	1,4	-2,5	3,6	2,4	119,9	0,8
Jun	123,5	0,1	2,1	0,5	2,9	1,8	1,4	-3,0	3,6	2,4	111,8	2,4
Jul	124,0	0,4	2,2	0,9	4,1	2,0	1,6	-3,0	3,6	2,5	105,6	3,1
Ago	124,3	0,3	2,1	1,1	3,8	2,0	1,6	-5,9	3,8	2,5	96,6	-3,5
Sep	124,4	0,1	1,6	1,2	1,8	0,7	1,5	-5,7	3,8	2,3	98,4	-5,8
Oct	124,4	»	1,7	1,2	2,2	0,6	1,6	-5,7	3,8	2,3	110,8	0,2
Nov	124,3	-0,1	1,4	1,1	0,5	0,5	1,6	-5,9	3,6	2,2	114,8	-4,0
Dic	124,7	0,3	1,4	1,4	0,9	0,4	1,6	-6,6	3,7	2,2	126,2	-2,5
99 Ene	125,1	0,4	1,5	0,4	0,8	1,0	1,5	-5,2	3,6	2,2	123,0	1,0
Feb	125,2	0,1	1,8	0,4	2,5	1,4	1,5	-4,9	3,6	2,3	129,4	4,8
Mar	125,7	0,4	2,2	0,9	3,2	1,9	1,6	-2,9	3,8	2,5	132,7	8,6
Abr	126,2	0,4	2,4	1,2	3,0	2,2	1,6	-0,5	3,6	2,5	127,1	5,5
May	126,2	»	2,2	1,2	1,8	2,3	1,5	0,1	3,4	2,5	112,8	-6,0
Jun p	126,2	»	2,2	1,3	0,2	2,4	1,5	1,6	3,5	2,5	108,0	-3,3
Jul p	126,8	0,4	2,2	1,7	-1,0	2,4	1,4	4,9	3,5	2,5	...	...
Ago p	127,3	0,4	2,4	2,1	-1,1	2,3	1,4	8,9	3,3	2,4	...	...
Sep p	127,6	0,2	2,5	2,3	-0,2	2,3	1,4	9,4	3,3	2,3	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE y MAPA.

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

- (a) Tasa de variación intermensual no anualizada.
- (b) Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.
- (c) Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

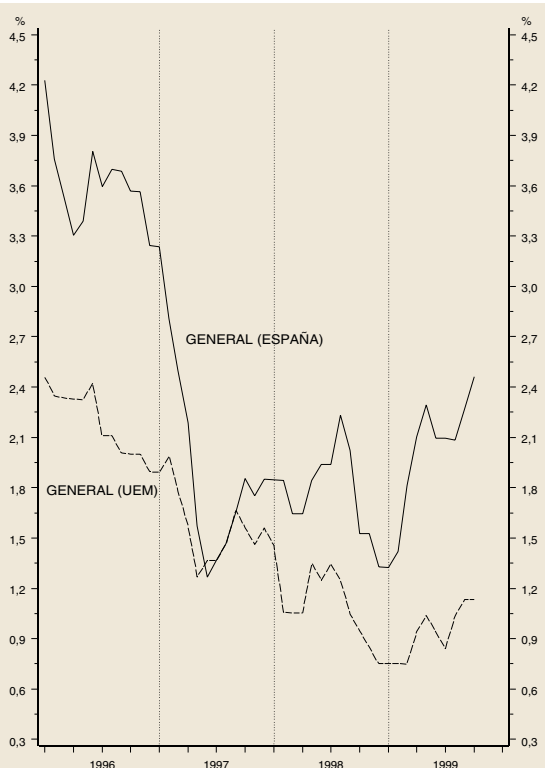
5.2. Índice armonizado de precios de consumo. España y UEM (Base 1996 = 100)

n Serie representada en el gráfico.

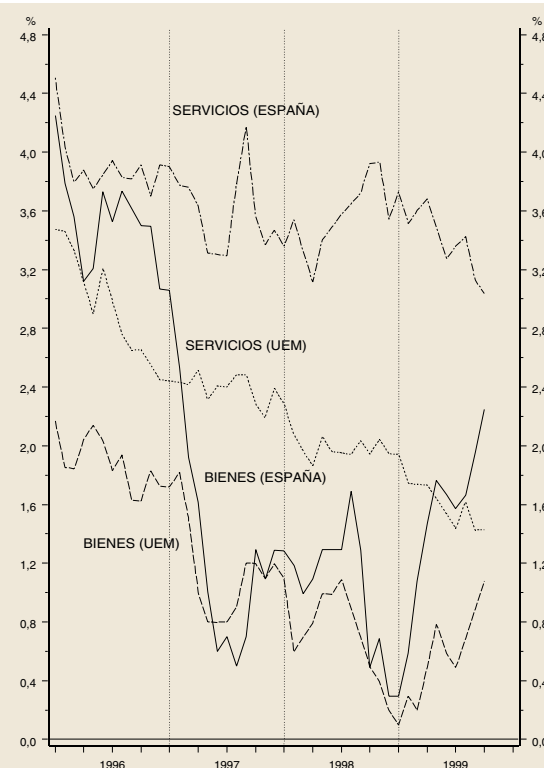
Tasas de variación interanual

	Índice general				Bienes														Servicios	
	España	UEM	España	UEM	Alimentos						Industriales								España	UEM
					Total		Elaborados		No elaborados		España	UEM	No energéticos		Energía					
					España	UEM	España	UEM	España	UEM			España	UEM	España	UEM				
	1 n	2 n	3 n	4 n	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17 n	18 n		
96 Ø	3,6	2,2	3,4	1,9	3,7	1,9	4,8	2,0	2,8	1,7	3,3	1,8	3,1	1,5	3,7	3,0	3,9	2,9		
97 Ø	1,9	1,6	1,2	1,1	0,4	1,4	-0,7	1,4	1,5	1,4	1,7	1,0	1,6	0,5	2,4	2,7	3,6	2,4		
98 Ø	1,8	1,1	1,0	0,7	1,7	1,6	1,1	1,4	2,2	2,0	0,5	0,1	1,4	0,9	-3,7	-2,6	3,6	2,0		
98 E-S Ø	1,9	1,2	1,2	0,8	2,0	1,8	1,4	1,5	2,5	2,3	0,6	0,3	1,4	0,9	-3,0	-2,0	3,5	2,0		
99 E-S Ø	2,1	1,0	1,6	0,6	1,7	0,6	2,4	0,9	1,0	0,1	1,5	0,6	1,6	0,6	1,2	0,6	3,4	1,6		
98 Abr	1,9	1,4	1,3	1,0	2,1	2,1	1,4	1,4	2,6	3,0	0,8	0,5	1,3	0,9	-1,8	-1,1	3,4	2,1		
May	2,0	1,3	1,3	1,0	2,1	2,1	1,7	1,8	2,4	2,6	0,7	0,4	1,4	1,0	-2,5	-1,5	3,5	2,0		
Jun	2,0	1,4	1,3	1,1	2,3	2,2	1,8	1,6	2,7	2,9	0,6	0,5	1,5	1,1	-2,9	-1,7	3,6	2,0		
Jul	2,3	1,3	1,7	0,9	2,8	1,9	2,1	1,6	3,5	2,5	0,7	0,4	1,6	1,0	-3,0	-2,0	3,6	1,9		
Ago	2,1	1,1	1,3	0,7	2,6	1,9	2,1	1,5	3,2	2,4	0,2	-	1,7	1,1	-5,9	-3,8	3,7	2,0		
Sep	1,6	1,0	0,5	0,5	1,2	1,4	0,5	1,3	1,7	1,6	0,1	-0,1	1,5	1,1	-5,6	-3,9	3,9	1,9		
Oct	1,6	0,9	0,7	0,4	1,2	1,2	0,3	1,3	2,1	1,0	0,3	-0,2	1,7	1,0	-5,7	-4,1	3,9	2,0		
Nov	1,4	0,8	0,3	0,2	0,6	0,9	0,3	1,3	0,7	0,6	0,2	-0,2	1,6	1,0	-5,7	-4,5	3,5	1,9		
Dic	1,4	0,8	0,3	0,1	0,6	1,1	0,1	1,1	1,0	0,9	0,1	-0,4	1,6	0,8	-6,5	-4,8	3,7	1,9		
99 Ene	1,5	0,8	0,6	0,3	1,0	1,3	0,9	1,3	1,0	1,2	0,3	-0,3	1,6	0,8	-5,1	-4,4	3,5	1,7		
Feb	1,8	0,8	1,1	0,2	1,9	1,4	1,6	1,3	2,1	1,5	0,5	-0,4	1,6	0,7	-4,9	-4,2	3,6	1,7		
Mar	2,1	1,0	1,5	0,5	2,5	1,5	2,2	1,1	2,7	1,9	0,8	-0,1	1,7	0,8	-2,8	-2,8	3,7	1,7		
Abr	2,3	1,1	1,8	0,8	2,6	1,1	2,7	1,2	2,5	1,3	1,3	0,6	1,7	0,6	-0,4	0,3	3,5	1,6		
May	2,1	1,0	1,7	0,6	2,2	0,7	2,9	0,8	1,6	0,4	1,3	0,6	1,6	0,5	0,2	0,6	3,3	1,5		
Jun	2,1	0,9	1,6	0,5	1,6	0,1	3,1	0,8	0,3	-0,8	1,6	0,7	1,6	0,6	1,5	1,4	3,4	1,4		
Jul	2,1	1,1	1,7	0,7	1,1	-0,1	3,0	0,7	-0,5	-1,3	2,2	1,1	1,5	0,6	4,9	3,2	3,4	1,6		
Ago	2,3	1,2	2,0	0,9	1,1	-0,3	2,9	0,7	-0,7	-1,6	2,8	1,5	1,5	0,5	8,8	5,0	3,1	1,4		
Sep	2,5	1,2	2,2	1,1	1,3	-0,1	2,8	0,7	0,1	-1,2	2,9	1,8	1,5	0,4	9,2	6,4	3,0	1,4		

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuente: EUROSTAT.

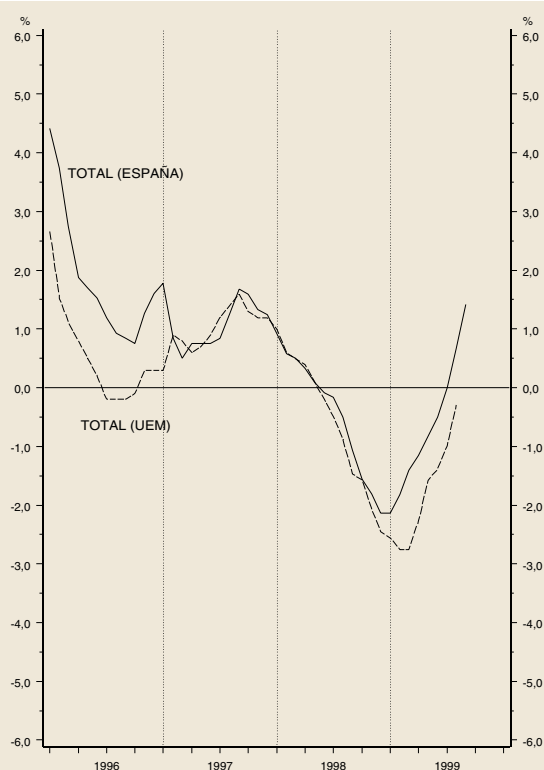
5.3. Índice de precios industriales. España y UEM (a)

n Serie representada en el gráfico.

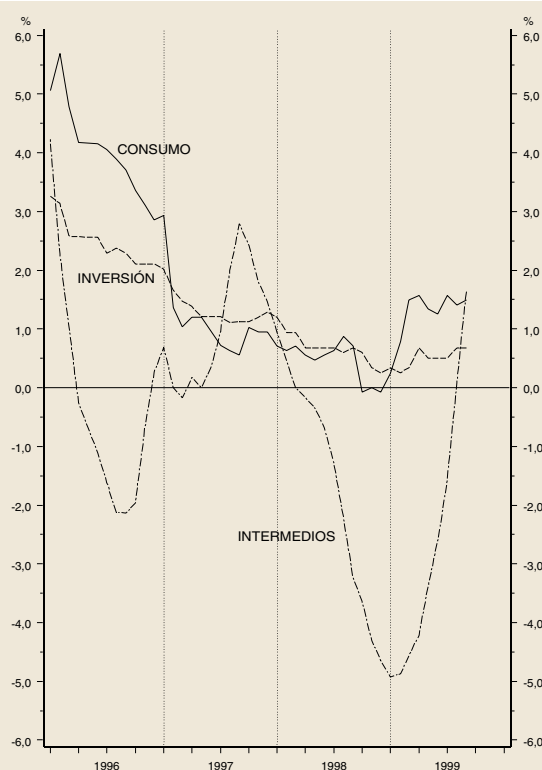
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo (39,6%)		Inversión (13,8%)		Intermedios (46,5%)		Pro memoria: UEM			
		Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Total	Consumo	Inversión	Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n	n
96	Ø p	119,8	-	1,7	-	3,9	-	2,4	-	-0,5	0,4	1,7	1,2	-1,1
97	Ø p	121,0	-	1,0	-	0,9	-	1,3	-	1,1	1,1	0,8	0,2	1,2
98	Ø p	120,2	-	-0,7	-	0,4	-	0,6	-	-2,1	-0,8	0,5	0,5	-2,2
98	E-A Ø p	120,6	-	»	-	0,6	-	0,7	-	-0,9	-1,5	0,4	0,7	-3,2
99	E-A Ø p	120,1	-	-0,5	-	1,4	-	0,5	-	-2,4	...	...	...	...
98	Mar p	120,8	-0,1	0,3	-	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,2	0,4	0,9	0,5	-0,3
	Abr p	120,7	-0,1	0,1	0,2	0,5	-	0,7	-0,3	-0,3	0,1	0,7	0,5	-0,7
	May p	120,6	-0,1	-0,1	0,1	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,7	-0,2	0,6	0,6	-1,0
	Jun p	120,4	-0,2	-0,2	-	0,6	-	0,7	-0,5	-1,3	-0,5	0,6	0,5	-1,5
	Jul p	120,3	-0,1	-0,5	0,2	0,9	-	0,6	-0,3	-2,2	-0,9	0,6	0,8	-2,1
	Ago p	120,1	-0,2	-1,1	-	0,7	-	0,7	-0,4	-3,2	-1,5	0,4	0,7	-3,2
	Sep p	119,7	-0,3	-1,6	-0,2	-0,1	-0,1	0,6	-0,4	-3,6	-1,6	0,1	0,5	-3,3
	Oct p	119,5	-0,2	-1,8	-0,1	-	-0,1	0,3	-0,4	-4,3	-2,1	-0,1	0,4	-4,2
	Nov p	119,2	-0,3	-2,1	-0,1	-0,1	-	0,3	-0,4	-4,6	-2,5	-0,2	0,3	-4,7
	Dic p	118,9	-0,3	-2,1	0,2	0,2	-	0,3	-0,7	-4,9	-2,6	-0,1	0,4	-4,8
99	Ene p	118,9	-	-1,8	0,5	0,8	0,1	0,3	-0,6	-4,9	-2,8	-0,1	0,2	-5,1
	Feb p	119,2	0,3	-1,4	0,7	1,5	0,3	0,3	-0,2	-4,6	-2,8	-0,1	0,2	-5,0
	Mar p	119,4	0,2	-1,2	0,1	1,6	0,4	0,7	0,2	-4,2	-2,3	-	0,2	-4,4
	Abr p	119,7	0,3	-0,8	-0,1	1,3	-0,2	0,5	0,6	-3,4	-1,6	-0,1	0,3	-3,3
	May p	120,0	0,3	-0,5	-	1,3	0,1	0,5	0,6	-2,6	-1,4	-0,2	-	-2,8
	Jun p	120,4	0,3	-	0,3	1,6	-	0,5	0,5	-1,6	-1,0	-0,2	0,1	-2,1
	Jul p	121,1	0,6	0,7	-	1,4	0,2	0,7	1,3	0,1	-0,3	-0,1	-	-1,0
	Ago p	121,8	0,6	1,4	0,1	1,5	-	0,7	1,1	1,7	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE y BCE.

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

(a) España: Base 1990=100; UEM: Base 1995=100.

(b) Tasa de variación intermensual no anualizada.

5.4. Índices del valor unitario del comercio exterior de España

n Serie representada en el gráfico.

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
96	1,0	2,8	-0,2	0,2	16,4	-1,3	0,3	2,0	0,8	-0,5	17,9	-2,8
97	3,2	2,0	3,4	4,6	8,2	5,7	3,7	4,6	4,8	3,1	10,8	1,3
98	0,1	3,8	-3,9	-1,5	-20,1	»	-2,3	2,9	-2,8	-4,4	-29,5	0,6
98 E-J	1,2	4,9	-3,1	-0,4	-15,5	0,9	-0,3	4,5	-1,5	-1,9	-23,8	2,1
99 E-J	-2,2	1,3	-10,7	-1,9	-6,7	-2,2	-3,3	1,1	-3,7	-5,5	-2,3	-4,4
98 Feb	-2,5	5,3	-12,3	-6,1	-22,9	-4,2	1,4	6,8	4,7	-1,4	-23,4	2,4
Mar	1,8	3,3	-1,6	1,4	-18,1	4,1	0,8	1,0	1,4	0,5	-21,3	4,7
Abr	0,7	6,5	-5,0	-2,0	-8,4	-0,7	-0,9	5,5	-0,8	-3,5	-19,4	-0,8
May	0,5	3,6	-8,5	1,1	-15,0	2,2	-2,4	3,9	-8,2	-3,2	-23,0	-0,1
Jun	0,9	2,3	2,6	-0,4	-17,5	-0,1	-1,9	6,5	-6,3	-4,0	-33,2	2,0
Jul	4,3	8,9	2,9	1,5	-15,9	1,9	-3,6	3,3	-0,8	-7,3	-28,3	-3,1
Ago	-1,2	4,0	-4,3	-3,6	-26,6	-1,2	-6,1	-1,2	-4,4	-9,2	-38,9	-1,3
Sep	-0,2	1,8	-1,6	-1,8	-20,3	»	-1,2	2,2	-2,5	-2,7	-30,9	2,3
Oct	-0,3	4,1	»	-4,5	-27,3	-2,8	-5,8	-2,1	-4,5	-8,2	-32,5	-3,5
Nov	-3,6	-1,9	-9,5	-2,2	-18,7	-1,2	-5,8	0,5	-8,4	-8,3	-39,8	-1,6
Dic	-1,3	3,4	-10,3	-2,5	-39,7	-0,4	-5,7	4,2	-3,4	-10,8	-45,3	-2,7
99 Ene	-2,9	2,7	-10,7	-5,0	-25,1	-3,9	-6,9	-1,0	-3,0	-11,1	-37,7	-6,0
Feb	-5,1	1,4	-23,9	-2,7	-20,6	-1,9	-5,4	-3,0	-5,4	-7,1	-29,4	-2,1
Mar	-0,8	3,8	-4,6	-3,4	-16,4	-3,9	-4,2	1,0	-5,0	-6,7	-24,6	-3,0
Abr	-0,5	0,1	-3,8	-0,3	-7,8	-0,8	-3,0	2,2	-7,7	-4,0	-5,1	-2,9
May	-4,0	-4,5	-7,9	-2,9	-3,2	-3,6	-7,7	0,6	-5,2	-12,2	17,4	-13,9
Jun	-2,3	1,6	-14,0	-0,3	12,8	-1,3	2,8	2,7	2,8	2,5	22,7	0,9
Jul	-0,2	3,7	-11,5	1,3	12,8	0,3	1,1	5,3	-2,4	0,2	38,6	-3,1

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



Fuentes: MEH y BE.

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

6.1p. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España

Miles de millones de pesetas

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital							Empleos corrientes y de capital						
		Total	IVA sobre los productos	Impuestos ligados a la producción e importación, excepto IVA	Intereses, dividendos y otras rentas	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Transferencias corrientes y de capital y cooperación internacional corriente	Resto	Total	Remuneración de asalariados y compras netas	Intereses	Subvenciones de explotación	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Formación bruta de capital fijo, incluida adquisición neta de terrenos	Resto
	1=2-9	2=3 a 8	3	4	5	6	7	8	9=10 a 15	10	11	12	13	14	15
96 p	-2636	15512	3 370	2 197	737	7 193	1 064	951	18148	3 467	3 044	567	8 074	572	2 424
97 p	-1679	16042	3 676	2 250	714	7 233	1 190	976	17721	3 497	2 825	494	7 941	686	2 277
98 p	-1234	17317	4 052	2 634	853	7 377	1 394	1 007	18550	3 576	2 727	595	8 536	711	2 404
98 E-A p	-764	11100	2 626	1 695	398	5 130	600	650	11864	2 153	1 935	379	5 839	170	1 389
99 E-A p	-982	11836	3 105	1 806	369	5 307	574	676	12819	2 145	2 443	283	6 392	183	1 372
98 Mar p	-634	736	134	201	4	249	73	74	1 369	255	240	73	611	46	143
Abr p	441	2 114	628	222	19	1 121	49	75	1 673	295	366	43	790	27	152
May p	-383	915	137	217	2	350	135	74	1 298	243	104	54	713	36	148
Jun p	-550	1 130	136	207	12	598	47	130	1 680	412	112	67	822	50	216
Jul p	567	1 961	631	223	8	908	116	74	1 393	273	116	29	795	-25	206
Ago p	-133	1 126	-56	228	90	749	41	74	1 260	241	243	48	563	18	147
Sep p	-9	1 211	413	257	23	329	117	72	1 221	269	35	45	691	37	144
Oct p	551	2 082	702	232	9	1 016	47	75	1 531	269	305	38	679	36	204
Nov p	-27	1 495	212	229	383	532	65	75	1 522	272	222	39	755	45	190
Dic p	-984	1 428	99	221	40	369	565	135	2 412	614	231	94	573	424	477
99 Ene p	-689	1 381	-49	251	5	1 009	90	75	2 070	211	811	15	870	»	163
Feb p	488	2 313	1 272	185	255	471	51	78	1 824	217	477	48	889	1	193
Mar p	-711	830	189	211	8	273	72	77	1 541	252	297	59	766	30	137
Abr p	741	2 339	765	239	8	1 200	50	78	1 598	261	358	34	739	37	170
May p	-705	845	125	218	1	337	86	77	1 550	308	104	46	894	31	166
Jun p	-398	1 190	154	234	5	557	106	135	1 588	404	106	37	800	34	206
Jul p	500	1 824	705	236	18	697	89	78	1 324	255	144	25	666	33	200
Ago p	-209	1 115	-57	232	71	763	30	77	1 324	236	147	19	768	17	137

6.1e. Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital							Empleos corrientes y de capital						
		Total	IVA sobre los productos	Impuestos ligados a la producción e importación, excepto IVA	Intereses, dividendos y otras rentas	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Transferencias corrientes y de capital y cooperación internacional corriente	Resto	Total	Remuneración de asalariados y compras netas	Intereses	Subvenciones de explotación	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Formación bruta de capital fijo, incluida adquisición neta de terrenos	Resto
	1=2-9	2=3 a 8	3	4	5	6	7	8	9=10 a 15	10	11	12	13	14	15
96 p	-15840	93231	20253	13207	4 427	43230	6 395	5 718	109071	20837	18297	3 408	48527	3 435	14566
97 p	-10091	96412	22095	13526	4 293	43471	7 155	5 868	106503	21019	16978	2 967	47726	4 125	13683
98 p	-7414	104074	24351	15833	5 130	44334	8 376	6 051	111488	21493	16389	3 578	51305	4 275	14447
98 E-A p	-4590	66715	15782	10189	2 393	30834	3 607	3 909	71305	12937	11627	2 278	35091	1 025	8 346
99 E-A p	-5904	71136	18658	10851	2 220	31894	3 452	4 060	77041	12894	14685	1 703	38415	1 101	8 243
98 Mar p	-3808	4 422	807	1 205	26	1 495	442	447	8 230	1 534	1 445	438	3 674	279	860
Abr p	2 649	12704	3 774	1 334	115	6 736	296	449	10055	1 775	2 200	255	4 745	165	915
May p	-2299	5 500	824	1 305	12	2 102	811	446	7 800	1 460	626	326	4 284	214	892
Jun p	-3308	6 790	816	1 242	74	3 594	282	782	10097	2 479	676	405	4 939	298	1 301
Jul p	3 409	11783	3 792	1 337	48	5 460	699	447	8 374	1 639	697	174	4 781	-152	1 236
Ago p	-801	6 770	-338	1 373	542	4 501	247	446	7 572	1 447	1 460	286	3 383	110	885
Sep p	-55	7 281	2 484	1 542	139	1 979	703	433	7 335	1 615	212	273	4 152	220	864
Oct p	3 309	12510	4 217	1 397	57	6 108	282	450	9 201	1 620	1 833	228	4 083	214	1 225
Nov p	-162	8 987	1 272	1 377	2 301	3 196	391	449	9 148	1 634	1 331	237	4 535	269	1 143
Dic p	-5916	8 582	596	1 329	240	2 215	3 393	809	14498	3 688	1 387	563	3 444	2 548	2 870
99 Ene p	-4143	8 301	-292	1 508	29	6 064	539	453	12443	1 270	4 876	91	5 229	»	979
Feb p	2 935	13900	7 647	1 113	1 533	2 832	307	469	10965	1 306	2 865	286	5 344	8	1 157
Mar p	-4276	4 987	1 134	1 267	46	1 643	435	463	9 263	1 517	1 783	355	4 603	183	822
Abr p	4 453	14057	4 598	1 436	45	7 211	299	467	9 604	1 567	2 149	205	4 439	222	1 022
May p	-4237	5 076	750	1 311	6	2 028	517	464	9 313	1 853	625	279	5 373	185	998
Jun p	-2389	7 154	927	1 404	27	3 345	637	814	9 543	2 430	637	222	4 810	203	1 240
Jul p	3 006	10961	4 240	1 419	109	4 188	538	466	7 954	1 534	867	149	4 002	198	1 204
Ago p	-1254	6 700	-344	1 392	425	4 584	180	463	7 954	1 417	883	116	4 616	102	821

Fuentes: Contabilidad Nacional de España del INE (datos anuales hasta 1996, inclusive); MEH (IGAE) (series mensuales y datos anuales desde 1997).

6.2p. Estado. Operaciones financieras. España

Miles de millones de pesetas

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Variación neta de activos financieros		Variación neta de pasivos										Variación neta de pasivos (excepto otros pasivos)
		Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/del euro	Por instrumentos (excepto otros pasivos)				Por sectores de contrapartida (excepto otros pasivos)				
		Total	Depósitos en el Banco de España			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	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residentes		
	1=2-4	2	3	4	5	6	7	8	9	10=11+12	11	12	13	14=6 a 9= =10+13
96 p	-2636	2 082	968	4 718	215	1 671	3 365	-39	199	4 946	34	4 912	250	5 196
97 p	-1679	-164	-893	1 515	356	-1560	4 592	-39	-1436	161	-20	181	1 396	1 556
98 p	-1234	284	74	1 518	1 075	-1972	4 007	-39	-412	747	-19	766	837	1 584
98 E-A p	-764	1 539	1 952	2 303	738	-1884	4 861	-	-408	1 551	-	1 551	1 018	2 569
99 E-A p	-982	...	-273	...	163	-1954	2 394	-	-27	...	-	...	...	414
98 Mar p	-634	-561	-730	72	149	-384	724	-	-106	811	-	811	-577	234
Abr p	441	395	425	-46	-1	-805	809	-	-102	73	-	73	-171	-98
May p	-383	-420	-318	-38	25	-422	618	-	-3	-120	-	-120	313	193
Jun p	-550	249	436	800	163	-323	1 032	-	-16	42	-	42	651	693
Jul p	567	791	641	224	356	-540	895	-	-33	-844	-	-844	1 167	323
Ago p	-133	-467	-427	-333	63	290	-480	-	-39	130	-	130	-359	-229
Sep p	-9	645	507	654	21	266	518	-	-94	77	-	77	613	690
Oct p	551	1 351	1 396	800	45	191	511	-	-5	817	-	817	-121	696
Nov p	-27	-1794	-1913	-1767	244	-458	-1358	-	95	-1229	-	-1229	-492	-1721
Dic p	-984	-1457	-1868	-473	27	-86	-525	-39	»	-469	-19	-449	-182	-651
99 Ene p	-689	70	279	760	-	-552	576	-	-17	-1432	-	-1432	1 439	7
Feb p	488	257	871	-231	-39	-161	598	-	-10	751	-	751	-323	428
Mar p	-711	-1294	-1161	-583	-4	-498	623	-	-2	-1131	-	-1131	1 254	123
Abr p	741	733	390	-8	49	-14	-442	-	-5	75	-	75	-536	-461
May p	-705	15	73	720	156	-7	683	-	2	-27	-	-27	705	678
Jun p	-398	-78	-119	320	-4	-209	328	-	»	164	-	164	-44	119
Jul p	500	...	-625	...	7	-520	-345	-	4	-1023	-	-1023	162	-861
Ago p	-209	...	18	...	-2	7	373	-	1	...	-	...	...	381

6.2e. Estado. Operaciones financieras. España

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Variación neta de activos financieros		Variación neta de pasivos										Variación neta de pasivos (excepto otros pasivos)	
		Del cual	Total	Del cual	Total	En monedas distintas de la peseta/del euro	Por instrumentos (excepto otros pasivos)			Por sectores de contrapartida (excepto otros pasivos)					
							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	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residentes		
	1=2-4	2	3	4	5	6	7	8	9	10=11+12	11	12	13	14=6 a 9= =10+13	
96 p	-15840	12513	5 815	28353	1 293	10044	20223	-236	1 198	29726	204	29522	1 502	31229	
97 p	-10091	-983	-5365	9 107	2 137	-9378	27597	-236	-8630	965	-120	1 085	8 388	9 353	
98 p	-7414	1 708	444	9 121	6 461	-11852	24082	-236	-2474	4 488	-116	4 604	5 031	9 519	
98 E-A p	-4590	9 252	11730	13842	4 438	-11326	29216	-	-2450	9 321	-	9 321	6 119	15440	
99 E-A p	-5904	...	-1642	...	978	-11744	14390	-	-160	...	-	...	...	2 486
98 Mar p	-3808	-3374	-4387	434	898	-2309	4 352	-	-638	4 876	-	4 876	-3470	1 406	
Abr p	2 649	2 374	2 553	-275	-4	-4841	4 864	-	-612	437	-	437	-1026	-589	
May p	-2299	-2526	-1912	-226	151	-2538	3 717	-	-16	-722	-	-722	1 884	1 162	
Jun p	-3308	1 498	2 618	4 806	982	-1941	6 205	-	-98	255	-	255	3 911	4 166	
Jul p	3 409	4 755	3 851	1 346	2 137	-3246	5 382	-	-196	-5074	-	-5074	7 014	1 940	
Ago p	-801	-2804	-2567	-2003	380	1 741	-2883	-	-234	781	-	781	-2158	-1376	
Sep p	-55	3 878	3 050	3 933	124	1 596	3 115	-	-564	461	-	461	3 686	4 147	
Oct p	3 309	8 118	8 392	4 809	272	1 147	3 068	-	-30	4 910	-	4 910	-725	4 186	
Nov p	-162	-10783	-11499	-10621	1 465	-2750	-8161	-	568	-7388	-	-7388	-2954	-10343	
Dic p	-5916	-8758	-11229	-2842	163	-519	-3156	-236	1	-2816	-116	-2700	-1095	-3911	
99 Ene p	-4143	423	1 680	4 565	-	-3318	3 462	-	-102	-8604	-	-8604	8 646	42	
Feb p	2 935	1 546	5 236	-1389	-234	-966	3 594	-	-58	4 512	-	4 512	-1942	2 571	
Mar p	-4276	-7780	-6978	-3504	-22	-2994	3 746	-	-14	-6799	-	-6799	7 536	737	
Abr p	4 453	4 405	2 345	-48	293	-83	-2656	-	-32	452	-	452	-3224	-2771	
May p	-4237	89	439	4 326	935	-40	4 104	-	11	-161	-	-161	4 236	4 075	
Jun p	-2389	-468	-718	1 921	-26	-1258	1 973	-	2	983	-	983	-267	716	
Jul p	3 006	...	-3755	...	41	-3125	-2074	-	26	-6146	-	-6146	974	-5172	
Ago p	-1254	...	109	...	-10	40	2 241	-	7	...	-	...	...	2 288

Fuente: BE.

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

6.3p. Estado. Pasivos en circulación. España

Miles de millones de pesetas

	Pasivos en circulación (excepto otros pasivos)										Pro memoria:	
	Deuda del Estado según Protocolo de Déficit Excesivo 1=3 a 6-8= =7+10-8	Del cual	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
							Total	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residentes			
		2	3	4	5	6	7=8+9	8	9	10	11	12
96 p	43668	3 402	13501	25420	1 799	3 028	34761	80	34681	8 988	2 528	1 362
97 p	45357	3 871	11945	30105	1 760	1 607	34922	60	34862	10495	1 635	1 206
98 p	46978	4 964	9 974	34153	1 721	1 171	35532	41	35491	11487	1 709	1 067
98 Mar p	47076	4 035	11862	32118	1 760	1 397	37193	60	37133	9 943	2 831	1 196
Abr p	46945	4 000	11056	32899	1 760	1 289	37265	60	37205	9 739	3 256	1 188
May p	47095	3 982	10635	33477	1 760	1 283	37145	60	37085	10010	2 938	1 183
Jun p	47809	4 167	10312	34529	1 760	1 268	37051	60	36991	10818	3 373	1 193
Jul p	48092	4 482	9 772	35388	1 760	1 232	36206	60	36146	11946	4 014	1 158
Ago p	47879	4 562	10061	34916	1 760	1 202	36336	60	36276	11604	3 587	1 161
Sep p	48507	4 520	10327	35399	1 760	1 081	36412	60	36352	12155	4 095	1 152
Oct p	49300	4 662	10518	35999	1 760	1 083	37229	60	37169	12131	5 491	1 145
Nov p	47573	4 900	10060	34636	1 760	1 177	36001	60	35941	11633	3 578	1 139
Dic p	46978	4 964	9 974	34153	1 721	1 171	35532	41	35491	11487	1 709	1 067
99 Ene p	47006	4 258	9 422	34749	1 721	1 155	35103	41	35062	11944	1 989	1 052
Feb p	47461	3 997	9 261	35370	1 721	1 150	36 089	41	36048	11413	2 860	1 057
Mar p	47617	3 860	8 763	36032	1 721	1 142	35109	41	35068	12549	1 699	1 069
Abr p	47173	3 926	8 749	35606	1 721	1 138	34940	41	34900	12273	2 089	1 068
May p	47861	4 092	8 742	36298	1 721	1 141	34914	41	34873	12988	2 162	1 064
Jun p	48008	4 115	8 533	36652	1 721	1 143	35077	41	35037	12971	2 043	1 041
Jul p	47118	4 093	8 013	36293	1 721	1 132	34054	41	34014	13104	1 418	1 024
Ago p	47573	4 165	8 020	36736	1 721	1 137	...	41	...	...	1 436	1 023

6.3e. Estado. Pasivos en circulación. España

Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otros pasivos)										Pro memoria:		
	Deuda del Estado según Protocolo de Déficit Excesivo 1=3 a 6-8= =7+10-8	Del cual	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés 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	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residentes				
		2	3	4	5	6	7=8+9	8	9	10	11	12	
96 p		262451	20447	81144	152775	10814	18198	208915	481	208434	54016	15195	8 185
97 p		272603	23263	71790	180935	10578	9 661	209888	361	209527	63076	9 829	7 251
98 p		282346	29832	59944	205266	10341	7 040	213551	245	213306	69040	10273	6 412
98 Mar p		282933	24248	71289	193033	10578	8 394	223534	361	223174	59760	17016	7 190
Abr p		282144	24043	66449	197729	10578	7 749	223969	361	223609	58535	19569	7 138
May p		283045	23933	63916	201201	10578	7 711	223246	361	222885	60160	17657	7 112
Jun p		287337	25041	61975	207525	10578	7 620	222679	361	222318	65018	20275	7 173
Jul p		289036	26937	58729	212688	10578	7 402	217601	361	217240	71795	24126	6 960
Ago p		287760	27418	60469	209848	10578	7 226	218382	361	218021	69739	21559	6 975
Sep p		291532	27167	62065	212751	10578	6 499	218838	361	218478	73054	24609	6 926
Oct p		296301	28021	63212	216359	10578	6 512	223751	361	223391	72910	33001	6 879
Nov p		285922	29450	60462	208168	10578	7 074	216367	361	216007	69915	21502	6 843
Dic p		282346	29832	59944	205266	10341	7 040	213551	245	213306	69040	10273	6 412
99 Ene p		282511	25592	56626	208844	10341	6 944	210973	245	210728	71782	11953	6 320
Feb p		285244	24021	55660	212577	10341	6 911	216898	245	216653	68591	17188	6 354
Mar p		286183	23201	52666	216555	10341	6 866	211008	245	210763	75420	10211	6 423
Abr p		283515	23597	52583	213996	10341	6 839	209995	245	209751	73764	12556	6 418
May p		287652	24595	52543	218156	10341	6 856	209835	245	209590	78062	12995	6 396
Jun p		288533	24733	51284	220284	10341	6 867	210818	245	210574	77959	12277	6 254
Jul p		283186	24600	48160	218126	10341	6 804	204671	245	204427	78760	8 522	6 153
Ago p		285917	25033	48199	220786	10341	6 835	...	245	...	...	8 631	6 151

Fuente: BE.

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

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

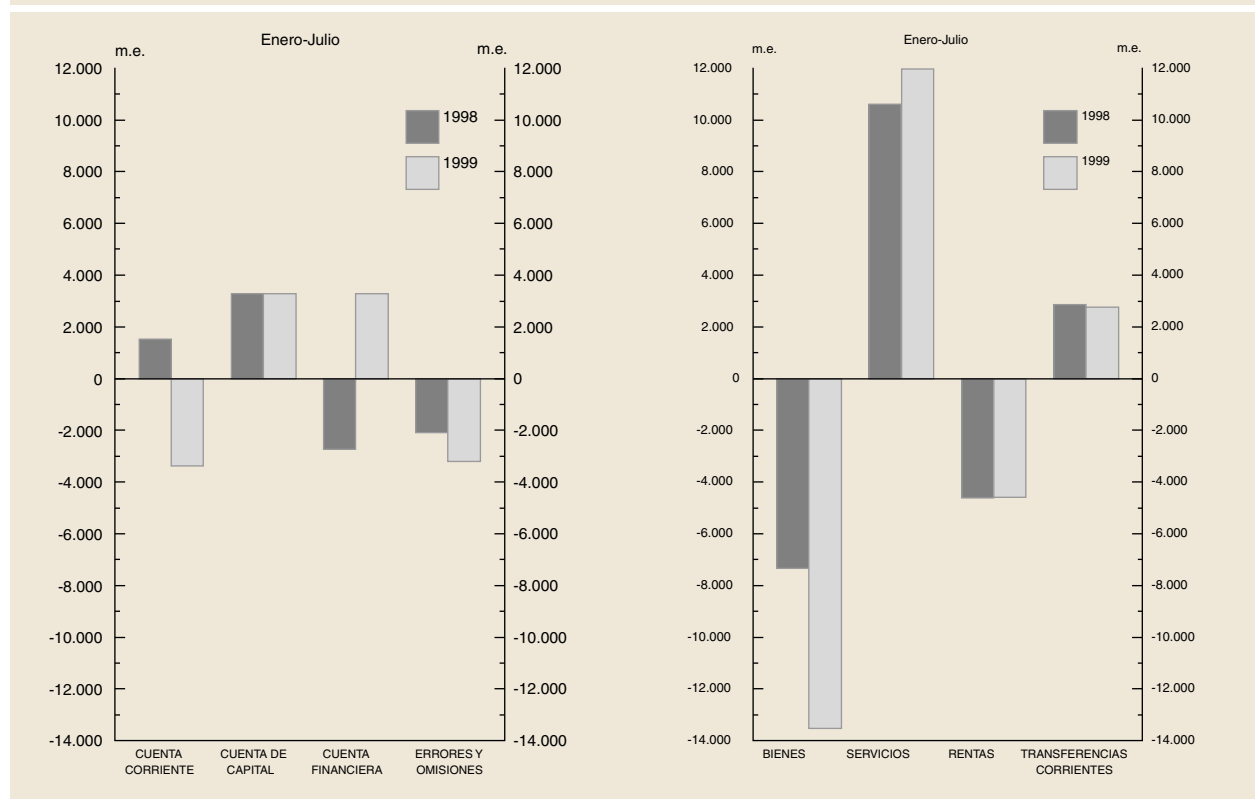
n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta financiera (saldo) (b)	Errores y omisiones netos
	Bienes				Servicios				Rentas			Trans-ferencias corrientes (saldo)				
	Total	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos		Pagos			
						Total	Del cual	Total	Del cual							
1=2+5+ +10+13 n	2=3-4 n	3	4	5=6-8 n	6	7	8	9	10=11-12 n	11	12	13 n	14 n	15 n	16 n	
96	184	-12196	78242	90438	15104	33770	20974	18666	3 748	-4636	10710	15347	1 912	5 048	-3171	-2061
97	2 047	-11587	93700	105287	16974	38876	23668	21902	3 973	-5910	11554	17464	2 570	5 606	-2757	-4897
98	-1269	-16676	98485	115160	18991	43973	26793	24982	4 491	-6746	13027	19774	3 163	5 624	-990	-3365
98 E-J	1 534	-7330	59546	66876	10611	24944	14997	14333	2 462	-4615	7 155	11770	2 867	3 291	-2735	-2091
99 E-J a	-3384	-13533	59934	73468	11973	28207	17028	16234	2 799	-4584	7 379	11962	2 760	3 285	3 292	-3193
98 Abr	277	-566	8 654	9 220	1 445	3 430	2 073	1 985	353	-647	924	1 571	45	327	48	-652
May	143	-1186	8 876	10062	1 514	3 490	2 141	1 976	323	-484	961	1 445	298	350	-225	-267
Jun	-89	-1332	9 067	10399	1 944	4 095	2 503	2 151	391	-996	1 166	2 161	295	175	126	-212
Jul	909	-940	8 659	9 598	2 398	4 909	3 198	2 511	516	-883	1 050	1 933	333	359	-1037	-231
Ago	1 086	-1810	5 832	7 642	2 368	4 389	3 000	2 020	440	51	1 109	1 059	478	670	-1834	77
Sep	-1038	-2355	7 914	10269	1 833	4 031	2 655	2 198	464	-621	1 304	1 925	105	209	749	80
Oct	-12	-1198	8 973	10171	1 651	3 874	2 353	2 223	425	-467	1 086	1 553	2	233	1 019	-1240
Nov	-464	-2015	8 266	10281	1 401	3 459	2 098	2 058	340	101	1 311	1 209	48	229	873	-639
Dic	-2374	-1968	7 954	9 921	1 126	3 276	1 691	2 150	361	-1195	1 062	2 257	-337	990	938	446
99 Ene p	-1575	-1456	6 893	8 349	1 093	3 107	1 773	2 013	317	-904	943	1 848	-308	1 513	445	-384
Feb p	1 406	-1357	7 833	9 190	1 178	3 150	1 796	1 972	313	-144	1 164	1 307	1 729	46	-735	-717
Mar p	-231	-1939	9 566	11505	1 613	3 998	2 281	2 384	434	-440	1 558	1 998	535	23	589	-381
Abr p	-901	-2090	8 184	10274	1 496	3 778	2 213	2 283	359	-433	1 103	1 536	127	56	1 439	-594
May p	-607	-2507	8 963	11470	1 936	4 114	2 547	2 178	361	-334	905	1 239	298	279	516	-189
Jun p	-522	-1955	9 653	11608	2 311	4 757	2 935	2 447	432	-1074	912	1 986	196	857	-168	-167
Jul a	-954	-2229	8 842	11071	2 346	5 304	3 482	2 958	582	-1254	793	2 047	184	511	1 205	-762

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



Fuente: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993). Con motivo del inicio de la Tercera Etapa de la UEM se han revisado las series de la Balanza de Pagos. En la edición del *Boletín estadístico* del BE, de marzo 1999, se explican los cambios introducidos.

(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 neta de pasivos mayor que la variación neta de activos financieros) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del exterior (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

7.2. Balanza de Pagos de España frente a otros residentes de la UEM y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera

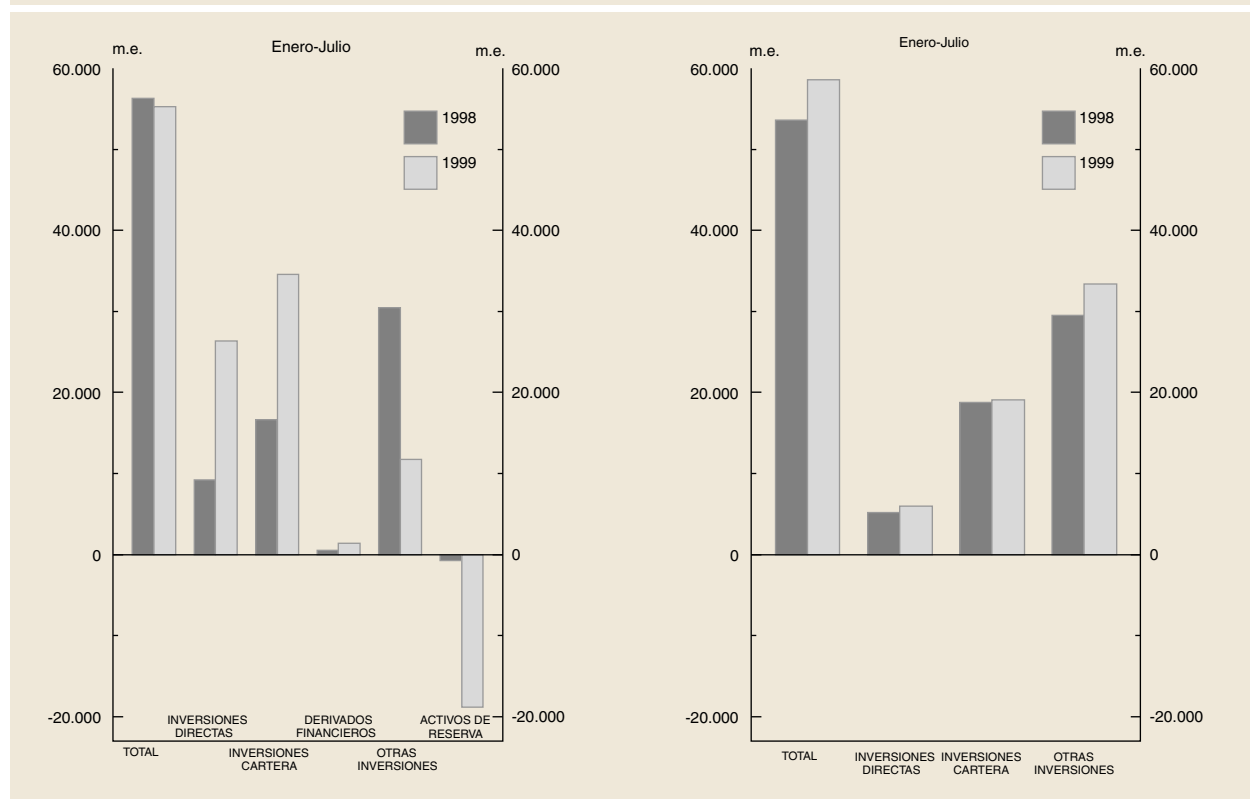
n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros

	Saldo (Variación neta de pasivos - variación neta de activos financieros) (a)	Variación neta de activos financieros						Variación neta de pasivos				
		Total	Inversiones de España en el exterior			Otras inversiones (b)	Activos de reserva	Total	Inversiones del exterior en España		Otras inversiones (b)	
			Directas	Cartera	Derivados financieros (VNA-VNP)				Directas (c)	Cartera (d)		
1=8-2		2=3 a 7 n	3 n	4 n	5 n	6 n	7 n	8=9 a 11 n	9 n	10 n	11 n	
96	-3171	24295	4 202	2 806	667	-1842	18462	21123	5 125	2 356	13642	
97	-2757	37236	10970	14374	-15	1 555	10352	34479	5 621	11068	17790	
98	-990	66671	16509	38600	2 185	21625	-12248	65681	10152	15353	40176	
98 E-J	-2735	56335	9 274	16660	591	30508	-698	53600	5 206	18830	29565	
99 E-J a	3 292	55293	26349	34603	1 453	11748	-18860	58585	6 028	19136	33421	
98 Abr	48	-1382	828	1 893	407	-3684	-826	-1334	1 281	-2026	-588	
May	-225	2 085	892	1 028	390	-460	235	1 859	194	6 014	-4348	
Jun	126	14550	1 471	1 805	360	11155	-241	14676	424	6 249	8 003	
Jul	-1037	12700	3 072	2 571	240	6 183	633	11663	779	8 229	2 654	
Ago	-1834	1 386	1 265	2 827	245	-2854	-98	-448	502	-2626	1 676	
Sep	749	11525	1 121	1 573	855	7 438	538	12273	968	1 955	9 350	
Oct	1 019	1 572	2 782	3 248	463	-6047	1 127	2 591	1 238	1 470	-117	
Nov	873	4 823	471	6 379	-55	-832	-1140	5 696	532	-3101	8 265	
Dic	938	-8970	1 596	7 913	85	-6587	-11977	-8032	1 706	-1176	-8563	
99 Ene p	445	28106	1 989	2 216	445	28614	-5157	28552	113	-70	28509	
Feb p	-735	2 216	938	6 633	604	-4398	-1562	1 481	806	522	153	
Mar p	589	-44	736	4 468	-389	-1498	-3362	545	480	9 822	-9756	
Abr p	1 439	-6816	2 127	6 588	6	-12127	-3410	-5377	1 109	-1583	-4903	
May p	516	15970	3 067	6 613	554	9 891	-4154	16487	740	5 890	9 856	
Jun p	-168	14012	14817	6 153	28	-5962	-1024	13844	1 190	1 656	10997	
Jul a	1 205	1 849	2 675	1 932	206	-2772	-192	3 054	1 589	2 899	-1434	

VARIACIÓN NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS

VARIACIÓN NETA DE PASIVOS



Fuente: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993). Con motivo del inicio de la Tercera Etapa de la UEM se han revisado las series de la Balanza de Pagos. En la edición del *Boletín estadístico* del BE, de marzo 1999, se explican los cambios introducidos.

(a) Tanto la variación de pasivos como la de activos financieros han de entenderse «netas» de sus correspondientes amortizaciones. Los derivados financieros se han incluido en la variación de activos aunque son un saldo de activos menos pasivos. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del exterior (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

(b) Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales.

(c) No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas.

(d) Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas.

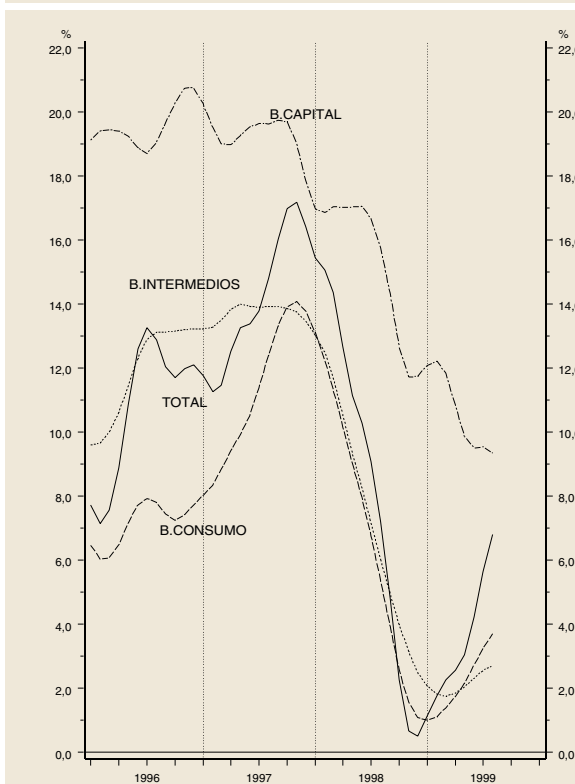
7.3. Comercio exterior de España frente a otros miembros de la UEM y al resto del mundo Exportaciones y expediciones

n Serie representada en el gráfico.

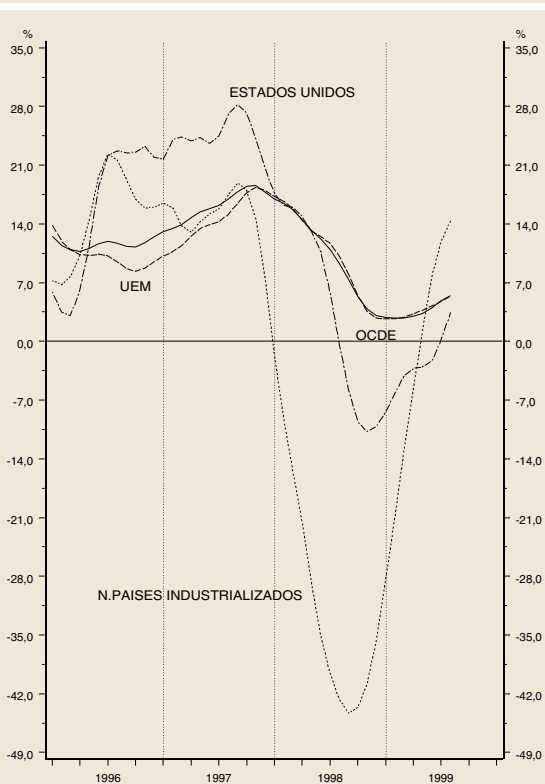
Tasas de variación interanual

	Total			Por tipo de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominales	Deflactado	Consumo	Capital	Intermedios			OCDE					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Unión Europea Total	De las que		Estados Unidos de América					Resto OCDE
											UEM							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
			n	n	n	n			n		n	n				n		
94	58578	25,7	20,6	22,4	21,8	18,5	-7,6	20,1	28,2	34,6	30,2	27,4	26,1	-0,9	32,0	36,8	10,9	
95	69962	19,4	12,3	12,0	16,4	11,4	22,3	11,0	18,2	20,8	21,4	0,7	18,7	11,9	37,6	4,7	29,4	
96	78212	11,8	10,6	6,1	24,5	10,8	11,2	10,8	11,1	9,9	9,8	13,5	11,4	5,1	24,3	17,6	12,3	
97	93419	19,4	15,8	13,8	21,8	15,6	12,2	15,8	18,9	8,5	16,2	25,2	22,2	16,4	17,7	14,6	27,1	
98	p	97902	7,5	7,3	5,0	16,0	6,8	3,0	7,0	9,7	14,9	10,1	2,4	8,8	4,4	6,3	-34,6	0,9
98	Jun	8 999	16,7	15,6	13,3	32,4	12,1	29,7	11,5	18,3	32,3	21,2	18,9	13,6	-0,4	22,4	-43,8	18,1
	Jul	8 586	12,5	7,9	4,7	26,1	5,0	-1,6	5,3	14,7	23,1	18,4	-3,6	13,8	-5,6	26,5	-42,2	8,1
	Ago	5 786	8,2	9,5	6,8	36,5	4,3	5,3	4,2	11,2	14,6	14,2	-5,9	11,9	7,3	18,0	-58,5	2,4
	Sep	7 889	-3,1	-2,9	-3,9	-9,3	0,4	-14,0	1,0	-0,5	11,0	0,3	-17,5	-2,8	-10,0	5,3	-48,7	-17,5
	Oct	8 878	-9,6	-9,3	-10,5	-19,7	-3,9	-22,6	-3,0	-8,1	-8,3	-9,8	-14,9	-7,5	3,4	-13,4	-49,8	-14,2
	Nov	8 204	-3,2	0,4	-3,3	17,4	-2,1	-16,4	-1,4	0,1	7,2	»	-6,1	-1,6	-1,5	-25,8	-44,9	-9,2
	Dic	8 009	0,9	2,2	1,2	13,7	-0,5	23,7	-1,8	4,9	3,0	6,9	-13,3	7,0	-11,0	-8,7	-17,7	-16,3
99	Ene	6 824	-6,4	-3,6	-7,2	19,2	-6,5	-0,9	-6,8	-3,5	-3,6	-5,1	-7,6	-3,2	-14,1	-24,0	-23,3	-17,8
	Feb	7 785	-2,5	2,8	0,3	36,6	-5,7	-23,9	-4,9	-0,3	-1,1	1,3	-4,2	0,2	-19,4	-4,6	-12,0	-13,6
	Mar	9 522	7,2	8,1	5,8	15,3	7,7	-10,7	8,3	7,9	3,7	8,1	8,8	9,2	14,8	2,6	9,9	1,6
	Abr	8 125	-5,3	-4,8	-4,3	-10,7	-3,3	-0,2	-3,4	-2,0	-0,9	1,2	-7,2	-1,9	-28,7	-32,6	-3,7	-11,4
	May	8 897	0,9	5,1	10,1	-3,7	4,1	-7,0	4,5	2,5	4,6	4,1	-5,5	2,4	-3,0	-16,6	29,9	-6,7
	Jun	9 570	6,3	8,8	4,8	26,1	5,8	-6,7	6,4	8,5	3,4	6,5	-2,4	11,4	-1,1	-19,9	21,3	3,0
	Jul	8 777	2,2	2,4	-1,4	11,8	2,0	1,5	2,0	4,2	2,8	2,9	3,7	4,8	-9,7	-16,4	-1,8	2,6

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: MEH y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el *Boletín estadístico* del BE, 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 UEM y al resto del mundo

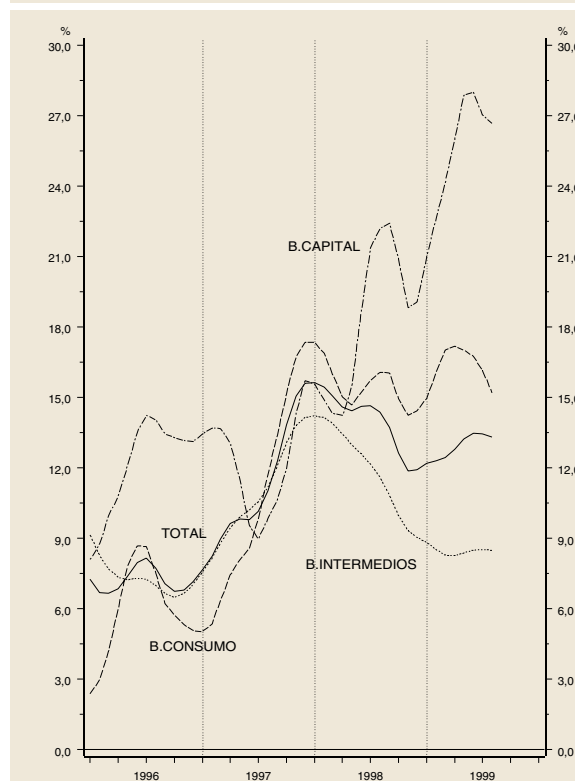
Importaciones e introducciones

n Serie representada en el gráfico.

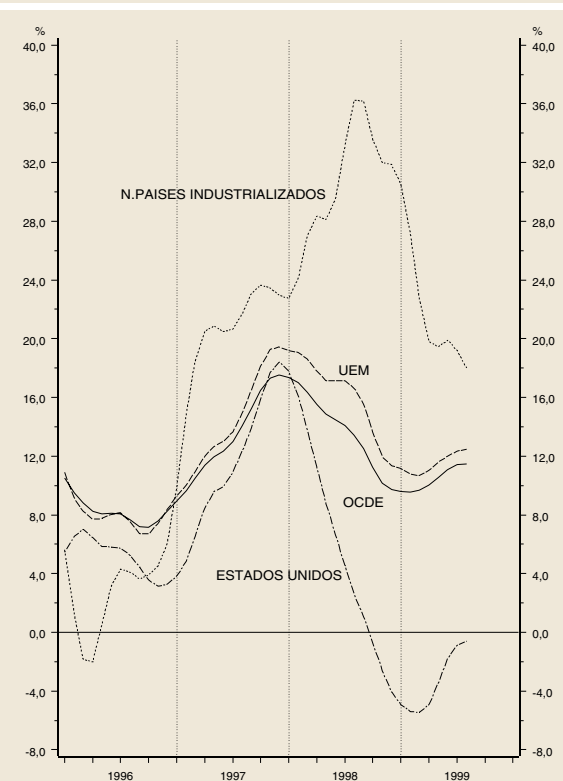
Tasas de variación interanual

	Total			Por tipo de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)									
	Millones de euros	Nominales	Deflactado	Consumo	Capital	Intermedios			Total	Unión Europea Total	OCDE			OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	Otros	
						Total	Energéticos	No energéticos			De las que	Estados Unidos de América	Resto OCDE					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
		n	n	n	n	n				n	n	n			n			
94	73962	21,5	14,8	10,2	19,4	15,7	4,6	18,3	21,7	26,7	24,0	21,1	20,3	25,4	26,6	5,0	19,5	
95	87142	17,8	12,8	6,6	14,9	15,0	0,4	18,0	18,5	15,7	21,8	2,9	21,4	8,3	16,6	13,6	19,8	
96	94179	8,1	7,8	7,0	14,4	6,3	2,9	6,8	7,9	11,9	8,1	7,1	6,8	23,9	4,0	0,5	3,3	
97	109469	16,2	12,2	12,0	12,0	12,4	1,7	14,1	14,9	14,6	15,6	15,5	15,0	21,5	19,9	24,2	21,1	
98	p	119229	11,4	14,0	15,1	18,9	12,4	14,1	12,2	13,6	17,1	16,6	4,2	13,7	-14,9	3,8	40,3	11,2
98	Jun	10752	17,2	19,5	17,9	44,0	13,7	16,6	13,3	20,3	28,0	24,5	1,3	20,0	-16,6	13,6	34,6	14,2
	Jul	9 927	11,6	15,8	14,0	10,3	18,1	2,9	20,4	15,4	24,2	18,5	-7,5	15,3	-18,4	-7,7	55,5	4,8
	Ago	7 907	16,9	24,5	28,8	43,3	18,9	16,3	19,4	22,1	26,7	27,4	5,9	22,6	-19,0	13,4	50,8	8,5
	Sep	10634	6,2	7,5	9,2	25,7	2,3	-9,2	3,8	11,4	12,0	14,4	17,3	10,7	-36,0	-6,1	25,0	-3,5
	Oct	10544	-8,5	-2,9	3,7	-1,3	-5,9	0,7	-6,8	-8,0	-12,3	-6,2	-27,2	-4,3	-30,7	4,3	18,2	-6,3
	Nov	10655	10,9	17,7	24,0	17,0	15,5	16,9	15,3	13,7	15,3	16,3	2,8	14,5	-22,2	5,0	45,2	5,2
	Dic	10235	7,1	13,6	7,2	24,6	12,8	16,8	12,3	9,5	16,0	14,6	-17,3	10,5	-28,7	2,3	40,0	7,8
99	Ene	8 609	1,3	8,8	13,7	20,5	4,3	11,1	3,5	3,5	-0,2	3,2	-9,7	6,6	-27,9	7,5	24,7	-3,4
	Feb	9 500	2,0	7,8	22,6	20,5	-0,7	-3,1	-0,4	5,3	0,8	6,8	-15,0	9,4	-29,5	20,2	-25,4	2,2
	Mar	11879	10,1	14,9	22,7	27,6	8,3	13,9	7,6	10,4	17,8	13,2	-16,1	11,8	-18,2	39,4	3,8	17,6
	Abr	10594	11,0	14,5	15,5	34,5	8,5	21,9	6,9	9,8	10,7	12,1	-15,0	12,4	27,9	14,8	24,8	9,6
	May	11852	13,6	23,1	19,2	46,1	17,3	-23,9	23,4	17,2	18,3	14,1	33,2	15,2	-18,0	2,8	26,8	3,0
	Jun	12001	11,6	8,5	18,7	8,2	4,7	-22,2	8,4	12,2	4,6	11,0	-2,8	16,2	-4,4	15,5	20,6	11,8
	Jul	11416	15,0	13,7	8,6	38,0	9,2	-7,2	11,3	16,1	17,5	15,5	11,4	16,0	3,8	-2,7	11,2	20,6

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: MEH y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín estadístico del BE, 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 UEM y al resto del mundo

Distribución geográfica del saldo comercial

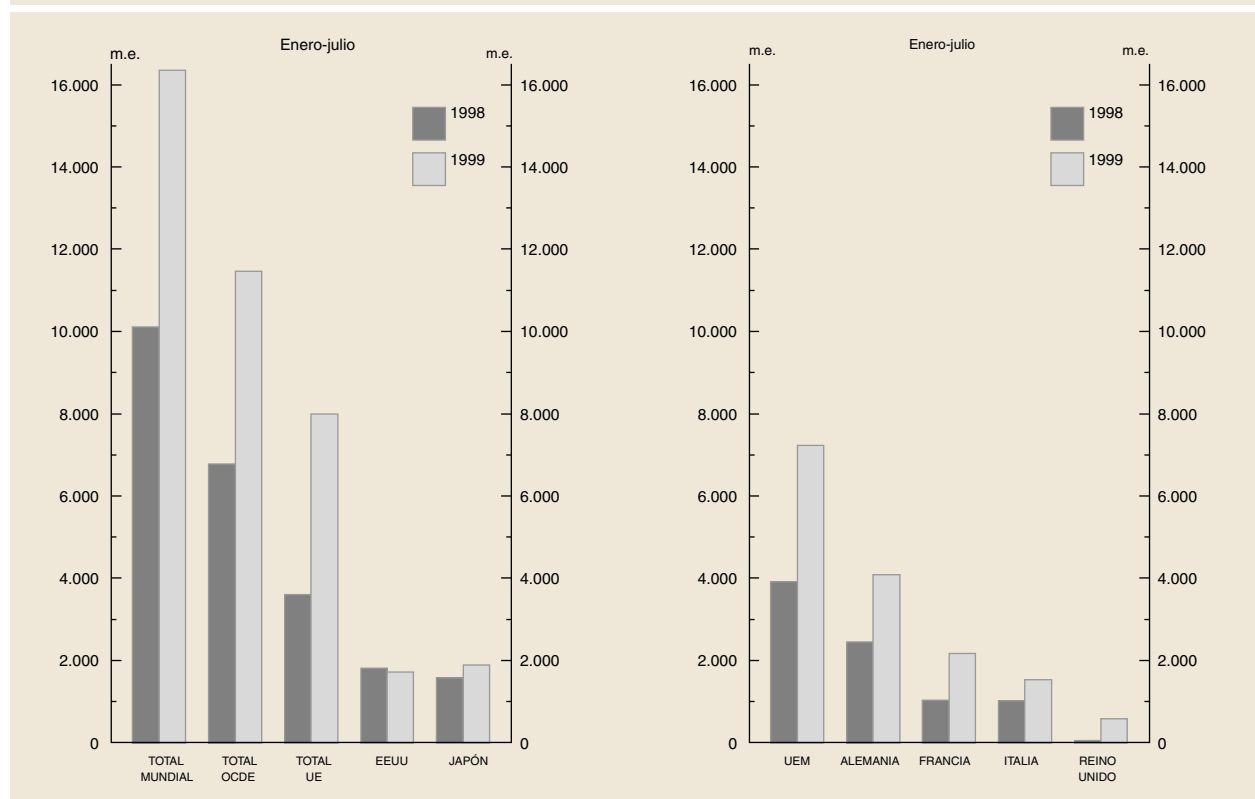
n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros

	Total mundial 1=2+13 a a 16 n	OCDE											OPEP 13	Otros países americanos 14	Nuevos países industrializados 15	Otros 16
		Total 2=3+10 a a 12 n	Unión Europea							Estados Unidos de América 10 n	Japón 11 n	Resto OCDE 12				
			Total 3=4+8+9 n	Unión Económica y Monetaria			Reino Unido 8 n	Resto UE 9								
				Total 4 n	Del cual											
					Alemania 5 n	Francia 6 n			Italia 7 n							
94	-15384	-10512	-5877	-4373	-2515	-1094	-1034	-1105	-399	-2526	-1842	-268	-2624	12	-176	-2083
95	-17180	-12591	-7135	-5451	-2690	-663	-1761	-1373	-312	-2662	-1893	-901	-2776	521	-316	-2018
96	-15967	-11775	-6674	-5167	-2588	-1039	-2199	-1303	-204	-2665	-1686	-750	-3823	1 218	-85	-1502
97	-16049	-11020	-5973	-5680	-3680	-2151	-1377	-718	426	-2763	-1997	-287	-4753	1 367	-258	-1384
98 p	-21326	-15178	-9790	-9511	-5036	-2564	-2489	-646	367	-2862	-2746	220	-3531	1 520	-1698	-2440
98 E-J	-10117	-6786	-3599	-3913	-2456	-1046	-1020	-58	371	-1820	-1577	210	-2167	969	-958	-1175
99 E-J	-16352	-11474	-8001	-7237	-4092	-2180	-1528	-590	-173	-1720	-1893	140	-1883	209	-1104	-2100
98 Abr	-959	-743	-415	-470	-355	-136	-85	-17	72	-237	-242	151	-165	158	-98	-111
May	-1615	-931	-518	-613	-386	-137	-131	27	68	-189	-262	38	-330	64	-125	-294
Jun	-1753	-1262	-798	-804	-518	-113	-214	-1	7	-184	-247	-33	-307	131	-130	-185
Jul	-1341	-1025	-730	-796	-434	-150	-266	32	34	-114	-236	55	-247	170	-152	-86
Ago	-2120	-1435	-1086	-1002	-545	-169	-212	-73	-12	-118	-195	-36	-312	75	-153	-296
Sep	-2745	-1995	-1438	-1303	-576	-322	-347	-153	18	-285	-220	-52	-284	44	-149	-361
Oct	-1666	-1279	-978	-859	-409	-263	-239	-136	17	-161	-231	92	-266	184	-125	-180
Nov	-2451	-1897	-1383	-1262	-489	-371	-318	-95	-25	-283	-278	47	-260	105	-160	-239
Dic	-2227	-1785	-1306	-1173	-561	-393	-353	-131	-2	-193	-245	-42	-242	141	-152	-188
99 Ene	-1785	-1089	-451	-504	-399	-197	-116	47	6	-269	-256	-113	-242	32	-172	-313
Feb	-1715	-1154	-697	-676	-421	-215	-185	-2	-19	-216	-233	-7	-266	86	-145	-236
Mar	-2357	-1761	-1165	-1077	-485	-461	-195	-95	8	-324	-269	-3	-205	81	-140	-333
Abr	-2469	-1634	-1214	-1072	-571	-341	-260	-167	26	-172	-288	40	-355	-35	-150	-295
May	-2955	-2164	-1511	-1238	-661	-402	-187	-209	-64	-404	-265	16	-238	-18	-156	-379
Jun	-2431	-1682	-1374	-1138	-773	-142	-231	-114	-122	-177	-292	161	-287	-26	-157	-280
Jul	-2639	-1989	-1589	-1532	-783	-423	-353	-49	-8	-157	-290	47	-290	88	-184	-264

SALDO COMERCIAL ACUMULADO

SALDO COMERCIAL ACUMULADO



Fuente: MEH.

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

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

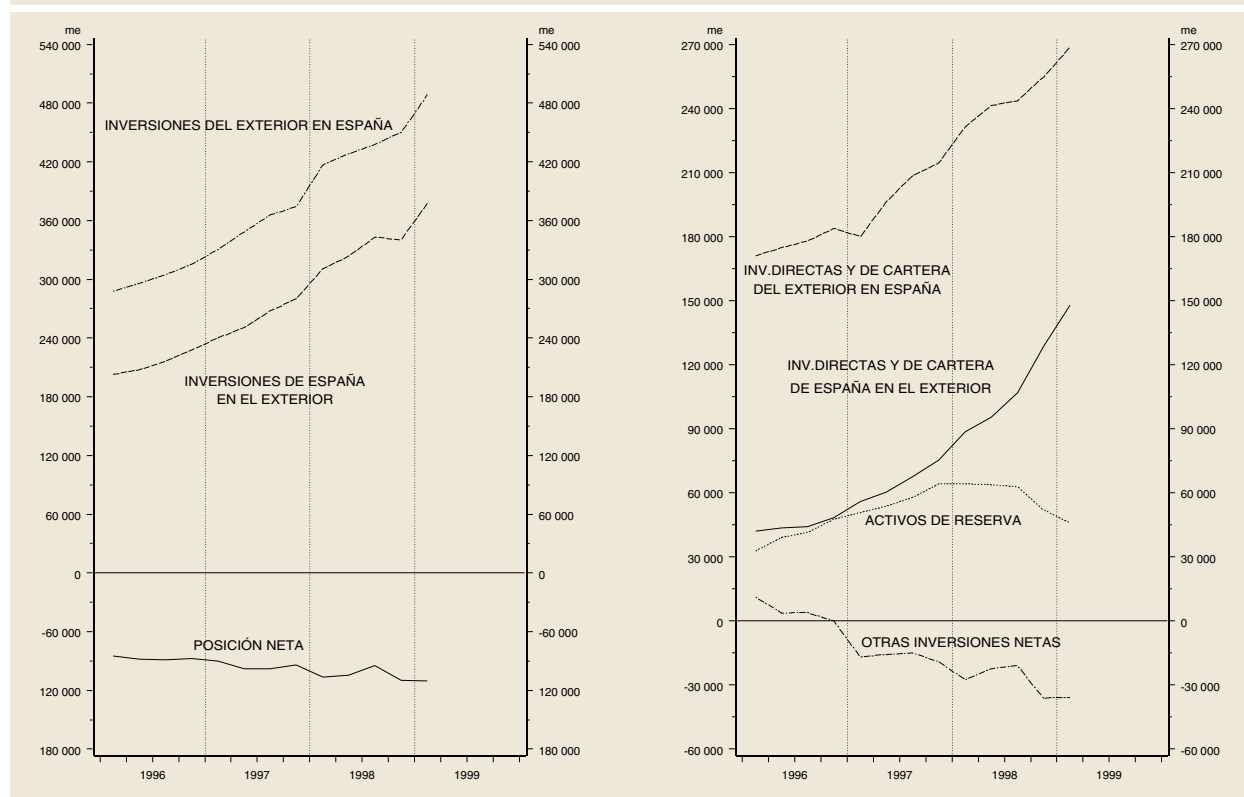
n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros

Posición de inversión internacional neta		Inversiones de España en el exterior (activos financieros)							Inversiones del exterior en España (pasivos)						
		Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera			Otras inversiones	Activos de reserva	Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera			Otras inversiones	
				Total	Acciones y participaciones	Bonos, obligaciones e instrumentos del mercado monetario					Total	Acciones y participaciones	Bonos, obligaciones e instrumentos del mercado monetario		
1=2-9 n	2=3+4+7+8 n	3 n	4=5+6 n	5 n	6 n	7 n	8 n	9=10+11+14 n	10 n	11=12+13 n	12 n	13 n	14 n		
91 p	-49 138	93 964	11 929	4 769	1 310	3 459	36 911	40 355	143 103	46 239	34 330	13 092	21 238	62 534	
92 p	-63760	114127	15178	6 689	1 358	5 331	58693	33566	177887	59321	37313	12798	24515	81253	
93 p	-80848	182677	20439	12663	1 934	10730	112733	36843	263525	68546	88690	19502	69188	106290	
94 p	-79970	176172	23759	13923	2 758	11165	103781	34708	256142	76211	66521	19114	47407	113410	
95 I p	-81789	180000	24877	13699	2 852	10847	112378	29045	261789	77852	65591	18995	46596	118346	
II p	-82783	180204	25068	14258	3 268	10990	113004	27873	262986	79435	72706	20196	52510	110846	
III p	-81154	188552	25751	13917	3 277	10640	120841	28043	269706	80259	75776	20856	54921	113670	
IV p	-83315	196850	26618	13771	2 806	10965	129198	27263	280165	81712	84173	21746	62427	114280	
96 I p	-84948	202752	27620	14456	2 755	11701	127869	32808	287700	82426	88552	25102	63450	116722	
II p	-88239	207688	28421	15184	2 895	12289	124973	39110	295927	84112	90622	25998	64624	121193	
III p	-88518	215981	29348	14786	3 018	11768	130378	41469	304499	85159	92855	27135	65719	126485	
IV p	-87645	227582	31440	16960	3 525	13435	131524	47658	315226	86557	97232	28524	68708	131437	
97 I p	-90162	240185	33691	22306	4 513	17793	133425	50762	330347	87307	92677	31187	61490	150363	
II p	-97918	250559	35521	24825	5 669	19157	136436	53777	348478	88806	107561	36272	71290	152110	
III p	-97887	267709	39163	28466	7 176	21290	142259	57822	365596	90715	117661	37769	79893	157219	
IV p	-94188	280109	43407	31794	8 308	23486	140734	64174	374297	91797	122656	40493	82163	159844	
98 I p	-106144	310754	47019	41430	10544	30886	158080	64225	416898	94092	137263	58791	78472	185543	
II p	-104412	323779	49459	45989	13680	32309	164541	63791	428192	96183	145182	59981	85201	186826	
III p	-94899	342940	54338	52379	14590	37789	173369	62854	437839	98531	145060	49005	96055	194249	
IV p	-109839	340357	58696	70153	17119	53034	159414	52095	450197	101850	152823	60362	92461	195523	
99 I p	-110605	377898	63351	84504	20000	64504	184169	45874	488504	104205	164377	61666	102711	219922	

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

COMPONENTES DE LA POSICIÓN



Fuente: BE.

7.7. Activos de reserva de España

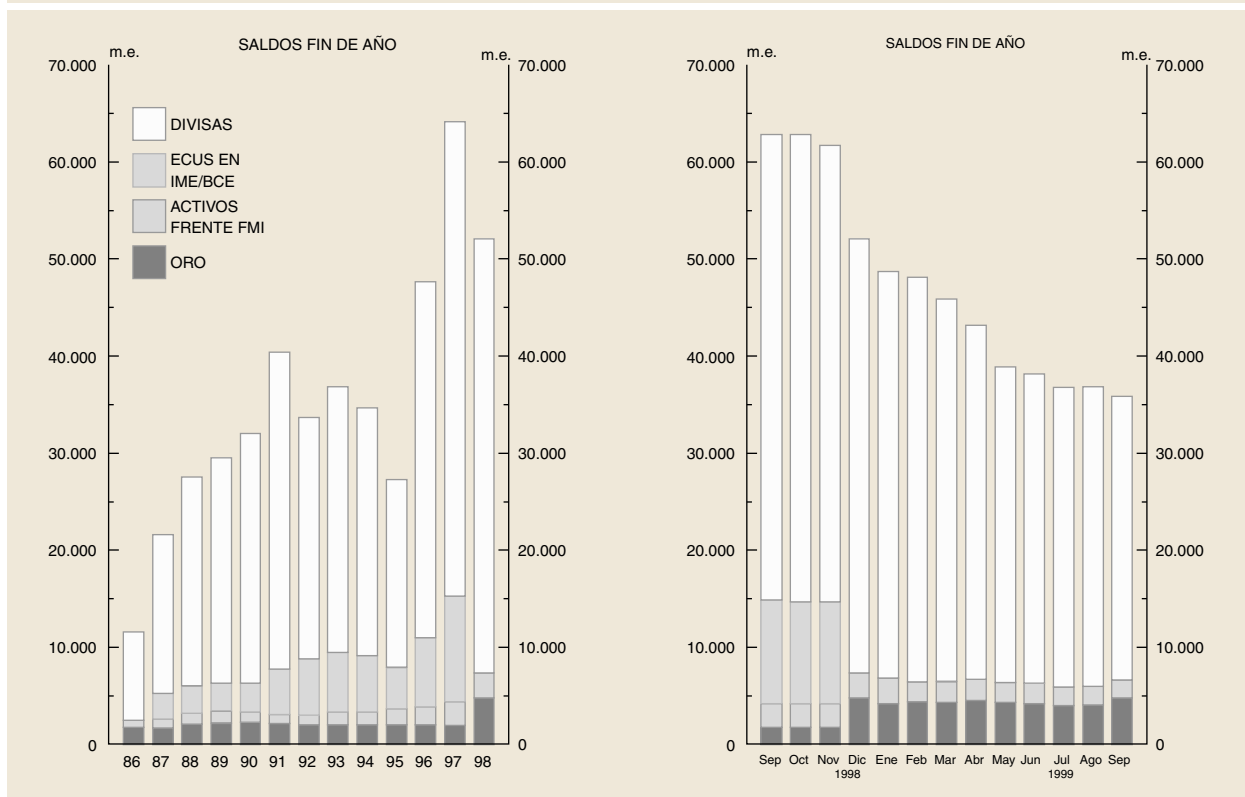
n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros

	Activos de reserva								Pro memoria: Oro
	Total	Oro	Activos frente al FMI				Ecus en el IME/BCE	Divisas convertibles	Millones de onzas troy
			Total	Posición de reserva	Tenencias de DEG	Otros activos			
	1=2+3+7+8 n	2 n	3=4 a 6 n	4	5	6	7 n	8 n	9
92	33566	2 027	1 033	789	127	117	5 764	24741	15,6
93	36843	2 027	1 322	883	185	255	6 106	27387	15,6
94	34708	2 027	1 326	878	202	247	5 815	25539	15,6
95	27263	2 029	1 681	1 155	300	225	4 223	19330	15,6
96	47658	2 029	1 841	1 257	355	229	7 141	36647	15,6
97	64174	1 990	2 402	1 735	432	234	10884	48899	15,6
98 Abr	63444	1 990	2 457	1 784	449	224	11232	47766	15,6
May	63672	1 990	2 501	1 812	466	222	11232	47950	15,6
Jun	63791	1 990	2 485	1 802	464	219	11232	48085	15,6
Jul	64275	1 990	2 520	1 839	464	218	10666	49098	15,6
Ago	64158	1 990	2 534	1 839	482	214	10666	48967	15,6
Sep	62854	1 768	2 447	1 779	462	207	10666	47972	15,6
Oct	62836	1 768	2 444	1 779	462	204	10464	48159	15,6
Nov	61696	1 768	2 448	1 771	479	198	10464	47017	15,6
Dic	52 095	4 814	2 555	1 876	492	188	—	44 726	19,5
99 Ene	48689	4 223	2 589	1 902	498	189	—	41877	16,8
Feb	48133	4 397	2 061	1 693	178	189	—	41675	16,8
Mar	45874	4 384	2 095	1 701	208	186	—	39395	16,8
Abr	43181	4 555	2 186	1 792	209	184	—	36440	16,8
May	38882	4 320	2 090	1 688	222	179	—	32472	16,8
Jun	38153	4 242	2 077	1 677	224	175	—	31835	16,8
Jul	36777	4 025	1 905	1 512	221	172	—	30846	16,8
Ago	36831	4 063	1 969	1 562	236	172	—	30799	16,8
Sep	35903	4 794	1 859	1 457	237	165	—	29250	16,8

ACTIVOS DE RESERVA

ACTIVOS DE RESERVA



Fuente: BE.

Nota: A partir de enero de 1999 no se consideran Activos de reserva los denominados en euros ni los denominados en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la UEM. 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.

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

n Serie representada en el gráfico.

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas							
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
		Opera- ciones principales de financiación (inyección)	Opera- ciones de financiación a largo plazo (inyección)	Opera- ciones de ajuste y estructura- les (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	
99 Ene	168255	127606	35895	320	50	6 562	2 177	54121	330775	-24031	329773	77149	2 465	99893	11776
Feb	176147	129963	44994	-6	97	1 676	577	58469	325574	-13882	326303	73080	1 987	104042	11650
Mar	182449	138234	45 002	-	73	428	1 287	65280	327306	-8876	323146	69995	3 387	102198	11585
Abr	169629	124055	44994	-	92	678	191	54286	331285	-21685	343576	88262	3 841	101344	10158
May	169697	124585	44988	-	41	351	268	54268	335063	-23996	341861	85062	3 380	101891	10158
Jun	175159	130563	44997	-	19	382	802	61425	337652	-20104	339460	83337	3 231	100345	10158
Jul	195266	150355	44997	-	68	529	682	77618	343144	-10270	343068	87813	3 078	104412	10158
Ago	194490	149978	45000	-	59	206	753	76492	343880	-13053	343410	89075	3 062	104778	10158
Sep	193100	148800	44995	-	64	154	914	77800	341848	-9413	343488	88852	2 716	102496	10087

Fuente: BCE.

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

n Serie representada en el gráfico.

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
	Total	Operaciones principales de financiación (inyección)	Operaciones de financiación a largo plazo (inyección)	Operaciones de ajuste y estructurales (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
99 Ene	13408	9 807	2 900	-	9	1 033	341	12084	50624	1 363	51324	11420	-13616	-11063	-2553	8 594	6 346
Feb	11317	6 553	4 768	-	-1	3	5	14789	49622	7 308	50289	8 147	-17828	-20744	2 916	8 011	6 346
Mar	13344	9 533	3 878	-	-19	2	50	15504	50094	5 514	48340	8 236	-16391	-15031	-1360	7 949	6 281
Abr	9 978	7 254	2 723	-	2	2	3	17625	50490	3 746	47948	11337	-20718	-19838	-880	8 217	4 854
May	12173	8 824	3 358	-	-9	»	1	24418	50791	6 366	44441	11701	-24954	-24387	-567	7 855	4 854
Jun	12026	8 683	3 393	-	-9	-	42	27834	51633	5 959	41556	11798	-28464	-23293	-5171	7 802	4 854
Jul	14332	11 106	3 320	-	-13	-	81	25504	53060	1 577	41797	12663	-24590	-22786	-1803	8 564	4 854
Ago	13182	10 628	2 587	-	-15	14	32	26378	53093	2 401	41874	12758	-26215	-23464	-2752	8 165	4 854
Sep	14611	12 400	2 283	-	-8	»	64	26267	52936	2 198	41415	12547	-24675	-15358	-9317	8 235	4 783

Fuente: BE.

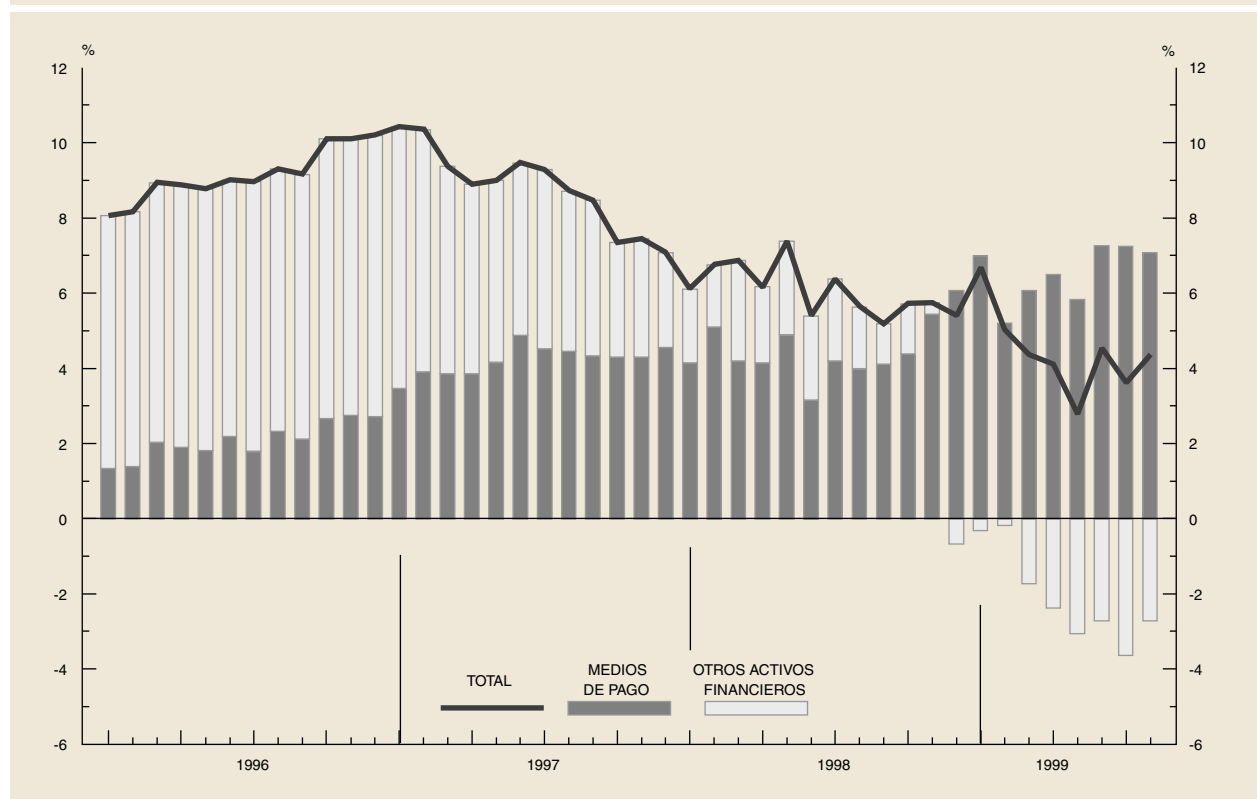
8.3. Activos financieros líquidos (a) de las empresas no financieras y las familias e ISFL, residentes en España

n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

	Total			Medios de pago						Otros activos financieros						Pro memoria	
	Saldo (serie original)	T ₃	T ₁₂ s/serie original	Total			T ₁₂			Total			Tasa interanual T ₁₂			Activos financieros líquidos ampliados (e)	
				T ₃	T ₁₂	Contribución a la T ₁₂ del total	Efectivo	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro (b)	T ₃	T ₁₂	Contribución a la T ₁₂ del total	Otros depósitos (c)	Valores de entidades de crédito	Particip. (d) en fondos inversión (FIAMM, FIM renta fija)	Saldo	T ₁₂
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
96	477389	12,2	10,2	10,2	6,7	2,7	5,4	7,0	7,2	12,4	12,6	7,5	-1,0	-6,9	52,0	483382	10,7
97	511215	5,9	7,1	11,0	11,6	4,6	5,5	19,8	8,4	2,9	4,2	2,5	-12,8	-11,5	35,2	529741	9,6
98	538883	5,5	5,4	22,5	14,8	6,1	0,7	26,5	12,4	-4,8	-1,1	-0,7	-11,2	-15,9	11,1	581532	9,8
97 Nov	500274	6,5	7,5	9,8	11,1	4,3	5,2	17,6	9,3	4,7	5,2	3,2	-11,9	-9,5	37,4	518124	10,0
Dic	511215	5,9	7,1	11,0	11,6	4,6	5,5	19,8	8,4	2,9	4,2	2,5	-12,8	-11,5	35,2	529741	9,6
98 Ene	502635	5,5	6,1	10,1	10,7	4,2	4,9	16,6	9,4	3,9	3,2	2,0	-12,3	-12,8	29,5	525319	9,1
Feb	509096	5,4	6,8	13,1	13,1	5,1	4,3	22,5	10,3	2,0	2,7	1,7	-12,2	-13,7	26,5	535253	10,2
Mar	513199	6,0	6,9	13,7	10,7	4,2	3,0	17,1	9,7	2,8	4,4	2,7	-11,3	-14,0	28,6	542307	10,7
Abr	507413	6,0	6,2	13,6	10,6	4,1	4,1	16,5	9,4	1,4	3,3	2,0	-12,2	-15,6	26,6	539211	10,4
May	516799	5,7	7,4	10,2	12,4	4,9	3,0	21,8	10,0	3,1	4,1	2,5	-10,9	-14,4	25,8	548403	11,3
Jun	519824	4,5	5,4	6,4	7,8	3,2	2,1	11,0	8,1	1,7	3,8	2,2	-10,2	-15,7	23,5	552819	9,1
Jul	524502	6,4	6,4	5,6	10,5	4,2	2,5	17,3	9,2	4,1	3,7	2,2	-10,6	-20,7	23,5	557061	9,4
Ago	519886	5,6	5,6	4,5	10,0	4,0	1,4	17,3	8,9	2,8	2,7	1,6	-10,5	-22,5	20,6	548864	8,1
Sep	522686	6,5	5,2	10,6	10,3	4,1	0,8	17,7	9,3	3,1	1,8	1,1	-11,6	-24,9	19,9	550203	6,8
Oct	521763	4,3	5,7	13,5	11,0	4,4	0,5	18,0	11,2	-0,4	2,2	1,3	-10,5	-22,4	18,7	552700	8,3
Nov	529012	5,6	5,7	19,7	13,6	5,4	0,8	26,5	9,6	-1,6	0,5	0,3	-10,8	-19,7	14,9	569374	9,9
Dic	538883	5,5	5,4	22,5	14,8	6,1	0,7	26,5	12,4	-4,8	-1,1	-0,7	-11,2	-15,9	11,1	581532	9,8
99 Ene	536207	7,2	6,7	29,3	17,3	7,0	0,4	33,8	12,5	-5,8	-0,5	-0,3	-8,6	-15,9	9,0	582067	10,8
Feb	534638	5,9	5,0	26,1	12,6	5,2	0,5	19,1	13,5	-6,3	-0,3	-0,2	-7,0	-12,2	7,3	581302	8,6
Mar	535517	4,8	4,3	20,9	14,9	6,1	2,5	24,5	13,1	-4,4	-2,9	-1,7	-5,7	-3,7	»	587142	8,3
Abr	528287	0,2	4,1	10,6	15,9	6,5	1,4	25,9	15,2	-7,0	-4,0	-2,4	-3,9	-4,1	-4,1	588157	9,1
May	531161	-2,0	2,8	10,7	14,2	5,8	2,6	21,2	14,0	-10,7	-5,2	-3,1	-2,7	-11,2	-7,4	592214	8,0
Jun	543430	-1,4	4,5	9,7	17,4	7,3	4,0	25,2	17,5	-12,0	-4,7	-2,7	-1,1	-4,4	-8,1	604231	9,3
Jul p	543479	3,0	3,6	12,7	17,4	7,3	4,1	26,2	16,8	-8,4	-6,2	-3,6	0,3	5,6	-12,7	602710	8,2
Ago p	542545	7,5	4,4	13,3	17,0	7,1	4,3	24,5	17,1	-2,3	-4,7	-2,7	2,7	11,2	-12,0	602276	9,7

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y LAS FAMILIAS E ISFL Contribuciones a la tasa 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. Los datos intertrimestrales son estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

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

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

(d) Incluye aportaciones y plusvalías netas acumuladas.

(e) Definida como activos financieros líquidos más participaciones en fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.

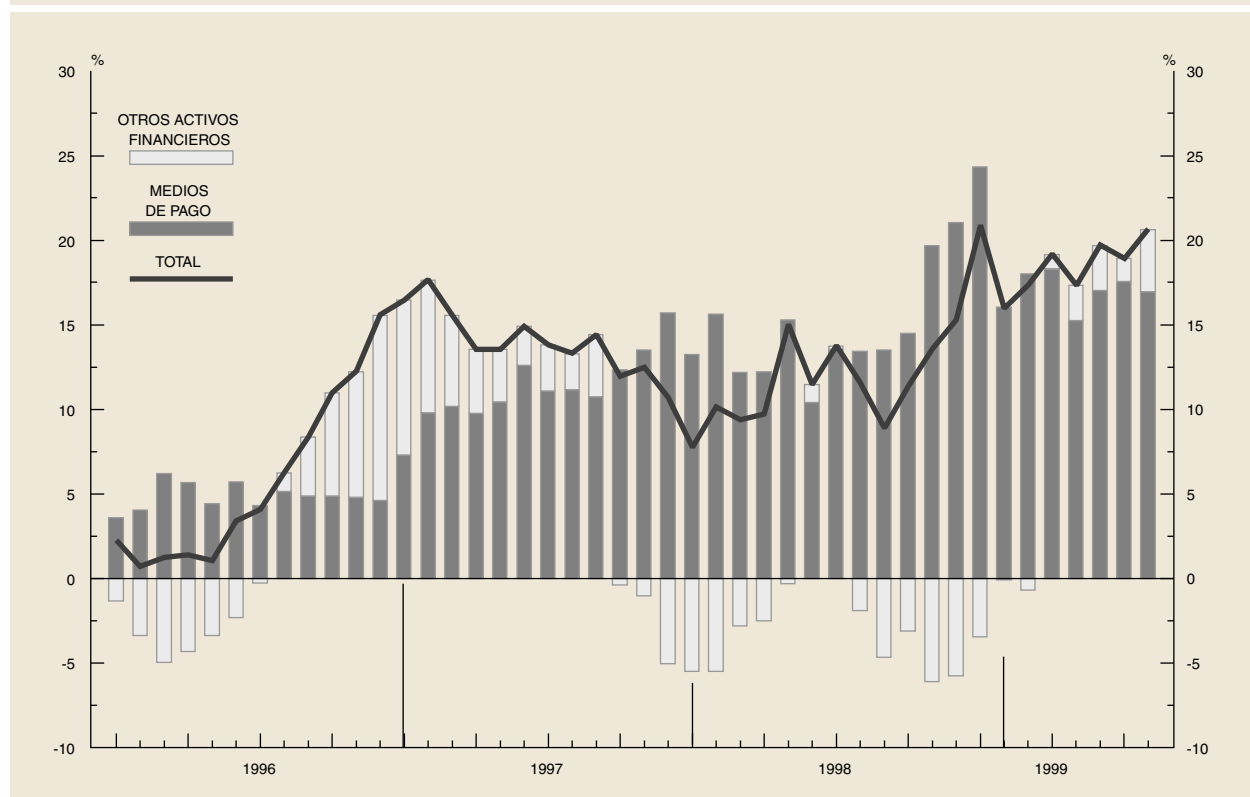
8.4. Activos financieros líquidos (a) de las empresas no financieras, residentes en España

n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

	Total			Medios de pago (b)				Otros activos financieros						Pro memoria	
	SalDOS (serie original)	T ₃ ³	T ₁₂ ¹ s/serie original	SalDOS	T ₃ ³	T ₁₂ ¹	Contribución a la T ₁₂ ¹ del total	Total				T ₁₂ ¹		Activos financieros líquidos ampliados (e)	
								SalDOS	T ₃ ³	T ₁₂ ¹	Contribución a la T ₁₂ ¹ del total	Otros depósitos (c) y valores de entidades de crédito	Participaciones (d) en fondos de inversión (FIAMM, FIM renta fija)	SalDOS	T ₁₂ ¹
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
96	70120	19,2	15,6	33505	6,0	9,1	4,6	36615	33,5	22,2	11,0	17,5	42,1	70599	15,8
97	77608	10,5	10,7	44529	29,9	32,9	15,7	33078	-7,0	-9,7	-5,0	-22,5	35,2	79090	12,0
98	89470	18,9	15,3	60870	65,0	36,7	21,1	28600	-28,9	-13,5	-5,8	-25,8	11,1	92882	17,4
97 Nov	74789	13,0	12,5	41019	16,0	28,1	13,5	33769	14,3	-2,0	-1,0	-13,4	36,6	76217	13,9
97 Dic	77608	10,5	10,7	44529	29,9	32,9	15,7	33078	-7,0	-9,7	-5,0	-22,5	35,2	79090	12,0
98 Ene	73705	4,3	7,8	42158	34,1	27,4	13,3	31547	-18,7	-10,6	-5,5	-23,6	29,5	75520	9,5
98 Feb	76608	0,1	10,1	45594	45,0	31,3	15,6	31013	-30,3	-10,9	-5,5	-24,0	26,5	78700	12,0
98 Mar	77203	-0,9	9,4	44872	37,8	23,7	12,2	32332	-26,0	-5,7	-2,8	-18,3	28,6	79532	11,5
98 Abr	75839	7,0	9,7	44333	29,5	23,6	12,2	31507	-16,7	-5,2	-2,5	-17,7	26,6	78383	12,0
98 May	80439	13,3	15,0	47518	14,6	29,1	15,3	32921	1,3	-0,6	-0,3	-11,4	25,8	82967	17,1
98 Jun	82698	20,6	11,5	48853	10,9	18,8	10,4	33845	10,6	2,3	1,0	-6,5	23,5	85338	13,4
98 Jul	81916	28,2	13,8	48356	17,3	25,2	13,5	33560	25,0	0,5	0,2	-9,5	23,5	84521	15,3
98 Ago	79851	23,9	11,6	47860	19,4	25,2	13,5	31991	19,0	-4,0	-1,9	-15,0	20,6	82169	12,9
98 Sep	81050	16,5	8,9	49221	25,1	25,7	13,5	31830	7,9	-9,8	-4,7	-22,2	19,9	83252	9,7
98 Oct	80882	4,5	11,4	49699	24,1	26,8	14,5	31183	-11,3	-6,8	-3,1	-18,5	18,7	83357	12,7
98 Nov	84954	9,1	13,6	55730	42,5	35,9	19,7	29224	-21,4	-13,5	-6,1	-26,7	14,9	88183	15,7
98 Dic	89470	18,9	15,3	60870	65,0	36,7	21,1	28600	-28,9	-13,5	-5,8	-25,8	11,1	92882	17,4
99 Ene	89100	28,5	20,9	60082	94,4	42,5	24,3	29018	-33,8	-8,0	-3,4	-17,4	9,0	92769	22,8
99 Feb	88833	23,6	16,0	57880	71,2	26,9	16,0	30953	-21,7	-0,2	-0,1	-4,6	7,3	92567	17,6
99 Mar	90600	16,1	17,4	58786	37,9	31,0	18,0	31814	4,0	-1,6	-0,7	-2,5	"	94730	19,1
99 Abr	90374	10,7	19,2	58221	-0,1	31,3	18,3	32153	37,1	2,1	0,9	5,8	-4,1	95163	21,4
99 May	94384	15,8	17,3	59801	-4,0	25,8	15,3	34583	47,1	5,0	2,1	12,2	-7,4	99268	19,6
99 Jun	98992	23,6	19,7	62960	-3,8	28,9	17,1	36031	49,4	6,5	2,6	14,5	-8,1	103856	21,7
99 Jul p	97407	33,4	18,9	62750	11,9	28,9	17,6	34657	49,8	3,3	1,3	12,7	-12,7	102146	20,9
99 Ago p	96340	31,7	20,7	61407	18,2	28,3	17,0	34933	40,1	9,2	3,7	22,6	-12,0	101119	23,1

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Contribuciones a la tasa 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. Los datos intertrimestrales son estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

(b) Efectivo, depósitos a la vista y con preaviso a menos de tres meses.

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

(d) Incluye aportaciones y plusvalías netas acumuladas.

(e) Definida como activos financieros líquidos más participaciones en fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.

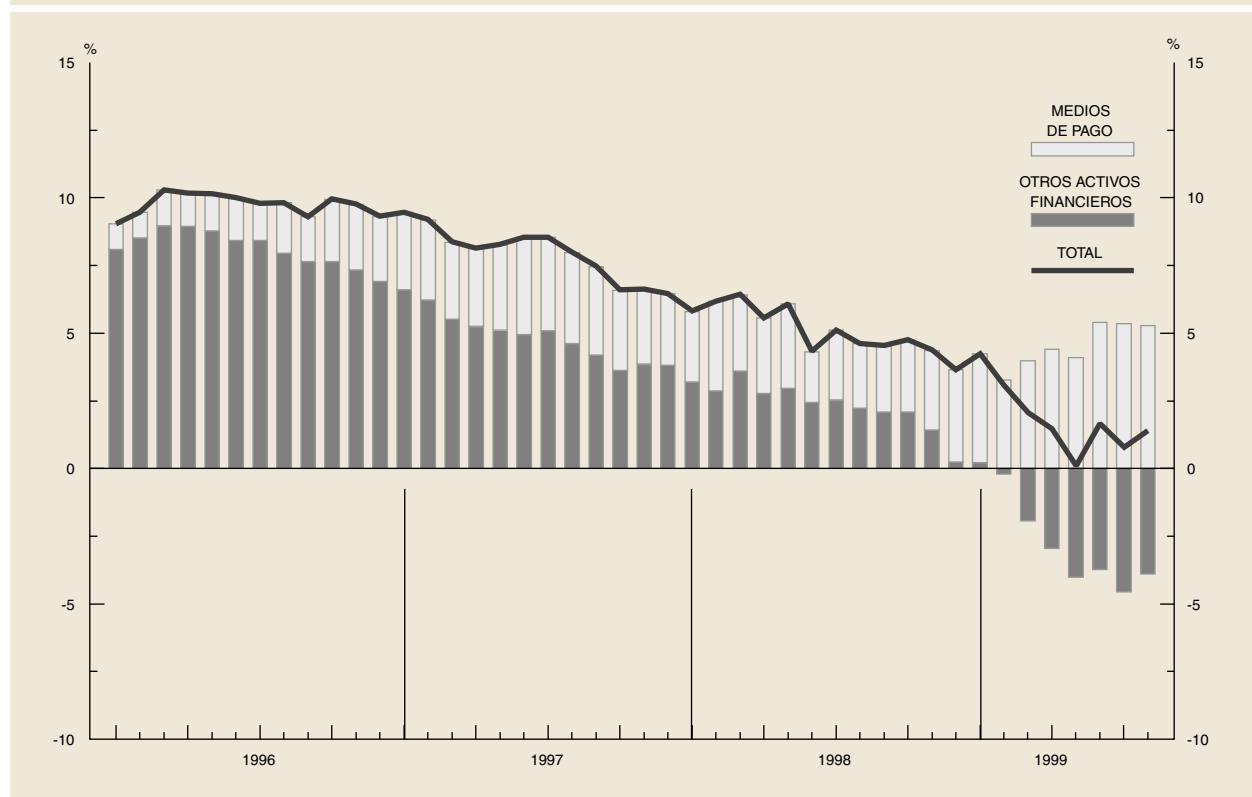
8.5. Activos financieros líquidos (a) de las familias e ISFL, residentes en España

n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

	Total			Medios de pago (b)				Otros activos financieros							Pro memoria	
	SalDOS (serie original)	T ₃ ³	T ₁₂ ¹ s/serie original	SalDOS	T ₃ ³	T ₁₂ ¹	Contribución a la T ₁₂ ¹ del total	Total				T ₁₂ ¹		Activos financieros líquidos ampliados (e)		
								SalDOS	T ₃ ³	T ₁₂ ¹	Contribución a la T ₁₂ ¹ del total	Otros depósitos(c) y valores de entidades de crédito	Participaciones (d) en fondos de inversión (FIAMM, FIM renta fija)	SalDOS	T ₁₂ ¹	
1	2	3 n	4	5	6	7 n	8	9	10	11 n	12	13	14	15		
96	407269	11,6	9,3	154692	11,1	6,2	2,4	252577	33,5	11,4	6,9	-4,0	52,9	412783	9,9	
97	433607	5,7	6,5	165459	6,7	7,0	2,6	268148	-7,0	6,2	3,8	-11,0	35,2	450652	9,2	
98	449414	3,6	3,6	180199	12,0	8,9	3,4	269215	-28,9	0,4	0,2	-9,1	11,1	488650	8,4	
97 Nov	425485	5,4	6,6	159925	8,3	7,4	2,8	265560	14,3	6,1	3,8	-11,5	37,5	441907	9,4	
Dic	433607	5,7	6,5	165459	6,7	7,0	2,6	268148	-7,0	6,2	3,8	-11,0	35,2	450652	9,2	
98 Ene	428930	5,4	5,8	161101	4,6	7,0	2,6	267828	-18,7	5,1	3,2	-10,4	29,5	449799	9,1	
Feb	432489	5,3	6,2	164213	6,0	8,9	3,3	268276	-30,3	4,6	2,9	-10,3	26,5	456553	9,9	
Mar	435996	5,6	6,4	164330	8,0	7,6	2,8	271665	-26,0	5,7	3,6	-10,2	28,6	462775	10,6	
Abr	431574	5,4	5,6	162706	9,7	7,5	2,8	268868	-16,7	4,4	2,8	-11,5	26,6	460828	10,1	
May	436360	5,0	6,1	165371	9,1	8,4	3,1	270989	1,3	4,7	3,0	-11,0	25,8	465435	10,3	
Jun	437126	3,4	4,3	167662	5,2	4,9	1,9	269464	10,6	4,0	2,5	-11,0	23,5	467481	8,3	
Jul	442586	3,9	5,1	169863	2,5	6,9	2,6	272723	25,0	4,1	2,5	-11,3	23,5	472540	8,4	
Ago	440035	3,1	4,6	168349	0,7	6,3	2,4	271687	19,0	3,6	2,2	-10,4	20,6	466695	7,4	
Sep	441635	4,6	4,5	169803	6,8	6,5	2,4	271832	7,9	3,4	2,1	-10,4	19,9	466951	6,3	
Oct	440880	4,1	4,7	169079	10,6	7,1	2,7	271801	-11,3	3,4	2,1	-9,8	18,7	469343	7,5	
Nov	444058	5,0	4,4	172461	13,7	7,8	2,9	271597	-21,4	2,3	1,4	-8,7	14,9	481191	8,9	
Dic	449414	3,6	3,6	180199	12,0	8,9	3,4	269215	-28,9	0,4	0,2	-9,1	11,1	488650	8,4	
99 Ene	447107	3,0	4,2	178310	13,8	10,7	4,0	268797	-33,8	0,4	0,2	-7,6	9,0	489298	8,8	
Feb	445804	1,6	3,1	178408	14,4	8,6	3,3	267396	-21,7	-0,3	-0,2	-7,6	7,3	488736	7,0	
Mar	444917	0,9	2,0	181627	15,8	10,5	4,0	263290	4,0	-3,1	-1,9	-6,1	»	492412	6,4	
Abr	437914	-2,1	1,5	181746	14,4	11,7	4,4	256168	37,1	-4,7	-2,9	-5,3	-4,1	492994	7,0	
May	436777	-4,7	0,1	183269	16,0	10,8	4,1	253508	47,1	-6,5	-4,0	-5,5	-7,4	492946	5,9	
Jun	444439	-4,5	1,7	191314	14,4	14,1	5,4	253125	49,4	-6,1	-3,7	-3,9	-8,1	500375	7,0	
Jul p	446072	-1,5	0,8	193521	12,9	13,9	5,3	252551	49,8	-7,4	-4,6	-1,5	-12,7	500564	5,9	
Ago p	446205	3,5	1,4	191600	11,8	13,8	5,3	254605	40,1	-6,3	-3,9	0,1	-12,0	501157	7,4	

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE LAS FAMILIAS E ISFL
Contribuciones a la tasa 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. Los datos intertrimestrales son estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

(b) Efectivo, depósitos a la vista y con preaviso a menos de tres meses.

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

(d) Incluye aportaciones y plusvalías netas acumuladas.

(e) Definida como activos financieros líquidos más participaciones en fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.

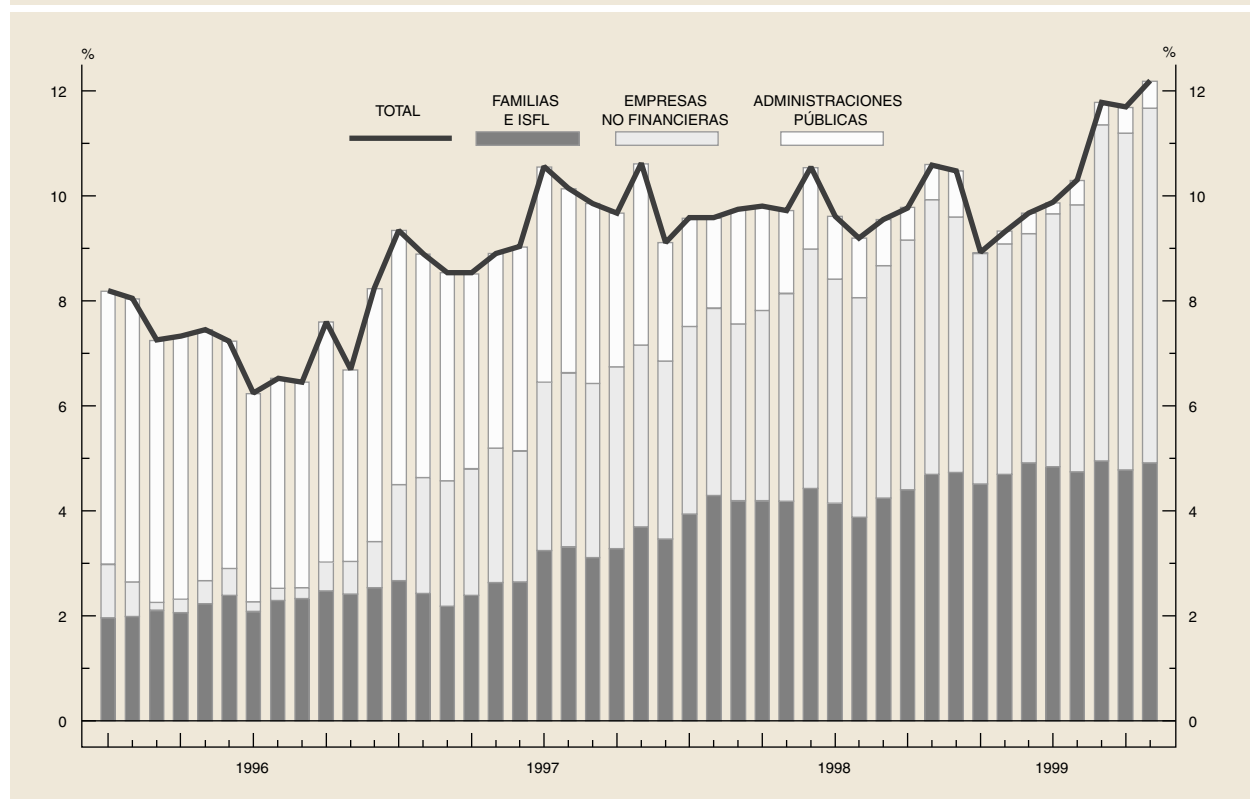
8.6. Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (a)

n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

		Total		T ¹ ₁₂				Contribución a la T ¹ ₁₂ del total					
		Saldo	T ₁₂	Administraciones públicas (b)	Empresas no financieras y familias e ISFL	Empresas no financieras	Familias e ISFL	Administraciones Públicas	Empresas no financieras	Familias e ISFL			
	1	2	n	3	4	5	6	7	n	8	n	9	n
96		670374	8,2	11,8	5,8	2,6	10,4	4,8	0,9			2,5	
97		731478	9,1	5,3	11,9	10,3	13,9	2,3	3,4			3,5	
98		808164	10,5	2,2	16,2	14,7	18,3	0,9	4,9			4,7	
97	Nov	718475	10,6	8,4	12,2	10,4	14,6	3,5	3,5			3,7	
	Dic	731478	9,1	5,3	11,9	10,3	13,9	2,3	3,4			3,5	
98	Ene	743288	9,6	4,9	13,0	10,9	15,9	2,1	3,6			3,9	
	Feb	741129	9,6	4,1	13,6	10,8	17,3	1,7	3,6			4,3	
	Mar	748238	9,7	5,1	13,1	10,3	16,8	2,2	3,4			4,2	
	Abr	748921	9,8	4,7	13,4	11,0	16,6	2,0	3,6			4,2	
	May	756797	9,7	3,8	14,0	12,1	16,5	1,6	4,0			4,2	
	Jun	770788	10,5	3,7	15,4	13,9	17,4	1,6	4,6			4,4	
	Jul	775891	9,6	2,9	14,3	12,9	16,1	1,2	4,3			4,2	
	Ago	773072	9,2	2,7	13,8	12,8	15,0	1,1	4,2			3,9	
	Sep	779042	9,5	2,1	14,8	13,5	16,5	0,9	4,4			4,2	
	Oct	783754	9,8	1,5	15,5	14,3	17,0	0,6	4,8			4,4	
	Nov	794556	10,6	1,6	16,7	15,7	17,9	0,7	5,2			4,7	
	Dic	808164	10,5	2,2	16,2	14,7	18,3	0,9	4,9			4,7	
99	Ene	809573	8,9	»	15,0	13,2	17,2	»	4,4			4,5	
	Feb	810209	9,3	0,6	15,1	13,2	17,6	0,2	4,4			4,7	
	Mar	820579	9,7	1,0	15,6	13,3	18,5	0,4	4,4			4,9	
	Abr	822804	9,9	0,5	16,1	14,5	18,0	0,2	4,8			4,8	
	May	834713	10,3	1,2	16,3	15,2	17,6	0,5	5,1			4,7	
	Jun	861617	11,8	1,1	18,7	19,0	18,3	0,4	6,4			5,0	
	Jul	866603	11,7	1,3	18,3	18,9	17,5	0,5	6,4			4,8	
	Ago	867304	12,2	1,3	19,1	19,9	18,2	0,5	6,7			4,9	

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



Fuente: BE.

(a) Los datos intertrimestrales son estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

(b) Total de pasivos menos depósitos.

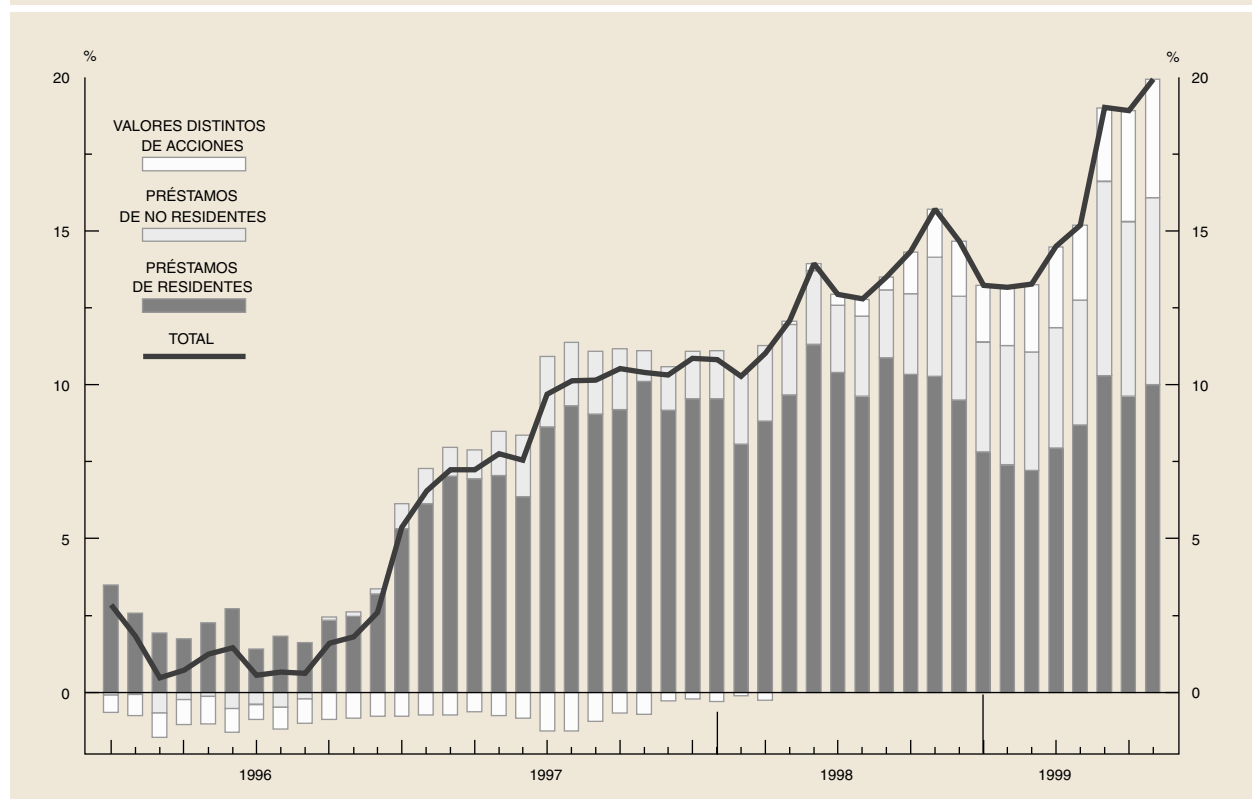
8.7. Financiación a las empresas no financieras, residentes en España (a)

n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

	Total		Préstamos y créditos de entidades de crédito residentes		Préstamos y créditos de no residentes		Valores distintos de acciones			Pro memoria:			
	Saldo	T ₁₂	T ₁₂	Contribución a la T ₁₂ del total	T ₁₂	Contribución a la T ₁₂ del total	T ₁₂	Contribución a la T ₁₂ del total	Del cual: Bonos de titulización (b)	Acciones (saldos)		Financiación total	
										Aportación de fondos (flujos acumulados) (c)	Capitalización bursátil	Saldo	T ₁₂
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12 = 1 + 10	13
96	220395	2,6	4,4	3,2	1,0	0,2	-6,9	-0,8	83,1	40282	103567	260676	2,9
97	243147	10,3	12,5	9,2	8,8	1,4	-2,7	-0,3	6,5	41011	135704	284157	9,0
98	278805	14,7	12,7	9,5	21,2	3,4	19,7	1,8	140,0	45096	190512	323901	14,0
97 Nov	238965	10,4	13,8	10,1	6,2	1,0	-6,8	-0,7	3,7	40937	131920	279902	9,0
Dic	243147	10,3	12,5	9,2	8,8	1,4	-2,7	-0,3	6,5	41011	135704	284157	9,0
98 Ene	247327	10,9	13,0	9,5	9,3	1,5	-2,2	-0,2	4,9	41187	148668	288514	9,5
Feb	247383	10,8	13,1	9,5	9,3	1,6	-3,0	-0,3	0,7	41471	155705	288854	9,5
Mar	246478	10,3	11,0	8,1	13,9	2,3	-1,0	-0,1	0,7	41629	184398	288107	9,1
Abr	249363	11,0	12,0	8,8	14,8	2,4	-2,6	-0,3	-4,1	41665	180171	291028	9,7
May	253548	12,1	13,2	9,7	13,6	2,3	1,2	0,1	9,8	44249	188342	297796	11,6
Jun	259766	13,9	15,4	11,3	14,2	2,4	2,4	0,2	24,8	44562	187486	304328	13,3
Jul	263317	12,9	14,1	10,4	12,9	2,2	3,9	0,4	19,2	44612	187154	307929	12,4
Ago	261560	12,8	13,0	9,6	15,5	2,6	5,9	0,5	19,0	44654	159008	306214	12,3
Sep	264963	13,5	14,7	10,9	13,2	2,2	4,4	0,4	18,4	44682	154973	309645	12,9
Oct	270900	14,3	13,9	10,3	15,8	2,6	14,8	1,4	64,9	44741	173213	315640	13,6
Nov	276507	15,7	13,6	10,3	24,8	3,9	17,2	1,6	76,7	44792	186196	321299	14,8
Dic	278805	14,7	12,7	9,5	21,2	3,4	19,7	1,8	140,0	45096	190512	323901	14,0
99 Ene	280059	13,2	10,5	7,8	21,9	3,6	20,8	1,8	162,9	45397	192907	325455	12,8
Feb	279956	13,2	9,9	7,4	23,3	3,9	21,6	1,9	176,0	45633	195526	325588	12,7
Mar	279160	13,3	9,8	7,2	22,6	3,8	24,5	2,2	224,7	45678	185678	324838	12,7
Abr	285484	14,5	10,7	7,9	23,0	3,9	29,9	2,6	244,1	45982	185045	331466	13,9
May	292047	15,2	11,7	8,7	23,8	4,1	27,6	2,4	225,4	46297	191022	338344	13,6
Jun	309137	19,0	13,8	10,3	37,5	6,3	27,7	2,4	196,7	46647	196197	355785	16,9
Jul p	313108	18,9	12,9	9,6	33,7	5,7	42,0	3,6	271,6	...	189848	...	...
Ago p	313722	19,9	13,5	10,0	35,7	6,1	44,5	3,9	296,1	...	198954	...	...

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



Fuente: BE.

(a) Los datos intertrimestrales son estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

(b) Datos provisionales.

(c) Acumulación de aportaciones de fondos desde 1970 recogidas en el cuadro 21.19, col. 13, del *Boletín estadístico*.

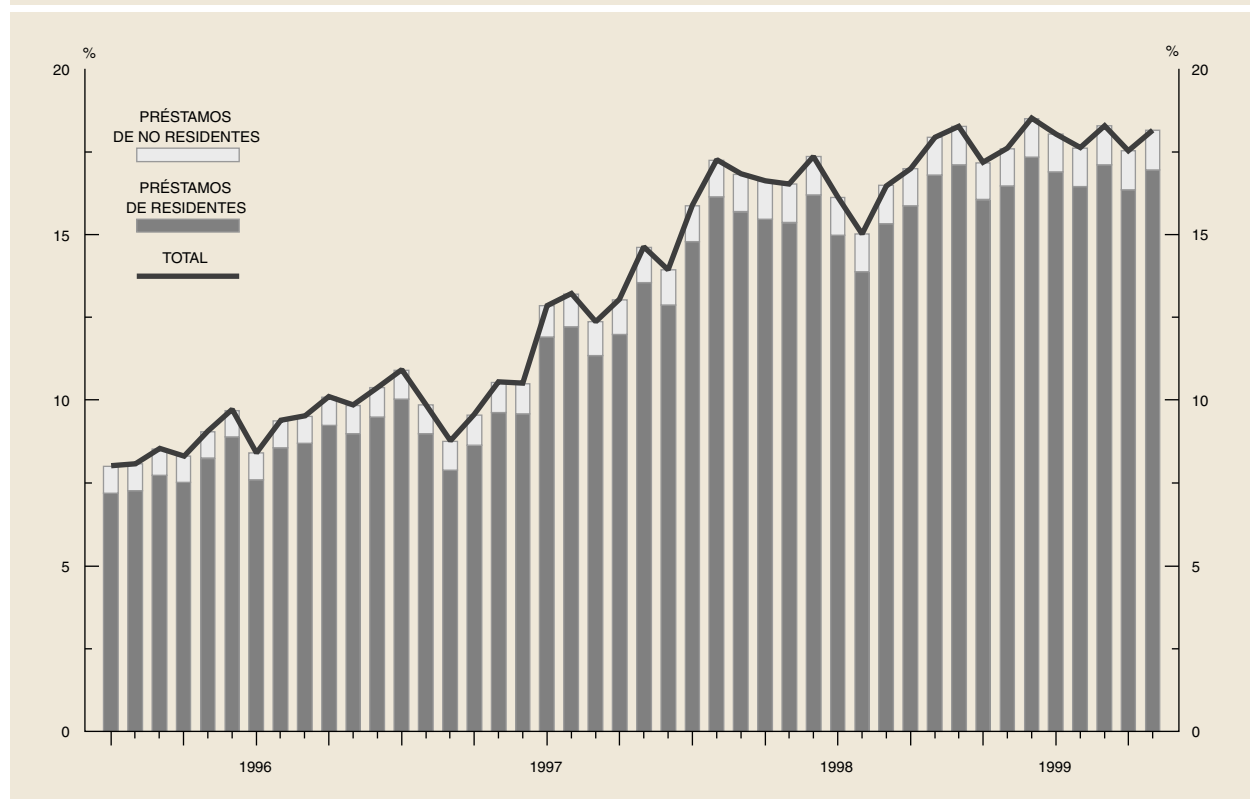
8.8. Financiación a familias e ISFL, residentes en España (a)

n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

	Total		Préstamos y créditos de entidades de crédito			Préstamos y créditos de no residentes	
	Saldo	T ₁₂	T ₁₂	Contribución a la T ₁₂ del total		T ₁₂	Contribución a la T ₁₂ del total
	1	2	3	4		5	6
		n		n			n
96	166322	10,4	10,7	9,5		7,8	0,9
97	189515	13,9	14,5	12,9		9,7	1,1
98	224114	18,3	19,1	17,1		10,9	1,1
97 Nov	188211	14,6	15,2	13,6		9,6	1,1
Dic	189515	13,9	14,5	12,9		9,7	1,1
98 Ene	195068	15,9	16,6	14,8		10,0	1,1
Feb	197395	17,3	18,1	16,1		10,2	1,1
Mar	198447	16,8	17,6	15,7		10,4	1,1
Abr	200761	16,6	17,3	15,5		10,6	1,2
May	203437	16,5	17,2	15,4		10,7	1,2
Jun	208705	17,4	18,2	16,2		10,7	1,1
Jul	211553	16,1	16,7	15,0		10,9	1,1
Ago	209508	15,0	15,5	13,9		10,7	1,1
Sep	213057	16,5	17,2	15,3		10,6	1,1
Oct	216366	17,0	17,8	15,9		10,5	1,1
Nov	221955	17,9	18,8	16,8		10,7	1,1
Dic	224114	18,3	19,1	17,1		10,9	1,1
99 Ene	228572	17,2	17,9	16,1		10,8	1,1
Feb	232139	17,6	18,4	16,5		10,9	1,1
Mar	235153	18,5	19,3	17,3		11,2	1,2
Abr	236986	18,0	18,8	16,9		11,1	1,2
May	239292	17,6	18,3	16,5		11,4	1,2
Jun	246879	18,3	19,0	17,1		11,8	1,2
Jul p	248636	17,5	18,2	16,4		11,6	1,2
Ago p	247536	18,2	18,9	16,9		11,7	1,2

FINANCIACIÓN A LAS FAMILIAS E ISFL Contribuciones a la tasa de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Los datos intertrimestrales son estimados por no disponerse de información completa. Esto implica que los mismos se revisan cuando se dispone de información trimestral definitiva.

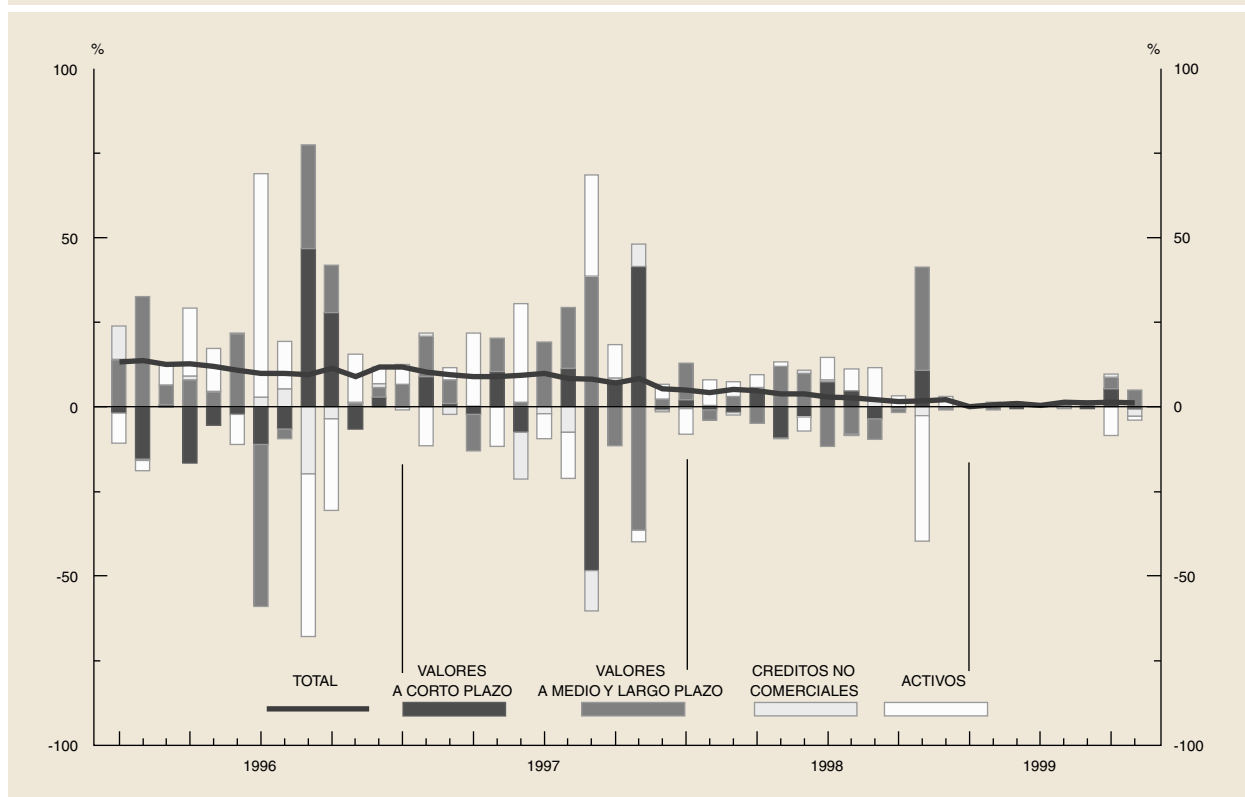
8.9. Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España

n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T ₁₂ de los saldos				Contribución a T ₁₂ . Total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (columnas 4-8-9)	T ₁₂ de columna 1	Pasivos			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (b)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	A medio y largo plazo					A corto plazo	A medio y largo plazo				A corto plazo			A medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
	n														n	n	n		
96	283657	29841	11,8	35904	10039	22442	3 423	5 951	112	13,0	13,9	15,6	5,6	26,0	2,9	2,9	1,1	4,9	
97 p	298816	15159	5,3	11844	-9273	30694	-9576	-5126	1 811	3,8	-11,3	18,4	-14,9	-11,3	-0,8	2,4	-0,6	4,3	
98 p	305245	6 429	2,2	10513	-11784	25421	-3123	1 431	2 653	3,2	-16,2	12,9	-5,7	15,6	-0,1	-0,7	-0,2	3,1	
98 Ene p	300894	2 078	4,9	5 240	852	4 548	-161	4 711	-1549	4,9	-10,2	19,8	-14,9	5,3	2,0	10,7	-0,4	-7,4	
Feb p	296352	-4542	4,1	3 978	928	3 473	-423	8 252	269	7,7	-6,9	23,7	-15,3	48,8	-0,8	-3,1	0,4	7,7	
Mar p	303313	6 961	5,1	1 051	-2309	4 284	-925	-5551	-360	7,3	-10,2	24,2	-15,6	32,9	-1,7	3,2	-0,7	4,4	
Abr p	298798	-4515	4,7	-804	-4855	4 706	-655	2 507	1 203	5,5	-17,1	24,2	-16,5	12,3	5,1	-4,9	0,7	3,9	
May p	299813	1 015	3,8	682	-2487	3 260	-90	-68	-264	3,0	-24,2	23,1	-16,6	-3,2	-9,2	12,1	-0,3	1,2	
Jun p	302317	2 504	3,7	5 425	-1971	6 705	691	3 410	-489	6,4	-24,7	26,7	-10,1	34,0	-2,9	10,0	1,0	-4,3	
Jul p	301022	-1295	2,9	1 611	-3355	5 220	-254	2 056	850	6,3	-28,7	28,1	-10,2	40,5	7,5	-11,7	0,6	6,5	
Ago p	302005	983	2,7	-1366	1 737	-2932	-171	-1941	-407	4,7	-28,3	24,3	-8,5	22,6	4,8	-8,2	-0,5	6,5	
Sep p	301022	-983	2,1	3 476	1 624	2 838	-986	3 920	538	6,4	-22,1	23,3	-8,3	50,7	-3,5	-6,1	2,1	9,6	
Oct p	296488	-4533	1,5	5 171	1 169	3 861	142	8 098	1 606	7,7	-17,6	22,5	-7,5	63,1	-0,4	-1,3	»	3,2	
Nov p	296095	-394	1,6	-9858	-2751	-7772	665	-9848	383	5,0	-16,9	16,3	-5,3	35,2	11,5	32,5	-2,8	-39,6	
Dic p	305245	9 150	2,2	-4093	-367	-2771	-955	-14115	871	3,2	-16,2	12,9	-5,7	15,6	-0,1	-0,7	-0,2	3,1	
99 Ene p	300942	-4303	»	502	-3239	3 692	48	3 030	1 776	1,7	-21,5	12,2	-5,3	19,6	»	»	»	»	
Feb p	298114	-2828	0,6	3 037	-844	3 831	50	5 745	120	1,4	-23,7	12,1	-4,5	8,1	0,2	-0,8	»	1,2	
Mar p	306267	8 153	1,0	1 535	-3050	4 839	-254	-7898	1 281	1,6	-25,4	12,2	-3,3	7,4	-0,4	0,6	»	0,8	
Abr p	300334	-5933	0,5	-2092	-26	-2342	275	4 035	-195	1,2	-20,1	8,6	-1,6	7,0	»	0,2	»	0,3	
May p	303333	2 999	1,2	4 006	-48	4 014	40	1 313	-306	2,2	-17,1	8,8	-1,3	10,9	»	1,6	»	-0,4	
Jun p	305560	2 227	1,1	1 031	-1307	2 074	263	-224	-972	0,9	-16,6	6,5	-2,1	-0,7	-0,6	1,0	0,1	0,6	
Jul p	304818	-742	1,3	-5695	-3162	-1973	-560	-5675	722	-1,3	-17,2	3,2	-2,7	-19,8	5,4	3,4	1,0	-8,4	
Ago a	305221	403	1,1	846	-283	1 895	-766	-11	454	-0,6	-20,0	5,4	-3,9	-13,8	-0,7	5,0	-2,0	-1,2	

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



Fuente: BE.

- (a) Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.
- (b) Excluidas las Cuentas de Recaudación.

8.10. Crédito por finalidades y créditos dudosos de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España

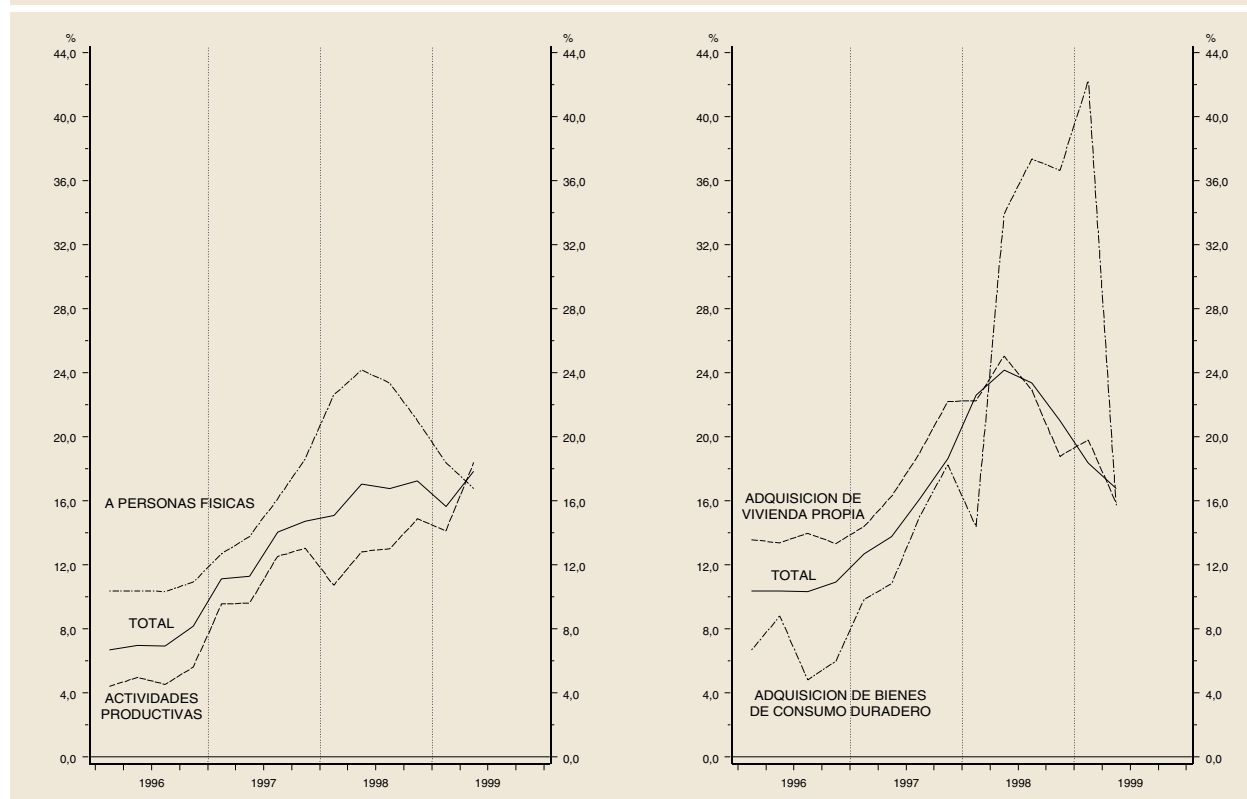
n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros y porcentajes

	Total (b)	Financiación de actividades productivas					Financiaciones a personas físicas						Financ. a instituc. privadas sin fin de lucro	Sin clasificar (bancos, cajas y EOC) (a)	Sin clasificar (cooperativas)	Pro memoria: créditos dudosos	
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria, excepto construcción	Construcción	Servicios	Total	Adquisición de vivienda propia	Rehabilitación de viviendas	Adquisición de terrenos, fincas rústicas, etc.	Adquisición de bienes de consumo duradero	Otras				Saldo	% s/ total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17=16/1
96	290031	157821	6 193	47937	22498	81192	109267	74631	3 581	1 136	9 941	19978	1 037	9 222	12685	11259	3,88
97	332717	178404	6 746	52460	22824	96374	129626	91204	4 378	1 381	11756	20908	1 218	8 007	15462	8 395	2,52
98	390146	204942	7 587	58094	26673	112589	156868	108333	5 116	1 717	16064	25638	1 553	8 200	18583	6 505	1,67
94 IV	250532	142455	5 505	48208	21461	67282	88342	58064	2 995	740	8 845	17698	1 035	9 348	9 352	16070	6,41
95 I	252017	142476	5 584	48246	20966	67681	90104	59366	3 070	755	8 665	18247	1 088	8 767	9 582	15462	6,14
II	258788	144662	5 626	47777	21089	70170	93975	61847	3 164	756	8 887	19322	1 089	9 106	9 956	14900	5,76
III	261431	146025	5 686	48876	21607	69856	95893	63370	3 075	768	9 308	19371	937	8 304	10273	14525	5,56
IV	268101	149424	5 738	50276	21774	71635	98502	65850	2 997	822	9 380	19453	1 006	8 278	10892	13836	5,16
96 I	268853	148755	5 993	49090	21702	71969	99454	67428	3 050	855	9 244	18877	1 042	8 267	11335	13379	4,98
II	276847	151860	6 112	49325	22342	74081	103730	70120	3 243	908	9 670	19790	932	8 586	11739	12590	4,55
III	279540	152642	6 138	45665	22554	78286	105808	72222	3 418	1 092	9 757	19319	925	8 025	12140	12270	4,39
IV	290031	157821	6 193	47937	22498	81192	109267	74631	3 581	1 136	9 941	19978	1 037	9 222	12685	11259	3,88
97 I	298748	162977	6 120	48228	22687	85942	112082	77133	3 773	1 159	10153	19864	998	9 586	13105	10741	3,60
II	308063	166446	6 607	48043	22945	88851	118018	81548	4 005	1 226	10719	20520	861	8 871	13866	10025	3,25
III	318783	171773	6 788	50443	23215	91327	122861	85941	4 184	1 238	11224	20273	775	8 734	14638	9 431	2,96
IV	332717	178404	6 746	52460	22824	96374	129626	91204	4 378	1 381	11756	20908	1 218	8 007	15462	8 395	2,52
98 I	343846	180444	6 843	50906	24270	98425	137436	94297	4 474	1 307	11613	25745	1 242	8 704	16020	7 828	2,28
II	360612	187794	7 197	55422	25871	99303	146540	101965	4 851	1 412	14353	23959	1 493	7 843	16943	7 262	2,01
III	372192	194116	7 407	55549	26431	104729	151563	105632	4 927	1 576	15417	24011	1 506	7 251	17756	6 967	1,87
IV	390146	204942	7 587	58094	26673	112589	156868	108333	5 116	1 717	16064	25638	1 553	8 200	18583	6 505	1,67
99 I	397581	205918	7 819	56495	27122	114481	162736	112978	5 108	1 962	16518	26170	1 625	8 032	19086	6 191	1,56
II	424911	222323	8 328	65785	29592	118618	171129	118150	5 335	2 835	16609	28200	1 880	9 479	20100	6 024	1,42

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual

CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual



Fuente: BE.

(a) Desde 1992 están incluidas las EOC.

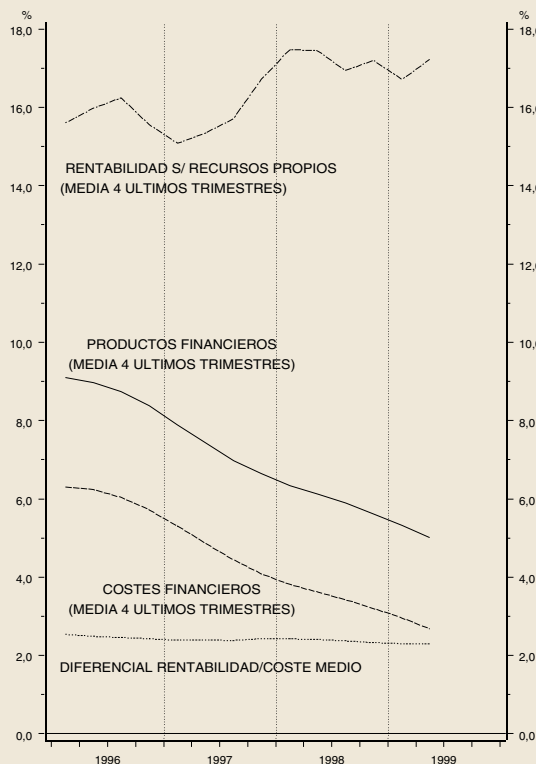
(b) Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes.

8.11. Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España

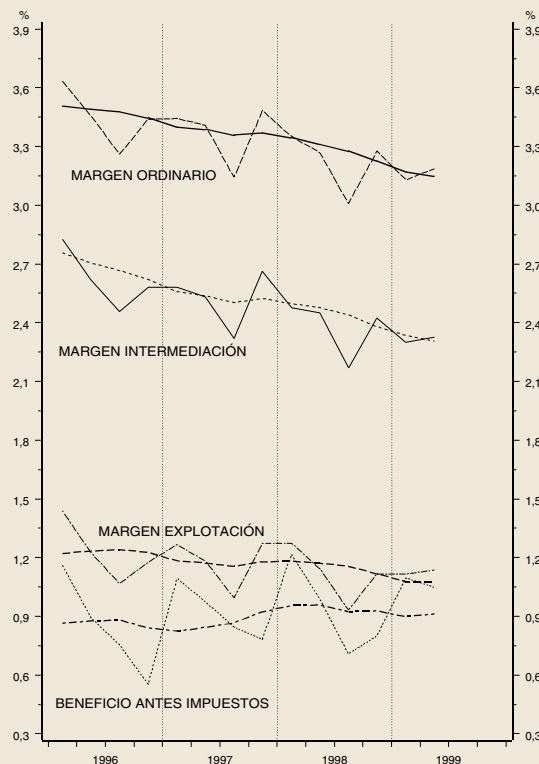
n Serie representada en el gráfico.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de inter- mediación	Otros productos y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación	Del cual		Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
							De personal	Margen de explotación						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	n	n	n		n		n		n		n		n	
96	7,8	5,2	2,6	0,9	3,5	2,3	1,3	1,2	-1,5	0,6	10,5	9,0	6,5	2,4
97	6,5	3,8	2,7	0,8	3,5	2,2	1,3	1,3	-1,0	0,8	14,6	7,1	4,7	2,4
98	5,4	2,9	2,5	0,9	3,3	2,2	1,3	1,2	-0,8	0,8	15,6	6,0	3,7	2,3
94 /V	8,6	5,4	3,2	0,6	3,8	2,4	1,5	1,3	-0,7	0,6	10,0	9,6	6,7	2,9
95 /	8,8	5,7	3,1	0,6	3,6	2,3	1,4	1,3	-0,3	1,0	17,1	9,5	6,5	3,0
II	9,0	6,1	2,9	0,7	3,5	2,3	1,4	1,2	-0,3	0,9	14,7	9,4	6,5	2,9
III	9,0	6,3	2,6	0,7	3,3	2,3	1,4	1,1	-0,3	0,8	12,9	9,5	6,8	2,7
IV	9,3	6,5	2,8	0,8	3,6	2,3	1,4	1,3	-0,5	0,7	13,3	9,7	7,1	2,6
96 /	9,1	6,3	2,9	0,8	3,7	2,2	1,4	1,5	-0,3	1,2	21,6	9,8	7,2	2,5
II	8,5	5,9	2,7	0,8	3,5	2,2	1,4	1,3	-0,3	0,9	16,2	9,6	7,1	2,5
III	8,0	5,5	2,5	0,8	3,3	2,2	1,3	1,1	-0,3	0,8	14,0	9,4	6,9	2,5
IV	7,8	5,2	2,6	0,9	3,5	2,3	1,3	1,2	-0,6	0,6	10,5	9,0	6,5	2,4
97 /	7,2	4,6	2,6	0,9	3,5	2,2	1,3	1,3	-0,2	1,1	19,7	8,4	6,0	2,4
II	6,7	4,1	2,6	0,9	3,4	2,2	1,4	1,2	-0,2	1,0	17,2	8,0	5,6	2,4
III	6,2	3,8	2,4	0,8	3,2	2,1	1,3	1,0	-0,1	0,9	15,4	7,5	5,1	2,4
IV	6,5	3,8	2,7	0,8	3,5	2,2	1,3	1,3	-0,5	0,8	14,6	7,1	4,7	2,4
98 /	6,0	3,5	2,5	0,9	3,4	2,1	1,3	1,3	-0,1	1,3	22,7	6,8	4,4	2,4
II	5,8	3,4	2,5	0,8	3,3	2,1	1,3	1,2	-0,2	1,0	17,1	6,5	4,1	2,4
III	5,3	3,1	2,2	0,8	3,0	2,1	1,3	1,0	-0,2	0,7	13,4	6,3	3,9	2,4
IV	5,4	2,9	2,5	0,9	3,3	2,2	1,3	1,2	-0,3	0,8	15,6	6,0	3,7	2,3
99 /	4,8	2,5	2,3	0,8	3,2	2,0	1,2	1,1	»	1,1	20,7	5,7	3,4	2,3
II	4,6	2,2	2,4	0,9	3,2	2,1	1,3	1,2	-0,1	1,1	19,1	5,4	3,1	2,3

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



Fuente: BE.

Nota: Las series de base este indicador figuran en el *Boletín estadístico* del BE, cuadro 88.1.

- (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 solo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

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

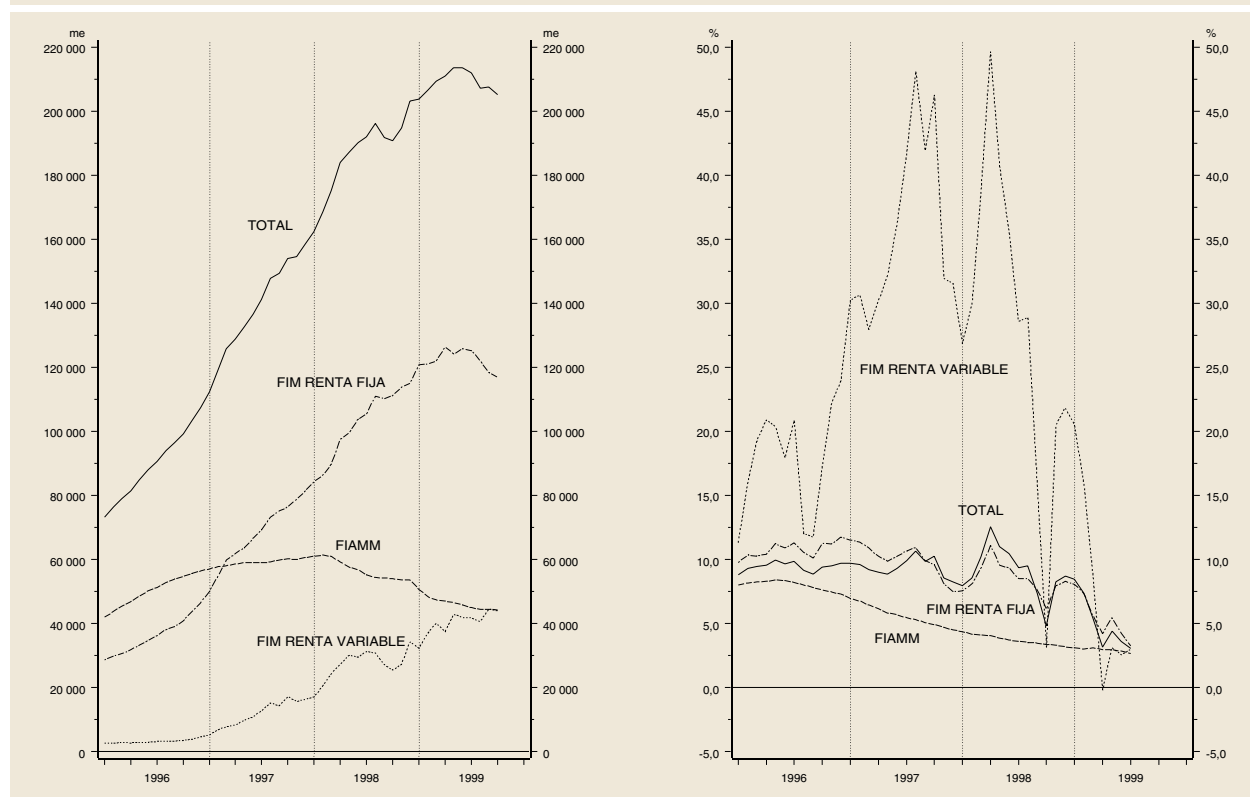
n Serie representada en el gráfico.

Millones de euros

	Total				FIAMM				FIM renta fija				FIM renta variable			
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual	
			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	n			n	n			n	n			n	n			n
95	73282	5 671	...	8,8	42030	6 196	...	8,0	28649	28649	...	9,8	2 603	2 603	...	11,3
96	112440	39158	...	9,7	57075	15045	...	7,0	50093	21444	...	11,5	5 272	2 669	...	30,3
97	162450	50010	...	8,0	61097	4 023	...	4,4	84268	34176	...	7,6	17084	11812	...	26,9
98	203774	41324	28165	8,5	50643	-10454	-12268	3,1	120791	36522	26086	8,1	32340	15256	14347	20,5
98 Ene	168540	6 090	3 695	8,6	61370	272	-13	4,2	86437	2 169	2 166	8,1	20733	3 649	1 543	30,0
Feb	175093	6 554	3 891	10,2	60994	-376	-530	4,1	89782	3 344	2 577	9,3	24318	3 585	1 844	38,5
Mar	184053	8 960	5 331	12,5	59312	-1682	-1854	4,1	97502	7 720	5 036	11,1	27239	2 921	2 149	49,7
Abr	187229	3 176	3 615	11,0	57653	-1659	-1788	3,9	99466	1 964	2 876	9,6	30109	2 870	2 526	40,7
May	190099	2 870	2 005	10,5	56842	-811	-952	3,7	103732	4 266	1 943	9,3	29525	-584	1 014	35,5
Jun	191932	1 833	826	9,4	55167	-1675	-1808	3,6	105445	1 713	2 038	8,5	31320	1 795	597	28,6
Jul	196157	4 225	2 983	9,5	54378	-790	-915	3,5	110953	5 508	3 020	8,5	30827	-493	878	28,9
Ago	191679	-4478	1 020	7,3	54252	-126	-263	3,5	110225	-728	894	7,6	27202	-3624	389	15,7
Sep	190702	-977	154	4,8	54056	-196	-339	3,4	111176	951	661	6,1	25470	-1733	-168	3,2
Oct	194765	4 062	1 469	8,3	53597	-460	-105	3,3	113811	2 635	1 655	8,0	27357	1 888	-81	20,5
Nov	203122	8 358	4 318	8,7	53742	146	-461	3,2	115048	1 237	1 578	8,3	34332	6 975	3 201	21,9
Dic	203774	652	-1143	8,5	50643	-3099	-3239	3,1	120791	5 743	1 641	8,1	32340	-1992	455	20,5
99 Ene	206601	2 827	1 766	7,4	48356	-2287	-2184	3,0	121089	298	2 518	7,3	37156	4 816	1 432	15,7
Feb	209388	2 786	2 734	5,4	47399	-957	-1212	3,1	121902	813	2 662	5,6	40087	2 930	1 284	8,8
Mar	210871	1 483	1 243	3,2	46969	-430	-479	3,0	126380	4 478	925	4,2	37522	-2565	796	-0,2
Abr	213611	2 741	1 516	4,4	46439	-530	134	3,0	124241	-2139	529	5,5	42932	5 410	853	3,1
May	213569	-43	868	3,6	45817	-622	-447	2,9	125833	1 592	508	4,2	41919	-1013	807	2,6
Jun p	212020	-1549	...	3,1	44997	-820	...	2,6	125268	-566	...	3,3	41756	-163	...	3,0
Jul p	207212	-4808	...	...	44501	-495	...	...	122033	-3235	...	...	40678	-1078	...	...
Ago p	207499	287	...	...	44526	24	...	...	122230	197	...	...	40743	66	...	...
Sep p	205239	-2260	...	...	44313	-213	...	...	116881	-5349	...	...	44046	3 303	...	...

PATRIMONIO

RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



Fuente: CNMV e Inverco.

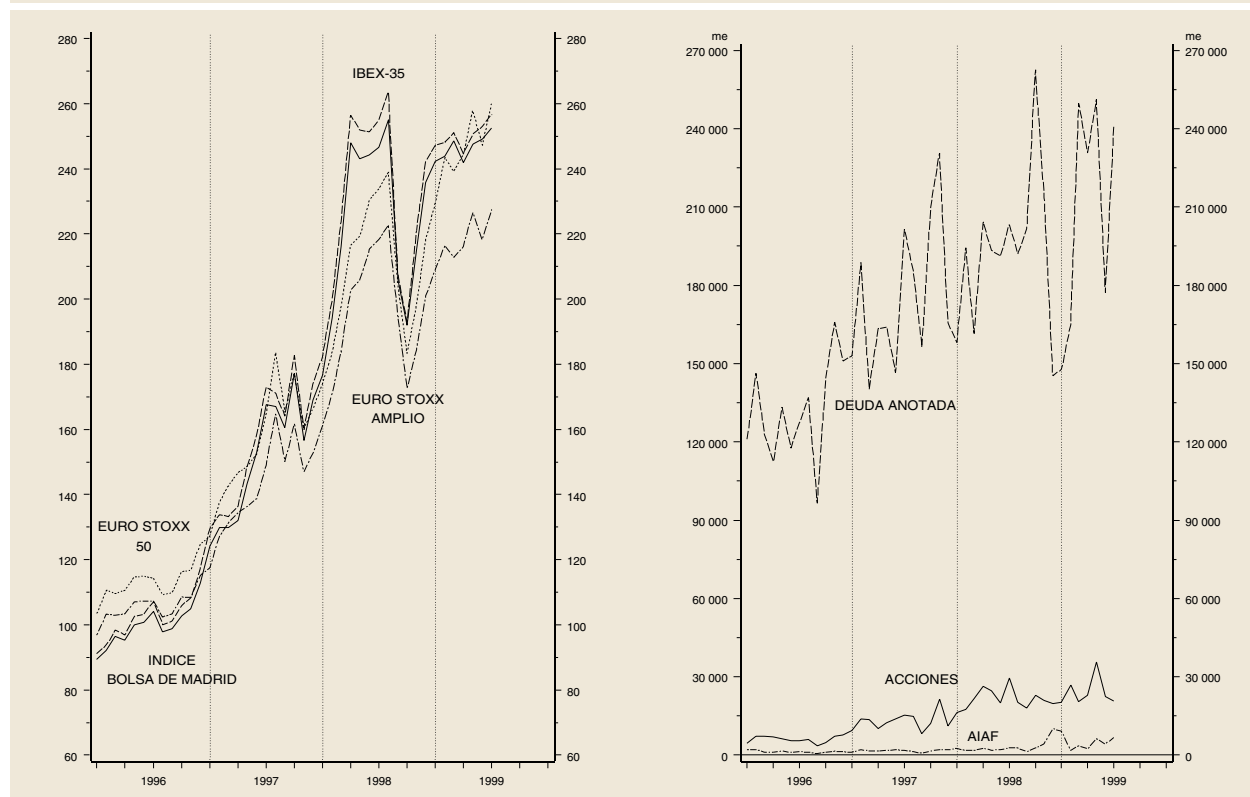
8.13. Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y UEM

n Serie representada en el gráfico.

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
96	367,31	4 193,22	153,04	1 673,79	77 145	78 071	1 608 197	14 929	3 059	8 029	19 902	28 794
97	556,43	6 365,48	208,77	2 330,94	163 261	54 216	2 110 187	21 174	2 340	1 321	23 351	5 792
98	817,97	9 333,30	283,45	3 102,16	261 276	53 148	2 311 155	43 120	843	1 676	17 390	8 417
97 Dic	632,55	7 255,40	229,86	2 531,99	16 207	6 669	157 968	2 518	72	106	1 275	555
98 Ene	695,68	7 958,99	243,93	2 676,03	17 616	4 508	194 391	1 754	109	127	1 899	549
Feb	774,75	8 900,09	262,29	2 878,04	21 654	5 757	161 559	1 717	147	218	1 674	648
Mar	888,67	10 209,10	289,46	3 153,32	26 271	5 619	204 308	2 662	99	232	2 245	752
Abr	871,08	10 025,60	293,96	3 195,43	24 607	3 981	193 397	1 874	146	146	1 517	746
May	875,26	10 005,70	307,44	3 357,77	19 865	3 954	191 102	2 084	137	115	1 177	678
Jun	883,42	10 146,40	311,58	3 406,82	29 439	4 300	203 224	2 693	68	159	1 785	639
Jul	913,97	10 493,70	318,06	3 480,63	20 332	4 391	192 138	2 701	44	127	1 037	628
Ago	737,05	8 264,70	277,73	2 978,12	17 902	3 406	201 801	1 282	34	89	1 400	719
Sep	687,71	7 676,50	246,31	2 670,97	22 855	4 127	262 621	2 804	20	133	2 007	919
Oct	771,65	8 800,00	263,49	2 887,11	20 889	3 970	213 457	4 236	23	120	1 382	875
Nov	844,96	9 645,50	286,87	3 179,09	19 717	4 300	145 418	10 129	13	120	649	635
Dic	867,80	9 836,60	298,37	3 342,32	20 129	4 835	147 739	9 183	1	90	618	630
99 Ene	873,93	9 878,80	308,97	3 547,15	26 809	3 011	164 851	1 765	»	124	401	592
Feb	890,41	9 997,30	303,87	3 484,24	20 487	3 331	249 736	3 559	»	200	398	458
Mar	866,73	9 740,70	308,50	3 559,86	22 799	4 232	230 762	2 443	»	758	487	477
Abr	887,26	9 975,40	323,37	3 757,87	35 578	3 899	251 369	6 277	»	342	308	406
May	892,58	10 072,30	311,49	3 602,45	22 417	3 507	177 295	4 293	»	400	334	421
Jun	904,43	10 218,60	324,78	3 788,66	20 602	3 707	241 305	6 629	1	1 132	419	401
Jul	843,24	9 391,90	312,35	3 638,62	31 865	3 808	181 194	8 157	»	240	208	381
Ago	880,47	9 806,10	323,44	3 769,14	13 219	3 304	157 169	7 876	—	601	182	364
Sep	857,34	9 525,40	318,69	3 669,71	...	...	182 398	5 571	»	1 939	278	405

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100

CONTRATACIÓN DE MERCADOS



Fuentes: Bolsa 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. UEM y segmento español

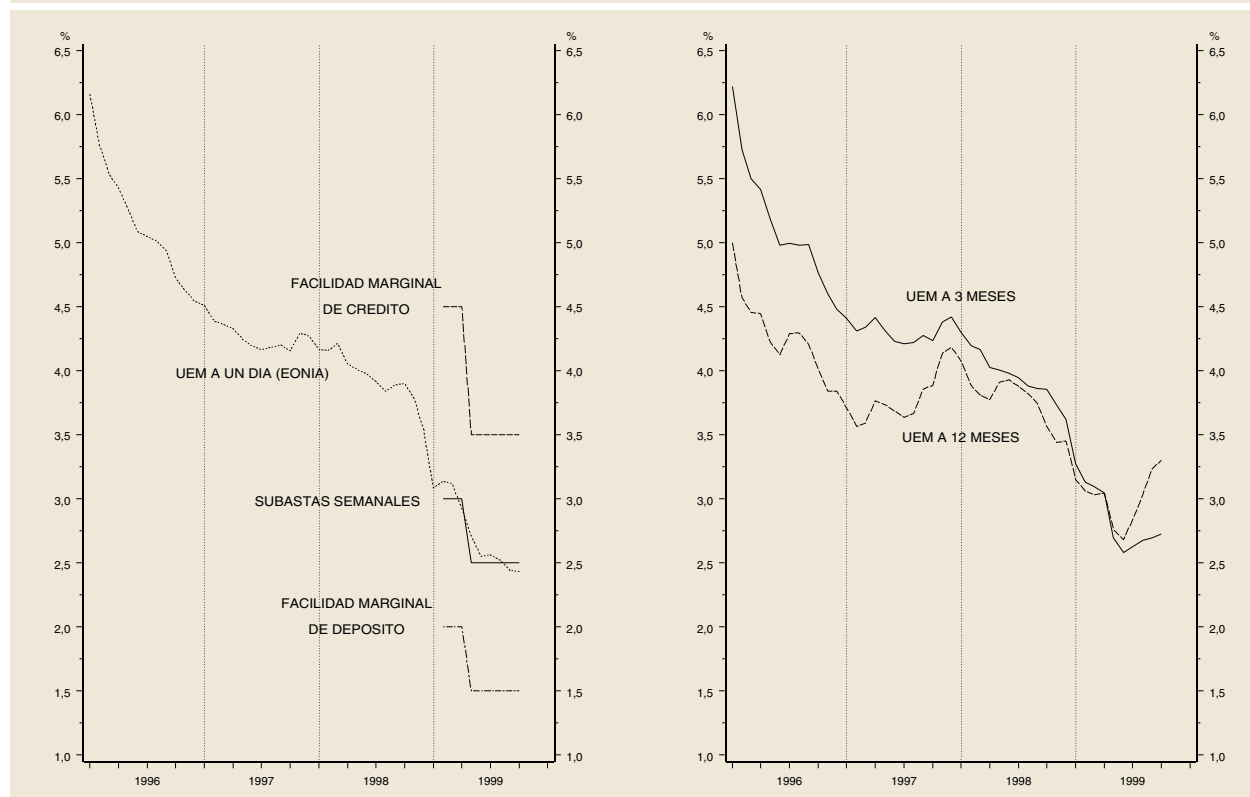
n Serie representada en el gráfico.

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		UEM: depósitos (Euribor)				España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres 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 n	2	3 n	4 n	5 n	6	7 n	8 n	9	10	11	12	13	14	15	16
96	—	—	—	—	4,51	4,50	5,00	3,71	7,64	7,59	7,49	7,35	7,53	7,42	7,27	7,36
97	—	—	—	—	4,16	4,28	4,30	4,08	5,48	5,46	5,37	5,20	5,33	5,27	5,20	5,15
98	—	—	—	—	3,09	3,34	3,88	3,15	4,33	4,33	4,24	4,00	4,08	4,04	3,97	3,86
97 Dic	—	—	—	—	4,16	4,28	4,30	4,08	4,89	4,89	4,83	4,62	4,63	4,74	4,66	4,57
98 Ene	—	—	—	—	4,16	4,19	4,19	3,88	4,83	4,82	4,70	4,42	4,57	4,42	4,41	4,20
Feb	—	—	—	—	4,21	4,18	4,17	3,81	5,29	4,78	4,64	4,33	4,63	4,54	4,39	—
Mar	—	—	—	—	4,05	4,06	4,03	3,77	4,59	4,63	4,44	4,16	4,50	4,45	4,25	—
Abr	—	—	—	—	4,01	4,05	4,01	3,91	4,59	4,56	4,41	4,22	4,49	4,38	4,20	—
May	—	—	—	—	3,97	4,01	3,98	3,93	4,32	4,33	4,34	4,22	4,27	4,21	4,17	—
Jun	—	—	—	—	3,92	3,94	3,95	3,88	4,33	4,34	4,33	4,19	4,25	4,22	4,18	4,05
Jul	—	—	—	—	3,84	3,87	3,88	3,82	4,40	4,35	4,33	4,14	4,24	4,22	4,17	—
Ago	—	—	—	—	3,89	3,87	3,86	3,74	4,60	4,43	4,35	4,07	4,25	4,21	4,16	—
Sep	—	—	—	—	3,90	3,89	3,85	3,57	4,47	4,42	4,25	3,83	4,26	4,12	4,03	—
Oct	—	—	—	—	3,78	3,78	3,74	3,44	4,04	4,11	3,99	3,64	3,78	3,71	3,56	—
Nov	—	—	—	—	3,54	3,60	3,62	3,45	3,62	3,79	3,80	3,62	3,25	3,40	3,35	3,32
Dic	—	—	—	—	3,09	3,34	3,28	3,15	3,00	3,42	3,36	3,24	2,57	2,63	2,79	—
99 Ene	3,00	3,08	4,50	2,00	3,14	3,16	3,13	3,06	3,11	3,14	3,11	3,06	2,85	2,91	2,89	—
Feb	3,00	3,04	4,50	2,00	3,12	3,13	3,09	3,03	3,09	3,10	3,06	3,04	2,99	2,93	2,89	2,91
Mar	3,00	2,96	4,50	2,00	2,93	3,05	3,05	3,05	2,91	3,03	3,03	3,03	2,83	2,90	2,88	2,97
Abr	2,50	2,53	3,50	1,50	2,71	2,69	2,70	2,76	2,69	2,68	2,68	2,71	2,58	2,53	2,49	2,58
May	2,50	2,53	3,50	1,50	2,55	2,57	2,58	2,68	2,54	2,54	2,56	2,66	2,50	2,47	2,47	2,55
Jun	2,50	2,63	3,50	1,50	2,56	2,61	2,63	2,84	2,56	2,59	2,60	2,78	2,52	2,51	2,51	2,67
Jul	2,50	2,65	3,50	1,50	2,52	2,63	2,68	3,03	2,51	2,61	2,66	3,02	2,46	2,51	2,55	2,89
Ago	2,50	2,65	3,50	1,50	2,44	2,61	2,70	3,24	2,43	2,59	2,68	3,23	2,40	2,44	2,59	—
Sep	2,50	2,66	3,50	1,50	2,42	2,58	2,73	3,30	2,42	2,56	2,69	3,26	2,38	2,48	2,54	—

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DEL ÁREA UEM

MERCADO INTERBANCARIO: UEM 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

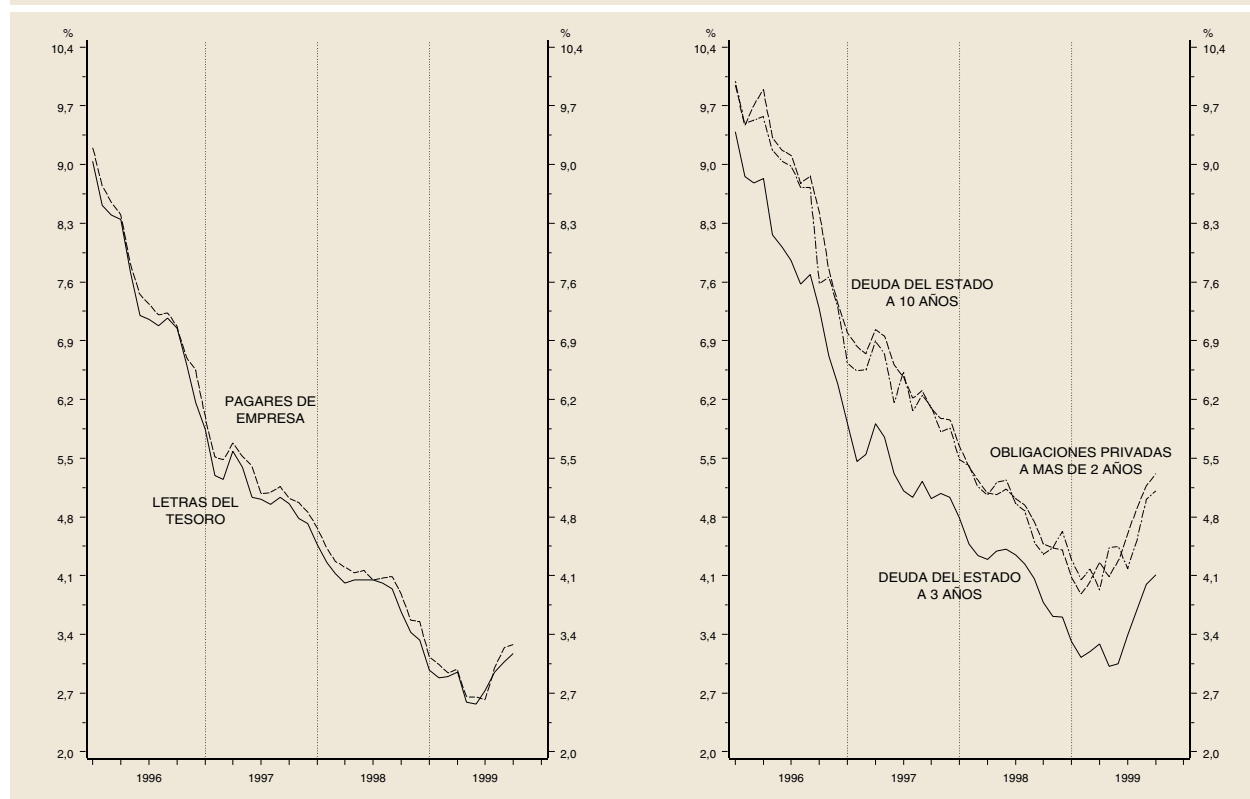
n Serie representada en el gráfico.

Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagaré de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	n		n							n	n	n	
96	7,27	7,23	7,42	7,41	7,88	8,22	8,89	8,91	—	7,67	8,73	8,53	
97	5,04	5,02	5,20	5,23	5,41	5,82	6,52	6,76	—	5,27	6,40	6,24	
98	3,82	3,79	3,96	3,99	4,15	4,48	4,93	5,22	5,59	4,07	4,83	4,84	
97 Dic	4,47	4,48	4,67	4,65	4,90	5,31	5,78	6,02	—	4,79	5,64	5,48	
98 Ene	4,26	4,20	4,43	4,39	4,58	4,97	5,45	5,74	5,99	4,48	5,40	5,41	
Feb	4,13	4,13	4,27	4,26	4,40	4,78	5,36	5,65	—	4,34	5,24	5,16	
Mar	4,01	4,01	4,20	4,12	4,32	4,69	5,15	5,46	—	4,29	5,09	5,06	
Abr	4,05	4,01	4,13	4,14	4,36	4,62	5,02	5,28	5,57	4,39	5,06	5,21	
May	4,05	4,06	4,16	4,32	4,45	4,74	5,12	5,41	—	4,41	5,13	5,24	
Jun	4,05	4,04	4,05	4,30	4,35	4,65	5,06	5,30	5,59	4,34	5,02	4,96	
Jul	4,01	3,99	4,07	4,09	4,24	4,53	5,03	5,21	—	4,24	4,94	4,87	
Ago	3,94	3,88	4,09	4,11	4,38	4,57	4,97	5,11	—	4,07	4,74	4,50	
Sep	3,67	3,63	3,88	3,82	3,96	4,35	4,75	5,11	5,36	3,78	4,47	4,35	
Oct	3,42	3,35	3,57	3,57	3,61	3,95	4,39	4,76	—	3,61	4,43	4,43	
Nov	3,33	3,29	3,55	3,52	3,69	4,04	4,63	4,91	5,45	3,61	4,41	4,63	
Dic	2,98	2,94	3,13	3,21	3,54	3,85	4,32	4,68	—	3,32	4,08	4,29	
99 Ene	2,88	2,84	3,04	2,95	3,23	3,40	3,96	4,26	4,76	3,13	3,88	4,05	
Feb	2,90	2,86	2,94	2,86	3,16	3,40	3,96	4,33	—	3,20	4,02	4,18	
Mar	2,95	2,90	2,98	3,09	3,51	3,70	4,40	4,66	5,27	3,29	4,26	3,93	
Abr	2,59	2,61	2,66	2,90	3,10	3,38	4,12	4,55	—	3,02	4,09	4,43	
May	2,57	2,56	2,65	2,63	3,02	3,33	4,21	4,61	5,08	3,05	4,27	4,45	
Jun	2,73	2,72	2,62	2,89	3,29	3,70	4,59	4,99	—	3,39	4,60	4,18	
Jul	2,95	2,89	3,00	2,94	3,92	4,26	5,09	5,30	5,71	3,70	4,91	4,53	
Ago	3,07	3,05	3,24	3,16	4,27	4,61	5,29	5,50	—	4,00	5,17	5,01	
Sep	3,17	3,13	3,28	3,19	4,28	4,70	5,27	5,60	5,94	4,11	5,31	5,11	

MERCADO PRIMARIO

MERCADO SECUNDARIO



Fuente: Principales emisores (columna 3), AIAF (columnas 4 y 12).

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

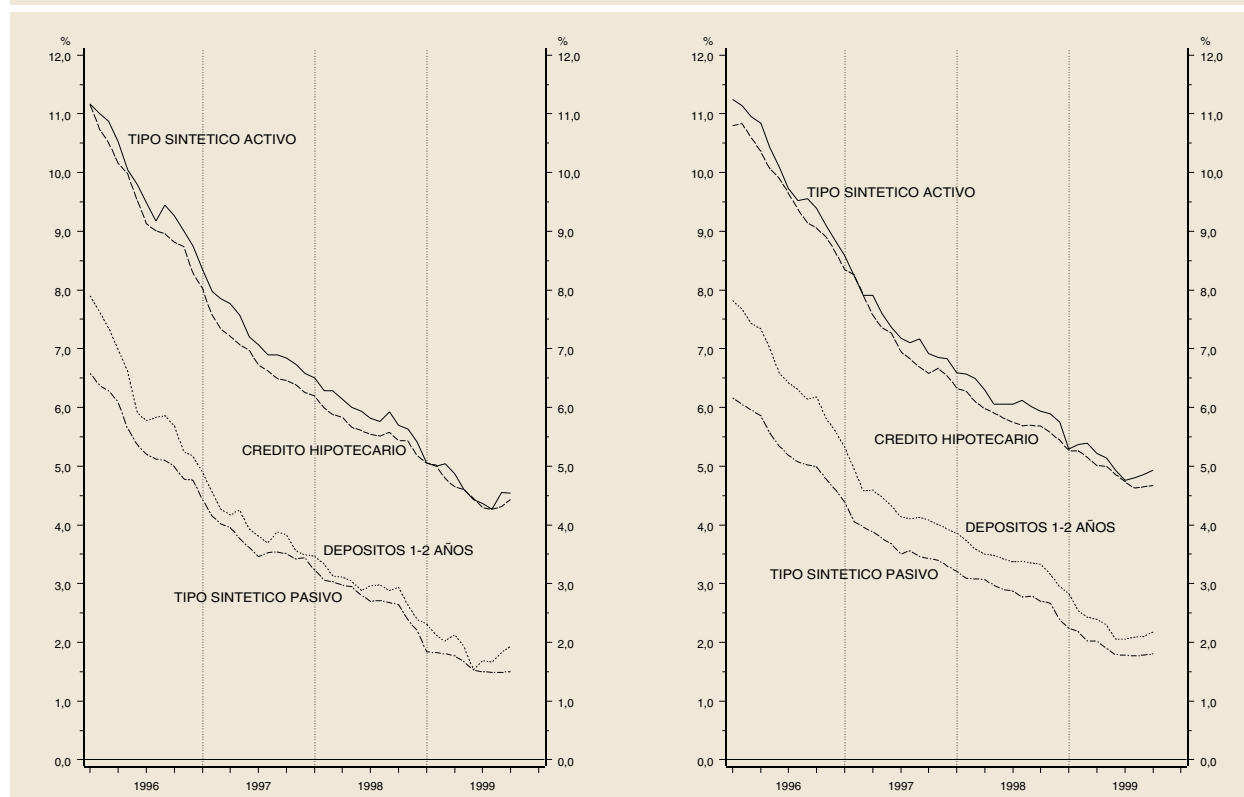
n Serie representada en el gráfico.

Porcentajes

	Bancos									Cajas de ahorros							
	Tipos activos					Tipos pasivos				Tipos activos				Tipos pasivos			
	Crédito tipo sintético	Descuento comercial hasta tres meses	Cuentas de crédito de un año a menos de tres	Préstamos a tres años o más	Préstamos hipotecarios a más de tres años Resolución 4.2.1991	Acreedores tipo sintético	Cuentas corrientes	Cesión de letras hasta tres meses	Depósitos de un año a menos de dos	Crédito tipo sintético	Cuentas de crédito de un año a menos de tres	Préstamos a tres años o más	Préstamos hipotecarios a más de tres años Resolución 4.2.1991	Acreedores tipo sintético	Cuentas corrientes	Cesión de letras hasta tres meses	Depósitos de un año a menos de dos
	1 n	2	3	4	5 n	6 n	7	8	9 n	10 n	11	12	13 n	14 n	15	16	17 n
96 Ø	9,64	10,21	9,63	11,05	9,32	5,34	4,26	7,48	6,08	9,84	10,59	12,54	9,57	5,23	4,08	7,34	6,48
97 Ø	7,15	7,56	7,28	8,53	6,77	3,63	3,23	5,28	3,91	7,30	8,20	9,50	7,07	3,60	2,86	5,21	4,26
98 Ø	5,82	6,31	5,99	7,37	5,56	2,66	2,49	4,02	2,88	6,04	7,02	8,29	5,76	2,79	2,21	3,99	3,34
97 Dic	6,50	6,87	6,74	7,57	6,20	3,23	2,96	4,59	3,47	6,59	7,51	8,24	6,33	3,21	2,49	4,53	3,86
98 Ene	6,28	6,82	6,49	7,90	5,99	3,06	2,90	4,40	3,33	6,57	7,62	8,85	6,27	3,09	2,44	4,51	3,73
Feb	6,28	6,69	6,39	7,66	5,88	3,03	2,91	4,57	3,13	6,49	7,31	8,81	6,10	3,08	2,38	4,59	3,59
Mar	6,14	6,59	6,28	7,69	5,83	2,97	2,88	4,43	3,11	6,29	7,25	8,67	5,98	3,07	2,29	4,41	3,50
Abr	6,00	6,53	6,20	7,69	5,66	2,95	2,95	4,42	3,04	6,06	6,77	8,48	5,91	2,97	2,30	4,37	3,48
May	5,94	6,34	6,09	7,49	5,60	2,80	2,72	4,21	2,88	6,05	6,68	8,30	5,82	2,90	2,25	4,24	3,42
Jun	5,82	6,27	6,10	7,42	5,55	2,70	2,45	4,20	2,96	6,06	7,04	8,17	5,74	2,87	2,18	4,18	3,37
Jul	5,76	6,24	6,10	7,05	5,51	2,71	2,26	4,16	2,98	6,12	7,19	7,97	5,69	2,77	2,17	4,15	3,38
Ago	5,92	6,30	6,11	7,49	5,57	2,68	2,27	4,23	2,88	6,01	7,12	8,75	5,70	2,79	2,17	4,20	3,35
Sep	5,70	6,24	5,73	7,49	5,44	2,64	2,19	4,21	2,94	5,93	7,20	8,04	5,68	2,70	2,16	4,03	3,33
Oct	5,63	6,01	5,79	7,29	5,43	2,38	2,24	3,76	2,63	5,89	6,98	8,26	5,58	2,67	2,07	3,62	3,16
Nov	5,41	5,93	5,57	7,00	5,18	2,20	2,20	3,16	2,39	5,75	6,75	7,64	5,44	2,39	2,07	3,05	2,95
Dic	5,05	5,74	5,02	6,27	5,05	1,84	1,97	2,49	2,31	5,29	6,29	7,55	5,27	2,24	2,05	2,59	2,83
99 Ene	5,00	5,68	4,79	6,39	5,02	1,82	1,84	2,77	2,12	5,37	6,26	7,46	5,26	2,18	1,93	2,87	2,53
Feb	5,04	5,47	5,13	6,32	4,79	1,80	1,77	2,94	2,02	5,39	6,37	7,80	5,15	2,02	1,90	2,84	2,43
Mar	4,87	5,33	4,64	6,04	4,65	1,77	1,71	2,79	2,13	5,22	6,39	7,65	5,01	2,02	1,79	2,64	2,39
Abr	4,61	5,16	4,76	5,82	4,60	1,67	1,62	2,52	1,93	5,14	6,36	7,48	5,00	1,90	1,74	2,52	2,30
May	4,43	5,04	4,35	6,01	4,45	1,53	1,44	2,48	1,53	4,93	6,10	7,31	4,86	1,79	1,63	2,37	2,05
Jun	4,37	4,91	4,30	5,48	4,30	1,50	1,39	2,49	1,69	4,76	5,91	7,30	4,73	1,78	1,54	2,44	2,05
Jul	4,27	4,98	4,40	5,46	4,26	1,49	1,38	2,42	1,66	4,80	6,06	7,24	4,63	1,77	1,49	2,33	2,09
Ago	4,55	5,08	4,46	5,99	4,32	1,49	1,38	2,39	1,83	4,86	6,11	7,44	4,65	1,78	1,48	2,29	2,10
Sep	4,54	5,04	4,36	6,45	4,44	1,50	1,38	2,37	1,93	4,93	6,02	7,53	4,67	1,80	1,47	2,38	2,17

BANCOS

CAJAS DE AHORROS



Fuente: BE.

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

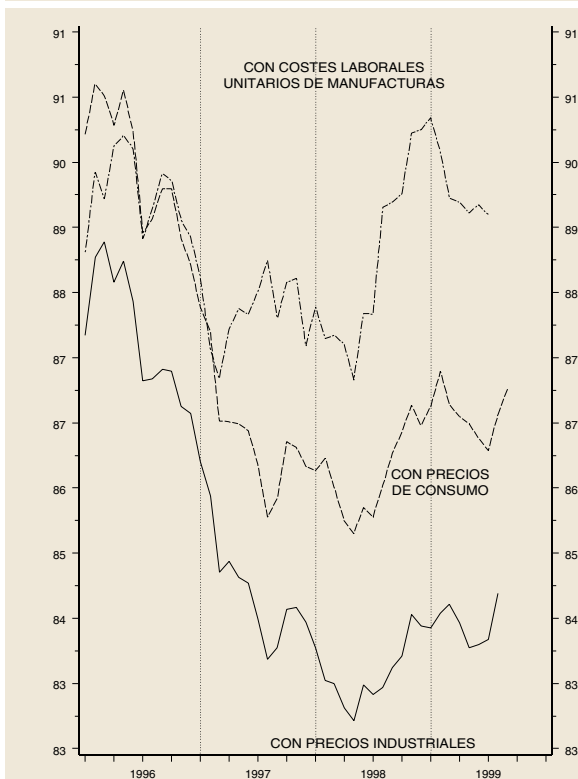
9.4. Índices de competitividad de España frente a la UE y a la UEM

n Serie representada en el gráfico.

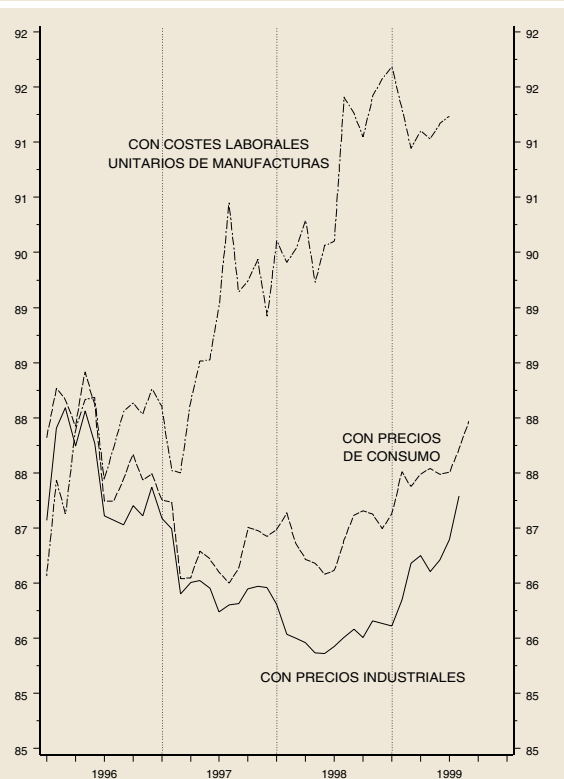
Base 1990 = 100

	Frente a la Unión Europea							Frente a la UEM (a)			Pro memoria: con precios de exportación (d)			
	Total (a)			Componente nominal (b)	Componente de precios (c)			Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Frente a la UE		Frente a la UEM	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas				Total (a)	Componente de precios (c)	Total (a)	Componente de precios (c)
	1 n	2 n	3 n		5	6	7	8 n	9 n	10 n	11	12	13	14
96	88,0	90,0	89,8	82,2	107,0	109,4	109,2	88,0	88,3	88,5	87,7	106,4	87,8	109,0
97	84,8	86,7	88,3	79,2	107,1	109,5	111,6	86,7	87,1	89,6	87,1	109,5	88,4	111,5
98	84,0	86,4	89,1	78,7	106,7	109,9	113,3	86,2	87,3	91,3	86,8	109,9	87,8	111,1
98 E-S	83,8	86,2	88,6	78,5	106,7	109,8	112,9	86,2	87,2	90,9	86,9	110,2	88,1	111,4
99 E-S	...	...	...	78,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
98 Abr	83,3	85,6	87,5	78,2	106,6	109,5	111,9	86,0	87,0	90,1	86,3	110,0	87,8	111,1
May	83,8	86,0	88,3	78,6	106,6	109,4	112,4	86,0	86,9	90,5	87,7	111,2	88,9	112,6
Jun	83,7	85,8	88,3	78,5	106,6	109,4	112,6	86,1	86,9	90,5	87,2	110,7	88,4	111,9
Jul	83,7	86,2	89,6	78,5	106,7	109,8	114,2	86,2	87,3	92,1	87,3	110,8	88,5	111,9
Ago	84,0	86,6	89,7	78,7	106,8	110,1	114,0	86,3	87,5	91,9	86,6	109,7	87,6	110,8
Sep	84,1	86,9	89,8	78,9	106,6	110,1	113,8	86,2	87,6	91,7	86,9	109,8	87,6	110,8
Oct	84,6	87,2	90,6	79,2	106,9	110,1	114,3	86,4	87,6	92,1	87,0	109,4	87,3	110,5
Nov	84,5	87,0	90,6	79,1	106,9	110,0	114,6	86,4	87,4	92,3	86,7	109,3	87,1	110,3
Dic	84,5	87,2	90,7	79,1	106,8	110,2	114,7	86,3	87,6	92,4	86,2	108,5	86,5	109,6
99 Ene	84,7	87,6	90,3	79,0	107,1	110,9	114,3	86,6	88,0	92,0	85,2	107,4	85,7	108,6
Feb	84,8	87,2	89,8	78,8	107,6	110,7	113,9	87,0	87,9	91,5	83,9	106,1	84,7	107,2
Mar	84,5	87,1	89,7	78,6	107,6	110,8	114,2	87,1	88,0	91,7	83,8	106,2	84,8	107,4
Abr	84,2	87,0	89,6	78,5	107,3	110,9	114,2	86,9	88,0	91,6	...	...	...	...
May	84,3	86,8	89,7	78,4	107,5	110,8	114,4	87,1	88,0	91,8	...	...	...	...
Jun	84,3	86,7	89,6	78,2	107,8	110,8	114,5	87,3	88,0	91,9	...	...	...	...
Jul	84,9	87,1	...	78,3	108,4	111,2	...	87,8	88,3	...	...	...	...	...
Ago	...	87,4	...	78,4	...	111,6	...	...	88,6	...	...	...	...	...
Sep	...	...	...	78,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD
FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD
FRENTE A LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (UEM)



Fuente: BE.

(a) Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente de precios. Su caída refleja una depreciación del valor de la unidad de cuenta peseta y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora en la competitividad de los productos españoles, y viceversa.

(b) Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de 1991, de las variaciones del valor de la unidad de cuenta peseta respecto de las monedas de los países integrantes de la agrupación. La caída del índice significa una depreciación de la unidad de cuenta peseta frente a las monedas correspondientes de la agrupación.

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

(d) Tanto el componente nominal como el de precios están ponderados por las exportaciones de España frente a los países desarrollados.

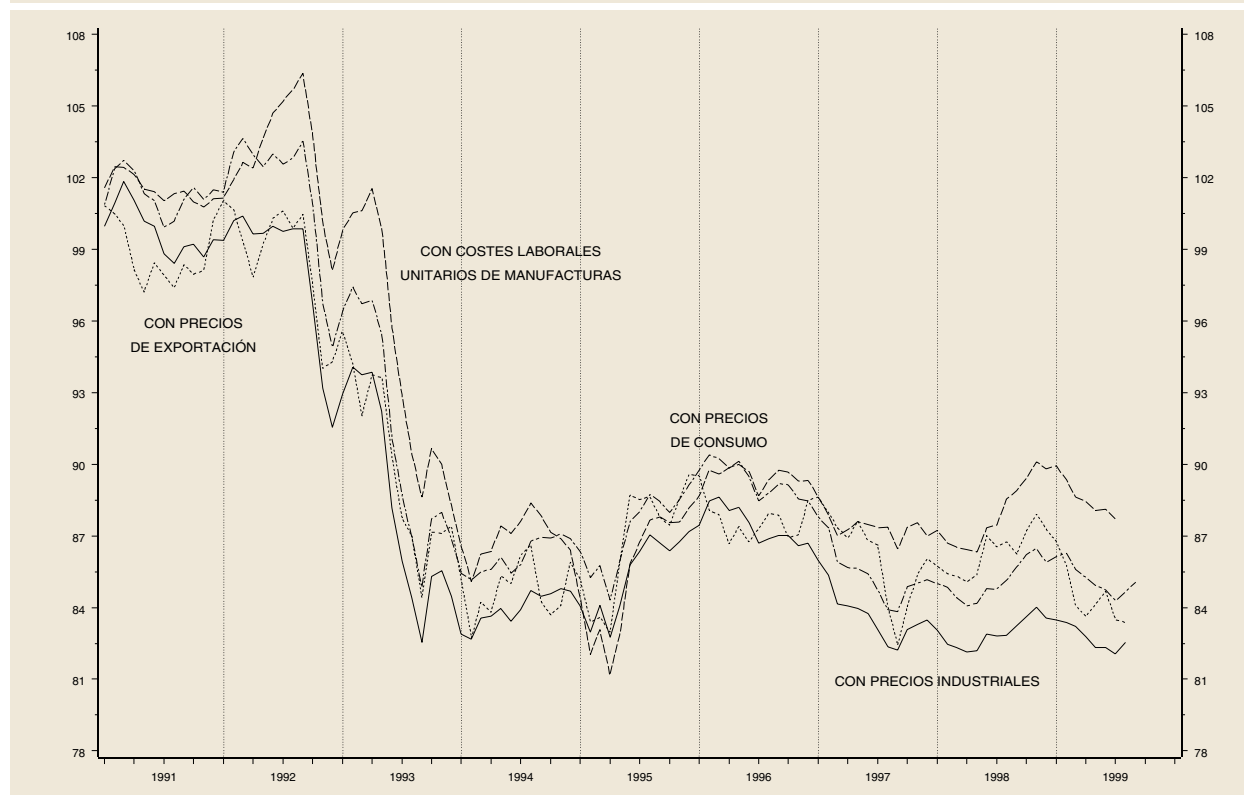
9.5. Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados

n Serie representada en el gráfico.

Base 1990 = 100

	Total (a)			Componente nominal (b)	Componente de precios (c)			Pro memoria: Con precios de exportación (d)	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Total (a)	Componente de precios (c)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
96	87,3	89,2	89,5	80,8	108,0	110,3	108,8	87,7	108,2
97	83,5	85,2	87,3	77,2	108,2	110,4	109,5	86,1	111,5
98	83,0	85,2	88,1	76,9	107,9	110,9	111,3	86,4	112,1
98 E-S	82,7	84,9	87,5	76,6	107,9	110,8	111,2	86,2	112,3
99 E-S	...	...	...	75,9	...	...	...	...	...
98 Abr	82,2	84,2	86,3	76,2	107,9	110,5	111,1	85,5	112,1
May	82,9	84,8	87,3	76,8	107,9	110,4	111,2	87,1	113,2
Jun	82,8	84,8	87,4	76,8	107,9	110,4	111,4	86,7	112,7
Jul	82,8	85,1	88,5	76,8	107,9	110,9	111,5	86,8	112,8
Ago	83,2	85,7	88,9	77,1	107,9	111,2	111,5	86,3	111,6
Sep	83,6	86,2	89,4	77,6	107,8	111,1	111,5	87,2	112,0
Oct	84,0	86,5	90,1	77,9	107,9	111,0	111,5	87,4	111,9
Nov	83,6	85,9	89,8	77,4	107,9	110,9	111,5	86,8	111,9
Dic	83,5	86,1	89,9	77,4	107,8	111,2	111,5	86,3	111,1
99 Ene	83,4	86,3	89,3	77,2	108,0	111,8	111,4	85,1	110,0
Feb	83,2	85,6	88,6	76,7	108,5	111,7	111,4	83,5	108,7
Mar	82,8	85,2	88,5	76,2	108,6	111,8	111,3	83,1	108,9
Abr	82,3	84,9	88,1	76,0	108,4	111,8	111,3	...	...
May	82,3	84,7	88,1	75,8	108,5	111,7	111,3	...	...
Jun	82,1	84,3	87,7	75,4	108,8	111,8	111,5	...	...
Jul	82,6	84,7	...	75,5	109,4	112,2	...	...	...
Ago	...	85,1	...	75,6	...	112,5	...	...	...
Sep	...	...	...	75,1	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



Fuente: BE.

(a) Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente de precios. Su caída refleja una depreciación del valor de la unidad de cuenta peseta y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora en la competitividad de los productos españoles, y viceversa.

(b) Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de 1991, de las variaciones del valor de la unidad de cuenta peseta respecto de las monedas de los países integrantes de la agrupación. La caída del índice significa una depreciación de la unidad de cuenta peseta frente a las monedas correspondientes de la agrupación.

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

(d) Tanto el componente nominal como el de precios están ponderados por las exportaciones de España frente a los países desarrollados.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1998	Mes	Pág.	1998	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Ene	5	Evolución económica y financiera	Jun	15
Un análisis desagregado de la demanda de activos líquidos y de la demanda de crédito de las familias y de las empresas no financieras	Ene	51	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1998	Jun	27
La relación entre las depreciaciones cambiarias y la inflación	Ene	73	Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas	Jun	41
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1997	Ene	79	Una clasificación por riesgos de los fondos de inversión españoles	Jun	49
Evolución económica y financiera	Feb	5	Expectativas sobre los tipos de interés: una estimación de su distribución	Jun	57
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el cuarto trimestre de 1997	Feb	17	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	7
La desestacionalización de los agregados monetarios en 1998	Feb	23	Importancia de la caída de los tipos de interés en la revalorización reciente de las bolsas internacionales	Jul-Ago	55
El mercado interbancario ante la Unión Monetaria Europea	Feb	29	Un modelo de cambio de régimen para la tasa de inflación española	Jul-Ago	65
Estabilización de las perturbaciones asimétricas entre provincias españolas	Feb	41	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 1997	Jul-Ago	69
Comparación de los resultados bancarios consolidados de España con los de los países del Espacio Económico Europeo en 1996	Feb	47	Regulación financiera: segundo trimestre de 1998	Jul-Ago	89
Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados	Mar	5	Evolución económica y financiera	Sep	7
Informe sobre la Convergencia presentado por el Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados	Mar	9	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1998	Sep	19
Evolución económica y financiera	Mar	31	Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el segundo trimestre de 1998	Sep	31
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1997 y avance del cierre del ejercicio	Mar	43	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1997	Sep	37
Implicaciones del desarrollo del dinero electrónico para la actuación de los bancos centrales	Mar	55	Información sobre el número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1997	Sep	45
Desempleo y salarios: una comparación entre España y Portugal	Mar	67	La controlabilidad de los agregados monetarios	Sep	57
Informe trimestral de la economía española	Abr	5	Informe trimestral de la economía española	Oct	7
Los factores estacionales del crédito interno para 1998	Abr	49	Perspectivas para la titulización de activos en España	Oct	53
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1997	Abr	55	Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de lavado de cupón	Oct	61
Préstamos hipotecarios: tipos oficiales de referencia y tipos efectivamente utilizados	Abr	107	El mercado de divisas en España, en 1998	Oct	67
Regulación financiera: primer trimestre de 1998	Abr	119	Regulación financiera: tercer trimestre de 1998	Oct	77
Evolución económica y financiera	May	5	Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria. Conferencia del Gobernador del Banco de España en la apertura del Encuentro Internacional sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española»	Nov	7
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el primer trimestre de 1998	May	17	Evolución económica y financiera	Nov	13
El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas	May	23	Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el tercer trimestre de 1998	Nov	25
El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional y sus implicaciones para España	May	33	La reforma de la Ley del Mercado de Valores y el mercado de deuda pública	Nov	31
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de la XXV edición de las Jornadas de Mercado Monetario	Jun	7	Los nuevos estados contables de las entidades de crédito. Análisis de su información e implicaciones para el coeficiente de caja	Nov	51
			Las sociedades de tasación: actividad en 1997	Nov	57

1998	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
¿Son posibles las divergencias entre los pasíes de la Unión Monetaria?	Nov	67	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23
Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados	Dic	5	La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35
Evolución económica y financiera	Dic	11	Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41
Resultados de las empresas no financieras en 1997 y hasta el tercer trimestre de 1998	Dic	25	Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49
La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas	Dic	41	Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998	Jun	71
			Informe trimestral de la economía española.	Jul-Ago	9
			Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	55
Informe trimestral de la economía española	Ene	7	El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	69
Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53	Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	79
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61	La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83
Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101	Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97
Evolución reciente de la economía española	Feb	7	Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105
La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23
Evolución reciente de la economía española	Mar	7	La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21	Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41
El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33	Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55
Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39	La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65
Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España	Mar	47	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
Informe trimestral de la economía española	Abr	7	La política monetaria y la economía real	Oct	55
Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49	Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	Oct	69
El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998	Oct	81
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63	Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	Oct	91
Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113			
Evolución reciente de la economía española	May	7			
Medidas de inflación subyacente	May	21			
El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29			
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37			
Convocatoria extraordinaria de una beca para realizar un estudio sobre la contribución del Servicio de Estudios del Banco de España al conocimiento de la economía española	May	45			
Evolución reciente de la economía española	Jun	9			

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1) (1999)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Cuentas financieras de la economía española (ediciones en español e inglés) (2):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Balanza de pagos de España (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

- España:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 20.800 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 31.000 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Economic bulletin (3):

- España:
Suscripción anual: 7.488 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 14.250 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Boletín estadístico y Boletín económico (en disquetes, mensual) (4):

- España:
Suscripción anual: 67.280 PTA.
Disquete suelto: 3.480 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 70.000 PTA.
Disquete suelto: 4.500 PTA.

Sistema de información en línea (SILBE):

- Cuota de conexión: 116.000 PTA.
- Área Servicio de Estudios: 139.200 PTA.
- Área Oficina de Operaciones: 139.200 PTA.

Series históricas de mercados financieros

(en disquete, ejemplar suelto):

- España: 2.320 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (5):

- España:
Suscripción anual por correo: 33.280 PTA.
Suscripción anual por fax: 33.280 PTA.
Números sueltos: 208 PTA.
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA.

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 14.560 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 28.000 PTA.

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- Recopilación: 7.280 PTA.
- Actualización anual: 3.120 PTA.

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

- Precio según presupuesto adaptado a cada petición (6).
- Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised):
— España: consultar a la Central de Balances.

Estudios económicos (Serie azul)

y Estudios de historia económica (Serie roja):

- España:
Volumen normal: 884 PTA.
Volumen extra: 1.560 PTA.
- Extranjero:
Volumen normal: 1.800 PTA.
Volumen extra: 3.400 PTA.

Documentos de trabajo:

- España:
Suscripción anual: 7.280 PTA.
Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 10.000 PTA.
Ejemplar suelto: 430 PTA.

Registros de entidades (en disquetes, mensual) (7):

- España:
Suscripción anual: 32.480 PTA.
Disquete suelto: 2.088 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 36.000 PTA.
Disquete suelto: 2.800 PTA.

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Ediciones varias (8).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.
- (2) Mediante solicitud previa se ofrece la posibilidad de recibir esta publicación en disquete en cualquiera de ambos idiomas, sin coste adicional.
- (3) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las ediciones en inglés del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (4) La suscripción al *Boletín estadístico* y *Boletín económico* en disquetes incluye la información contenida en dichas publicaciones, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, del *Boletín económico* y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (5) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (6) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 3386931, 338 69 29 y 338 69 30, fax 338 68 80; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (7) La suscripción al Registro de entidades en disquete incluye el envío gratuito del *Boletín económico* mensual.
- (8) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es