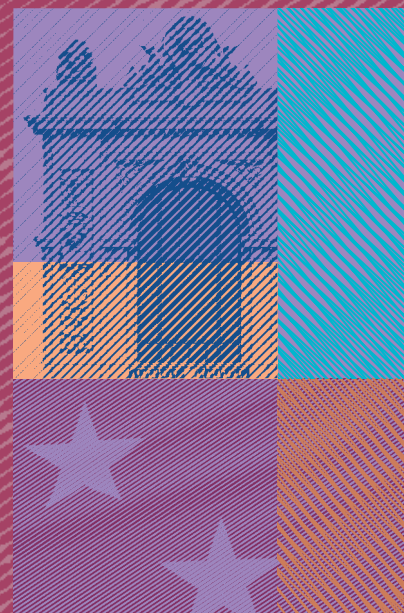


**BOLETÍN ECONÓMICO**

**03/2006**

**BANCO DE ESPAÑA**





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

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

© Banco de España, Madrid, 2006  
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 5852 - 1979  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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



## ÍNDICE

Evolución reciente de la economía española	11
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2005 y avance de cierre del ejercicio	29
La construcción en España	45
La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición	63
La financiación del déficit exterior de la economía española	71
Informe semestral de economía latinoamericana	85
Los efectos económicos de la política fiscal en España	115
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

### **Evolución del sector real de la economía española**

Las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>1</sup> referidas al cuarto trimestre de 2005, que ya fueron comentadas en el *Boletín Económico* de febrero, confirmaron que el año se cerró con un elevado crecimiento del producto en la economía española, del 3,5% en tasa interanual, similar al del tercer trimestre. En la segunda parte del año se observó una cierta recomposición del gasto, ya que la demanda nacional tendió a moderar ligeramente su ritmo de avance y el sector exterior redujo en alguna medida su contribución negativa al crecimiento. En el conjunto del año, el PIB se incrementó un 3,4%, por encima del 3,1% registrado en el ejercicio precedente, mientras que el empleo reforzó también su dinamismo, al aumentar un 3,1%, con lo que la productividad siguió mostrando un avance modesto. La información sobre la evolución de la economía en los primeros meses de 2006 es todavía muy escasa, aunque es compatible con las tendencias observadas al finalizar 2005.

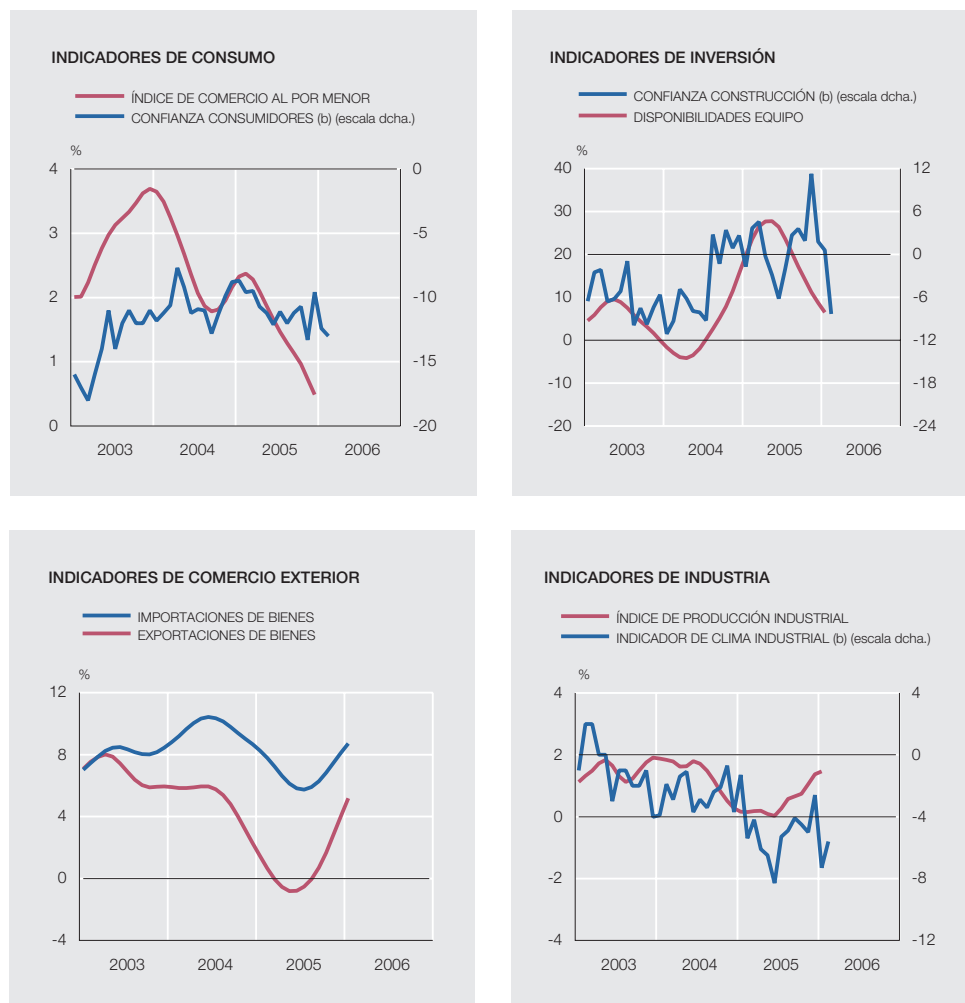
Los indicadores más actualizados sobre el consumo privado han mantenido la tendencia de ligera desaceleración que mostraron en el segundo semestre del año pasado. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea, correspondientes al mes de febrero, recogieron, de nuevo, un deterioro de la confianza de los consumidores y, más acusadamente, del comercio minorista; en este último caso, el indicador se situó en el mínimo de los últimos diez años (véase gráfico 1). También se intensificó en febrero el ritmo de caída de las matriculaciones de automóviles, hasta una tasa interanual del -1,6%. No obstante, las ventas de turismos a particulares recuperaron un cierto dinamismo, tras el retroceso del mes anterior, mientras que las destinadas a las empresas de alquiler retomaron la tendencia descendente de los últimos meses del pasado año. Por su parte, las ventas minoristas registraron un crecimiento reducido en enero (del 0,5%, en términos reales, y del -0,3%, si se corrige de efectos calendario), muy similar al de los últimos meses. Con todo, los datos más recientes de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, que corresponden al cuarto trimestre de 2005, han confirmado el gran dinamismo del gasto total de los hogares al finalizar el año, con un crecimiento del 6,4%, en términos reales, y una ligera mejora en la percepción de los hogares sobre las posibilidades de ahorrar y la facilidad de llegar a fin de mes.

El indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo mejoró sustancialmente en febrero, con incrementos tanto de la cartera actual de pedidos como de la producción prevista. Por su parte, la producción interior de estos bienes intensificó en enero el dinamismo del mes anterior. Pese a ello, la evolución de las disponibilidades de bienes de equipo sugiere que la inversión en este tipo de bienes podría haberse desacelerado adicionalmente en los primeros meses de este año. Entre los indicadores de construcción también se observa una evolución más moderada al comienzo de 2006. En particular, el indicador de confianza de este sector experimentó un deterioro importante en febrero, alcanzando su valor mínimo desde mediados de 2004. La información sobre la licitación oficial y sobre edificación residencial, que proporcionan los visados, sugiere un menor empuje de ambos componentes. Sin embargo, en febrero las afiliaciones a la Seguridad Social en la construcción han seguido creciendo a ritmos muy elevados, aun cuando se corrijan los efectos de la regularización.

Los datos de Aduanas sobre comercio de bienes señalan que en enero se produjo una acusada aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones, en términos reales.

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.





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

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

b. Nivel de la serie original.

Las ventas reales de mercancías al exterior aumentaron un 12,2%, frente a un crecimiento medio prácticamente nulo en el cuarto trimestre del pasado año. Las exportaciones de bienes de equipo —que reflejan, fundamentalmente, el abultado aumento de las ventas de material de transporte naval— y, en menor medida, las de bienes de consumo e intermedios no energéticos fueron las más dinámicas. Por áreas geográficas, el incremento más significativo lo registraron las ventas dirigidas al conjunto de países no pertenecientes a la UE. Por su parte, las importaciones aumentaron en enero un 17,7%, en términos reales, frente a un avance medio del 4,9% en el último trimestre del pasado año. Por grupos de productos, las compras reales de bienes de consumo registraron un avance inusual, de más de un 40%, especialmente las de bienes no alimenticios, mientras que las importaciones de bienes de equipo y de productos energéticos se incrementaron por encima del 20%. Por su parte, el déficit comercial nominal se incrementó en enero un 25%, al incorporar una ligera mejora de la relación real de intercambio.

La desaceleración observada desde el mes de diciembre en los indicadores de turismo —que contrasta con el dinamismo mantenido hasta entonces— prosiguió en febrero. El incremento en el número de turistas extranjeros entrados por fronteras se redujo sustancialmente, hasta

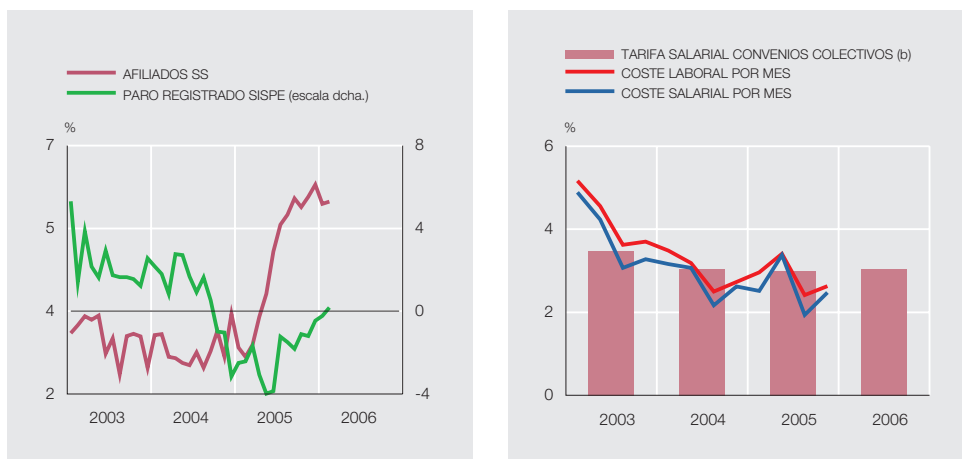
una tasa del 2% en ese mes, y las pernoctaciones de turistas extranjeros descendieron, por segundo mes consecutivo, hasta el -1,7%. Según EGATUR, el gasto total realizado por los turistas, a precios constantes, disminuyó un 6,2% interanual en enero, reflejando tanto el descenso del gasto medio diario como el acortamiento de la estancia media por turista. En cuanto a los datos de la Balanza de Pagos, el año 2005 se cerró con un déficit muy elevado de las balanzas por cuenta corriente y de capital (de 60.789 millones de euros), un 69% superior al contabilizado el año anterior. Este resultado ha reflejado el notable deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente, que se incrementó un 55%, producto del empeoramiento de todos sus componentes. La cuenta de capital presentó un superávit de 8.163 millones de euros, un 4,5% inferior al del año 2004, debido a la disminución de las transferencias de capital procedentes de la UE.

El índice de producción industrial (IPI) moderó su crecimiento en enero, hasta el 3,4% interanual, en términos de la serie corregida de estacionalidad, aunque con datos sin corregir se produjo un registro superior al de los últimos meses del pasado año. Por componentes, el sustancial dinamismo de la producción de bienes de equipo contrastó con la pérdida de vigor en el caso de los bienes de consumo e intermedios. Por otro lado, tanto el indicador de confianza de la industria como el de gestores de compras recuperaron en febrero parte del retroceso que tuvo lugar el mes anterior. Las afiliaciones a la Seguridad Social en esta rama mantuvieron un modesto ritmo de descenso en febrero y el paro registrado siguió disminuyendo a una tasa interanual cercana al 2%.

Los indicadores de actividad en los servicios han presentado en febrero un perfil dispar. Por una parte, el índice de gestores de compras se recuperó en dicho mes de la caída experimentada un mes antes; por otra, el indicador de confianza de la Comisión Europea registró un acusado descenso, que le situó en el mínimo histórico de esta estadística. Las afiliaciones a la Seguridad Social continuaron creciendo a un ritmo intenso y el paro registrado en esta rama siguió disminuyendo, aunque a un ritmo muy bajo.

En cuanto a la evolución del empleo en el conjunto de la economía, la información más reciente, referida al mes de febrero, apunta a una estabilización en altos ritmos de crecimiento. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 5,5%, en tasa interanual, en ese mes, una cifra en torno a la que viene oscilando últimamente; si se descuentan los efectos de la regularización de inmigrantes, las tasas se mantienen ligeramente por debajo del 3%, pero con el mismo perfil de estabilidad. Los contratos registrados en el INEM aumentaron un 11,1% en febrero, en términos interanuales, tasa algo inferior a la del mes precedente. El desempleo, por su parte, dejó de disminuir, en términos interanuales, por primera vez desde octubre de 2004, y aumentó un 0,2% en febrero (véase gráfico 2). En el desglose por ramas se observa que el mayor repunte de la tasa interanual se produjo en el colectivo sin empleo anterior.

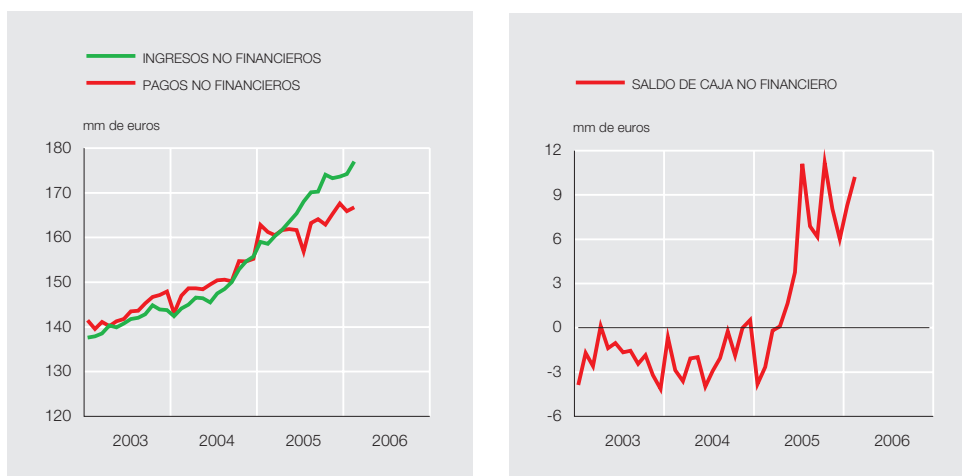
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta febrero de 2006 un superávit de 10.857 millones de euros (un 1,1% del PIB), frente al superávit de 8.276 millones de euros (el 0,9% del PIB) registrado hasta febrero de 2005. Los ingresos experimentaron un incremento del 15,1% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 7%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero de 2006 se saldó con un superávit de 4.164 millones de euros, frente al déficit de 28 millones registrado en los dos primeros meses del año anterior (véase gráfico 3). Tanto los ingresos como los gastos se aceleraron en febrero, hasta tasas acumuladas del 10,9% y del -5,5%, respectivamente. Conviene recordar, en cualquier caso, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y poco representativas del comportamiento presupuestario del Estado en el conjunto del año.



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta febrero 2006.

**INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA**  
**Totales móviles de doce meses**

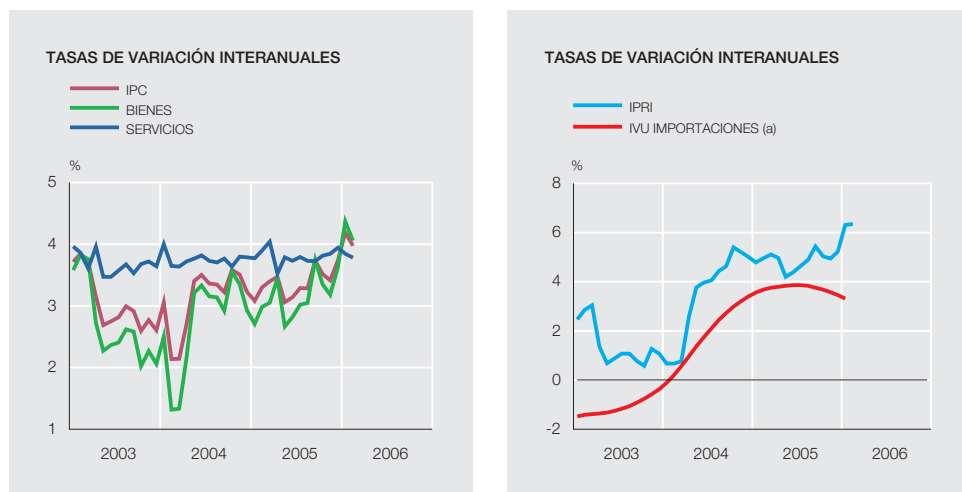


FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de la recaudación que corresponde a las Administraciones Territoriales en virtud de sus sistemas de financiación.

**Precios y costes**

Los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) correspondiente al cuarto trimestre de 2005 mostraron un aumento del coste laboral por trabajador y mes del 2,6%, dos décimas por encima del observado el trimestre anterior. En el conjunto del año, el coste laboral por trabajador y mes se incrementó un 2,9%, tasa similar a la registrada en 2004. El componente salarial aumentó un 2,6%, dos décimas menos que en el año anterior, mientras que los otros costes mantuvieron un incremento del 3,6%. El coste anual por hora presentó ritmos de avance superiores a los del coste por mes, debido al ligero descenso del número de horas trabajadas. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta finales de febrero en el 3%, en línea con el pactado inicialmente en 2005 y con las directrices del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva del presente año. Los convenios registrados hasta el mes de febrero afectan a más de 4,8 millones de trabajadores. Por ramas, los mayores incrementos de las tarifas salariales



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

corresponden a la agricultura (3,6%), aunque en febrero se han elevado notablemente en la industria (hasta el 3,2%). También han repuntado, aunque de forma más modesta, los incrementos en la construcción y en los servicios, concretamente hasta el 2,9%. Por su parte, con los datos disponibles hasta el momento, el impacto estimado de la activación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2005 es de 0,95 puntos porcentuales (pp).

Entre los indicadores de precios, el índice de precios de consumo (IPC) en febrero no varió respecto al mes anterior, de forma que su tasa de crecimiento interanual descendió dos décimas, hasta el 4% (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE mantuvo estable su ritmo de avance interanual en el 2,9%. Por componentes, los precios energéticos se desaceleraron 1,5 pp, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 13,3%. Los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron ocho décimas, hasta una tasa interanual del 4,5%, gracias a la desaceleración de los precios de algunas carnes, del pescado fresco y de las hortalizas frescas. Los alimentos elaborados protagonizaron en el mes de febrero un inesperado descenso, que redujo su tasa de crecimiento interanual en tres décimas, hasta el 3,4%, lo que, sin duda, está afectado por las estrategias de precios seguidas por las distintas marcas de tabaco entre finales de enero y mediados de febrero. Por otra parte, el componente de bienes industriales no energéticos aumentó una décima su ritmo de avance interanual, hasta el 1,5%. Por último, los precios de los servicios mantuvieron estable su tasa de crecimiento interanual en el 3,8%. En febrero se registraron las habituales subidas de tarifas postales y la revisión de los precios de los billetes de RENFE, si bien disminuyeron las tarifas aéreas.

El índice armonizado correspondiente a España redujo en febrero su tasa de crecimiento interanual en una décima, hasta el 4,1%, en línea con el indicador adelantado publicado a finales de dicho mes. La inflación en la UEM también se redujo una décima, hasta el 2,3%, con lo que el diferencial de inflación de España con la zona del euro se mantuvo en los 1,8 pp alcanzados en enero, cifra que supera ampliamente el valor promedio del pasado año (1,2 pp).

El ritmo de crecimiento interanual del índice de precios industriales (IPRI) se mantuvo en febrero en el 6,3%, tras la notable aceleración experimentada el mes anterior. El componente energético sigue registrando las tasas más elevadas (20,1%), como consecuencia del encarecimiento tanto del refino de petróleo como de la producción y distribución de energía eléc-

trica y gas. Los restantes componentes han tendido a acelerarse en los dos meses transcurridos de 2005, a excepción de los bienes de equipo, cuyos precios mantienen un comportamiento más moderado.

Tanto los precios de exportación como los de importación, aproximados por los índices de valor unitarios, aumentaron en enero a unos ritmos algo más moderados que los observados a finales de 2005. Los IVU de importación aumentaron en términos interanuales un 1,5%, muy por debajo de la tasa media del último trimestre del pasado año (5,2%). Por componentes, destaca la desaceleración de los precios de importación de bienes de equipo y de bienes de consumo, que han presentado tasas de variación interanual negativas en el primer mes del año. En cuanto a las exportaciones, el IVU aumentó un 4,2% en enero, que contrasta con el repunte del mes anterior y se sitúa algo por debajo de la media del último trimestre del pasado año.

### ***Evolución económica y financiera en la UEM***

Durante el mes de marzo, el aspecto más destacado de la evolución de los mercados financieros internacionales fue el incremento de los tipos de interés a largo plazo, particularmente en Estados Unidos, donde los bonos a diez años alcanzaron, a mediados de mes, niveles próximos al 4,8%. Este aumento se produjo en un contexto en que los mercados descontaron la subida de 25 puntos básicos (pb) —hasta el 4,75%— de los tipos de interés oficiales, que se produjo a finales de marzo, y subidas adicionales, hasta situar el objetivo de los fondos federales en el 5% en junio. A pesar de ello, los diferenciales de los bonos corporativos apenas variaron y las cotizaciones bursátiles registraron suaves ganancias. En los mercados de divisas, el dólar se depreció moderadamente frente al euro y al yen.

Por su parte, en la primera quincena de marzo se interrumpió la favorable evolución de los mercados emergentes y se produjo un aumento de la volatilidad. En un contexto en el que los fundamentos económicos en las economías emergentes no experimentaron variaciones significativas, el cambio de sentimiento en sus mercados financieros pareció reflejar una serie de factores externos, entre los que destacó el repunte ya mencionado de los tipos de interés a largo plazo, pero también el aumento en 25 pb del tipo de referencia en el área del euro —hasta el 2,5%— y el anuncio de un cambio en la política monetaria del Banco de Japón. De este modo, los diferenciales soberanos de las economías emergentes se ampliaron moderadamente —especialmente, en Latinoamérica—, las bolsas sufrieron correcciones a la baja —de mayor magnitud en Europa del este— y los tipos de cambio tendieron, en general, a depreciarse. No obstante, desde mediados de marzo se observó una cierta mejoría en estos indicadores.

El precio del petróleo tipo Brent aumentó un 2% en marzo, tras haber alcanzado niveles en torno a los 64 dólares por barril en la primera semana del mes. Estos movimientos al alza estuvieron nuevamente condicionados por problemas de oferta e inestabilidad geopolítica en algunas zonas productoras. No obstante, desde mediados de mes el precio del petróleo se corrigió a la baja levemente, tras el incremento de las existencias de crudo en Estados Unidos. Los futuros a largo plazo acompañaron de cerca este movimiento de los precios al contado. Por otro lado, continuó la corrección a la baja del precio del oro, mientras que otros metales, como la plata y el cobre, alcanzaron niveles máximos de los últimos años.

En *Estados Unidos*, la reestimación del gasto público y de la inversión empresarial elevó el crecimiento trimestral anualizado del PIB en el cuarto trimestre de 2005, del 1,1% al 1,6%. La tasa interanual aumentó una décima, hasta el 3,2%. En el conjunto de 2005 se confirmó un crecimiento del PIB del 3,5%, inferior al 4,2% de 2004. Los indicadores de enero y febrero mostraron, en general, una robusta mejora de la actividad, según se reflejó en las Encuestas de Directores de Compras (ISM, en sus siglas en inglés). Además, el avance de la producción

industrial y el fuerte aumento del empleo en febrero corroborarían un mes de gran actividad, pese al retroceso de las ventas al por menor. Por otra parte, la debilidad de los pedidos y envíos de bienes duraderos en enero podría interpretarse como una breve pausa, tras la fortaleza de diciembre. En el mercado de la vivienda se observó una menor actividad, acompañada de una moderación en los precios. El IPC general de febrero aumentó levemente, pero en términos interanuales se desaceleró del 4% al 3,6%. Por su parte, la tasa subyacente se mantuvo en el 2,1% interanual. El déficit por cuenta corriente en 2005 ascendió a 804,9 mm de dólares, lo que supone un 6,4% del PIB, siete décimas más que en 2004.

En *Japón* se revisó dos décimas a la baja, hasta el 4% interanual, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2005, superior al 2,8% registrado en el tercero. Pese a esta revisión a la baja, se confirmó el fuerte impulso del consumo y de la inversión privada, junto con una notable reactivación de la demanda externa. El crecimiento del PIB en el conjunto de 2005 se revisó ligeramente a la baja, hasta el 2,7%, cuatro décimas más que en 2004. En la evolución reciente de la economía japonesa, habría que resaltar la aparente salida de la deflación y el inicio del cambio de la política monetaria hacia el uso de instrumentos más ortodoxos. Así, los precios de consumo crecieron un 0,5% interanual en enero, la mayor subida desde 1998. Por su parte, la inflación subyacente también repuntó hasta el 0,5% interanual y se sitúa, por tercer mes consecutivo, en tasas positivas. Las perspectivas de una salida permanente de la deflación y de una recuperación económica sostenida llevaron al Banco de Japón a un cambio en la instrumentación de la política monetaria, con el anuncio del abandono progresivo de objetivos cuantitativos en favor del tipo de interés interbancario a un día. Además, se fijó un rango de referencia entre el 0% y el 2% para la tasa de inflación. Por otro lado, los indicadores del primer trimestre confirmarían el buen momento de la economía, aunque algo más moderado que en el trimestre anterior. Así, en enero los índices sintéticos de actividad mostraron un significativo avance, y la confianza del consumidor mejoró levemente en febrero. No obstante, en enero se desaceleró ligeramente la producción industrial y las ventas al por menor cayeron en términos interanuales. En el mercado laboral, a pesar de la creación de 270.000 puestos de trabajo en enero, la desaceleración gradual en la creación de empleo incrementó la tasa de paro hasta el 4,5%. El superávit por cuenta corriente se redujo sensiblemente en enero, debido a la desaceleración de las exportaciones, mientras que se mantuvo el elevado dinamismo de las importaciones.

En el *Reino Unido*, la segunda estimación del PIB en el cuarto trimestre de 2005 revisó una décima al alza el crecimiento interanual, hasta el 1,8%, respaldado por una aceleración del consumo privado, que contrarrestó el empeoramiento de la formación de capital. En el conjunto de 2005, el PIB creció un 1,8%, inferior al 3,2% de 2004. Durante el primer trimestre de 2006, la mayoría de los indicadores mantuvieron una tónica de debilidad, aunque con signos de leve mejoría. Las ventas al por menor se recuperaron en febrero, tras la contracción de enero, y la producción industrial volvió a aumentar en febrero (un 0,4% mensual), pero se siguen registrando tasas interanuales negativas, como en los meses anteriores. El índice armonizado de los precios de consumo repuntó ligeramente en febrero, pasando de una tasa del 1,9% al 2% interanual, que es el objetivo del Banco de Inglaterra. Por otra parte, las Encuestas de Directores de Compras (PMI, en sus siglas en inglés) mostraron de nuevo signos de debilidad, en febrero, en las manufacturas y en la construcción; en este último caso, reflejo del mantenimiento de tasas moderadas de crecimiento en los precios de la vivienda. El mercado de trabajo volvió a perder empuje: entre noviembre y enero, el número de desempleados aumentó en 37.000 personas y, al mismo tiempo, se redujo la población activa, con lo que la tasa de paro pasó del 5,1% al 5% en enero. Sin embargo, los aumentos salariales permanecieron moderados. En el ámbito fiscal, se revisaron levemente al alza los déficits públicos programados para el período 2006-2009.

En *China*, los indicadores más recientes señalaron que continúa la buena marcha de la actividad económica. Así, en los dos primeros meses del año la producción industrial, las ventas al por menor y la inversión en activos fijos mantuvieron el elevado dinamismo experimentado en los últimos meses. Sin embargo, el superávit comercial se redujo considerablemente en febrero, debido a la desaceleración de las exportaciones —que corrigió parte del repunte de enero— y al continuado dinamismo de las importaciones. Además, la inversión extranjera directa recibida se desaceleró levemente. En febrero el renminbi se apreció frente al dólar un 0,3%, y la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo un punto porcentual, hasta el 0,9%.

En *América Latina*, los datos conocidos de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2005 subrayaron el mantenimiento de un notable dinamismo en la actividad. En el conjunto del área, la tasa de crecimiento interanual se habría situado en torno al 3,8%. Brasil mantuvo unos registros sustancialmente inferiores, al crecer un 1,4% en tasa interanual, aunque apuntó una recuperación moderada con respecto al trimestre previo; por el contrario, en Venezuela y Perú el PIB repuntó, hasta el 10,2% y el 7,7%, respectivamente, y en Argentina se mantuvo un muy elevado ritmo de crecimiento (9,1%). Se revisaron al alza las calificaciones de la deuda soberana de Brasil, Venezuela y Argentina. La inflación en febrero tuvo un comportamiento dispar en la región: se moderó en Brasil —hasta el 5,5%—, donde continuó el proceso de relajamiento de la política monetaria, y también en Colombia (4,2%) y México (3,8%); en Argentina se redujo ligeramente (11,5%), aunque sigue siendo, con gran diferencia, la más elevada del área, en tanto que en Chile y Perú siguió repuntando, en el último caso de forma acusada, hasta el 4,1% y el 2,7%, respectivamente.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro aumentó en el cuarto trimestre de 2005 un 0,3%, en términos intertrimestrales, frente a un incremento del 0,7% en el trimestre anterior, lo que situó la tasa de variación interanual en el 1,7%. En su desglose por componentes, la desaceleración se debió tanto a la atonía de la demanda interna como al freno que ejerció el sector exterior. Así, la demanda interna, excluidas las existencias, contribuyó 0,1 pp al crecimiento del producto, lo que se debió a un significativo retroceso del consumo privado y al estancamiento del consumo público, mientras que la formación bruta de capital fijo se expandió de forma vigorosa, si bien redujo ligeramente su dinamismo respecto al observado en el trimestre anterior. En el ámbito exterior, la intensa desaceleración de las exportaciones y, en menor medida, también de las importaciones supuso una detracción neta por parte del sector exterior de 0,2 puntos del crecimiento del PIB, frente a una aportación positiva de cuantía similar en el trimestre anterior. Por su parte, la contribución de la variación de existencias alcanzó 0,4 puntos, tras haber restado 0,2 puntos en el tercer trimestre. En el conjunto de 2005, el producto aumentó un 1,4%, cuatro décimas de punto menos que en 2004.

Conviene señalar que, habida cuenta de los buenos resultados de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre de 2005, es probable que el empeoramiento de la actividad económica en los últimos meses del año haya sido un fenómeno transitorio, que puede haberse debido —al menos, en parte— a problemas en el ajuste del efecto calendario. La tendencia favorable de los indicadores referidos a los dos primeros meses de 2006 sustentaría también la hipótesis de transitoriedad de la desaceleración. En este sentido, la información económica más reciente proporciona, en general, signos de fortaleza en la evolución de la actividad real. Por el lado de la oferta, la producción industrial creció en enero un 2,5% en términos interanuales, y en febrero los índices de los directores de compras de los sectores manufacturero y de servicios, así como el indicador de confianza de la Comisión Europea

		2005			2006		
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	0,3	3,0	2,8	2,5		
	Comercio al por menor	0,4	0,7	0,5	1,1		
	Matriculaciones de turismos nuevos	0,1	-2,0	-1,8	2,1	2,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,0	-13,0	-11,0	-11,0	-10,0	
	Indicador de clima industrial	-6,0	-7,0	-5,0	-4,0	-2,0	
	IAPC	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	7,9	7,6	7,3	7,6	8,0	
	M1	11,2	10,5	11,3	10,2	9,9	
	Crédito a los sectores residentes	7,8	8,1	8,4	8,5	8,8	
	AAPP	1,8	3,3	4,5	3,4	2,3	
	Otros sectores residentes	9,4	9,4	9,4	9,9	10,6	
	De los cuales:						
	– Préstamos a hogares	8,9	9,1	9,3	9,5	9,4	
	– Préstamos a sociedades no financieras	7,5	7,7	8,1	8,4	9,5	
	EONIA	2,07	2,09	2,28	2,33	2,35	2,50
	EURIBOR a tres meses	2,20	2,36	2,47	2,51	2,60	2,70
	Rendimiento bonos a diez años	3,32	3,53	3,41	3,39	3,55	3,71
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,18	1,06	1,11	1,06	1,06	1,05
	Tipo de cambio dólar/euro	1,201	1,179	1,186	1,210	1,194	1,201
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	13,9	18,3	23,0	4,1	7,3	10,6

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Media del mes hasta el día 24 de marzo de 2006.

b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

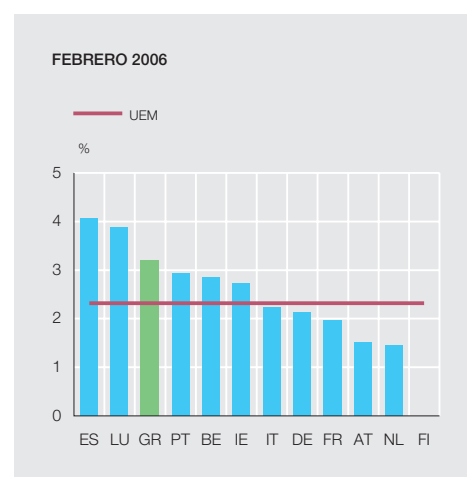
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 24 de marzo de 2006.

### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

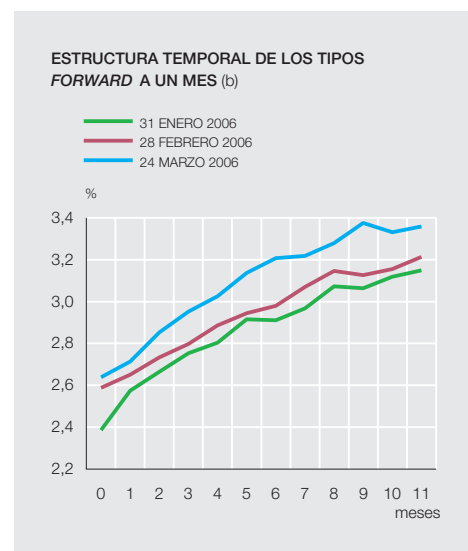
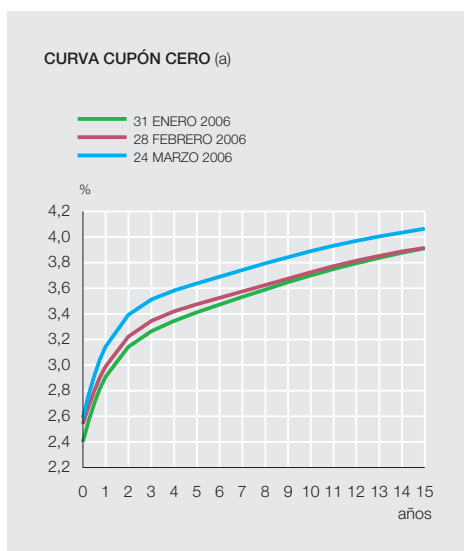
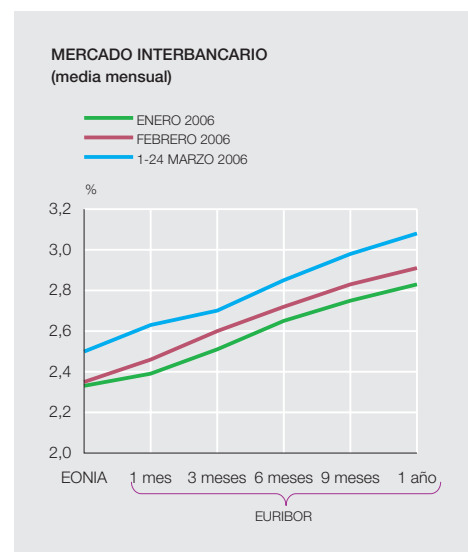
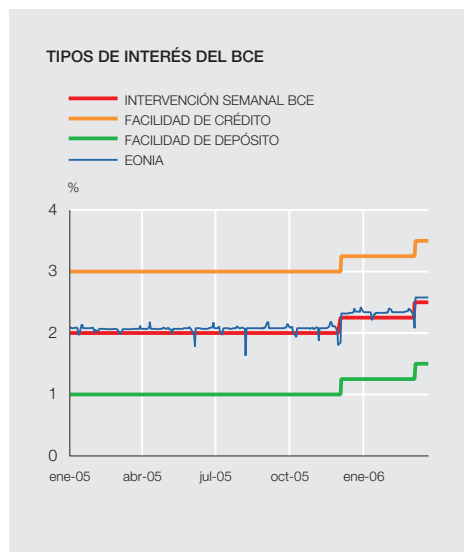
GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.





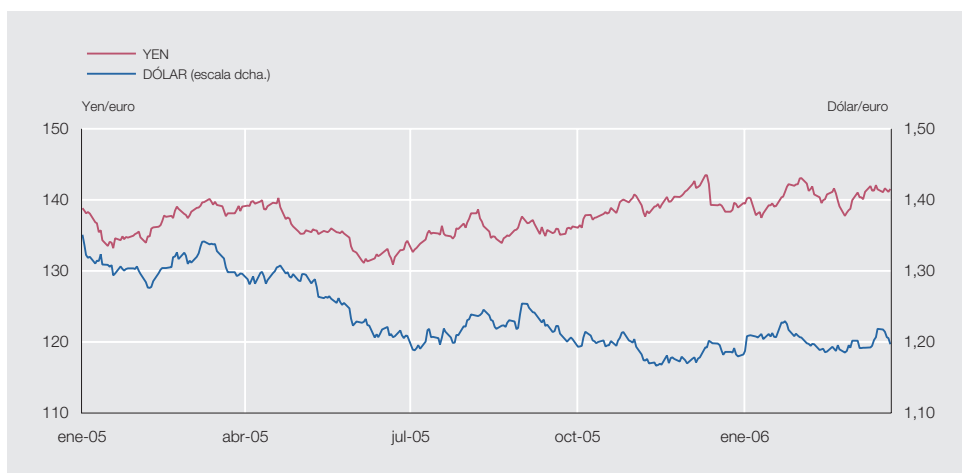


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

del sector industrial aumentaron de nuevo. Por su parte, los indicadores de esta segunda encuesta relativos a los sectores de la construcción y servicios retrocedieron, si bien el promedio de enero y febrero muestra, en cualquier caso, un avance respecto al trimestre anterior. Por el lado de la demanda, la evolución tanto de los indicadores reales como la de los cualitativos fue positiva. Así, en enero el ritmo de crecimiento interanual de las ventas al por menor aumentó, del mismo modo que el de las matriculaciones de turismos en febrero (véase cuadro 1). En ese mes, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista mejoraron, así como los indicadores de pedidos totales y exteriores de la encuesta industrial.

En lo que concierne a la evolución de los precios de consumo, la inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en el mes de febrero en el 2,3%, una décima de punto menos que en enero (véase gráfico 5). Según el desglose del índice por componentes, esta ligera moderación de la inflación se debió a las desaceleraciones experi-



FUENTES: BCE y Banco de España.

mentadas en los precios de la energía y, en menor medida, en los de los alimentos no elaborados, ya que el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios se mantuvo y se produjo una ligera aceleración de los correspondientes a los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos. No obstante, la inflación subyacente, medida en términos de la variación del IPSEBENE —índice que recoge los precios de los bienes cuya evolución es menos volátil—, se mantuvo en el 1,3% en términos interanuales, igual que la observada en enero. Finalmente, los precios industriales crecieron en ese mes a una tasa interanual del 5,3%, seis décimas superior a la registrada en diciembre, a raíz, principalmente, de la evolución del componente de precios de la energía.

Por su parte, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió, en su reunión del 2 de marzo, aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb en respuesta al incremento de los riesgos para la estabilidad de precios, en un contexto de mejoría de las perspectivas para la evolución de la actividad económica en el área del euro. Así, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se situaron en el 2,5%, 1,5% y 3,5%, respectivamente. Con todo, el tono de la política monetaria del BCE continúa siendo claramente expansivo, en consonancia con la debilidad que todavía muestra la demanda interna. En los días transcurridos de marzo, los tipos de interés del mercado interbancario registraron ligeros incrementos en todos los plazos, de forma que la curva de rendimientos se desplazó hacia arriba de forma prácticamente paralela, hasta presentar en la actualidad una pendiente positiva comprendida entre el 2,5% del tipo a un día y el 3,1% del tipo a un año (véase gráfico 6). Asimismo, en los mercados secundarios de deuda pública las rentabilidades a diez años aumentaron moderadamente, hasta alcanzar un 3,7%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar y, como consecuencia, el diferencial positivo entre este país y la UEM se mantuvo en 1,1 pp.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones aumentaron a lo largo de febrero y los primeros días de marzo, como resultado del clima de mayor confianza existente. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba cerca de su máximo anual, con una revalorización acumulada superior al 10%. En los mercados de divisas, el euro se depreció en febrero y se recuperó parcialmente a principios de marzo, hasta situarse en niveles en torno a 1,2 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea siguió una evolución similar, de forma que la revalorización acumulada anual aumentó en una décima de punto porcentual (hasta el 1,1%) en el período analizado.

TIPOS BANCARIOS (b)		2002	2003	2004	2005		2006		
		DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
HOGARES E ISFLSH	Crédito a vivienda	...	3,46	3,39	3,35	3,46	3,67	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	...	6,40	6,27	6,07	6,27	6,55	...	...
	Depósitos	...	1,11	1,15	1,18	1,23	1,29	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	...	3,75	3,44	3,55	3,59	3,72	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,72	2,19	2,17	2,49	2,58	2,60	2,69	2,83
	Deuda pública a cinco años	3,59	3,47	2,98	3,06	3,04	3,06	3,28	3,45
	Deuda pública a diez años	4,43	4,34	3,64	3,48	3,37	3,33	3,48	3,62
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,06	0,00	-0,00	0,01	-0,00	-0,01	-0,00	-0,01
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	0,32	0,29	0,36	0,39	0,41	0,41	0,36
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-23,10	27,44	18,70	18,71	20,56	3,77	9,94	11,48

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 20 de marzo de 2006.  
 b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.  
 c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.  
 d. Medias mensuales.  
 e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2003. El 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).  
 f. Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

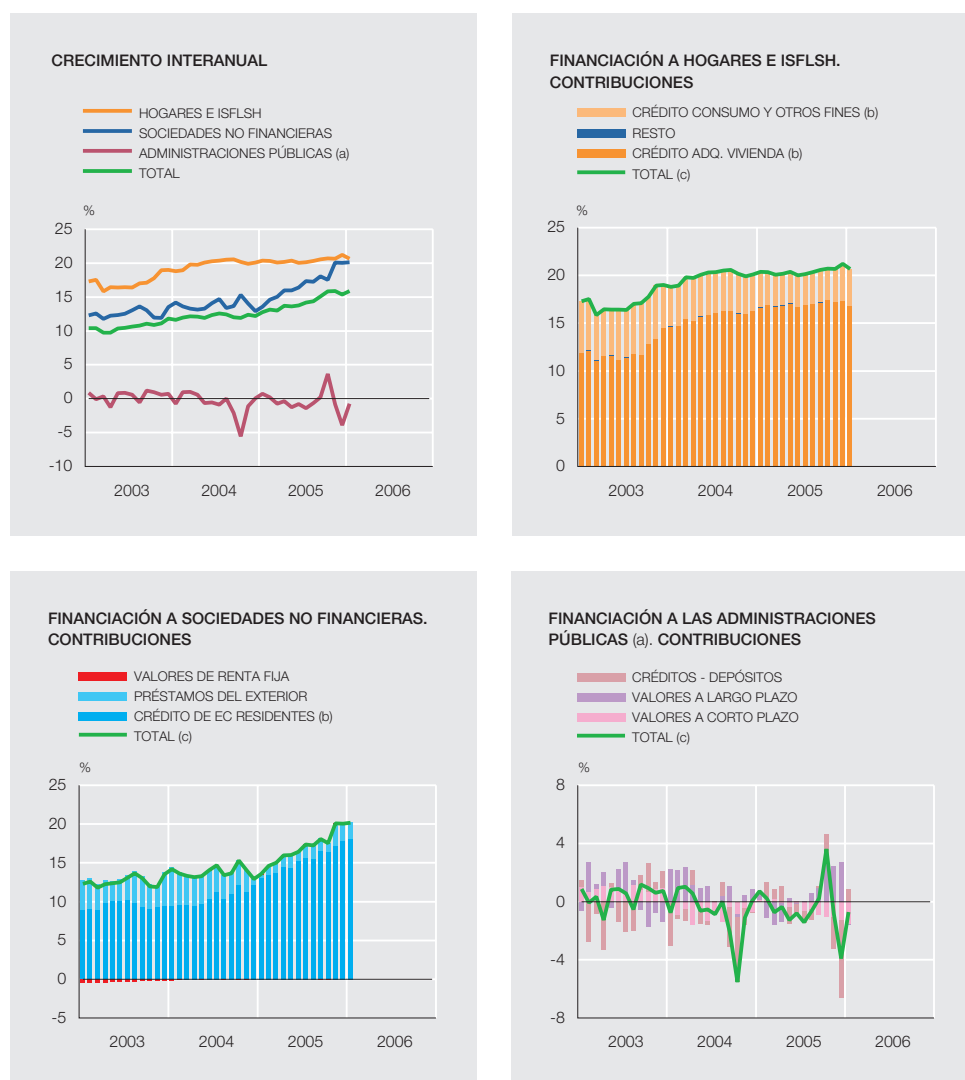
CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2006	2003	2004	2005		
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
FINANCIACIÓN TOTAL	1.783,3	11,8	12,2	15,9	15,4	15,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.460,4	15,9	16,1	20,3	20,6	20,4
Hogares e ISFLSH	655,3	19,0	20,1	20,7	21,2	20,7
<i>De los cuales:</i>						
- Crédito para adquisición de vivienda (c)	478,6	21,6	23,6	24,6	24,5	23,7
- Crédito para consumo y otros fines (c)	175,7	13,7	12,2	11,4	13,2	13,3
Sociedades no financieras	805,1	13,5	12,9	20,1	20,1	20,2
<i>De los cuales:</i>						
- Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	588,7	13,6	17,8	24,5	25,3	25,5
- Valores de renta fija	11,1	-7,8	0,2	2,5	-0,3	-0,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	322,9	0,7	0,0	-0,8	-3,9	-0,7
Valores a corto plazo	35,1	8,3	-6,2	-8,7	-10,9	-12,4
Valores a largo plazo	292,3	-1,5	0,9	2,6	3,0	-0,1
Créditos - depósitos (e)	-4,4	3,7	-0,1	-6,6	-17,2	2,8

FUENTE: Banco de España.

- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
 b. Saldo en miles de millones de euros.  
 c. Incluye los créditos titulizados.  
 d. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
 e. Variación interanual del saldo.



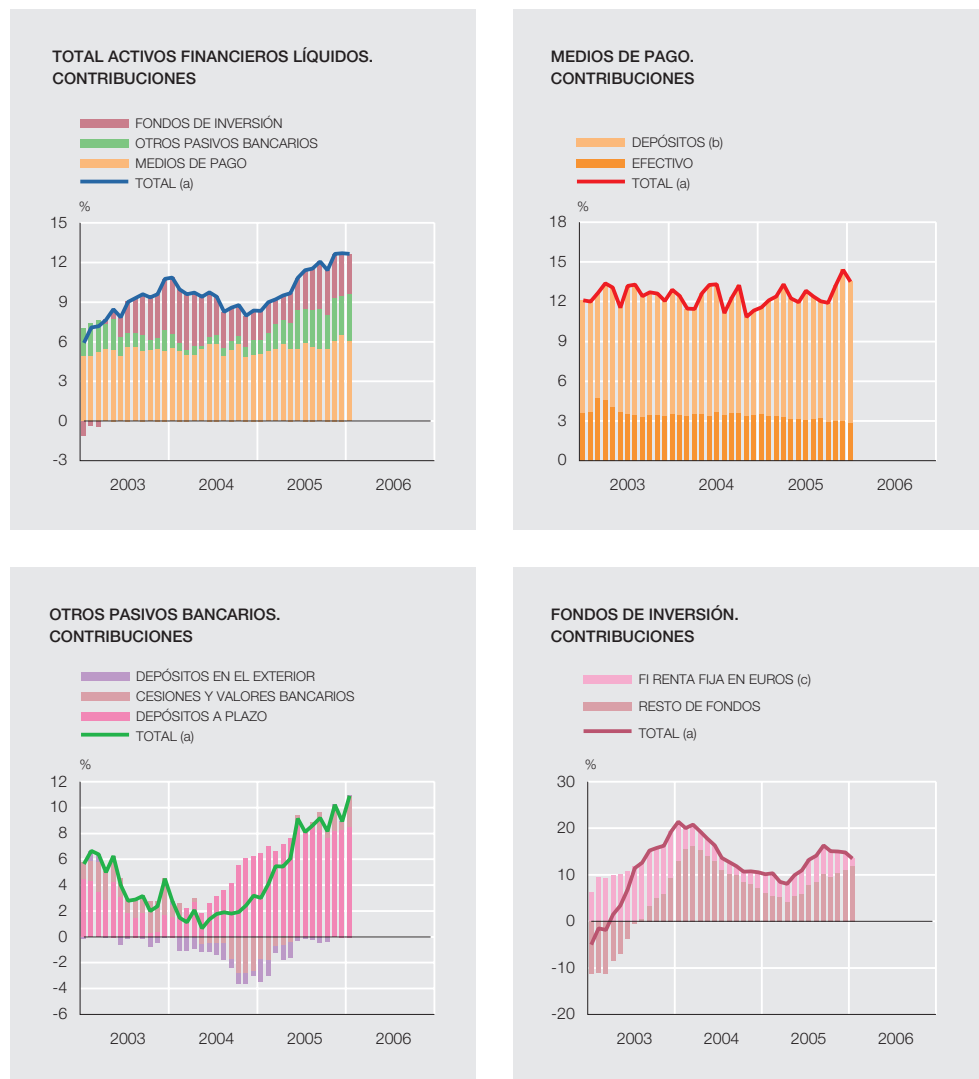
FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
 b. Incluye los créditos titulizados.  
 c. Crecimiento interanual.

En cuanto a la evolución en febrero de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro, el agregado M3 experimentó una moderada aceleración, situándose su ritmo de incremento interanual en el 8%, cuatro décimas por encima de la del mes anterior. El crédito concedido al sector privado registró un crecimiento interanual del 10,6%, siete décimas de punto por encima del correspondiente a enero. Por lo que se refiere al desglose sectorial de los préstamos al sector privado, los otorgados a las sociedades no financieras registraron un mayor dinamismo, mientras que el ritmo de crecimiento de los concedidos a los hogares se mantuvo estable.

### ***Evolución financiera en España***

Durante el mes de enero, la financiación captada por los hogares y las sociedades continuó creciendo a un ritmo elevado, al tiempo que los activos financieros más líquidos del sector privado mostraron un dinamismo similar al observado en diciembre de 2005. Esta evolución se produjo en un contexto en el que los tipos de interés bancarios se incrementaron nuevamente. La información provisional correspondiente a febrero muestra un mantenimiento de las mismas pautas.



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

Las rentabilidades negociadas en el mercado de deuda pública volvieron a aumentar en febrero y la parte transcurrida de marzo. De este modo, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se incrementaron en 23 pb y 29 pb en relación con el mes de enero, hasta situarse en el 2,83% y el 3,62%, respectivamente (véase cuadro 2). La referencia española a diez años tuvo un comportamiento similar a la alemana, por lo que el diferencial entre ambas registró escasas variaciones. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se redujeron ligeramente, de forma que permanecen en niveles reducidos.

En los mercados bursátiles nacionales las cotizaciones mantuvieron, durante febrero y la parte transcurrida de marzo, el perfil creciente de los últimos meses. De esta manera, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba desde principios de año una ganancia del 11,5%, evolución similar a la del EURO STOXX amplio de las bolsas

de la UEM (9,8%), y más favorable que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, cuya revalorización durante el mismo período se situó en el 4,5%.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo se incrementaron en enero, en línea con el ascenso de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario. De este modo, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situó en el 3,67% y 6,55%, respectivamente, 21 pb y 28 pb por encima del dato de diciembre, mientras que la remuneración de sus depósitos se elevó 6 pb, hasta el 1,29%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras subió 13 pb, hasta alcanzar el 3,72%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros se aceleró moderadamente en enero, como resultado de una menor contracción en el volumen de los fondos destinados a las Administraciones Públicas, del mantenimiento del ritmo de avance del endeudamiento de las sociedades, que se situó cerca del 20%, y de una ligera reducción en la tasa de variación interanual de los recursos obtenidos por los hogares, que, no obstante, continuó estando por encima del 20% (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que la desaceleración de la deuda de las familias fue el resultado de la reducción en la tasa de expansión interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda, que se situó cerca del 24%, y del mantenimiento del ritmo de avance de los recursos destinados al consumo y otros fines en el entorno del 13%. Dentro de los fondos recibidos por las sociedades no financieras, el crédito otorgado por las entidades residentes, que es la principal rúbrica, continuó creciendo por encima del 25% en relación con el mismo período del año anterior, al tiempo que la emisión neta de valores de renta fija fue nuevamente negativa en términos acumulados de doce meses.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa en enero, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la de diciembre de 2005 (-0,7%, frente al -3,9%). Esta evolución resultó de un aumento del saldo neto entre créditos y depósitos, que fue más que compensado por la emisión neta negativa de valores a corto y a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares mostraron en enero un crecimiento similar al del mes precedente, resultado de una evolución diferenciada por instrumentos (véase gráfico 9). Así, mientras que la tasa de expansión interanual de los otros pasivos bancarios aumentó, la de los medios de pago y la de los fondos de inversión descendió. Dentro de estos, el ritmo de avance de los de renta fija en euros registró una nueva reducción, que no fue compensada por el mayor dinamismo del resto de categorías.

27.3.2006.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS HASTA EL CUARTO TRIMESTRE  
DE 2005 Y AVANCE DEL CIERRE DEL EJERCICIO

## Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2005 y avance del cierre del ejercicio<sup>1</sup>

### Introducción

Los artículos trimestrales que se elaboran periódicamente con la información disponible en la base de datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) recogen la evolución de las cuentas de las sociedades no financieras, con un desfase de tres meses respecto al trimestre al que corresponde la última información analizada. Esa información se valora habitualmente acumulando los resultados de las, aproximadamente, 800 empresas que colaboran con la CBT en los trimestres transcurridos de cada año y comparando ese agregado con el referido al mismo período del año anterior. En consecuencia, en la presente edición se analizan las cifras correspondientes a los cuatro trimestres de 2005, que constituyen, por tanto, un primer avance de los resultados que proporcionará la Central de Balances Anual (CBA), elaborados con datos de unas 8.000 empresas, y que se difundirán en el *Boletín Económico* de noviembre de 2006. La experiencia enseña, como queda de manifiesto en el cuadro 1 y el gráfico 1, que, aunque ambas bases suelen mostrar un mismo perfil de evolución de la actividad, medido por la variación del valor añadido bruto (VAB) nominal, las tasas obtenidas por la CBA superan siempre a las avanzadas por la CBT para el mismo período. Por su parte, el perfil y la cuantía de la evolución de la actividad de las sociedades no financieras, según la CBA, suelen ser similares a los que refleja la CNE, mientras que la actividad según la CBT evoluciona a tasas inferiores a las de las Cuentas Nacionales Trimestrales (CNTE), con un perfil que no siempre es similar, debido a la falta de representación de empresas medianas y pequeñas en la CBT y a determinados sesgos en la composición de la muestra. Pero, además de la información que las bases de datos de la Central de Balances facilitan sobre la evolución de la actividad, su utilidad deriva de que también permiten analizar los factores que influyen en los costes de financiación de las empresas, los resultados ordinarios, las rentabilidades y el endeudamiento, así como la influencia de los resultados extraordinarios en los resultados totales, o netos, que son los que explican la distribución de dividendos.

En este contexto, la información compilada por la CBT hasta el cuarto trimestre de 2005 confirma que la actividad productiva de las empresas mantuvo una tendencia de crecimiento moderado a lo largo del año, con una cierta desaceleración respecto al crecimiento registrado el año anterior, lo que viene a confirmar la evolución adelantada en el *Boletín Económico* de noviembre de 2005, con datos de tres trimestres. Así, el Valor Añadido Bruto (VAB) aumentó un 4,6% en 2005, tasa algo más de un punto inferior a la alcanzada un año antes (5,8%). Esta evolución se aparta, en principio, de la que se deduce de los datos de las cuentas trimestrales de las Sociedades no financieras, proporcionados por la CNTE, que muestran una evolución más positiva en 2005 que en 2004, con datos hasta el tercer trimestre de 2005<sup>2</sup>. Aparte de por las aludidas peculiaridades de la muestra, en este período concreto estas diferencias pueden explicarse por la reducida representación en la CBT de empresas pertenecientes a los sectores que han observado un mayor dinamismo en el período reciente, como es el caso de las dedicadas a la construcción y a otros servicios, distintos de los que están bien representados en la CBT. Por otra parte, las grandes empresas de la industria, el comercio y los transportes y comunicaciones, que son las mejor representadas en la muestra de la Central de Balances, han tenido una evolución del VAB nominal menos favo-

<sup>1</sup>. Este artículo se ha elaborado a partir de la información de las 728 empresas que, en media, han remitido sus datos a la Central de Balances de forma voluntaria hasta el 16 de marzo de 2006. El VAB de este agregado de empresas supone un 12,9% del VAB del sector Sociedades no financieras según la CNE. <sup>2</sup>. El INE publicó por primera vez Cuentas trimestrales del sector Sociedades no financieras a finales de diciembre de 2005. La disponibilidad de estas cuentas, difundidas conjuntamente con las cuentas trimestrales de los restantes sectores institucionales, ofrece grandes posibilidades a los analistas y constituye un elemento de contraste para los trabajos de la Central de Balances.



**EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA CUENTA DE RESULTADOS. RENTABILIDADES**  
Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 1

	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
		2003	2004	I a IV 03/ I a IV 02	I a IV 04/ I a IV 03	I a IV 05/ I a IV 04
<b>BASES</b>						
Número de empresas		8.772	7.969	831	817	728
Cobertura total nacional		30,0%	28,2%	14,9%	14,9%	12,9%
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	6,0	7,8	3,7	7,8	12,9
<i>De ella:</i>						
— Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	134,3	5,9	8,6	4,0	8,1	16,3
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	67,0	5,9	8,2	3,3	9,0	17,6
<i>De ellos:</i>						
— Compras netas	39,5	4,2	12,3	2,6	10,0	20,3
— Otros gastos de explotación	27,2	7,9	3,4	6,2	7,2	9,9
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	33,0	6,3	7,1	4,3	5,8	4,6
3. Gastos de personal	16,8	4,6	4,5	3,9	3,0	3,8
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	16,2	8,3	10,0	4,5	8,0	5,2
4. Ingresos financieros	3,1	4,3	13,9	18,8	2,9	22,6
5. Gastos financieros	2,6	-2,0	-3,9	-0,2	-7,4	7,8
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,5	4,1	2,5	1,6	-0,8	-0,4
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	10,1	14,5	21,5	12,7	17,7	12,5
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	3,5	8,3	-32,3	0,6	-33,9	62,3
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	3,1	-28,3	-5,4	-34,6	-27,4	69,8
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	3,9	-35,9	-14,7	-44,7	1,1	-18,0
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8 – 9]	6,6	(b)	17,1	(b)	8,0	26,2
RESULTADO NETO / VAB (S.4 / S.1)		17,8	20,1	24,8	24,0	33,2
<b>RENTABILIDADES</b>						
	Fórmulas (c)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3+5.1)/AN	7,8	8,1	8,0	8,3	9,5
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	3,9	3,6	4,1	3,9	3,8
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	11,1	11,8	11,6	12,1	14,6
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1-R.2	3,9	4,5	3,9	4,4	5,7

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

b. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

c. Los conceptos de las fórmulas están expresados en valores absolutos. AN = Activo Neto de recursos ajenos sin coste; RP = Recursos Propios; RAC = Recursos Ajenos con Coste; AN = RP + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de las ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1) y no las comisiones y descuentos (5.2).

Nota: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5 y 9 se han depurado de movimientos contables internos.

able. El crecimiento de la actividad registrado por las empresas de la CBT en 2005 tuvo, de nuevo, su origen en el comportamiento de la energía y, en menor medida, en el comercio, este último alentado por el sólido avance del consumo privado. En lo que respecta a la energía, la subida de los precios del petróleo en 2005 tuvo un efecto positivo sobre el conjunto del sector, debido a su impacto sobre las empresas dedicadas al refinado del petróleo, pero afectó negativamente al resto de sectores y, de forma más intensa, a las empresas de transportes y comunicaciones y a las eléctricas, que vieron incrementar los costes de sus consumos intermedios y, en consecuencia, ralentizar el crecimiento de su VAB. Finalmente, los resultados de las empresas industriales, que habían comenzado 2005 con una evolución positiva, fueron empeorando progresivamente a lo largo del año, debido tanto a la caída de sus márgenes como a la debilidad de la demanda de los países de la zona del euro, a los que se destina la mayor parte de las exportaciones de la industria española. En el conjunto de la muestra se observa cómo la actividad exterior mantuvo su aportación negativa al crecien-

**VALOR AÑADIDO, TRABAJADORES, GASTOS DE PERSONAL Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR.**  
**DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**  
 Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 2.A

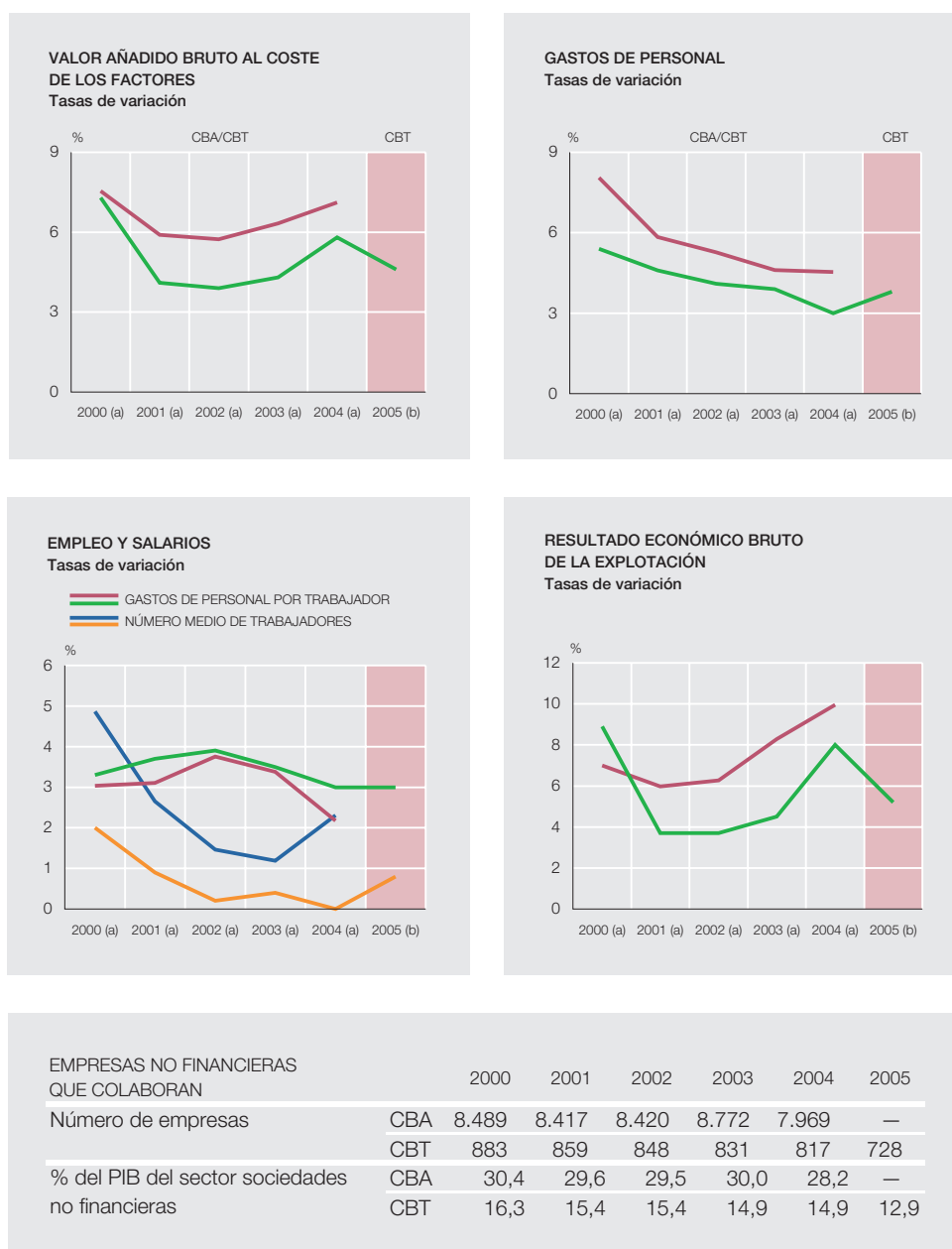
	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES				TRABAJADORES (MEDIA DEL PERÍODO)				GASTOS DE PERSONAL				GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05
Total	6,3	7,1	5,8	4,6	1,2	2,3	0,0	0,8	4,6	4,5	3,0	3,8	3,4	2,2	3,0	3,0
<b>TAMAÑOS</b>																
Pequeñas	4,9	8,1	—	—	0,9	0,6	—	—	6,0	4,0	—	—	5,1	3,3	—	—
Medianas	5,6	7,2	3,4	2,2	2,0	2,4	-0,6	1,2	6,7	5,2	3,1	5,2	4,7	2,7	3,7	4,0
Grandes	6,5	7,1	5,9	4,7	1,1	2,4	0,1	0,8	4,2	4,5	3,0	3,7	3,1	2,0	2,9	2,9
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA</b>																
Energía	2,6	6,3	5,9	9,7	-1,7	-1,2	-1,1	-0,9	1,5	2,1	2,9	3,0	3,2	3,4	4,0	3,9
Industria	4,9	4,6	5,9	0,9	-0,8	-0,2	-0,7	-0,1	2,6	2,9	2,3	3,4	3,4	3,0	3,0	3,5
Comercio y reparación	8,6	10,5	6,9	3,9	5,2	5,7	4,3	2,6	8,5	8,5	6,7	4,1	3,1	2,6	2,3	1,5
Transportes y comunicaciones	6,3	5,8	4,3	2,7	-0,8	-0,9	-1,8	-0,6	2,9	2,3	1,1	2,7	3,7	3,3	3,0	3,3

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

to del producto, en un año en el que tanto las importaciones como las exportaciones experimentaron una sensible desaceleración.

Por su parte, los gastos de personal, cuyo porcentaje sobre el total de la producción ha caído unos 7 puntos entre 1995 y 2005, experimentaron en 2005 un incremento del 3,8%, ligeramente superior al del año anterior (3%). Esto fue debido, principalmente, al mejor comportamiento del empleo, que aumentó un 0,8% en 2005 (frente al crecimiento nulo de 2004), en un entorno de crecimiento estable de las remuneraciones medias, que se situaron en el 3%, en cualquier caso por encima de las remuneraciones medias que refleja la CNE. Del empleo en 2005 cabe destacar que, un año más, el comercio siguió siendo el sector que presentó una evolución más positiva, aunque a tasas sensiblemente inferiores a las de los períodos precedentes, lo que es coherente con el menor ritmo de crecimiento de su actividad. La ralentización de la actividad productiva en 2005 llevó a que el resultado económico bruto aumentara un 5,2%, tasa que se sitúa casi tres puntos por debajo de la alcanzada el año anterior. Por su parte, la evolución de los gastos financieros experimentó un cambio de tendencia, pasando a registrar un aumento del 7,8% en el conjunto del año, después de una serie de continuos descensos iniciados en 2001, tras el repunte al alza del año 2000. Este incremento es compatible con una caída del 1,6% del componente de coste (es decir, de los tipos de interés aplicados a los préstamos), notablemente inferior a las que se venían experimentando en los años precedentes, y con un aumento del 9,4% del endeudamiento. Este aumento de los gastos financieros se compensó con un incremento de los ingresos financieros del 22,6%, como consecuencia de las importantes entradas de dividendos, provenientes de filiales extranjeras. Ambas evoluciones, unidas al práctico estancamiento de las amortizaciones y provisiones de explotación, permitieron que el Resultado Ordinario Neto (RON) creciera un 12,5% durante 2005, tasa que, no obstante, es inferior a la experimentada por esta rúbrica en 2004. La aportación de los gastos e ingresos extraordinarios al resultado final fue muy positiva, gracias tanto a que continúan registrándose importantes reversiones de provisiones dotadas en años anteriores, como a las plusvalías generadas en algunas operaciones de ventas de acciones, permitiendo que el resultado neto final aumentara hasta el 26,2%. La evolución tanto del RON como de las

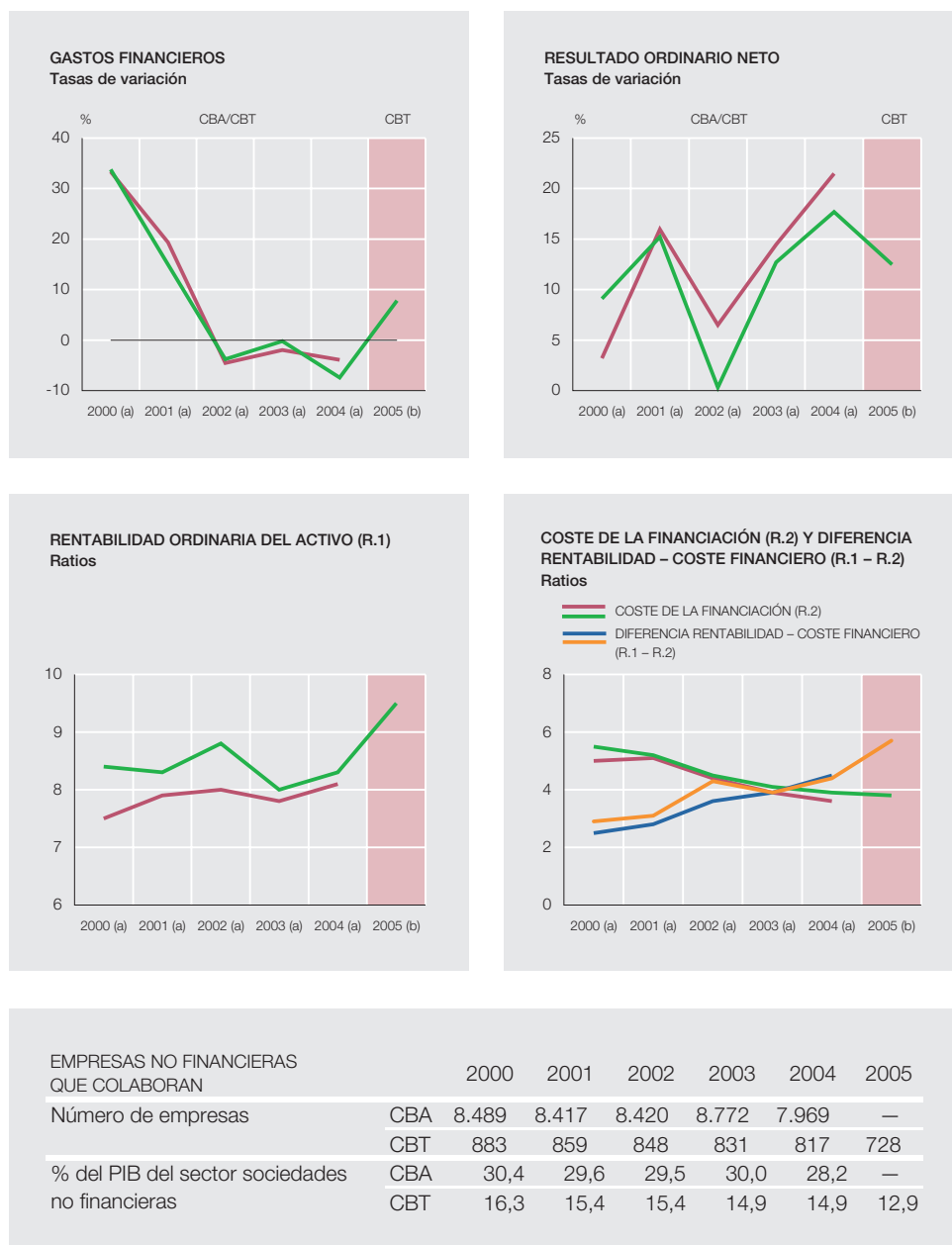


FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2000, 2001, 2002, 2003 y 2004 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b. Media de los cuatro primeros trimestres de 2005 sobre igual período de 2004.

otras variables que influyen en el cálculo de las rentabilidades permitió que las empresas de la CBT mantuvieran en 2005 un nivel de rentabilidad ligeramente superior al del año anterior, como prueba el hecho de que el diferencial entre rentabilidad y coste financiero se situara en 5,7 puntos porcentuales (pp), superando los registros alcanzados en ejercicios anteriores. Por último, la ratio E1 (véase gráfico 4), que mide el nivel de endeudamiento de las empresas en relación con el activo neto, reflejó en 2005 una tendencia ligeramente creciente, lo que, junto con un crecimiento del 8,1% de la formación bruta de capital fijo de las empresas de la muestra, parece indicar una mayor propensión por parte de las empresas a emprender nuevos



FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2000, 2001, 2002, 2003 y 2004 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b. Media de los cuatro primeros trimestres de 2005 sobre igual período de 2004.

proyectos de inversión apelando a fuentes de financiación ajena, dadas las buenas condiciones de los mercados.

En resumen, dentro de sus especificidades, la actividad de las empresas de la CBT evolucionó de forma similar a la actividad del conjunto de las empresas no financieras españolas, según la CNE/CNET, aunque, a diferencia de estas, se observa una ligera desaceleración del VAB en 2005 respecto a 2004. Esta diferencia puede explicarse por la baja representatividad en la muestra de aquellos sectores que registraron un mayor dinamismo en 2005 (como la construcción y algunos servicios). No obstante, esta moderación de la actividad no se ha tras-

	TOTAL EMPRESAS CBT I a IV 2005	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARIAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	728	430	298
<b>GASTOS DE PERSONAL</b>			
Situación inicial I a IV 04 (millones de euros)	21.727,6	12.192,4	9.535,1
Tasa I a IV 05 / I a IV 04	3,8	7,4	-0,8
<b>REMUNERACIONES MEDIAS</b>			
Situación inicial I a IV 04 (euros)	40.795,9	36.749,3	47.481,3
Tasa I a IV 05 / I a IV 04	3,0	3,1	4,1
<b>NÚMERO DE TRABAJADORES</b>			
Situación inicial I a IV 04 (miles)	533	332	201
Tasa I a IV 05 / I a IV 04	0,8	4,2	-4,7
Fijos			
Situación inicial I a IV 04 (miles)	444	270	174
Tasa I a IV 05 / I a IV 04	0,5	3,3	-3,9
No fijos			
Situación inicial I a IV 04 (miles)	89	62	27
Tasa I a IV 05 / I a IV 04	2,3	7,8	-10,2

FUENTE: Banco de España.

lado en la misma medida a los procesos de creación de empleo, en un contexto de estabilidad en el avance de los gastos de personal por trabajador. El menor crecimiento de los resultados de explotación y los mayores gastos financieros (que rompen la senda de caídas iniciada en el año 2001), se han visto compensados por una mayor entrada de dividendos provenientes de filiales extranjeras. Ello ha propiciado una evolución favorable del RON y, en definitiva, el hecho de que las empresas hayan mantenido un elevado nivel de rentabilidad, que coexiste con un incremento de las ratios de endeudamiento. El avance de los resultados extraordinarios netos ha contribuido igualmente a una evolución muy positiva del resultado neto final, que ha crecido un 26,2% respecto a 2004.

### **Actividad**

La actividad de las empresas de la CBT se mantuvo, a lo largo de 2005, en una senda de crecimientos moderados, aunque inferiores a los registrados un año antes. Así, el VAB aumentó un 4,6% (véase cuadro 1), tasa inferior a la registrada en 2004 (5,8%). Esta ralentización de la actividad se ha producido en un escenario en el que la demanda interna ha seguido siendo el principal motor del crecimiento. El componente exterior perdió de nuevo importancia relativa, tal y como se pone de manifiesto al analizar el cuadro 3, que muestra la pérdida de importancia de las ventas destinadas a los mercados exteriores, lo que también sucede en relación con las compras procedentes del exterior. La ausencia de un claro despegue de las economías de los principales países de la zona del euro explica este comportamiento, que está afectando especialmente al sector industrial, el más dependiente de la evolución de los mercados exteriores. En cuanto a la aportación neta de la actividad exterior al producto (exportaciones menos importaciones), continuó siendo negativa, si bien la ralentización de las importaciones en 2005 permitió que no se incrementara dicho efecto.

Por sectores, cabe destacar el crecimiento del sector energético, cuyo VAB registró una tasa del 9,7% en 2005. Este fuerte incremento se explica, fundamentalmente, por el comportamiento del refino de petróleo, cuyo VAB aumentó un 33,2%, consecuencia de la evolución de los precios del crudo, según se ha comentado en artículos precedentes (véase gráfico 2). También

**ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y LA CIFRA DE NEGOCIOS  
DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN SOBRE  
LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y EL DESTINO DE SUS VENTAS  
Estructura y tasas de variación**

CUADRO 3

		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)	
		2003	2004	I a IV 04	I a IV 05
Total empresas		7.969	7.969	728	728
Empresas que informan sobre procedencia/destino		7.969	7.969	702	702
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	70,0	69,2	77,5	80,0
	Total exterior	30,0	30,8	22,5	20,0
	<i>Países de la UE</i>	17,4	17,2	15,6	13,8
	<i>Terceros países</i>	12,6	13,6	6,9	6,2
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	83,9	84,4	87,8	88,7
	Total exterior	16,1	15,6	12,2	11,3
	<i>Países de la UE</i>	11,7	11,3	9,0	8,0
	<i>Terceros países</i>	4,4	4,3	3,2	3,3
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras al exterior), tasas de variación (b)	Industria	9,5	-4,4	3,6	-1,0
	Resto de empresas	-9,5	-32,2	-38,3	-4,4

FUENTE: Banco de España.

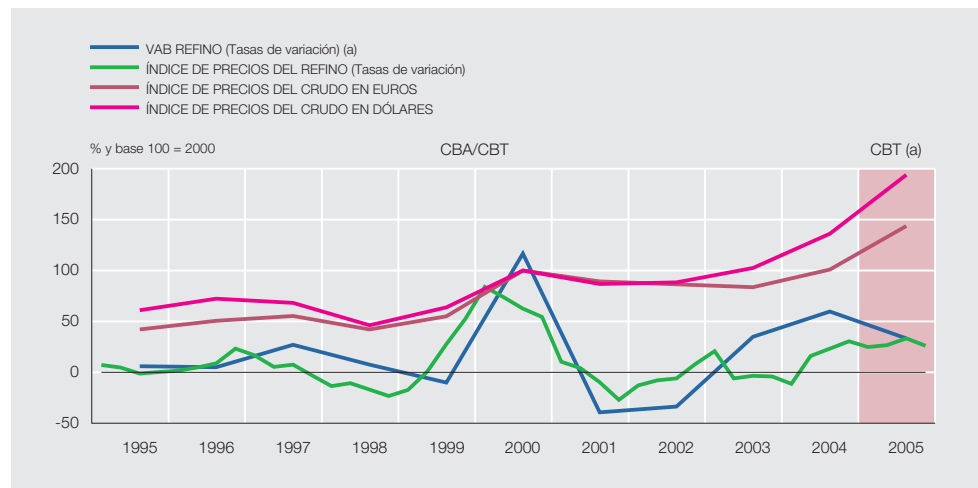
a. Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

b. Las tasas de variación de 2003 van referidas a las 8.772 empresas colaboradoras de la CBA en ese año.

dentro del sector energético, las empresas de electricidad, gas y agua aumentaron su VAB un 5% durante 2005, debido tanto a la fuerte expansión de las empresas de gas, como al buen comportamiento de la demanda de electricidad, que, según Red Eléctrica Nacional, creció un 3,3%, y ello a pesar del aumento de sus costes de producción, consecuencia de la mayor generación de energía de origen termoeléctrico. Del resto de sectores, destaca el comercio, que, al margen del de refino, fue el que creció con más intensidad en 2005 (la tasa del VAB fue un 3,9%), en sintonía con la evolución del consumo privado. No obstante, si se compara con el crecimiento alcanzado el año anterior (en 2004, el VAB de las empresas de comercio aumentó un 6,9%), se percibe una desaceleración coherente con lo que se deduce de indicadores alternativos. Por su parte, el transporte y las comunicaciones presentaron un incremento nominal del VAB de un 2,7% durante 2005, casi dos puntos inferior a la tasa del año anterior. Esta tasa está influida por los mayores costes que tanto las empresas de telecomunicaciones (que han afrontado en 2005 importantes campañas de publicidad), como las de transporte aéreo (que sufrieron un fuerte impacto por el encarecimiento de los combustibles), han soportado durante este año, lo que les ha llevado a tener que reducir sus márgenes de forma sustancial. Por último, según fue avanzando 2005, el sector industrial observó una paulatina pérdida de dinamismo, situación que se intensificó en el cuarto trimestre del año. Para el año en su conjunto, la industria alcanza una tasa del VAB del 0,9%, sustancialmente inferior a la registrada en 2004 (crecimiento del 5,9%). Este menor ritmo de crecimiento se apreció de forma generalizada en prácticamente todos los subsectores que componen este agregado, como se detalla en el recuadro 1. Por último, el gráfico 3 muestra que, clasificadas cada una de las empresas de la muestra en diferentes estratos según la tasa de crecimiento de su VAB, no se observan cambios apreciables respecto a la situación de 2004, lo que pone de manifiesto que la caída del VAB en 2005 respecto a 2004 para el agregado

**IMPACTO EN EL SECTOR DE REFINO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL CRUDO**

GRÁFICO 2

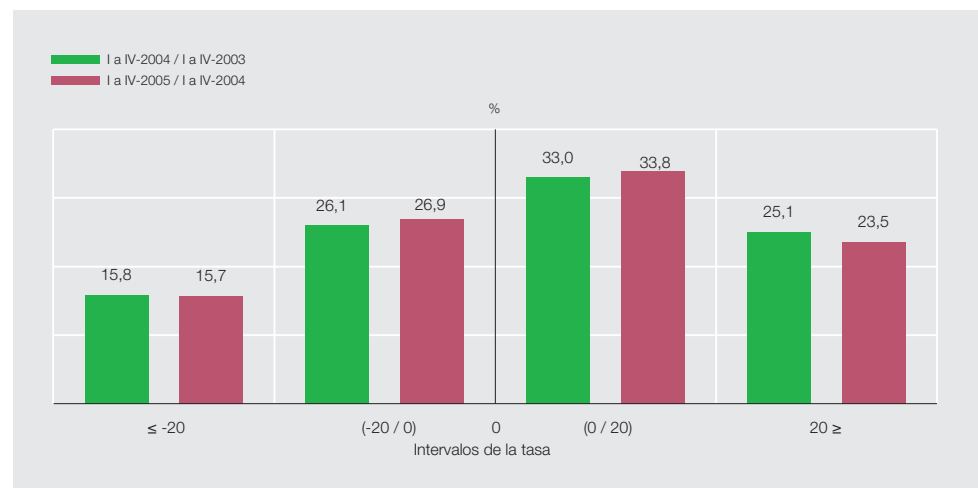


FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (*Informe Mensual de Precios*).

a. Los datos de 2005 se refieren a la CBT.

**DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN LA TASA DE VARIACIÓN DEL VAB AL COSTE DE LOS FACTORES**

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

total de empresas está influida por las menores tasas de crecimiento, respecto al período precedente, de algunas empresas de gran tamaño.

**Empleo y gastos de personal**

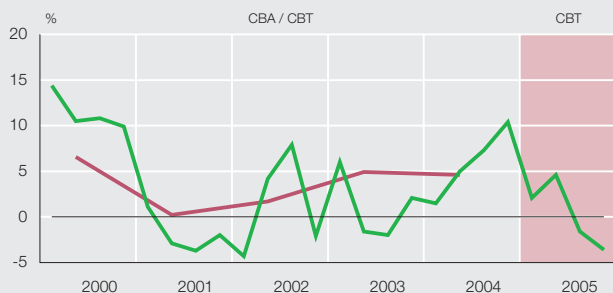
Los gastos de personal de las empresas que colaboran con la CBT aumentaron en 2005 un 3,8%, frente al 3% de 2004, crecimiento que se debe al incremento de plantillas, ya que las remuneraciones medias de las empresas de la muestra se mantuvieron en los niveles de 2004, en ambos casos superiores a los que muestra la CNE para el total de la economía. El aludido incremento del empleo se concretó en un crecimiento del 0,8%, frente al incremento nulo durante 2004. En estos artículos se ha llamado la atención sobre el hecho de que incluso un reducido incremento del empleo de las empresas de la muestra de la CBT debe valorarse muy positivamente, dadas las peculiaridades del colectivo de empresas que componen esta muestra (en el que abundan las grandes empresas, las industriales y las de servicios, algunas de ellas sometidas a procesos de regularización de empleo). Esta evolución se observa en

Según la CBT, las empresas industriales presentaron en 2005 un crecimiento muy moderado de su actividad productiva (0,9% respecto a 2004), frente al casi 6% en 2004. Esta evolución es el resultado de una progresiva desaceleración de la actividad a medida que iba transcurriendo el año, de modo que mientras que en el primer semestre el VAB mantuvo unos incrementos medios cercanos al 3%, en la segunda mitad el deterioro se hizo cada vez más patente, como muestra el hecho de que la tasa del cuarto trimestre fuera -3,6%. Este menor dinamismo se ha registrado de manera generalizada en todos los subsectores de la industria, como consecuencia de los menores precios de venta y las contracciones de márgenes, y también por la disminución de las exportaciones, que siguen viéndose afectadas por la situación de debilidad en que están sumidas algunas de las principales economías de la zona del euro. De entre los sectores industriales de que se dispone de información, los que registraron una evolución más negativa fueron transformación de vidrio, cerámica y metales, y fabricación de equipo eléctrico, electrónico y óptico, que, tras registrar en 2004 incrementos de VAB cercanos al 10%, han pasado a mostrar tasas de variación del 1,7% y 0,1%, respectivamente.

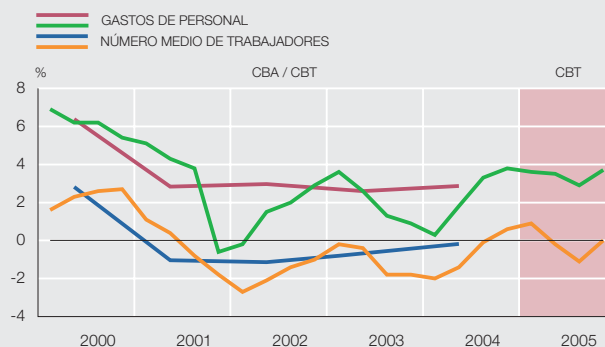
Lo mismo sucede con la fabricación de material de transporte, cuyo VAB ha disminuido un 4,8%, en parte debido a la adopción de decisiones estratégicas de reducción de precios en algunos grandes fabricantes. Por su parte, los datos de empleo para 2005 presentan una variación del -0,1%, que supone una cierta mejoría en comparación con la tasa obtenida el año anterior (del -0,7%). El perfil trimestral ofrece también un empeoramiento del empleo a medida que avanzaba el año, en consonancia con la evolución de la actividad productiva. Las remuneraciones medias aumentaron un 3,5%, ritmo más elevado que el del total de la muestra. Por otra parte, también en las remuneraciones medias se aprecia un deterioro a medida que iba avanzando el año, pues los costes salariales que en los tres primeros meses crecieron un 2,7%, lo hicieron al 3,7% durante el último trimestre. Como consecuencia de ello, los gastos de personal reflejaron un crecimiento del 3,4%, en algo más de un punto superior al del año anterior, lo que, unido a la desaceleración de la actividad, llevó a que las empresas industriales de la CBT no alcanzaran el nivel de excedentes ordinarios del año anterior. Así, tanto el resultado económico bruto como el RON reflejan caídas en 2005, del -1,9% y -6,1%, respectivamente, lo que

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS DE INDUSTRIA QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES

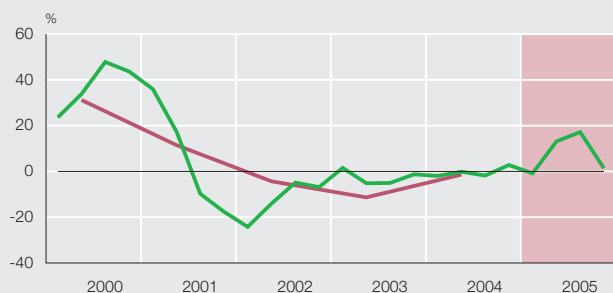
VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES  
Tasas de variación



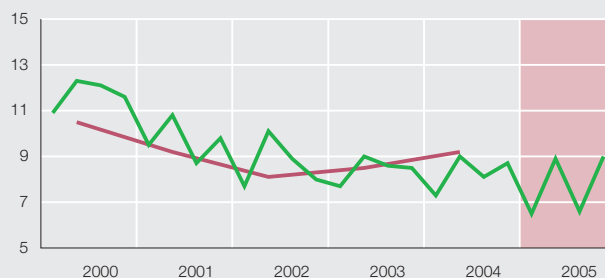
EMPLEO Y SALARIOS  
Tasas de variación



GASTOS FINANCIEROS  
Tasas de variación



RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO  
Ratios



EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Número de empresas	CBA 2.974	2.814	2.715	2.612	2.267	—
	CBT 431 411 390 378 402 392 380 363	389 375 365 354 366 361 352 345	353 344 336 326 322 306 290 198			
% del PIB del subsector sociedades del sector industria	CBA 31,4	28,2	27,9	28,1	24,6	
	CBT 26,3 26,7 23,4 24,0 21,5 21,2 18,8 20,1	19,6 20,6 18,6 18,5 18,8 19,1 17,1 17,8	19,8 20,2 17,7 18,9 18,9 19,2 15,7 10,1			

FUENTE: Banco de España.

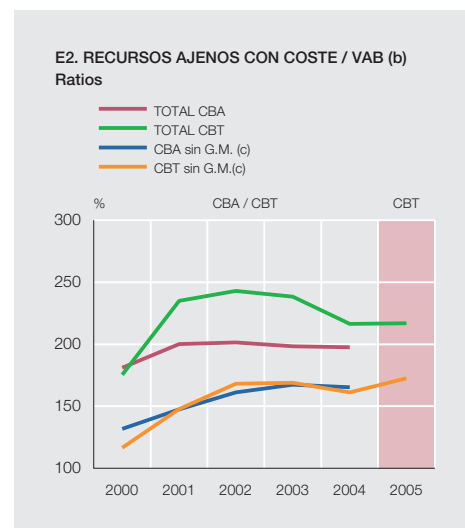
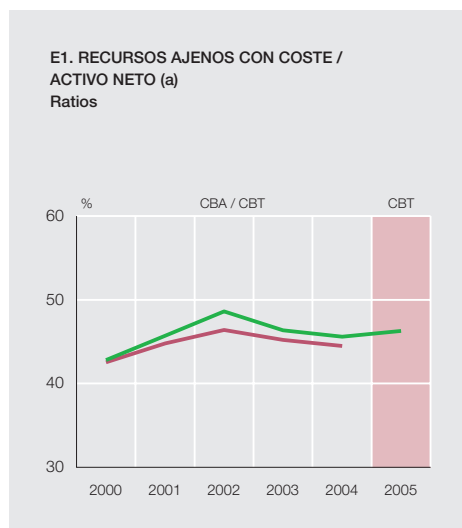


hizo que las empresas industriales no pudieran mantener el nivel de rentabilidad de los años previos, provocando que la rentabilidad del activo neto pasara de un 9,4% en 2004 a un 8,6% en 2005. No obstante, el mantenimiento de los costes financieros en cotas mínimas (la ratio que aproxima el coste de la financiación ajena se situó en el 3,7% en 2005, prácticamente igual que el año anterior) permitió que el diferencial rentabilidad-coste financiero siguiera ofreciendo, para el agregado de empresas industriales, valores positivos en 2005 (4,9), si bien claramente inferiores a los del año anterior (5,6) y al diferencial del total del agregado de empresas (5,7). En resumen, la situación de

mayor dinamismo de la actividad y del empleo con la que el sector industrial iniciaba 2005 ha ido cambiando a medida que avanzaba el año, dando paso a un escenario con mayores incertidumbres. La competitividad en los mercados ha propiciado el estrechamiento de márgenes, a lo que se une la debilidad que sigue mostrando la demanda exterior, por la ya comentada situación de los países de la zona del euro. Debido a ello, la evolución a corto y medio plazo de estas empresas dependerá, en buena medida, de la capacidad que tengan para adaptar su estructura productiva a las nuevas circunstancias del mercado globalizado.

todos los sectores, si bien cabe precisar que los mayores crecimientos del empleo se produjeron en el comercio —como viene siendo habitual en los últimos años—, en el que durante 2005 los trabajadores aumentaron el 2,6%, tasa notablemente más reducida que la de un año antes (del 4,3%). Los transportes y las comunicaciones amortiguaron la caída del empleo que venían experimentando en períodos precedentes, ya que pasaron de reducir sus plantillas en un 1,8% en 2004, a hacerlo tan solo en un 0,6% en 2005, evolución influida por el proceso de ajuste de una gran empresa del sector, ya reseñado en artículos anteriores, sin la cual este agregado pasaría a ofrecer incrementos netos de empleo en torno al 1%, tanto en 2004 como en 2005. Las empresas energéticas siguieron, un año más, sin mostrar variaciones positivas de sus plantillas, pues su tasa fue del -0,9% en 2005, aunque mejoraron respecto al período precedente (tasas de -1,1% en 2004 y de -1,7% en 2003), lo que parece reflejar que se están terminando los procesos de reorganización de las empresas eléctricas. Finalmente, las empresas industriales siguieron perdiendo empleo a una tasa menor que en 2004, aunque el perfil trimestral pone de manifiesto una tendencia de empeoramiento, con un progresivo deterioro a medida que avanzó el año 2005, según se recoge en el recuadro 1.

Las remuneraciones medias aumentaron un 3% en 2005, tasa idéntica a la registrada en 2004, que está situada en la banda más baja de la evolución de esta variable en los últimos años, según la CBT, y junto con la evolución del empleo, están contribuyendo a que el porcentaje de los gastos de personal respecto a la producción siga descendiendo. Esta reducción se viene produciendo desde mucho tiempo atrás, ya que, con datos de la CBT, dicho porcentaje, que representaba el 20,1% en 1995, asciende al 13,3% en 2005. También debe tenerse en cuenta que las remuneraciones medias de las empresas de la CBT están evolucionando a tasas superiores a las que la CNE muestra para la economía en su conjunto. Esta evolución de las remuneraciones medias se ha percibido de forma más acusada en el comercio, que, además, fue el sector que registró una menor tasa de variación (1,5%), confirmando que los sectores con una evolución más moderada de las remuneraciones medias son los más activos en la creación de empleo. Esto también se ilustra en el cuadro 2.B, donde se pone en evidencia que es el nivel de las remuneraciones medias una de las variables que explica la evolución del empleo. El resto de sectores de la muestra mantuvieron en 2005 un tono similar de crecimiento de los salarios medios, en torno al 3,5%, con ligeras variaciones poco significativas sobre la tasa de variación registrada el año anterior. Por último, el cuadro 4 muestra cómo todavía es mayoritario el porcentaje de empresas cuyos gastos de personal crecieron por encima de la inflación, aunque se está reduciendo (de un 53,5% en 2004 a un 51,4% en 2005), y cómo se está incrementando el porcentaje de empresas en las que el empleo se mantiene o sube, que, con datos de la CBT para 2005, asciende, aproximadamente, al 60%.



	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CBA	180,9	200,0	201,4	198,2	197,6	197,6
CBT	175,3	234,9	242,8	238,4	216,4	216,9
CBA sin GM	131,6	147,6	161,0	167,3	165,2	165,2
CBT sin GM	116,6	147,6	168,2	168,9	161,1	172,4

FUENTE: Banco de España.

- a. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. Los fondos propios incorporan el ajuste a precios corrientes.
- b. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. La partida de recursos ajenos con coste incorpora un ajuste para eliminar la deuda «intragrupo» (aproximación a deuda consolidada).
- c. GM = Empresas de la muestra pertenecientes a los principales grupos multinacionales colaboradores.

**Resultados, rentabilidades y endeudamiento**

La ligera desaceleración de la actividad de las empresas de la CBT en 2005, junto con los moderados crecimientos de los gastos de personal, llevó a que el resultado, o excedente, bruto de explotación creciera un 5,2%, casi tres puntos menos de lo que lo había hecho el año anterior. A este incremento de los recursos procedentes del proceso de producción hay que añadir los recursos de los ingresos menos los gastos financieros para determinar los resultados ordinarios, que son los relevantes para el cálculo de las rentabilidades. Los primeros crecieron a una tasa del 22,6%, fundamentalmente debido a las entradas de dividendos provenientes de filiales en el extranjero, y los segundos experimentaron un aumento del 7,8%, que implica un cambio de tendencia, después de cuatro años de disminuciones continuadas en esta rúbrica. El siguiente detalle de los gastos financieros permite analizar las causas que explican su evolución reciente.

	I a IV 05/I a IV 04
<b>Variación de los gastos financieros</b>	<b>+7,8%</b>
A. Intereses por financiación recibida (1 + 2)	+7,8%
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	-1,6%
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	+9,4%
B. Comisiones y descuentos por pronto pago	+0,0%

Como queda de manifiesto en el cuadro, la variación debida al coste (tipos de interés aplicados) amortiguó ligeramente el crecimiento de los gastos financieros, ya que las reducciones

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL			CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)		
	2002	2003	2004	I a IV 03	I a IV 04	I a IV 05
Número de empresas	8.420	8.772	7.969	831	817	728
<b>GASTOS DE PERSONAL</b>	100	100	100	100	100	100
Caen	27,9	25,6	27,9	31,5	32,3	28,4
Se mantienen o suben	72,1	74,4	72,1	68,5	67,7	71,6
<b>NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES</b>	100	100	100	100	100	100
Caen	31,3	31,6	30,6	45,1	44,4	40,7
Se mantienen o suben	68,7	68,4	69,4	54,9	55,6	59,3
<b>GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR</b>	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	44,6	38,9	44,4	44,5	46,5	48,6
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	55,4	61,1	55,6	55,5	53,5	51,4

FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

b. T (12,12) del IPC para la CBA y T (3,12) del IPC para la CBT.

de tipos de interés fueron de menor cuantía que las habidas en ejercicios precedentes, entre otras cosas por el bajo nivel que habían alcanzado. Por otra parte, se aprecia una mayor apelación a fuentes de financiación ajenas, que por sí sola explica un aumento de los gastos financieros de más de nueve puntos, siendo esta la causa fundamental del crecimiento de esta rúbrica. Este incremento de la variación debida al endeudamiento, favorecida por las buenas condiciones de los mercados, se puede constatar también a partir de las ratios E1 y E2 (véase gráfico 4). En la E1 (recursos ajenos / activo neto) se aprecia una suave tendencia creciente, confirmando así que las empresas han acudido en mayor medida a los recursos ajenos como vía para cubrir sus necesidades, evolución que también es coherente con la de la formación bruta de capital fijo de las empresas de la muestra durante el período, que asciende al 8,1%<sup>3</sup>. Por otro lado, la ratio E2 (recursos ajenos [consolidados] / VAB) se mantuvo en 2005 en valores muy similares a los de años anteriores, lo que confirma que el mayor endeudamiento no ha afectado significativamente ni al nivel de riesgo ni a la capacidad de reembolso de las empresas.

La evolución de los ingresos y gastos financieros permitió que el agregado de empresas de la CBT incrementara el Resultado Ordinario Neto (RON) a una tasa del 12,5%, por debajo de la alcanzada en 2004 (17,7%). Sin embargo, este crecimiento permitió mantener un nivel elevado de rentabilidades, incluso superior al alcanzado el año anterior, debido a la evolución de los otros elementos que influyen en el cálculo de las ratios (mayor generación de recursos para hacer frente a los gastos financieros y mejor situación relativa de las rúbricas del balance que figuran en los denominadores de las ratios, según se indica al final del cuadro 1). La rentabilidad ordinaria del activo se situó en el 9,5% para 2005 (más de un punto por encima de la alcanzada el año anterior), mientras que la rentabilidad ordinaria de los recursos propios llegó hasta el 14,6% (frente al 12,1% de 2004). Por sectores (véase cuadro 5), se observa cómo, prácticamente en todos los casos, se mantuvo este mismo tono de altos niveles de rentabilidad, con la excepción del sector industrial, único en el que se aprecia un fuerte des-

3. Para aproximar la evolución de la formación bruta de capital fijo, el cuestionario de la CBT ha empezado a requerir información adicional sobre operaciones del inmovilizado material (fundamentalmente dotaciones a las amortizaciones y beneficios/pérdidas por ventas de inmovilizado material).

**RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO Y DIFERENCIA RENTABILIDAD-COSTE FINANCIERO (R.1-R.2).**

CUADRO 5

**DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**

Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO				RESULTADO ORDINARIO NETO				RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)				DIFERENCIA RENTABILIDAD-COSTE FINANCIERO (R.1-R.2)			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05	2003	2004	I a IV 04	I a IV 05
Total	8,3	10,0	8,0	5,2	14,5	21,5	17,7	12,5	7,8	8,1	8,3	9,5	3,9	4,5	4,4	5,7
<b>TAMAÑOS</b>																
Pequeñas	3,3	14,9	—	—	7,1	23,0	—	—	7,2	7,1	—	—	2,9	3,4	—	—
Medianas	4,1	10,1	3,9	-1,6	9,1	13,8	8,6	-6,2	7,8	8,2	8,3	7,6	3,9	4,8	4,7	4,4
Grandes	8,9	9,8	8,2	5,4	15,4	22,3	18,0	13,2	7,8	8,1	8,3	9,5	3,9	4,5	4,4	5,7
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA</b>																
Energía	2,9	7,8	6,8	11,5	1,1	9,0	10,2	25,4	7,9	8,0	9,0	10,1	4,5	4,7	5,5	6,6
Industria	8,5	7,0	10,5	-1,9	14,9	10,5	27,5	-6,1	8,5	9,2	9,4	8,6	4,7	5,7	5,6	4,9
Comercio y reparación	8,7	13,2	7,1	3,6	9,7	19,6	7,1	7,8	10,9	12,3	10,0	9,5	7,1	8,7	5,8	5,4
Transportes y comunicaciones	8,8	8,3	6,6	2,7	25,4	26,2	17,0	7,7	9,2	9,5	13,8	14,5	5,2	5,3	9,3	10,3

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

censo en 2005, consecuencia de la desaceleración de la actividad. Por el contrario, el sector en el que se registró un incremento más claro de rentabilidades fue el de «otros servicios de mercado» (agrupación que no se muestra explícitamente en los cuadros que ilustran este artículo), en el que se incluyen, entre otras, las empresas *holdings*, que han sido las principales beneficiadas por las fuertes entradas de dividendos del resto del mundo que tuvieron lugar en 2005. Por otra parte, la ratio que mide el coste de la financiación ajena permaneció en niveles mínimos, en torno al 3,8%, lo cual permitió que la diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste financiero ofreciera, un año más, valores claramente positivos y superiores a los de los ejercicios previos. Por último, en lo relativo a la evolución de los resultados extraordinarios, se observa que en 2005 se deshicieron muchas de las provisiones dotadas en ejercicios anteriores, como consecuencia de la recuperación del valor de las inversiones realizadas, principalmente, en Latinoamérica. Este hecho, unido a las plusvalías generadas en operaciones de ventas de acciones, permitió que el resultado neto final creciera a una tasa del 26,2% para 2005.

En resumen, las empresas de la CBT, entre las que no están bien representados los sectores más dinámicos en la coyuntura actual, como son la construcción y los servicios distintos de comercio, transportes y comunicaciones, han mantenido durante 2005 un ritmo de crecimiento moderado de su actividad, menor que el del ejercicio anterior. Esta evolución está afectada, además de por las características de la muestra, por la persistencia de una demanda externa débil en los países de la zona del euro y por los mayores costes del petróleo, que ha estrechado los márgenes de algunos sectores y reducido la generación de excedentes de explotación. Esta evolución no ha afectado a los procesos de creación de empleo, que se han mantenido en una línea ligeramente ascendente, con unas remuneraciones medias estabilizadas en los niveles del año anterior. Por otro lado, la entrada de dividendos provenientes del exterior ha permitido una subida de los resultados ordinarios que, junto con la evolución de las otras variables que determinan las rentabilidades, ha hecho posible que estas sigan manteniendo niveles elevados, superiores a los del período precedente, hasta el punto de que la diferencia entre rentabilidad y coste financiero para el

**ESTRUCTURA DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO  
Y DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS  
DE LAS EMPRESAS COLABORADORAS**

CUADRO 6

		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		I a IV 04	I a IV 05	I a IV 04	I a IV 05
Número de empresas		817	728	817	728
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	$R \leq 0\%$	24,2	23,6	27,0	26,3
	$0\% < R \leq 5\%$	21,3	21,1	16,0	16,4
	$5\% < R \leq 10\%$	15,5	17,6	11,0	13,0
	$10\% < R \leq 15\%$	10,6	10,7	9,1	10,1
	$15\% < R$	28,5	27,0	36,9	34,2
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		8,3	9,5	12,1	14,6

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

agregado total de empresas ascienda a 5,7 puntos. Además, durante 2005 las empresas de la muestra, al igual que deducen indicadores alternativos para la economía en su conjunto, experimentan una favorable evolución de la inversión productiva, lo que es positivo para el mantenimiento y la creación de empleo.

17.3.2006.

## LA CONSTRUCCIÓN EN ESPAÑA

## La construcción en España

Este artículo ha sido elaborado por M.<sup>a</sup> de los Llanos Matea y Carmen Sánchez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La construcción ha sido, sin lugar a dudas, el sector más dinámico de la economía española durante la prolongada fase de crecimiento que se inició a mediados de la década de los noventa. Este protagonismo se debe, no solo a su incidencia directa sobre la actividad, sino también a la repercusión que tiene sobre el resto de actividades productivas, a través del alto contenido en consumos intermedios de su producción<sup>1</sup>, y a su importancia en la generación de empleo.

El análisis de la construcción es también relevante desde el punto de vista cíclico, pues su variabilidad, que es normalmente superior a la de otros componentes del PIB, afecta al comportamiento del producto y puede originar cambios en el propio perfil del ciclo. De forma más general, la construcción desempeña un papel importante en la configuración de las condiciones y la capacidad de crecimiento de la economía, pues algunos de sus componentes —como la dotación de infraestructuras— constituyen factores esenciales para la competitividad del tejido productivo. Asimismo, las condiciones de oferta y demanda de este sector, así como el funcionamiento de los mercados de sus productos, tienen una gran importancia en la determinación de los precios de los activos reales, que son fundamentales en la evolución de la riqueza de los agentes —y, por tanto, en sus decisiones de gasto— y en la formación de costes de las actividades productivas.

El objetivo de este artículo es esbozar los rasgos básicos de la construcción, principalmente desde la óptica de la producción, haciendo especial hincapié en las diferencias en relación con el conjunto de la economía de mercado en el período más reciente (1997-2005). Se trata, por tanto, de un enfoque básicamente descriptivo, que pretende servir para identificar los aspectos más relevantes que deben ser abordados en estudios posteriores.

El artículo se estructura de la siguiente forma: en primer lugar, se describen los grandes rasgos cíclicos de la construcción y los cambios observados en las principales variables del sector en la última fase expansiva; en segundo lugar, se detalla el comportamiento de la actividad, el empleo, los precios y los costes de la construcción en relación con la economía de mercado; a continuación, se presentan las principales características de las empresas constructoras, comparándolas con el agregado de la economía de mercado; y, por último, se realiza una breve descripción de la estructura del gasto en construcción por tipo de obra y por cliente. Al final del artículo se resumen las principales conclusiones.

### **Caracterización de la construcción y rasgos fundamentales de su evolución reciente**

Antes de describir los rasgos principales de la evolución de la construcción conviene aclarar algunas cuestiones. En primer lugar, el objeto de estudio de este artículo se refiere estrictamente a la actividad constructora, de modo que no se consideran otras actividades que guardan alguna relación con ella, como los servicios inmobiliarios. En segundo lugar, cabe recordar que la construcción tiene especial relevancia tanto desde la perspectiva de la oferta como desde la óptica de la demanda, por ser un componente significativo de la formación bruta de capital. En concreto, el valor añadido bruto (VAB) de la rama de la construcción re-

1. SEOPAN (2004) estima que los efectos inducidos de la construcción podrían representar en torno a seis puntos porcentuales tanto del valor añadido como del empleo del total de la economía.

PRINCIPALES MAGNITUDES (%) (a)	1997	2005
VAB construcción / PIB	6,5	10,4
Ocupados construcción / Total ocupados	9,5	13,9
Inversión en construcción / PIB	11,5	17,1
<i>Inversión en viviendas / PIB</i>	4,7	8,8
<i>Inversión en otras construcciones / PIB</i>	6,8	8,3
<i>Inversión en construcción / Total inversión</i>	52,7	58,3
Crédito construcción (b)	36,2	46,4
<i>A vivienda</i>	29,3	38,3
<i>A actividades productivas. Construcción</i>	6,9	8,1
PRO MEMORIA		
UEM. Inversión en construcción / PIB	10,6	10,7 (c)

VARIABILIDAD (d)	1985-1991 (e)	1997-2005 (f)
PIB	1,3	0,8
VAB construcción	3,6	1,9
Inversión en construcción	4,1	2,0
Deflactor del PIB	1,7	0,8
Deflactor del VAB construcción	1,4	2,7
Deflactor de la inversión en construcción	0,8	2,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Variables valoradas a precios corrientes.

b. Respecto al total de crédito concedido a otros sectores residentes más titulación. Datos de fin de año. Para 2005, datos hasta septiembre.

c. Datos hasta el tercer trimestre de 2005.

d. Desviación típica de las tasas de variación.

e. Contabilidad Nacional referencia 2000. Medidas de volumen encadenadas.

f. Contabilidad Nacional base 1995. Variables en términos reales.

presentó un 10,4% del PIB en 2005, mientras que, por su parte, la inversión en construcción supuso un 17% del PIB en ese mismo año<sup>2</sup> (véase el cuadro 1).

Dentro del VAB de esta rama se incluyen tanto la construcción como el mantenimiento y rehabilitación de viviendas, edificios no residenciales y obras de ingeniería civil<sup>3</sup>. En el caso de la inversión, la cobertura por productos es similar, pero se añaden, básicamente, los consumos intermedios necesarios para su producción y los impuestos netos sobre los productos. Los otros gastos asociados a la transferencia de la propiedad, en los que se incurre cuando se adquieren estos productos (como diversos honorarios —jurídicos, de ingenieros, arquitectos, tasadores, etc.—, las comisiones pagadas a agentes inmobiliarios y los impuestos de transmisiones), se incorporan en otro componente de la inversión, la formación bruta de capital fijo en otros productos.

2. Dado que la producción de este sector no se exporta ni se importa, la diferencia entre ambas magnitudes estriba en el diferente peso de los consumos intermedios por el lado de la oferta y de la demanda. Según la información proporcionada por las tablas de origen y destino del año 2000, que muestra tanto los recursos como empleos de las ramas de la economía nacional, el valor de la producción de la rama de construcción proviene en un 60% de los consumos intermedios empleados en el proceso productivo; en un 35% del valor añadido bruto (VAB) generado por la rama; y el resto son los impuestos netos de subvenciones. Por el lado de la demanda, el producto de la rama de la construcción se destina principalmente a la inversión en construcción (un 64%), mientras que un 33% se dirige a consumos intermedios de otras ramas, y el 3% restante a consumo privado [véase Artola y Montesinos (2006)]. 3. Los trabajos de mantenimiento y reparación corrientes y periódicos de los activos fijos utilizados en la producción se consideran consumos intermedios, así como las pequeñas reparaciones de viviendas realizadas por los propietarios de viviendas alquiladas, que se consideran consumos intermedios en la producción de servicios de alquiler.





FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

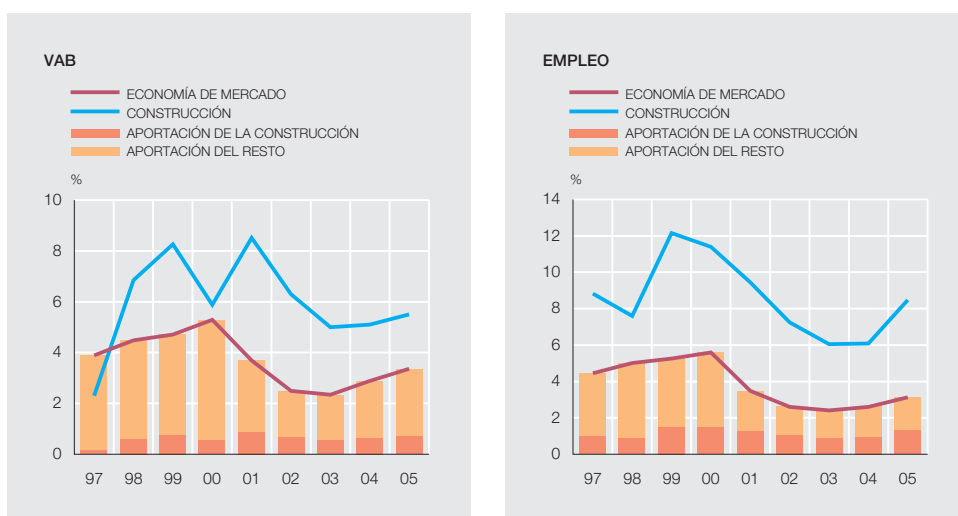
a. Tasas de variación.

Pasando a la evolución histórica del valor añadido de la construcción, a lo largo de las dos últimas décadas se han detectado dos fases expansivas claramente diferenciadas, que abarcan los años de 1985 a 1991 y desde 1997 en adelante<sup>4</sup> (véase gráfico 1). En ambos casos, destaca la mayor variabilidad del componente de la construcción respecto al PIB; en concreto, en la última fase expansiva, a pesar de presentar una menor amplitud que en el ciclo anterior, la variabilidad del VAB en construcción es más del doble que la del PIB (véase cuadro 1). Por otra parte, este último ciclo está resultando ser más persistente que el anterior, con nueve años de tasas de crecimiento positivas, frente a los siete años que duró la fase alcista anterior (1985-1991)<sup>5</sup>. Estos factores podrían explicar, en parte, que la variabilidad del PIB haya disminuido en comparación con la anterior fase expansiva de la construcción.

El gran dinamismo de la construcción registrado en los últimos nueve años (1997-2005) se manifiesta en las principales variables del sector (véase cuadro 1). Desde la perspectiva de la oferta, el VAB de la construcción ha incrementado su peso en el PIB en 4 puntos porcentuales (pp), hasta el 10,4%, y, en términos del empleo, representa casi un 14% del total de ocupados. Por el lado de la demanda, el peso de la inversión en construcción en el PIB aumentó 5,5 pp entre 1997 y 2005. Ese incremento hubiera sido, incluso, mayor si se consideraran otras actividades relacionadas: en concreto, la participación de la inversión en construcción en el producto nacional se vería incrementada en torno a 4 pp si se incluyera la inversión en otros productos asociados a la construcción, como los servicios jurídicos o inmobiliarios.

Asimismo, hay que destacar el protagonismo de la rama de la construcción en los flujos de financiación de la economía española: casi la mitad del total del crédito concedido al sector privado en 2005 está relacionado con la actividad constructora, frente al 36% en 1997. Por componentes, es significativo el fuerte crecimiento del crédito concedido para la adquisición de viviendas, con tasas anuales de variación superiores al 20%, de forma que su peso en el total ha aumentado casi 10 pp en los últimos nueve años. Estas cifras adquirirían una mayor relevancia si se añadiera la financiación concedida a las actividades inmobiliarias, que, con crecimientos anuales en torno al 40%, supone en la actualidad casi un 13% del total del crédito concedido al sector privado.

4. Debido al cambio de base de la Contabilidad Nacional, no se tienen series históricas con la nueva base, por lo que se ha realizado el análisis con las series de la base 1995. 5. Estas mismas conclusiones se obtiene si la comparación se realiza en términos de la inversión en construcción.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

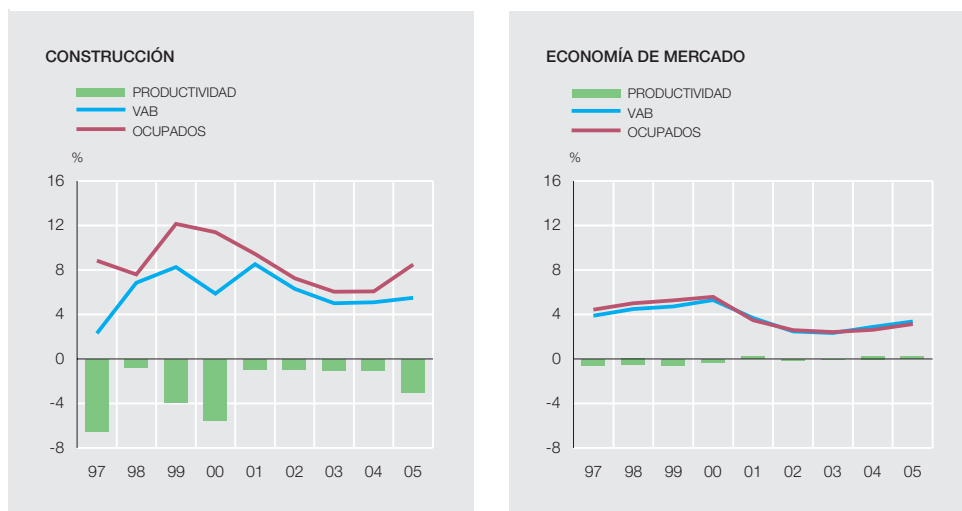
a. Puestos de trabajo equivalentes.

Por último, mientras que el peso de la inversión en construcción en la economía española ha aumentado entre 1997 y 2005 en casi 6 pp (hasta el 17,1%), en la UEM ha permanecido estable en un nivel inferior (un 10,7%). Este comportamiento tan dispar se corresponde con la diferente posición cíclica de la economía española, que ha crecido en el promedio de ese período 2 pp por encima de la UEM, en un contexto de consolidación de los descensos registrados por los tipos de interés reales, que se han situado en mínimos históricos. Asimismo, en los procesos de convergencia real, como el que ha tenido lugar en España en estos años, suele aumentar el peso de la construcción en el producto, ya que suele acaparar parte del esfuerzo de capitalización. En este sentido, el mayor avance en la consolidación presupuestaria, en comparación con la UEM, ha podido facilitar también un mayor dinamismo de la construcción en la economía española.

### Actividad y empleo

Como ya se ha señalado, durante el período 1997-2005, la rama de la construcción ha tenido una contribución notable a la generación de valor añadido y empleo en España, creciendo sistemáticamente por encima de la economía de mercado. En promedio, casi una quinta parte del producto generado en la economía de mercado corresponde a la construcción (véase gráfico 2), de forma que su peso ha aumentado significativamente, hasta situarse en el 13,5% del valor añadido de este agregado, en detrimento de la industria y la agricultura, que han reducido su participación en la estructura productiva del país. Respecto al empleo, casi un tercio del crecimiento observado en la economía de mercado corresponde a la construcción, e, incluso, en los últimos cinco años este porcentaje ha superado ampliamente esa cifra: en 2005, por ejemplo, la aportación de la construcción al crecimiento de los ocupados de la economía de mercado fue del 44%. Como resultado de ello, el peso de los ocupados de la construcción dentro de la economía de mercado ha pasado de ser de un 12% en 1997, a un 17% en 2005.

La productividad aparente del trabajo en el sector de la construcción es inferior a la de la economía de mercado, en parte debido a que aquel es más intensivo en mano de obra. Además, en el transcurso del último ciclo expansivo, la productividad en la construcción se ha reducido, puesto que el ritmo de creación de empleo ha superado al crecimiento del valor



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

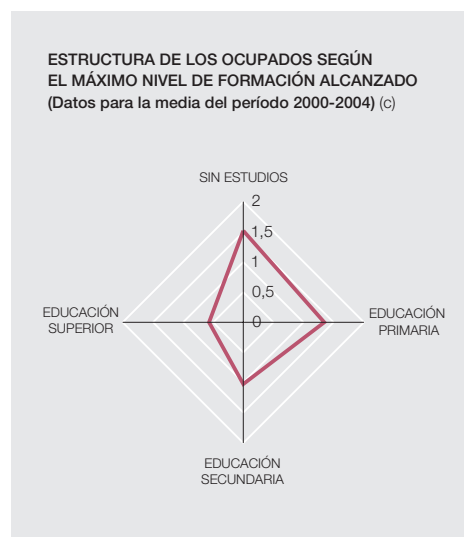
a. Tasas de variación.

añadido (véase gráfico 3). Es posible que esta evolución de la productividad esté relacionada con la abundante oferta de mano de obra de los últimos años, consecuencia, a su vez, de los elevados flujos migratorios. De hecho, la construcción ha sido uno de los sectores que con más intensidad ha absorbido mano de obra extranjera. Mientras que en 1997 los ocupados extranjeros suponían un porcentaje testimonial de algo más del 1% de los ocupados, tanto en el conjunto de la economía como en la construcción, en 2005 representaban ya casi un 19% de los ocupados de la construcción, frente al 11% en el agregado de la economía (véase panel izquierdo del gráfico 4).

En relación con las características de los ocupados, también se aprecian aspectos diferenciales entre el sector de la construcción y el conjunto de la economía de mercado. Así, la ratio de temporalidad es mucho más elevada en la construcción (56% en 2005), aunque las diversas reformas emprendidas en los últimos años para fomentar la contratación indefinida han dado lugar a una reducción en ambos casos. Lo contrario ha sucedido con la tasa de asalarización, que ha tendido a aumentar, si bien parece que en los dos últimos años esta pauta está cambiando. La tasa de asalarización es algo más elevada en la construcción (79,6% en 2005) que en el conjunto de la economía de mercado (77,5%). Por último, la ratio de parcialidad es mucho más reducida en la construcción (2,9% en 2005) que en el agregado (10%), característica que, probablemente, está relacionada también con la menor participación de las mujeres en la construcción.

En el gráfico 4 se han representado, según distintos niveles de estudios, las ratios entre el porcentaje que representa el máximo nivel de formación alcanzado en la construcción, en relación con el de los ocupados en la economía de mercado. Según se observa en él, la construcción destaca por los bajos niveles de formación de sus empleados, ya que aglutina a una mayor proporción de ocupados sin estudios o con tan solo educación primaria, a la vez que los ocupados con educación superior tienen un peso mucho más reducido. Sin embargo, la proporción de personal con educación secundaria está en línea con la registrada en el conjunto de la economía de mercado. Aunque el protagonismo del trabajo manual en este sector es evidente, la baja formación de los trabajadores, junto con la mayor ratio de temporalidad, podrían estar indicando la existencia de deficiencias de calidad del empleo en la construcción.

CARACTERÍSTICAS DEL EMPLEO		
	Construcción	
	1997	2005
Proporción de ocupados extranjeros (a)	1,4	18,7
Ratio de temporalidad	61,7	55,8
Tasa de asalarización	75,5	79,6
Ratio de parcialidad	1,5	2,9
	Economía de mercado	
	1997	2005
Proporción de ocupados extranjeros (a) (b)	1,3	10,9
Ratio de temporalidad	38,1	34,2
Tasa de asalarización	71,2	77,5
Ratio de parcialidad	6,1	10,0



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

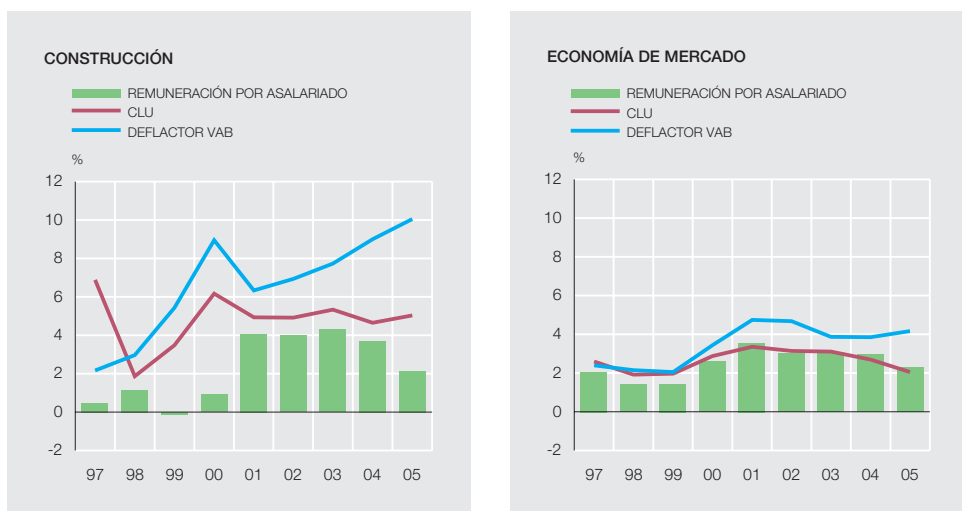
- a. Las series de ocupados de la EPA presentan una ruptura en el año 2005. Esta ruptura se debe a un cambio en el cuestionario, un cambio censal y un cambio en el método de recogida de la entrevista.  
 b. Total economía.  
 c. En el gráfico se muestra la ratio entre los porcentajes que representan cada nivel de estudios en la construcción con relación a la economía de mercado.

### Precios y costes

Durante el período analizado (1997-2005), la característica más destacable de la evolución de los precios en la construcción es el fuerte incremento generalizado que han experimentado. Así, el deflactor del VAB se incrementó un 7,1%, y el de la inversión, un 5,6%, tasas muy superiores a la registrada por el deflactor del PIB (un 3,7%). Esta evolución se ha reflejado en una mayor variabilidad del deflactor del VAB de la construcción, al mismo tiempo que ha disminuido la correspondiente al deflactor del PIB, en un contexto de menor crecimiento de esta última variable. En consecuencia, se ha generado un incremento significativo de la dispersión relativa de los precios en la construcción en comparación con la fase alcista anterior (1985-1991).

El diferencial entre el deflactor del valor añadido de la construcción y el del total de la economía de mercado se explica, en primer lugar, por los costes laborales unitarios, que aumentaron un 4,5% en la construcción (muy por encima de la economía de mercado), como consecuencia de la caída de la productividad que caracteriza esta rama de producción. Por el contrario, la remuneración por asalariado registró un crecimiento medio muy similar al observado en la economía de mercado, en torno a 2,5% (véase gráfico 5). Sin embargo, lo que ha caracterizado a la construcción durante este período es el descenso significativo del coste laboral real (medido en términos del deflactor del VAB), que ha sido muy superior al de la productividad, lo que ha permitido un fuerte y prolongado incremento de los márgenes unitarios en este sector (véase gráfico 6).

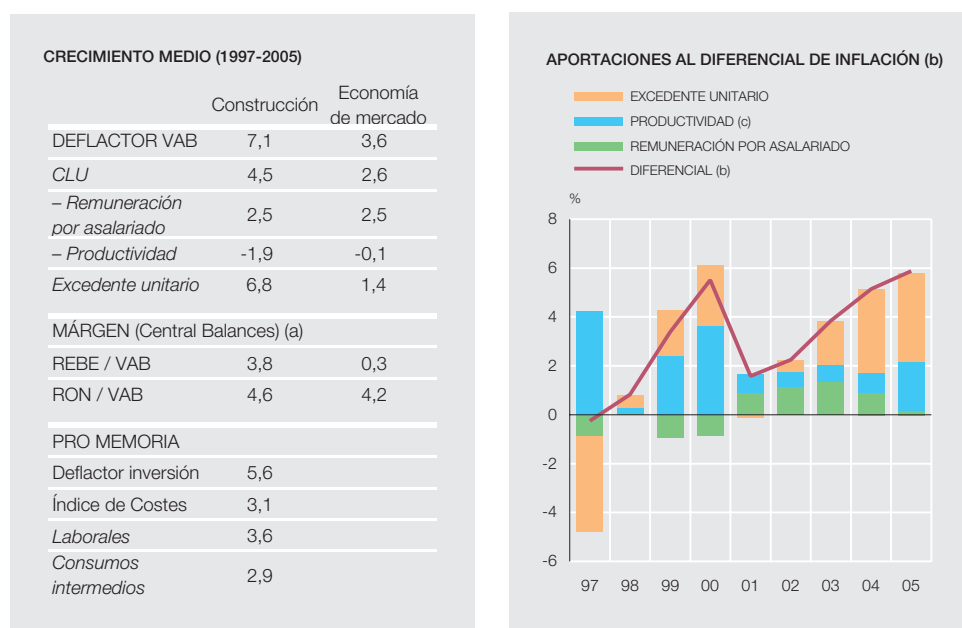
Detrás de ese elevado crecimiento de los márgenes —que, en media, está en torno al 7% anual—, se encuentra la fuerte presión que la demanda ha ejercido en el período, frente a una oferta que, en el caso de la construcción, por su propia naturaleza, no puede responder con total flexibilidad. El excedente unitario explica, en promedio del período, algo menos del 40% del diferencial entre el crecimiento del deflactor del VAB de la construcción y el de la economía de mercado. No obstante, en los últimos años el margen unitario ha pasado a explicar más del 50% de ese diferencial. Al valorar estos datos hay que tener en cuenta que el margen unitario de la Contabilidad Nacional es una medida incompleta del *mark-up*, puesto que no



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación.

DEFLACTORES Y COSTES



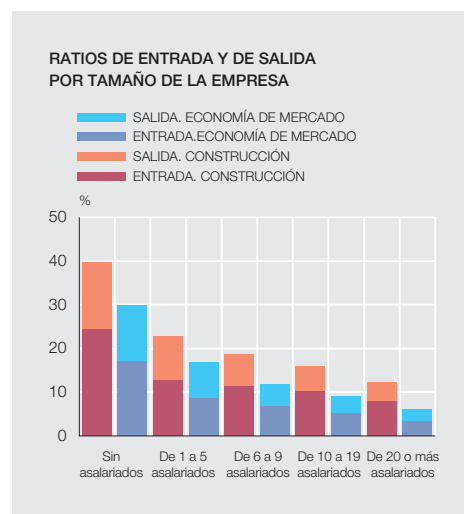
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (Contabilidad Nacional), Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a. REBE es el Resultado Económico Bruto de Explotación y RON es el Resultado Ordinario Neto.
- b. Diferencia entre el crecimiento del deflactor del VAB de la construcción y el de la economía de mercado.
- c. La aportación de la productividad aparece con signo cambiado.

descuenta el coste derivado del uso del capital. No obstante, si se analiza el margen a partir del resultado ordinario neto proporcionado por la Central de Balances<sup>6</sup>, se obtiene la misma señal que con los datos de Contabilidad Nacional: un crecimiento alto en este período y superior al registrado en la economía de mercado.

6. El resultado ordinario neto es el resultado económico bruto de explotación, más los ingresos financieros, menos los gastos financieros, menos las amortizaciones y provisiones de explotación. Una comparación entre distintas medidas de márgenes para el total de la industria se encuentra en el Informe Anual de 2003 (recuadro IV.3).

	Construcción	Economía de mercado (a)
<b>DIMENSIÓN</b>		
Tamaño medio (personas/empresas)	5,3	4,8
<b>ESTRUCTURA (%)</b>		
Microempresas (b)	90,3	94,0
Pequeñas empresas (c)	8,6	5,1
Resto de empresas (d)	1,0	0,9
<b>DINÁMICA EMPRESARIAL (e)</b>		
Tasa de rotación	29,3	23,0
Ratio de entrada (f)	17,7	13,0
Ratio de salida (g)	11,6	10,0



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

- a. Excluida agricultura y pesca.
- b. Empresas con menos de 10 trabajadores.
- c. Empresas entre 10 y 49 trabajadores.
- d. Empresas con 50 o más trabajadores.
- e. Media del período 2000-2005.
- f. Ratio, en tanto por ciento, entre empresas entrantes y suma de entrantes y existentes en el período anterior.
- g. Ratio, en tanto por ciento, entre empresas salientes y suma de salientes y existentes en el período anterior.

Por el lado de la demanda, se observa el mismo perfil de altos ritmos de expansión del deflactor, aunque con un crecimiento ligeramente inferior al del VAB, en torno a un punto en media del período. La diferencia se explica, fundamentalmente, por los precios de los consumos intermedios. A partir de los indicadores de costes de la construcción elaborados por el Ministerio de Fomento, se observa que durante el período analizado los costes laborales se incrementaron, en media, un 3,6%, mientras que los costes intermedios solo lo hicieron un 3%.

### Demografía y comportamiento empresarial

El número de empresas dedicadas a la construcción ha aumentado apreciablemente en los últimos años, siendo en 2005 un 53% más alto que el que había en 1999, según la información que proporciona el Directorio Central de Empresas<sup>7</sup>; ello ha supuesto que el peso del sector dentro de la economía de mercado<sup>8</sup>, en términos de número de empresas, se haya incrementado del 10,8% en 1999, al 13,3% en 2005. La dimensión de las empresas constructoras es reducida (véase panel izquierdo del gráfico 7): en particular, el tamaño medio de las empresas del sector se sitúa ligeramente por encima de los 5 trabajadores. Además, algo más del 90% son microempresas (es decir, tienen menos de 10 trabajadores), mientras que el 8,6% son pequeñas empresas (entre 10 y 49 trabajadores). Esta estructura es algo diferente a la que presenta la economía de mercado, donde el peso de las microempresas es algo mayor (94%), pero el de las pequeñas empresas es menor (algo más del 5%). En consecuencia, el tamaño medio empresarial en la economía de mercado es ligeramente inferior al de la construcción. En términos de la condición jurídica de las empresas, y en el promedio del período considerado, se observa que en la construcción casi el 53% son personas físicas, cifra que, aunque abultada, es inferior a la que se registra en el conjunto de la economía de mercado (61%).

7. La información que se va a utilizar solo está disponible para dicho período. Por otro lado, los datos son anuales y se refieren al 1 de enero del año de referencia. 8. En este apartado la economía de mercado excluye agricultura y pesca.

En este último ciclo expansivo de la construcción, la entrada y salida de empresas ha sido un fenómeno habitual. Para ilustrar este comportamiento, se han calculado las tasas de rotación, definidas como la suma de los ratios de entrada y de salida de las empresas, en el promedio del período 2000-2005, de la construcción y de la economía de mercado<sup>9</sup>. Como pone de manifiesto el gráfico 7, la rotación de la construcción (29%) ha sido superior a la del agregado (23%), como consecuencia tanto de una ratio de entrada mayor (18%, frente al 13%), como de una ratio de salida también más elevada (12%, frente al 10%). En ambos sectores se aprecia que la rotación es decreciente respecto del tamaño de las empresas (véase panel derecho del gráfico 7).

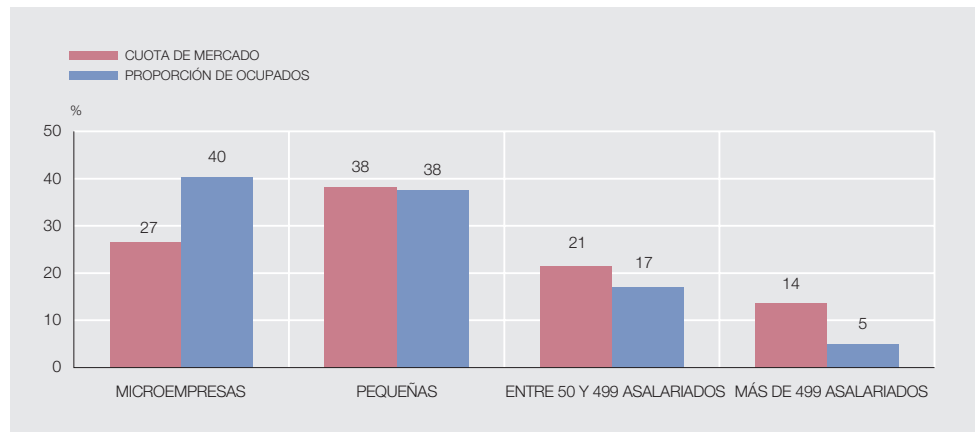
En cuanto al comportamiento empresarial, cabe destacar que la subcontratación es una práctica empresarial muy extendida en el sector de la construcción, que, además, ha ido ganando peso a lo largo del tiempo. Para hacer una valoración aproximada de esta práctica se pueden utilizar dos tipos de estadísticas: la Encuesta Coyuntural de la Industria de la Construcción (ECIC) y la Central de Balances (CB)<sup>10</sup>. La ECIC permite calcular el porcentaje que representan las subcontratas cedidas a otras empresas sobre los ingresos de explotación. Aunque esta ratio puede subestimar algo la importancia del fenómeno de la subcontratación<sup>11</sup>, permite apreciar bien su evolución. En particular, se observa que este porcentaje ha pasado del 21,6% en 1997 al 28,1% en 2002. Asimismo, se confirma que esta práctica está generalizada en todos los tipos de obras y que es mayor cuanto mayor es la empresa<sup>12</sup>. En el caso de la CB, la subcontratación se aproxima por el cociente entre los trabajos realizados por otras empresas y la cifra de negocios<sup>13</sup>. Esta definición se corresponde con un concepto algo más amplio que el de subcontratación, y, además, la CB está sesgada hacia las grandes empresas; por ello, no es de extrañar que esta nueva ratio alcance porcentajes muy superiores a los de la ECIC, desde el 40% al 45%. Pero lo más importante es que estos datos corroboran que la importancia de la subcontratación ha ido en aumento a lo largo del período considerado. Se comprueba, además, que es una práctica mucho más extendida en la construcción que en el resto de los sectores no financieros, puesto que en este caso el valor agregado de dicha ratio se sitúa entre un 5% y un 8%.

Aunque no se dispone de información cuantitativa, conviene hacer referencia a otra práctica empresarial muy extendida en la construcción, la Unión Temporal de Empresas (UTE). Con este tipo de asociación empresarial, que permite que varias empresas colaboren para el desarrollo o ejecución de una obra, se facilita que las empresas de tamaño medio o pequeño puedan unir sus medios técnicos y financieros para competir con las grandes en la realización de obras que no podrían acometer por separado. De igual modo, puede ser una fórmula interesante, con independencia del tamaño de la empresa, para acotar los riesgos que se asumen.

Sin duda, estas prácticas empresariales ayudan a entender la distribución de las cuotas de mercado. Así, de acuerdo con la Estadística de la Estructura de la Industria de la Construcción

---

**9.** La ratio de entradas es el cociente, en tanto por ciento, entre empresas entrantes y la suma de entrantes y existentes en el período anterior. La ratio de salidas es el cociente, en tanto por ciento, entre empresas salientes y la suma de salientes y existentes en el período anterior. **10.** Con la primera fuente se tiene una cobertura mayor que con la segunda, y proporciona información por tipo de obra. En contraposición, con la CB se puede contextualizar los resultados de la construcción con los del conjunto de empresas no financieras. **11.** Al no incluir en el numerador, pero sí en el denominador, el margen que la empresa aplica a estos trabajos encargados a subcontratistas. **12.** De acuerdo con la ECIC de 2002, en dicho año la proporción de las subcontratas cedidas sobre los ingresos de explotación era del 6,7% en las microempresas (menos de 10 ocupados), del 18,6% en las empresas con entre 10 y 19 ocupados, del 30,4% en las empresas con entre 20 y 199 ocupados, y del 38,6% en las empresas con más de 199 ocupados. **13.** En este caso se desconoce si la aproximación está sesgada al alza o a la baja, ya que hay dos efectos contrapuestos: por un lado, el concepto es algo más amplio, al incorporar también los trabajos realizados por otras empresas que no son subcontratistas, y, por otro, como sucede con la ECIC, en el numerador, a diferencia del denominador, no se tienen en cuenta los márgenes que aplica la misma empresa a las subcontrataciones.



FUENTE: Ministerio de Fomento.

correspondiente al año 2003<sup>14</sup>, las pequeñas empresas alcanzan una cuota de mercado —medida por el volumen de negocio— del 38,3%, en línea con la proporción de personas que emplean, aunque muy superior si se la compara con el porcentaje de empresas que forman este agregado (12,1%). Por su parte, la participación de las microempresas (26,6%) es muy inferior a lo que representan, tanto en términos de ocupados como de número de empresas (86,7%). Todo lo contrario sucede con las medianas y grandes empresas, que en conjunto alcanzan una cuota de mercado del 35,1%, aunque solo representan el 1,1% del total de empresas y ocupan el 22,1% del empleo del sector (véase gráfico 8).

### **Evolución de la construcción por componentes**

El análisis desagregado de la construcción se puede realizar desde la óptica de la oferta, analizando el producto, el empleo y el comportamiento empresarial para los distintos tipos de producto —edificación residencial y no residencial, y obra civil—. También se puede estudiar desde la perspectiva de la demanda, haciendo hincapié en los factores que determinan las decisiones de gasto en inversión de los distintos agentes (familias, empresas o sector público) en cada uno de estos bienes. Dado que el marco de la Contabilidad Nacional proporciona una mayor información de la construcción por el lado de la demanda, el análisis por componentes que aquí se presenta se realiza desde esa óptica.

En el cuadro 2 se presenta el desglose de la inversión en construcción por tipo de inversión (vivienda y resto) y por agente demandante de la inversión: las viviendas se asignan a familias y el resto se divide entre empresas y sector público<sup>15</sup>. El dinamismo de la inversión en construcción durante este período se explica, fundamentalmente, por el componente de la vivienda, que registró un crecimiento medio superior al 8% y una aportación media al total de casi el 60%. Por su parte, la construcción pública fue el componente con un menor crecimiento (un 3,8%), y tan solo contribuyó un 12,7% al total. No obstante, cabe resaltar el cambio de tendencia observado desde finales de 2003, con una desaceleración suave de la inversión en vivienda y un mayor peso de las otras construcciones, asociado, en parte, al mayor dinamismo de la obra civil, y, en particular, a la correspondiente a las empresas públicas. Como consecuencia de esta evolución, la composición de la construcción ha cambiado significativamente durante esta fase alcista, con un aumento de 5 pp en la participación de la vivienda, hasta el 47,4%, en detrimento, fundamentalmente, de la construcción pública, cuyo peso en el total se situó cercano al 16% en 2005.

14. Los resultados son muy parecidos en 2001 y 2002, años para los que también está disponible esta estadística. 15. En este análisis sectorial, las empresas públicas estatales del Grupo Fomento (EPEGF) se incluyen en el sector de empresas.



	Estructura 1997	Estructura 2005	Crecimiento medio	Aportación al crecimiento medio	Variabilidad (b)
INVERSIÓN TOTAL	100,0	100,0	6,8	100,0	2,0
Inversión en vivienda	42,2	47,4	8,3	57,0	3,0
Inversión en otras construcciones	57,7	52,5	5,5	43,8	2,1
<i>Privado</i>	38,0	36,8	6,3	33,6	4,1
<i>Público</i>	19,6	15,7	3,8	12,7	8,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

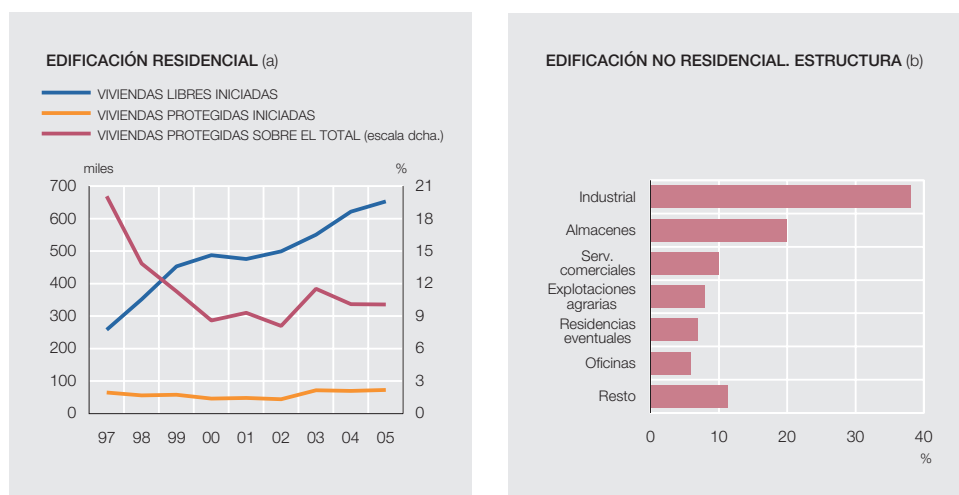
a. Los datos de estructura se calculan a partir de las variables a precios corrientes, y el resto de los datos se refieren a variaciones en volumen.

b. Desviación típica de las tasas de variación.

La pujanza de la edificación residencial se explica por la prolongada fase de crecimiento de la economía, caracterizada por una elevada generación de empleo y un sólido crecimiento de la renta familiar; la mejora en las condiciones de financiación; la baja rentabilidad de las inversiones alternativas, en particular de la bolsa; y la inversión extranjera. Como consecuencia, el crédito hipotecario ha pasado de representar en torno al 30% del PIB en 1997 a superar el 80% en 2005. Además, en este período el sector ha resultado especialmente atractivo para los inversores extranjeros. En particular, la inversión neta extranjera en inmuebles (tanto para usos residenciales como no residenciales, y en inmuebles nuevos y de segunda mano) ha aumentando paulatinamente su importancia entre 1997, cuando representó un 0,34% del PIB, y 2003, cuando alcanzó el 0,91%. Después de esta evolución se encuentran factores muy diversos, entre los que cabe citar la reducción e incluso eliminación para los países de la UEM del riesgo del tipo de cambio, tras la introducción del euro y el creciente papel que está desempeñando el litoral español como destino, en ocasiones permanente, de jubilados centroeuropeos<sup>16</sup> y de turistas que prefieren alojarse en sus propias viviendas. No obstante, en los dos últimos años, esos flujos de inversión han disminuido, hasta situarse en el 0,65% del PIB en 2005, como resultado del escaso crecimiento económico registrado por los países de origen y las fuertes subidas del precio de la vivienda en España, que han reducido el atractivo de este tipo de inversión.

El notable aumento de la demanda de viviendas ha venido acompañado de un fuerte crecimiento de la construcción de nuevas viviendas, que ha alcanzado máximos históricos. Así, mientras que en 1997 se iniciaron algo más de 250.000 viviendas, se estima que en 2005 se superaron las 650.000 (véase gráfico 9). Esta circunstancia ha sido posible gracias a que la oferta ha sido menos rígida que en otras fases expansivas. En concreto, en los últimos años se han ido introduciendo algunos cambios legislativos sobre el suelo que han podido favorecer una respuesta mayor de la oferta, entre los que cabe destacar la reducción, a partir de 1996, del porcentaje de cesión obligatoria de suelo a favor de la administración del 15% al 10%<sup>17</sup>, y la introducción del agente urbanizador. Con el agente urbanizador<sup>18</sup> se ha conseguido agilizar la salida al mercado de nuevos solares, puesto que a esta figura se le permite, si así lo aprueba la Administración, urbanizar el suelo ajeno.

16. Sobre este punto, en Martínez y Matea (2003) se puede consultar información detallada por CCAA. 17. Adicionalmente, en 1996 se eximió de la cesión a los solares, y en 1997 dicha exención se amplió a reformas, renovación o mejoras urbanas. 18. Es una figura que se introdujo por primera vez en la CA de Valencia en 1994, y que posteriormente otras CCAA han ido incorporando.



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

a. Número de viviendas iniciadas estimadas por el Ministerio de Vivienda. La cifra del año 2005 es una estimación propia basada en la evolución de los tres primeros trimestres del año.

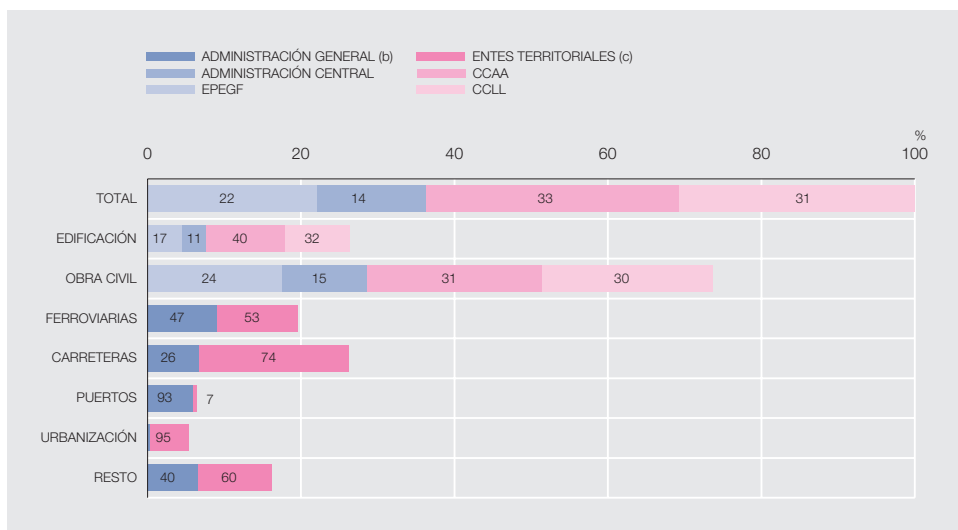
b. Licencias de obra nueva concedidas por los ayuntamientos. Superficie en metros cuadrados. Media 1997-2004.

Por el contrario, la construcción de viviendas protegidas se redujo, desde las casi 65.000 unidades en 1997, a algo menos de 45.000 en 2002, si bien, en los últimos años, se han iniciado en torno a 70.000. El resultado ha sido que, mientras que en 1997 el 20% de todas las viviendas iniciadas eran protegidas, dos años después ese porcentaje se había reducido casi a la mitad, manteniéndose desde entonces en niveles que han oscilado entre el 8% y el 11%. La explicación de por qué se han construido menos viviendas protegidas hay que buscarla tanto en la pérdida de importancia de este tipo de instrumento dentro de la política de vivienda durante esos años, como en la menor rentabilidad que ha supuesto la vivienda protegida para los promotores (de hecho, el grado de cumplimiento del Plan de Vivienda 1998-2001 fue de solo el 84%), dadas las fuertes subidas del precio de la vivienda libre. En la actualidad, la vivienda protegida ha vuelto a ganar importancia dentro de la política de vivienda, como lo ilustra el hecho de que en los dos últimos años se hayan aprobado varias subidas de su precio y se hayan ampliado las actuaciones protegidas<sup>19</sup>.

La inversión realizada por las empresas se distribuye al 50% entre bienes de equipo y construcción, y, dentro de esta última, el componente principal es la edificación no residencial<sup>20</sup>, es decir, todo tipo de edificación no destinado a vivienda, como almacenes, oficinas, centros sanitarios y centros culturales. Su dinámica suele ir paralela a los ciclos de inversión empresarial, por lo que tiende a depender de los mismos parámetros: coste de financiación, nivel de utilización de la capacidad productiva y beneficios empresariales. En el gráfico 9 se presenta la composición de la edificación no residencial a partir de la información de las licencias municipales, donde destaca el peso significativo de la edificación industrial y almacenes (58%), componen-

<sup>19</sup>. Las actuaciones protegidas pueden ser: promoción de viviendas nuevas, adquisición de viviendas ya construidas, rehabilitación de viviendas propiedad de las distintas Administraciones y urbanización del suelo para su inmediata edificación. El Plan de Vivienda 2005-2008 ha elevado el número de actuaciones, desde las 110.000 anuales que contemplaba inicialmente el Plan de Vivienda 2002-2005, a las 180.000 anuales. Asimismo, en el anteproyecto de Ley del Suelo y Valoraciones, hay varias novedades encaminadas a aumentar la construcción de viviendas protegidas. En concreto, se quiere hacer obligatorio destinar, en todos los desarrollos urbanísticos, al menos un 25% del suelo a viviendas protegidas. Esto último afectará especialmente a aquellas CCAA que no establecen ningún porcentaje mínimo sobre este aspecto — caso de Baleares y Valencia —, o cuyo porcentaje es menor — por ejemplo, en Castilla y León y la Rioja, con un mínimo actual del 10% —.

<sup>20</sup>. Según las estimaciones de Buisán y Pérez (1997), la inversión empresarial en edificación no residencial podría estar en torno al 70% del total de la inversión en construcción empresarial.



FUENTES: Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a. Presupuestos de licitación oficial en euros (datos de 2004). La longitud de la barra representa el peso sobre el total de licitaciones. Además, para cada tipo de obra se proporciona su distribución por agente en números.
- b. La Administración General incluye la Administración Central y las Empresas Públicas Estatales del Grupo Fomento (EPEGF).
- c. Los entes territoriales (EETT) incluyen las CCAA y las CCLL.

tes cuya evolución está asociada al comportamiento cíclico de la economía. Por su parte, la edificación comercial (un 10% del total) está estrechamente relacionada con el consumo privado; la estabilización de este agregado y las limitaciones a la apertura de centros comerciales en algunas CCAA podrían explicar la pérdida de ritmo de este sector en el último año. Por último, la edificación de hoteles y residencias, que supone un 7% del total, se vio favorecida por la fuerte demanda turística en los últimos años de la década de los noventa.

La inversión pública se ha ido recuperando a lo largo del período analizado, en un contexto de mejoría general de la actividad económica y de mayor holgura alcanzada por las finanzas públicas; en particular, destaca el avance de la obra pública, que supone en torno al 75% del total de la inversión realizada por el sector público. Una característica de la construcción pública es su alta volatilidad, que está asociada al ciclo electoral, de forma que tiende a acelerarse en los períodos previos a las elecciones y a ralentizarse en los años de elecciones.

Para poder analizar con más detalle la inversión pública en construcción, se ha utilizado la estadística de licitación oficial<sup>21</sup>, que proporciona información tanto del agente demandante de la obra —Administración Central, Entes Territoriales (EETT) y Empresas Públicas Estatales del Grupo Fomento (EPEGF)—, como del tipo de obra realizado —edificación (residencial y no residencial) y obra civil—. En el gráfico 10 se presenta la estructura de la licitación oficial por tipo de obra y agente demandante. La obra civil alcanza el 74% del total, mientras que la edificación solo representa un cuarto del total de la licitación (siendo casi el 20% del segmento no residencial). Dentro de la obra civil sobresalen las obras en carreteras, redes ferroviarias —en línea con la construcción de diversos corredores de alta velocidad— y, en menor medida, puertos y urbanizaciones. Por agente demandante, se aprecia que los EETT licitan dos tercios del total, repartiéndose, prácticamente por igual, el esfuerzo inversor entre las CCAA y

21. En la práctica, el análisis de la inversión pública se realiza a partir del seguimiento de la licitación oficial del Ministerio de Fomento, dados los retrasos en la disponibilidad de los datos desagregados de inversión pública. Además, las series de licitación incorporan la demanda de obra pública realizada por empresas públicas que, por su naturaleza, no están incluidas en las cuentas públicas.

las CCLL; el resto se distribuye entre la Administración Central (un 14%) y las EPEGF (un 22%). En el período analizado destaca el creciente protagonismo de estas últimas, asociado a la necesidad de abordar ambiciosos planes de infraestructura. En el caso de la obra civil, la distribución por agentes es similar a la del total de licitación, mientras que en la edificación el peso de los EETT alcanza el 70%, dado el carácter más regional de este tipo de obra.

## **Conclusiones**

Durante el período 1997-2005, la construcción ha sido uno de los componentes más dinámicos de la economía española. En promedio del período, casi una quinta parte del crecimiento registrado por la actividad y un tercio del empleo creado en la economía de mercado son atribuibles a la construcción. La gran capacidad de generación de empleo del sector ha tenido como contrapartida un retroceso de la productividad, un rasgo atípico por su importancia y persistencia, en el que será preciso profundizar. Con todo, en comparación con la anterior fase de expansión de la construcción, que tuvo lugar entre 1985 y 1991, el ciclo actual se ha caracterizado por presentar tasas de crecimiento de este sector menos intensas y variables, lo que ha podido influir en la prolongación del auge durante un período de tiempo más largo.

La elevada creación de empleo en la construcción está unida a la aparición de cuantiosos flujos de inmigración, puesto que los trabajadores extranjeros representan ya el 19% de los ocupados totales en el sector. La abundante mano de obra disponible, junto con los elevados niveles de temporalidad (56% en 2005) que caracterizan a este sector, pueden ser responsables, en parte, de los bajos registros de productividad observados.

Como el resto de la economía de mercado, el sector de la construcción se encuentra muy atomizado, siendo el número medio de empleados por empresa de apenas 5 trabajadores. Las compañías del sector han mostrado un gran dinamismo, superior al del conjunto de la economía de mercado, como reflejan las elevadas ratios de entradas y salidas de empresas, y el hecho de que en 2005 el número de empresas constructoras haya sido un 50% más elevado que en 1999. Se observa también que la subcontratación tiene gran importancia en el sector, lo que abre el interrogante sobre en qué medida este fenómeno puede afectar a la calidad de la construcción, puesto que, por una parte, facilita la especialización de las empresas en fases muy específicas de la obra, pero, por otra, puede suponer una dispersión del control fuera de la empresa responsable. Por otra parte, en este sector son bastante frecuentes las uniones temporales de empresas para acometer determinadas obras. Estas prácticas empresariales hacen posible que las empresas pequeñas tengan una cuota de mercado relativamente elevada, del 38%, similar al porcentaje de personal que ocupan. Sin embargo, hay un número muy sustancial de microempresas, con una participación en la actividad menor de la que les correspondería por peso del empleo o por número de empresas, mientras que lo contrario sucede con las medianas y grandes empresas.

Los deflatores de la construcción —tanto si se analizan desde el lado de la oferta como de la demanda— han crecido a ritmos relativamente elevados, claramente por encima de los correspondientes a otras ramas productivas o componentes del gasto. Desde el punto de vista de la formación de precios, ese comportamiento se corresponde con la caída de la productividad en este sector y, sobre todo, con el fuerte crecimiento del excedente unitario. A su vez, la ampliación de márgenes refleja el intenso incremento de la demanda por parte de las empresas y, en especial, de las familias, que la oferta, aunque ha reaccionado con más flexibilidad que en el pasado, no ha podido abastecer.

Respecto al futuro, cabe esperar que la demanda dirigida a la construcción comience a moderarse, habida cuenta de que el peso de la inversión en construcción sobre el PIB ha aumentado constantemente en los últimos años, y es en la actualidad sustancialmente

mayor en España que en la zona del euro. En este sentido, una cuestión pendiente de abordar es en qué medida la composición por tipo de obra o por agente demandante podría variar en los próximos años y cómo afectaría esto al comportamiento global del sector, que, como se comentó al principio, tiene unos efectos inducidos muy relevantes sobre el resto de la economía.

21.3.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARTOLA, C., y A. MONTESINOS (2006). *Análisis de los indicadores coyunturales de construcción*, mimeo.
- BANCO DE ESPAÑA (2003). *Informe Anual*.
- BUISÁN, A., y M. PÉREZ (1997). *Un indicador de gasto en construcción para la economía española*, Documentos de Trabajo, n.º 9711, Banco de España.
- MARTÍNEZ, J., y M.ª DE LOS LL. MATEA (2003). «Precios de la vivienda en España: evolución y factores explicativos», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 78.
- SEOPAN (2004). *Informe anual de la construcción*.

LA INTERACCIÓN ENTRE EL PRECIO DE LA VIVIENDA Y EL CRÉDITO A HOGARES  
DESTINADO A SU ADQUISICIÓN

## La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición

Este artículo ha sido elaborado por Ricardo Gimeno y Carmen Martínez-Carrascal, del Servicio de Estudios<sup>1</sup>.

### Introducción

El precio de la vivienda y el crédito destinado a su adquisición son dos variables que están estrechamente relacionadas, por lo que su evolución no puede analizarse de forma independiente. Así, por un lado, los incrementos en el valor de los inmuebles aumentan el colateral disponible y, por tanto, la capacidad de endeudamiento de los hogares. Al mismo tiempo, un mayor volumen de financiación facilita la compra de estos activos, lo que, en un contexto en el que la oferta es rígida en el corto plazo, tiende a traducirse en ascensos en su precio. Ello explica la evidencia disponible en el ámbito internacional de ciclos expansivos en los que el crecimiento de ambas magnitudes tiende a reforzarse mutuamente.

En España, tanto el precio de la vivienda como el crédito destinado a su adquisición han crecido a tasas elevadas durante los últimos años. Como resultado de esta evolución, tanto los pasivos como la riqueza inmobiliaria de los hogares han experimentado un avance sustancial. Dado el papel que ambas variables tienen en el patrimonio de las familias y, por tanto, en sus decisiones de gasto, resulta especialmente relevante conocer si el nivel alcanzado por ambas magnitudes es acorde con sus determinantes fundamentales de largo plazo. También es interesante estudiar si sus ciclos expansivos o contractivos se refuerzan mutuamente y cómo se corrigen los desequilibrios en dichos mercados (el inmobiliario y el hipotecario) cuando se producen. El análisis es también importante desde el punto de vista de la estabilidad financiera, dado el elevado y creciente peso que los préstamos hipotecarios tienen en la cartera crediticia de las entidades.

En este contexto, el presente artículo resume los principales resultados de la estimación de un modelo que permite dar respuesta a las cuestiones anteriores. Concretamente, tras esta introducción se analizan, para el caso español, los determinantes fundamentales del crédito destinado a la adquisición de vivienda y del precio de los inmuebles. En la tercera sección se estudia la interacción entre ambas variables en el corto plazo y el proceso de corrección de sus desequilibrios. Finalmente, el último epígrafe contiene las principales conclusiones.

### Relaciones de equilibrio a largo plazo

Para el análisis de la interacción entre el precio de la vivienda y el crédito para su adquisición se han estimado un conjunto de ecuaciones, que recogen, por un lado, las relaciones de equilibrio de largo plazo existentes entre las distintas magnitudes incorporadas y, por otro, sus dinámicas de corto plazo. Estas últimas contemplan el impacto que las tasas de avance (tanto contemporáneas como desfasadas) de unas variables tienen sobre el ritmo de crecimiento de las otras y los ajustes que se producen cuando se registra una desviación en alguna de ellas respecto al nivel acorde con sus determinantes de largo plazo<sup>2</sup>. Para este estudio se han utilizado datos trimestrales correspondientes al período 1984-2004.

En el panel superior del cuadro 1 se presentan las dos relaciones de equilibrio de largo plazo estimadas. Como cabía esperar, el crédito para la adquisición de vivienda depende positivamente de los ingresos laborales de las familias, que aproxima los efectos de su renta per-

1. Este artículo resume los principales resultados del Documento de Trabajo n.º 0605, de los autores, titulado *The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case*. 2. Concretamente, se ha estimado un modelo vectorial de corrección del error (o VECM, por su acrónimo en inglés). Para más detalles, véase Gimeno y Martínez-Carrascal (2006).

Datos trimestrales 1984-2004 (a)

Relaciones de largo plazo			
$Crédito = renta\ laboral + 0,79\ precio\ vivienda - 10\ tipo\ de\ interés + constante$			
$Precio\ vivienda = 0,33\ crédito + 1,2\ renta\ laboral + constante$			
Dinámicas de corto plazo			
		Crecimiento del crédito	Crecimiento del precio de la vivienda
<i>Variable explicativa</i>	Crecimiento del crédito	—	0,15
	Crecimiento del precio de la vivienda	0,09	—
	Crecimiento de la renta laboral	0,23	—
	Desequilibrio en el crédito (en el trimestre previo)	-0,13	-0,08
	Desequilibrio en el precio de la vivienda (en el trimestre previo)	—	-0,07

a. Crédito recoge los préstamos concedidos a familias para adquisición de vivienda. Todas las variables, a excepción de los tipos de interés, están expresadas en términos reales y en logaritmos. El crédito para adquisición de vivienda y la renta laboral están expresados en términos por hogar. Para más detalles, véase Gimeno y Martínez-Carrascal (2006).

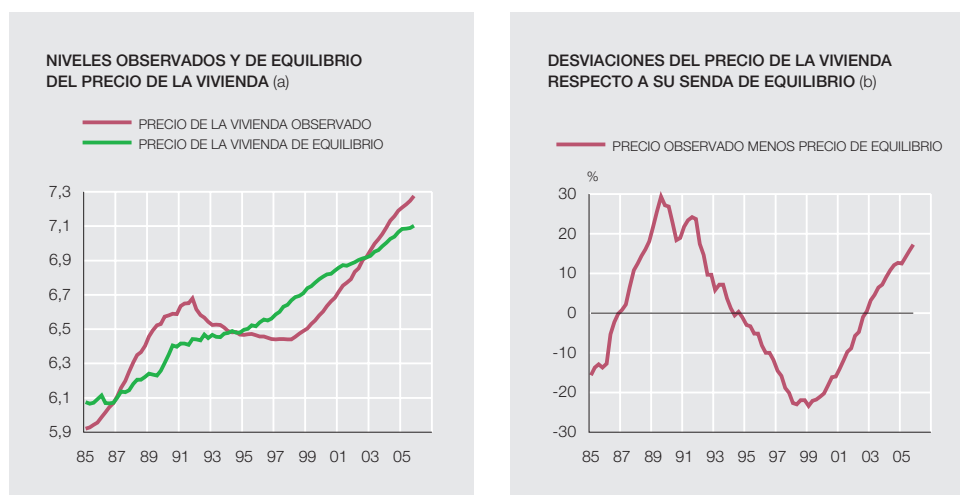
manente, y del valor de los inmuebles, que determina el colateral disponible a la hora de obtener financiación. En cambio, el volumen de endeudamiento depende negativamente del tipo de interés. Esta última variable, al haber sido introducida en términos nominales, además de aproximar los costes de financiación, recoge también factores relacionados con la oferta de préstamos<sup>3</sup>. Así, es habitual que las entidades impongan límites a la carga financiera inicial asumida por los prestatarios, estableciéndose, por regla general, que los pagos del primer año no superen un cierto porcentaje (entre un 30% y un 40%, generalmente) de sus ingresos. Ello implica que, para un tipo de interés real dado, la cantidad de fondos a la que las familias pueden acceder se verá afectada por el nivel de los tipos de interés nominales, ya que estos condicionan la cuota inicial del préstamo<sup>4</sup>.

De acuerdo con la segunda relación de equilibrio de largo plazo, el precio de la vivienda depende positivamente de la renta de las familias y del volumen de crédito destinado a su adquisición (por lo que, implícitamente, presenta una relación negativa con los tipos de interés). El elevado valor de los inmuebles en relación con los ingresos de los hogares implica que, generalmente, una parte importante de los fondos necesarios para la compra de dichos activos provenga de financiación externa. La introducción de esta variable en lugar de los tipos de interés permite captar la influencia de otros elementos que, además del coste de la deuda, podrían afectar a la demanda de estos activos, como, por ejemplo, el aumento de la accesibilidad al crédito, que supone el alargamiento de los plazos de los préstamos hipotecarios.

En el gráfico 1 se compara la evolución del precio de la vivienda frente al nivel acorde con sus determinantes de largo plazo que proporciona la segunda ecuación del cuadro 1. De acuerdo con estos resultados, una parte importante del aumento que ha mostrado esta variable desde finales de la década de los noventa se explica por un proceso de convergencia al nivel de equilibrio, ya que, al principio de ese período, el valor de los inmuebles se encontraba por debajo de esa cota. No obstante, al final de la muestra, en línea con otros estudios previos [véanse Martínez Pagés y Maza (2003) y Ayuso y Restoy (2003)], existe evidencia de

3. En cualquier caso, los mismos resultados cualitativos se obtienen en un modelo alternativo en el que se han utilizado los tipos de interés reales [véase Gimeno y Martínez-Carrascal (2006)]. 4. Véase, por ejemplo, Martínez-Carrascal y del Río (2004).





a. En términos reales y logaritmos.

b. Normalizadas a media cero en el período muestral.

sobrevaloración, aunque, según este modelo, parece inferior a la observada a principios de los noventa.

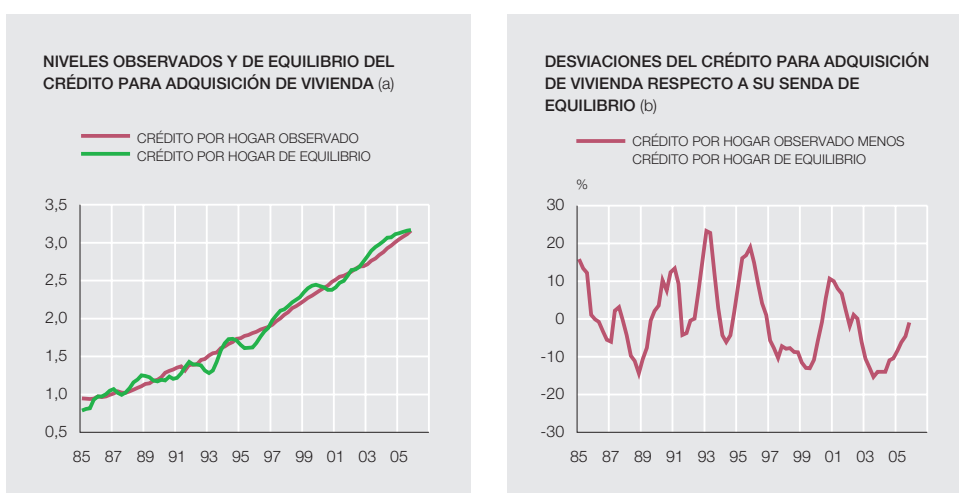
Por lo que respecta al volumen de crédito destinado a la adquisición de vivienda, las estimaciones indican que, al final del pasado año, este estaba en línea con lo que sugerían sus determinantes de largo plazo (véase gráfico 2). No obstante, hay que tener en cuenta que uno de ellos (el precio de los inmuebles) se encontraba alejado de su nivel de equilibrio, como se acaba de comentar. Por ello, una corrección autónoma de la sobrevaloración de este activo llevaría a que la deuda se situase por encima del valor acorde con sus fundamentos. Esto sugiere que la valoración de los niveles alcanzados por las variables a partir de las condiciones de cada mercado consideradas por separado ofrece una visión incompleta de los potenciales desequilibrios.

Una medición alternativa de estos desequilibrios se puede construir comparando los niveles actuales del precio de la vivienda y del crédito para su adquisición con los que resultan compatibles con el equilibrio simultáneo de los dos mercados. De este ejercicio se desprende que, en la actualidad, los importes observados para estas dos variables son superiores a lo que se deduce de sus fundamentos, de acuerdo con esta última definición. Así, una corrección de la sobrevaloración que presenta la primera de ellas conduciría a un descenso del volumen de financiación acorde con sus determinantes, lo que, a su vez, reduciría el nivel de largo plazo del valor de los inmuebles. De este modo, se obtiene una sobrevaloración a finales de 2005 que sería más elevada que la que aparece en el gráfico 1 y que se situaría dentro del rango que aparece en trabajos recientes (véase, por ejemplo, el recuadro 1.5 del *Informe Anual 2004* del Banco de España).

### Dinámica de corto plazo

En la parte inferior del cuadro 1 se muestran los resultados obtenidos al estimar las relaciones dinámicas de corto plazo de las variables analizadas. Concretamente, se estudia cómo se corrigen los desequilibrios en los mercados inmobiliario e hipotecario cuando estos aparecen, cómo interacciona la tasa de avance del crédito y del precio de la vivienda y cuál es la influencia de otras variables.

Los resultados indican que la corrección de los desequilibrios en el mercado inmobiliario opera exclusivamente a través de variaciones en el precio de la vivienda, siendo la veloci-



a. Por hogar, en términos reales y en logaritmos.  
b. Normalizadas a media cero en el período muestral.

dad de la misma un 7% trimestral (un 25% en términos anuales). Es decir, la absorción de una sobrevaloración de 1 punto porcentual (pp) tiende a realizarse a un ritmo de 0,07 pp por trimestre.

En el mercado del crédito, cuando la deuda por hogar no se sitúa en su nivel de equilibrio, el restablecimiento del mismo se logra a través de ajustes no solo en el endeudamiento, sino también en el precio de la vivienda. En concreto, si la financiación se desvía un 1% por encima de lo que indican sus fundamentos de largo plazo, la corrección se hace a un ritmo de 0,13 pp por trimestre, mientras que el valor de los inmuebles lo hace a 0,08 pp por trimestre. Este último resultado sugiere que, cuando los pasivos de las familias alcanzan una cuantía demasiado elevada, se produce un descenso de su demanda de inmuebles. En todo caso, el proceso de corrección es bastante lento (6,2% trimestral) y prolongado.

En el citado cuadro se muestran también los coeficientes que recogen la interacción en el corto plazo entre el precio de la vivienda y el crédito destinado a su adquisición. Como puede observarse, ambas variables están positivamente correlacionadas de forma contemporánea. En concreto, un incremento de 1 pp en el valor de los inmuebles se traduce en un aumento de 0,09 pp de la deuda en ese mismo período. De modo similar, un crecimiento de 1pp en la financiación implica un ascenso del precio de la vivienda de 0,15 pp. Estos resultados sugieren que los ciclos en ambas magnitudes se refuerzan mutuamente. La renta laboral también ejerce una influencia positiva sobre las variaciones de los préstamos hipotecarios de las familias, de tal forma que un aumento de 1 pp en los ingresos resulta en una elevación de 0,23 pp del endeudamiento.

## Conclusiones

En este artículo se ha analizado la interacción existente entre el precio de la vivienda y los préstamos a los hogares destinados a su adquisición en España. Los resultados obtenidos muestran la existencia de una relación estrecha entre ambas magnitudes. En el largo plazo, la deuda depende negativamente de los tipos de interés y positivamente de la renta y del valor de los inmuebles. Por su parte, esta última variable está positivamente relacionada con el crédito y con los ingresos familiares.

Cuando la deuda de los hogares se aleja de los niveles acordes con sus determinantes de largo plazo, el proceso de restablecimiento del equilibrio implica variaciones no solo en dicha variable, sino también en el precio de la vivienda. Más concretamente, cuando el crédito se encuentra por encima de lo que implican sus fundamentos, ambas magnitudes tienden a corregirse a la baja. En cambio, los desequilibrios registrados en el mercado inmobiliario se corrigen exclusivamente a través de movimientos en el valor de los inmuebles.

Por otra parte, se ha obtenido evidencia a favor de la existencia en el corto plazo de causalidad en ambas direcciones. Así, aumentos del crédito para adquisición de vivienda llevan asociados incrementos del precio de dicho activo, y viceversa, lo que sugiere que los ciclos expansivos (contractivos) en dichas variables se refuerzan mutuamente.

Asimismo, los resultados obtenidos indican, en línea con otros trabajos previos, que, aunque una parte importante del ascenso del precio de la vivienda en los últimos años se puede explicar por la evolución de sus determinantes de largo plazo, a finales de 2005 este activo se encontraba sobrevalorado, situación que, como se ha comentado en otros informes, es compatible con su corrección gradual y ordenada. De hecho, la pauta de desaceleración que viene mostrando dicha variable desde principios del año pasado apunta en esa dirección.

En cambio, en el caso de los préstamos hipotecarios de las familias los signos de desaceleración son menos evidentes. De acuerdo con la evidencia de este trabajo, el nivel alcanzado por dicha variable se situaría ya algo por encima del valor compatible con el equilibrio de largo plazo simultáneo del mercado inmobiliario y del crediticio. En este sentido, cuanto antes se inicie el proceso de reducción de los elevados ritmos de avance de la deuda de los hogares, menor será la probabilidad de que esta magnitud alcance registros que puedan llegar a afectar a la estabilidad patrimonial del sector.

10.3.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., y F. RESTOY (2003). *House prices and rents. An equilibrium asset pricing approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0304, Banco de España.
- GIMENO, R., y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2006). *The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case*, Documentos de Trabajo, n.º 0605, Banco de España.
- MARTÍNEZ-CARRASCAL, C., y A. DEL RÍO (2004). *Household borrowing and consumption in Spain. A VECM approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0421, Banco de España.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J., y L. Á. MAZA (2003). *Análisis del precio de la vivienda en España*, Documentos de Trabajo, n.º 0307, Banco de España.



## La financiación del déficit exterior de la economía española

Este artículo ha sido elaborado por Luis Ángel Maza y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El déficit exterior ha mostrado en España una pauta creciente durante los últimos años, hasta situarse a finales de 2005 por encima del 6% del PIB. Este nivel es comparable al de Estados Unidos y se encuentra entre los más elevados dentro de la zona del euro, junto con Grecia y Portugal (véase cuadro 1). Esta evolución ha estado ligada a la prolongada fase de expansión de la economía, vinculada al proceso de creación de la UEM y caracterizada por un patrón de crecimiento fuertemente basado en la demanda interna y, en particular, en el consumo y en la inversión en construcción y vivienda<sup>1</sup>. Aunque existen, también, otros factores que han presionado en la misma dirección, como, por ejemplo, la pérdida de competitividad de la economía española o, más recientemente, el encarecimiento del petróleo.

La pertenencia de España a la UEM, por otro lado, ha contribuido igualmente a aumentar el grado de diversificación internacional de las carteras de los inversores nacionales, en un contexto en el que algunos grandes grupos empresariales han acometido un importante proceso de internacionalización. De hecho, la suma de pasivos y activos financieros frente al resto del mundo ha pasado de un nivel inferior al 60% del PIB en 1990 hasta superar el 280% en 2005 y se ha observado, además, una concentración de dichos flujos con los países miembros del área<sup>2</sup>.

Desde una perspectiva financiera, el avance del déficit exterior supone una necesidad cada vez mayor de captar recursos fuera de nuestras fronteras, recursos que deben financiar, además, el creciente peso relativo de los activos extranjeros en las carteras de los inversores financieros y en los balances de las empresas. Factores de carácter estructural como la liberalización de los movimientos de capital culminada en 1992, la propia internacionalización de las sociedades españolas o el desarrollo de la industria financiera han contribuido a facilitar el acceso al ahorro del resto del mundo. Pero el mayor cambio en este sentido es el derivado de la participación de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM).

La UEM ha facilitado que la economía española pueda financiarse en el exterior en su propia moneda, una vez que las fluctuaciones cambiarias han desaparecido dentro del área y, fuera de esta, han pasado a responder a consideraciones relativas al conjunto de la UEM. Consecuentemente, se ha reducido drásticamente el riesgo de cambios bruscos del tipo de cambio en respuesta a los posibles desequilibrios macroeconómicos nacionales y, por ello, la capacidad para captar recursos externos depende ahora mucho menos —o lo hace, si se prefiere, de una forma más indirecta— de la situación general de la economía globalmente considerada, y lo hace más de la calidad crediticia de quienes acometen dicho proceso de captación de fondos así como del atractivo relativo de los instrumentos a través de los cuales se canalizan los recursos obtenidos.

El predominio de unos instrumentos u otros, por otro lado, puede también tener otro tipo de implicaciones interesantes. Así, por ejemplo, las entradas de capital en forma de inversión de cartera en valores de renta variable suelen ser más volátiles y depender, en mayor medida, de aspectos relacionados con la valoración de estos activos. Por el contrario, los

---

1. Véase Malo de Molina (2005). 2. Véase recuadro en la Balanza de Pagos de España de 2004.

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación			Posición neta de inversión internacional		
	Media	Media	2005 (a)	Media	Media	2004
	1995-2000	2001-2004		1995-2000	2001-2004	
Alemania	-0,93	2,00	3,85	3,39	7,89	9,78
Francia	1,73	0,26	-0,82	5,01	10,45	7,37
Italia	2,02	-0,22	-1,10	-0,14	-4,32	-7,37
Países Bajos	4,46	5,61	3,82	0,88	-11,90	-4,49
Bélgica	4,99	4,15	2,95	38,40	41,28	31,42
Finlandia	5,43	5,94	2,30	-85,95	-39,84	-12,21
Austria	-2,75	-0,56	0,69	-15,98	-18,89	-15,61
Irlanda	2,69	-0,25	-1,95	...	-17,41	
Grecia	-2,06	-6,94	-6,08	-35,93	-61,60	-71,70
Portugal	-4,29	-6,12	-7,83	-21,54	-52,85	-62,13
España	-0,26	-3,59	-6,35	-25,82	-34,80	-42,93
Estados Unidos	-2,20	-4,59	-6,20	-9,76	-22,59	-21,78
Reino Unido	-1,25	-1,71	-1,83	-7,74	-7,23	-12,78

FUENTES: FMI, Eurostat y Banco de España.

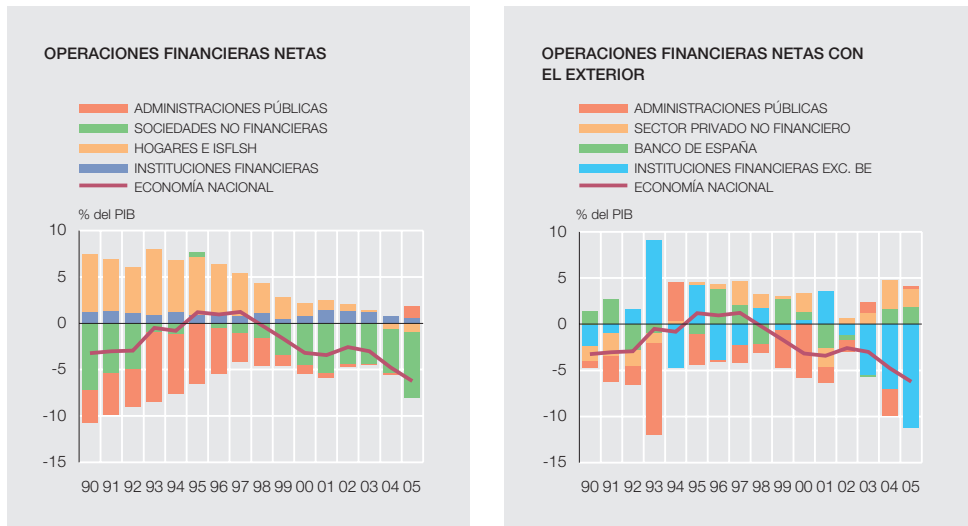
a. Previsiones de la Comisión Europea.

flujos de inversión directa tienen mayor vocación de permanencia y, además, pueden acabar beneficiando la productividad de la economía receptora si llevan vinculados inversión productiva y transmisión tecnológica. Si, en cambio, la financiación exterior se produce primordialmente mediante instrumentos de deuda, las condiciones de financiación dependerán de la calidad crediticia de los prestatarios y, en su caso, del valor de las garantías que incorporen. En este sentido, es importante observar si el fuerte crecimiento del crédito bancario con garantía de activos inmobiliarios en nuestro país ha ocasionado un aumento de la captación de fondos en el exterior mediante instrumentos ligados al mercado hipotecario doméstico.

Este artículo analiza la evolución del déficit exterior español desde su perspectiva financiera. Para ello, tras esta introducción, se estudian las necesidades de financiación de la nación como resultado de las decisiones de ahorro e inversión de los distintos sectores institucionales. En la sección 3 se revisa la evolución de las operaciones financieras netas frente al resto del mundo. En la sección 4 se discute el impacto de las entradas netas de capital sobre la posición de inversión internacional y sobre el endeudamiento frente a los no residentes. Finalmente, en la sección 5 se resumen las principales conclusiones y se extraen algunas implicaciones económicas derivadas de este proceso.

**La necesidad de financiación de la economía española y su distribución por sectores institucionales**

La distribución por sectores institucionales de la necesidad de financiación ha experimentado cambios sustanciales durante los últimos quince años (véase panel izquierdo del gráfico 1). Así, en 1990, las transacciones con el resto del mundo arrojaban un déficit para el conjunto de la economía en el entorno del 3% del PIB, que era reflejo de un saldo deudor de las AAPP y, sobre todo, de las sociedades no financieras, que no se compensaba con el ahorro generado por los hogares y el sistema crediticio. El comienzo de la recesión económica a principios de los noventa y las diferentes correcciones en el tipo de cambio de la peseta contribuyeron a un ajuste del déficit exterior que resultó principalmente de una notable mejora del saldo deudor de las empresas. Tras estos movimientos, en 1995 España llegó a presentar un superávit cercano al 1% del PIB.



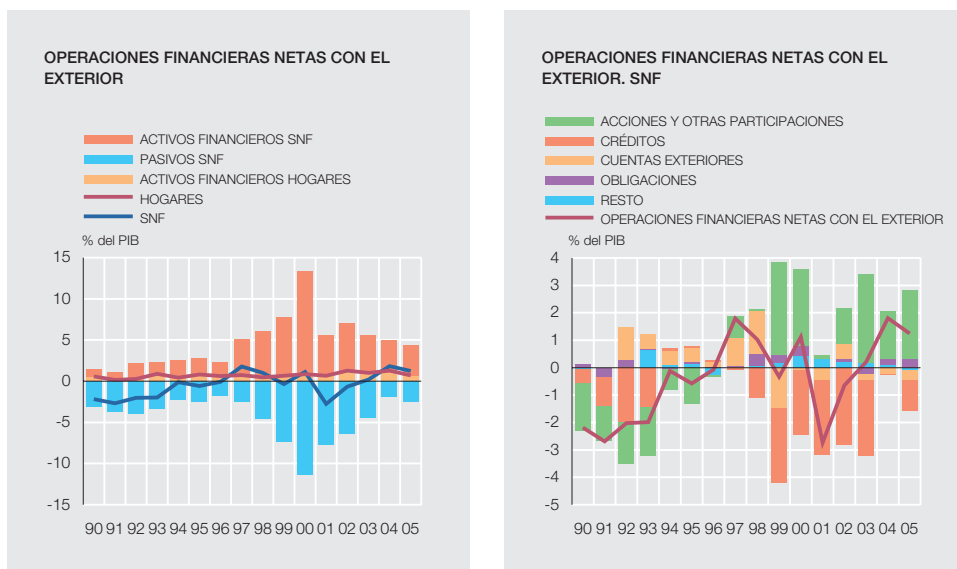
FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

A partir de 1996, la estabilidad cambiaria, el progresivo cumplimiento de los criterios de Maastricht y el comienzo de la etapa de expansión económica produjeron un cambio sustancial en el patrón anterior. El sector público comenzó a mejorar el saldo presupuestario, conforme requerían los criterios de convergencia, y se instaló en una senda de mayor disciplina que le llevó a equilibrar sus cuentas y cumplir de forma holgada los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por tanto, desde esta óptica de ahorro-inversión, la aparición y crecimiento del déficit exterior a partir de 1998 responde, exclusivamente, al comportamiento del sector privado no financiero. Así, por un lado, desde 1996 el saldo acreedor de las operaciones financieras netas de las familias, que mide la discrepancia entre la renta y el gasto en consumo e inversión, se ha ido reduciendo de forma sostenida. Esta evolución ha resultado de una disminución de su tasa de ahorro bruto y, sobre todo, de la fuerte inversión en activos inmobiliarios. De este modo, las familias pasaron de proporcionar recursos financieros al resto de la economía por un valor neto en torno al 5% del PIB entre 1990 y 1997, a necesitar fondos para financiar su gasto. Asimismo, las sociedades no financieras, cuya evolución es más sensible al ciclo económico, también han aumentado su necesidad de financiación hasta un nivel cercano al 7% del PIB, valor similar al observado a principios de los años noventa, y que refleja, en gran medida, la fortaleza de la inversión en construcción.

Esta distribución sectorial de las necesidades de financiación en España es sustancialmente distinta de la de EEUU, país que también tiene un déficit exterior relativamente elevado. Así, de acuerdo con la información del tercer trimestre de 2005, en dicha economía las AAPP y los hogares presentaban, cada uno, un saldo neto deudor en el entorno del 4% del PIB, mientras que las sociedades mostraban un ahorro financiero neto cercano al 2% del PIB.

Lógicamente, los sectores originadores de las necesidades de financiación pueden condicionar la forma en la que se canalizan los flujos de inversión internacional. En el caso de la economía española, en la que son las familias y las empresas las que precisan fondos, las instituciones financieras han captado un volumen elevado de los recursos en el resto del mundo (véase panel derecho del gráfico 1). Así, por un lado, los hogares no pueden emitir valores y la escasa integración internacional de la industria de servicios bancarios hace que se financien de manera casi exclusiva a través de préstamos de entidades residentes. En el caso de las



FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

empresas, también predomina la financiación bancaria sobre la obtenida directamente a través de los mercados, pero, además, la entrada de fondos en forma de inversión directa ha perdido importancia. Esto, en el contexto ya comentado de internacionalización de los grandes grupos empresariales nacionales, ha hecho que el sector deje de ser un receptor neto de este tipo de recursos. En EEUU, en cambio, las AAPP juegan un papel más importante que en España en la apelación al ahorro internacional dada la distinta situación de las finanzas públicas en ambas áreas.

### La canalización de los flujos financieros con el exterior

EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

Desde 1995 el sector privado no financiero ha pasado a tener, a excepción de 2001, un saldo acreedor frente al resto del mundo, aunque por un volumen pequeño. Esta modificación ha sido el resultado del cambio en el signo de las operaciones netas de las sociedades. Así, durante la primera mitad de los años noventa las empresas fueron generalmente receptoras netas de recursos del exterior. Sin embargo, a partir de 1997, cuando se intensifica su expansión internacional, las salidas de capital han sido superiores a las entradas de fondos en la mayoría de los años. En todo caso, como se observa en el gráfico 2, esta evolución ha estado acompañada de unas transacciones financieras con el exterior muy voluminosas tanto en el lado del activo como del pasivo, lo que refleja el importante papel de las compañías españolas en el proceso de apertura financiera de nuestra economía.

Los gráficos 2 y 3 muestran, además, que durante el período examinado se produjeron algunos cambios en la naturaleza de los instrumentos financieros que canalizaron los flujos de las sociedades con el resto del mundo. Así, entre 1990 y 1996 las entradas de fondos se materializaron principalmente en forma de inversión directa y, tras su liberalización completa<sup>3</sup>, en préstamos bancarios. A partir de 1998, en cambio, el sector empresarial español comenzó a exportar capital en términos netos a través de la adquisición de acciones, mayoritariamente

3. En marzo de 1991 se eliminó el depósito previo del 30% de los préstamos financieros exteriores. En febrero de 1992 se liberalizaron los créditos a corto plazo que con anterioridad no se permitían para un plazo inferior a tres años y requerían autorización a partir de determinadas cantidades.



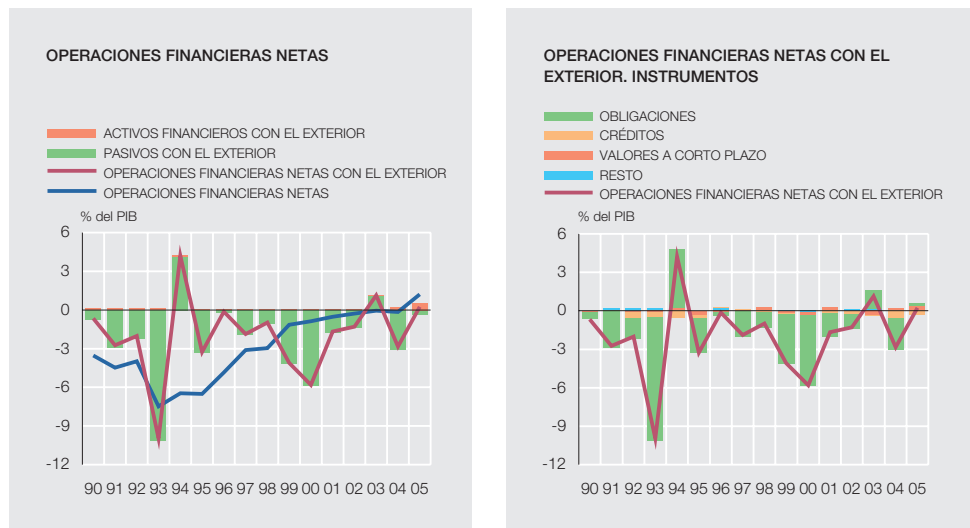


FUENTE: Registro de Inversiones Exteriores y Banco de España.

- a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.
- b. Estimación realizada con la información de Balanza de Pagos correspondiente a Otros Sectores Residentes ajustada de las operaciones financieras de los inversores institucionales y OIF.
- c. Inversión directa en acciones y otras participaciones de los Otros Sectores Residentes de la Balanza de Pagos.
- d. Inversión directa de las Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (ETVE) según cifras provisionales del Registro de Inversiones Exteriores. Puede incluir la inversión en otros instrumentos además de las acciones y otras participaciones. Para 2005 solo incluye las operaciones entre enero y julio.

te en forma de inversión directa<sup>4</sup>, aunque las operaciones pasivas frente al exterior a través de estos instrumentos continuaron siendo elevadas. La necesidad de recursos para financiar la expansión internacional y la actividad productiva nacional se cubrió adicionalmente a través de créditos exteriores, mayoritariamente préstamos bancarios y puntualmente *financiación entre empresas relacionadas*. Finalmente, cabe destacar la escasa relevancia de los

4. El desglose de inversión en cartera y directa que aparece en el gráfico 3 es una estimación. La inversión en cartera de las empresas no financieras se ha aproximado descontando de la de los Otros Sectores Residentes (OSR) de la Balanza de Pagos la inversión exterior en acciones y participaciones de los Inversores Institucionales según Cuentas Financieras. El flujo de inversión directa es el de los OSR de la Balanza de Pagos. Nótese que parte de los flujos de inversión directa tienen su origen en entidades de crédito que realizan sus inversiones en el exterior a través de empresas *holding* clasificadas como no financieras. Además, los flujos de inversión directa están también afectados por la operativa de las Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE) constituidas por empresas multinacionales no residentes que centralizan en España su inversión directa hacia terceros países para aprovechar algunas ventajas fiscales. En el gráfico 3 se muestran los datos provisionales disponibles relacionados con la actividad de las ETVE.



FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

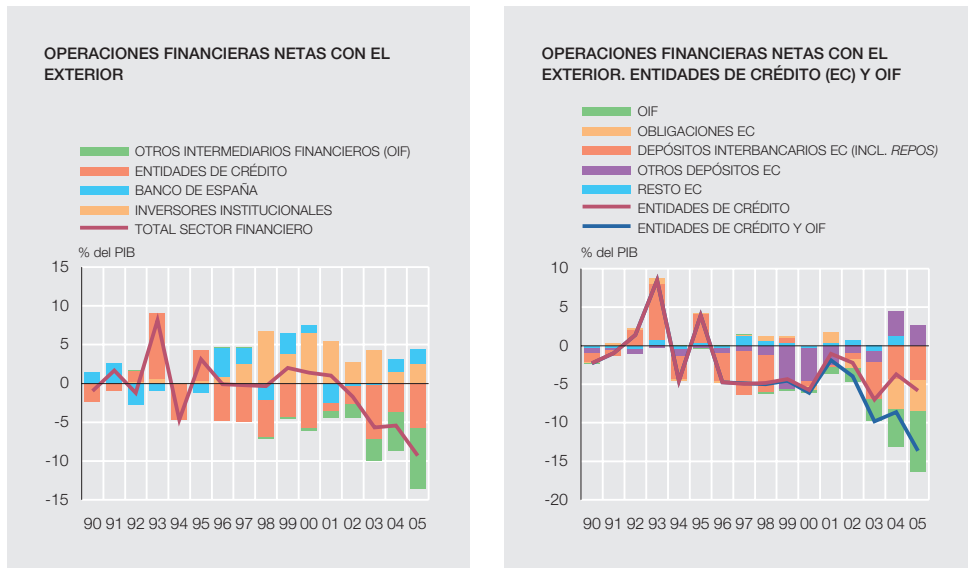
valores de renta fija privada en este proceso, aunque debe tenerse en cuenta que durante algunos años las grandes empresas españolas captaron fondos a través de sus filiales mediante la emisión de valores por parte de estas, que, en parte, revertían a la matriz en forma de créditos<sup>5</sup>.

Por su parte, los hogares españoles han sido tradicionalmente inversores netos en el exterior, aunque por un volumen, en términos del PIB, relativamente pequeño. Los depósitos han sido el principal instrumento en el que se han materializado las salidas de capital de este sector. El reducido peso de los flujos financieros de las familias con el resto del mundo no es un fenómeno exclusivo de la economía española y se produce, además, en un contexto de libre prestación de servicios financieros en el ámbito de la UE y de mayor integración financiera. No obstante, conviene recordar que las familias se han beneficiado indirectamente de la mayor diversificación geográfica de las carteras de los fondos de inversión y de pensiones.

#### LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Las AAPP han jugado tradicionalmente un papel importante en la canalización del ahorro exterior hacia nuestra economía en la medida en que un volumen elevado de la deuda pública a largo plazo es adquirido por no residentes (véase gráfico 4). No obstante, en muchas ocasiones estas compras no llevaron asociada una aportación de fondos, especialmente entre 1992-1995, años de mayor inestabilidad cambiaria, ya que las inversiones fueron financiadas mediante operaciones a corto plazo con el sistema crediticio para cubrir el riesgo de tipo de cambio<sup>6</sup>. A partir de 1995, el saneamiento de las cuentas públicas y la confianza de los mercados en la participación de España en la unión monetaria generaron unas expectativas bajas de tipos de interés que mantuvieron el atractivo de la deuda pública española. Tras el comienzo de la UEM la demanda internacional de estos valores siguió aumentando como reflejo del proceso de diversificación geográfica de las carteras de los inversores europeos. No obstante, a partir de 2001, la entrada de capital exterior a través de estos instrumentos ha sido más reducida, en línea con la evolución del déficit público y, en cualquier caso, insuficiente para cubrir las crecientes necesidades de financiación de la nación.

5. Véase Nieto (2004) para más detalles. En noviembre de 2005 estas emisiones ascendían a 34,5 miles de millones de euros, algo más del 3,8% del PIB. 6. Para más detalle, véanse los informes de Balanza de Pagos de España de estos años.



FUENTE: Banco de España.

a. En 2005, información hasta el tercer trimestre con datos acumulados de cuatro trimestres.

EL SECTOR FINANCIERO

Durante los últimos años han sido las instituciones financieras las que han desempeñado un papel protagonista en la canalización del ahorro externo hacia los sectores prestatarios de la economía española en cada momento, con un saldo de sus transacciones financieras con el resto del mundo deficitario y creciente que ha llegado a superar el 9% del PIB en 2005 (véase gráfico 5).

La naturaleza de los flujos del sector financiero con el extranjero varía además por tipo de entidad. Así, las operaciones frente al resto del mundo del Banco de España consisten fundamentalmente en las variaciones de reservas y, desde 1999, de los activos intrasistema frente al Sistema Europeo de Bancos Centrales, que actúan como partida de ajuste de los flujos de la cuenta financiera y la cuenta corriente y de capital. En el caso de los inversores institucionales<sup>7</sup>, se trata de inversiones en cartera cuyo volumen, como muestra el gráfico 5, ha sido relativamente elevado desde finales de los años noventa, alcanzando entre 1997 y 2005 un valor promedio cercano al 4% del PIB anual<sup>8</sup>. Finalmente, las entidades de crédito<sup>9</sup> y los otros intermediarios financieros (OIF), entre los que figuran los fondos de titulización<sup>10</sup>, han sido las instituciones que han canalizado en mayor medida las entradas de capital exterior durante los últimos diez años. Así, entre 1996 y 2002, el saldo deudor de sus operaciones financieras netas frente a los no residentes alcanzó en torno al 4% del PIB anual. Posteriormente, en el contexto descrito de mayor necesidad de financiación de la nación, menores entradas de capital a través de las AAPP y aumento de la inversión en el exterior de las sociedades no financieras, dicho saldo continuó avanzando hasta situarse en el 14% del PIB en 2005, del cual unos 6 pp correspondían a las entidades de crédito y alrededor de 8 pp a los OIF.

7. Este subsector incluye las instituciones de inversión colectiva, las empresas de seguros y fondos de pensiones. 8. Sanchis y Maza (2003) explican cómo estos intermediarios permiten la internacionalización de la cartera del sector privado no financiero. 9. Entidades de crédito incluye entidades de depósito, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial. Excluye al Banco de España. 10. Los OIF incluyen los auxiliares financieros, las sociedades de valores, los fondos de titulización de activos, las sociedades y fondos de capital riesgo, los *holdings* financieros y las sociedades emisoras de participaciones preferentes. Nótese que esta definición difiere de la de las Cuentas Nacionales, que incluiría las instituciones de inversión colectiva (excepto FMM) y excluiría a los auxiliares financieros.

El desglose por instrumentos que aparece en el gráfico 5 muestra cómo, durante la primera mitad de los noventa, las operaciones financieras netas de las entidades de crédito con el resto del mundo consistían fundamentalmente en flujos a corto plazo. Además, como se ha comentado anteriormente, estuvieron determinadas en gran medida por la actividad de los no residentes en el mercado de deuda pública nacional. Sin embargo, con el comienzo de la UEM, aunque el mercado interbancario continuó siendo un recurso importante algunos años, fueron las emisiones de renta fija a largo plazo, y de forma creciente las relacionadas con el mercado hipotecario, las que captaron un volumen creciente del ahorro externo. Durante el período de 1999 a 2001 se trataba, en su mayoría, de emisiones en el extranjero en divisas distintas del euro, realizadas por filiales de las instituciones financieras. Los recursos obtenidos revertían después hacia la matriz en España a través de depósitos<sup>11</sup> (rúbrica de Otros depósitos en el gráfico 5).

A partir de 2002, las obligaciones emitidas por las entidades de crédito<sup>12</sup> y, cada vez en mayor medida, por los OIF pasaron a ser el principal instrumento en el que se materializaron las entradas de capital. Los valores emitidos por estos dos sectores están mayoritariamente denominados en euros y en una proporción elevada contienen garantías hipotecarias —como en los casos de las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización de origen hipotecario—. Así, en diciembre de 2005, el 46% del saldo vivo de las emisiones de largo plazo en euros de las instituciones financieras monetarias eran valores del mercado hipotecario. Además, el peso de este tipo de instrumentos hipotecarios ha crecido en los últimos años, ya que desde el año 2002 han concentrado más de un 56% de las emisiones netas.

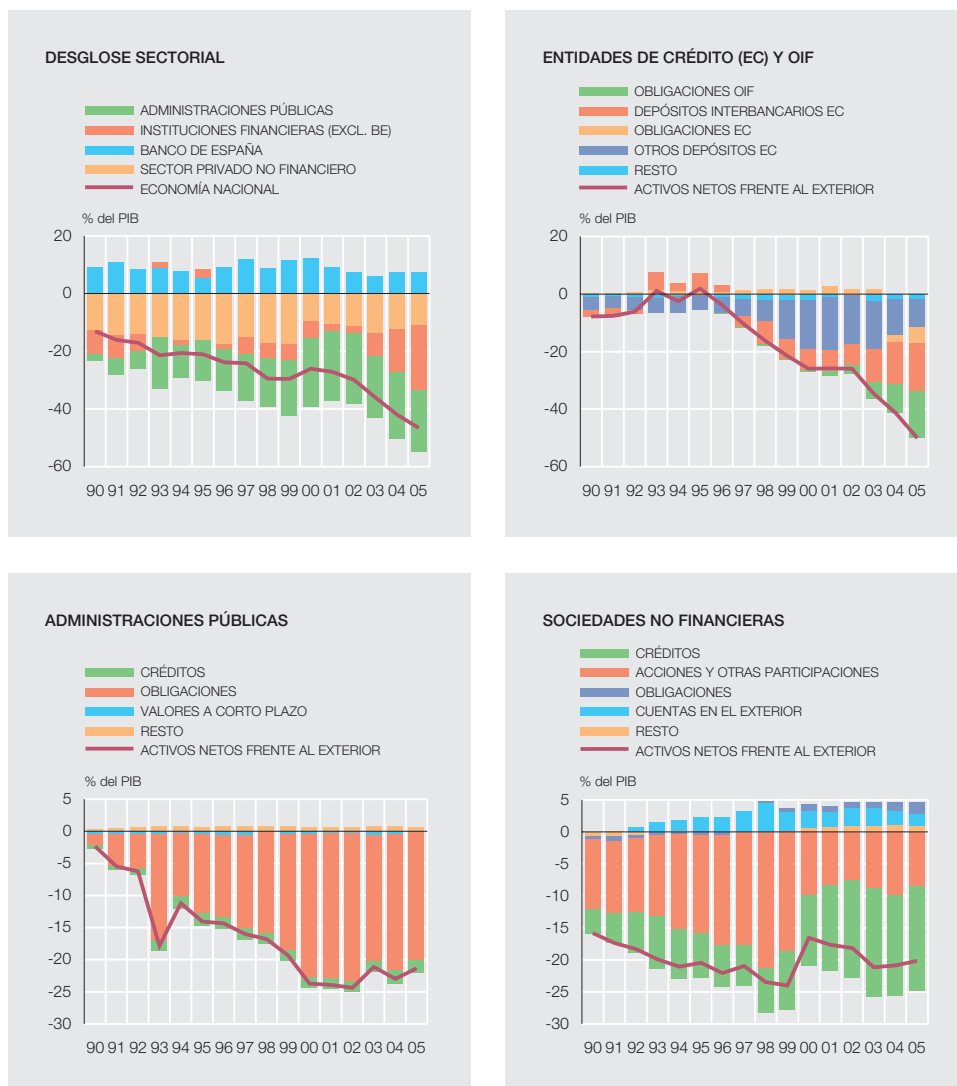
Por su parte, el 73% del saldo de deuda en valores negociables a largo plazo emitida por OIF recogía la operativa de los fondos de titulización,<sup>13</sup> cuyas emisiones están respaldadas por préstamos y otros activos, de los cuales en torno al 80% tienen garantía hipotecaria<sup>14</sup>. De este modo, cabe deducir que una parte importante de los fondos que recibe la economía para financiar su déficit exterior se canaliza a través de instrumentos que dependen en alguna medida del riesgo hipotecario y, por lo tanto, de los desarrollos en el mercado inmobiliario español.

### **Posición de inversión internacional y endeudamiento exterior**

La acumulación del déficit exterior en la economía española ha dado lugar a un aumento notable de los pasivos netos frente al resto del mundo, tal como recoge el indicador de Posición de Inversión Internacional (PII) neta, que ha pasado de una posición deudora equivalente al 25% del PIB, en 2000, a más del 45% en septiembre de 2005 (véase gráfico 6)<sup>15</sup>. Este valor es relativamente elevado cuando se compara con los países de nuestro entorno, ya que solamente Grecia y Portugal presentan un saldo más desfavorable (véase cuadro 1).

Por sectores institucionales, el mayor deterioro se ha producido en la PII neta de las entidades de crédito y de los OIF, que, en septiembre de 2005, ha pasado a representar cerca del 50% del PIB, del cual el 16% del PIB corresponde a los pasivos de los OIF (véase gráfico 6). Los principales instrumentos en los que se materializa esta posición son los depósitos interban-

<sup>11</sup>. Un volumen importante de estas emisiones fue colocado entre residentes en España, dando lugar a un aumento de la inversión en cartera de España en el exterior. <sup>12</sup>. En algunos años, como, por ejemplo, en 2003, la aportación neta de capital a través de este instrumento no ha sido muy elevada, porque los emisores llevaron a cabo inversiones en el exterior en este mismo tipo de activo. <sup>13</sup>. El 27% restante consiste en participaciones preferentes y valores relacionados con la entrada en vigor de la Ley 19/2003 que han sido realizados básicamente por sociedades instrumentales creadas por las instituciones financieras. <sup>14</sup>. En septiembre de 2005, aproximadamente el 65% de los préstamos que respaldan las emisiones de los fondos de titulización permanecían en el balance de las entidades de crédito. <sup>15</sup>. Esta evolución se explica en gran medida por el saldo de las operaciones, aunque también ha contribuido la evolución del valor de los activos y del tipo de cambio. Los activos netos exteriores se han reducido en 250 mm de euros entre 2000 y 2005, de los cuales cerca de 180 mm provienen de la acumulación de transacciones con saldo deficitario.

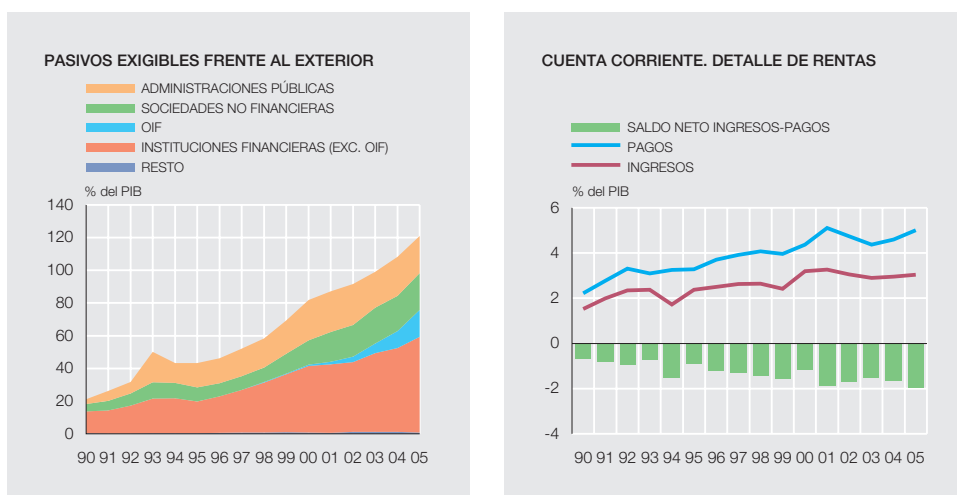


FUENTE: Banco de España.

a. Datos final de año. En 2005 la información es hasta septiembre.

caros y los valores de renta fija a largo plazo, que, como se ha comentado anteriormente, están muy vinculados al mercado hipotecario doméstico. Por su parte, los pasivos netos frente al exterior de las AAPP han mantenido durante los últimos años un valor relativamente estable en términos del PIB. El sector privado no financiero ha presentado, en cambio, un saldo deudor que desde 2000 se ha situado por debajo del nivel medio observado entre 1990 y 1999, evolución que ha resultado de un descenso de los pasivos netos en forma de acciones y otras participaciones. Dicho descenso no ha sido compensado por el aumento de los créditos exteriores, partida que se ha convertido en la más importante dentro de la PII de las empresas españolas.

Considerando solamente los pasivos exigibles, el deterioro de la posición española también ha sido notable, al pasar de representar un valor equivalente al 46% del PIB, en 1996, a situarse en el 115% en 2005 (véase gráfico 7). Este nivel no es muy elevado en el contexto internacional, siendo solamente algo superior al de Grecia, Finlandia e Italia, que son los tres países de la UEM con una ratio de deuda externa más reducida (véase cuadro 2). Es interesante observar que varios países —Gran Bretaña, Francia, Alemania, Holanda, Bélgica y Austria—



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de 2005 corresponden al tercer trimestre.

presentan, en términos de su PIB, un nivel de pasivos exigibles mayor que el de España pero una PII neta menos deudora o incluso acreedora, resultado de unas tenencias de activos exteriores superiores a las españolas. En relación con la composición de la deuda externa por plazos y sectores prestatarios, se aprecian algunas diferencias relevantes entre los países incluidos en el cuadro 2, como, por ejemplo, la mayor concentración de la deuda exterior española en el largo plazo, el 76% del total, y en el sector privado y financiero. El elevado peso del endeudamiento a largo plazo en nuestro país supone un menor riesgo de refinanciación, pero no necesariamente una exposición inferior a las variaciones en los tipos de interés, ya que muchas emisiones son a tipo de interés variable.

El creciente endeudamiento con el resto del mundo ha contribuido a un aumento de los pagos en forma de rentas al exterior, que, no obstante, no ha sido muy acusado dado el contexto de bajos tipos de interés que ha predominado en la zona del euro (véase gráfico 7). Concretamente, los pagos netos de rentas al exterior han pasado del 1,3% del PIB durante el período de 1995 a 2000, al 2% en 2005.

Por otra parte, la información disponible sobre los países que actúan como prestamistas de la economía española muestra una elevada concentración geográfica. Así, en 2003, alrededor del 80% del saldo vivo de valores de renta fija españoles se encontraba en manos de residentes en el área del euro. De esta proporción, además, aproximadamente la mitad se localizaba en Francia y Alemania.<sup>16</sup>

## Conclusiones

Desde una perspectiva sectorial el deterioro del saldo exterior de la economía española ha resultado principalmente de la menor capacidad de financiación del sector privado no financiero, que no ha sido compensado por el descenso de las necesidades de recursos por parte de las AAPP.

Durante los últimos años, las mayores necesidades de financiación de nuestra economía se han canalizado principalmente a través del endeudamiento del sector financiero en el

<sup>16</sup> Datos basados en la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera. Para más detalles, véase el recuadro 4.1 de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2004.

	Total En % del PIB	Plazo (En % total)		Sectores deudores (En % total)				
		Corto plazo	Largo plazo	AAPP	Autoridad monetaria	Entidades de crédito	Otros sectores	Financiación empresas relacionadas
Alemania	129,64	31,91	68,09	23,56	0,25	56,49	8,43	11,26
Francia	136,00	38,14	61,86	25,23	0,11	49,81	17,27	7,58
Italia	98,85	32,93	67,07	50,22	0,03	29,90	17,44	2,41
Países Bajos	273,91	37,92	62,08	12,61	0,00	57,23	14,46	15,70
Bélgica	267,69	72,18	27,82	18,13	3,74	63,27	6,61	8,26
Finlandia	109,82	26,85	73,15	30,61	-0,09	34,55	17,65	17,27
Austria	169,99	32,61	67,39	31,84	4,03	49,97	12,17	1,99
Irlanda	549,50	49,38	50,62	2,95	0,92	56,39	27,94	11,79
Grecia (a)	108,68	27,72	72,28	63,02	5,40	22,75	8,40	0,44
Portugal	168,52	41,61	58,39	23,97	5,40	52,85	13,48	4,30
España	114,97	23,60	76,40	19,98	0,00	47,83	22,71	9,47
Estados Unidos	75,08	40,99	59,01	22,69	3,68	19,70	46,48	7,45
Reino Unido	330,64	77,06	22,94	2,72	0,41	59,70	28,91	8,25

FUENTES: Banco Mundial, Eurostat y Banco de España.

a. Datos correspondientes al segundo trimestre de 2005.

resto del mundo y, en particular, mediante el recurso al mercado interbancario y a las emisiones de obligaciones por parte de las entidades de crédito y otros intermediarios financieros, entre los que se encuentran los fondos de titulización. En el caso de otros países europeos con elevadas necesidades de financiación, como Portugal, ha sido también el sector financiero el que ha canalizado gran parte de los recursos desde el exterior, aunque principalmente a través de préstamos a largo plazo. En Estados Unidos, en cambio, la financiación del déficit por cuenta corriente en los últimos años se ha producido a través de la inversión de no residentes en valores de deuda emitidos tanto por el sector público como privado.

La acumulación de los déficits exteriores ha dado lugar a un deterioro importante de la PII neta de la economía española, hasta alcanzar un saldo deudor que se sitúa entre los más altos dentro del área del euro. Asimismo, se ha producido un notable avance de la deuda externa, aunque, en este caso, el nivel alcanzado no es muy elevado cuando se compara con el de países de nuestro entorno. Es importante señalar, en todo caso, que el fuerte crecimiento de los pasivos exteriores no solo ha permitido financiar el exceso de gasto sobre el ahorro doméstico, sino también una mayor inversión en activos exteriores de las empresas y los inversores institucionales.

La pertenencia de España a la UEM ha facilitado a los agentes residentes el endeudamiento en el exterior en su propia moneda. El coste de los fondos no depende ahora tanto de la situación general de la economía española como de la profundidad de los mercados de capitales en euros, de la solvencia patrimonial de los prestatarios y de la calidad crediticia de los valores por ellos emitidos. Entre los prestatarios, las entidades financieras nacionales ocupan, como se ha explicado, un lugar central, mientras que entre los valores emitidos destacan los vinculados a los créditos con garantía hipotecaria, cuyos riesgos han sido, así, parcialmente transmitidos a inversores extranjeros. Ello sugiere que las condiciones de financiación de la economía española en el exterior podrían de-

pendier, en alguna medida, de los desarrollos en los mercados inmobiliarios en nuestro país.

6.3.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- MALO DE MOLINA, J. L. (2005). *Una larga fase de expansión de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0505, Banco de España.
- NIETO, F. (2004). «La evolución de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- SANCHIS, A. y MAZA L. A. (2003). «La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.



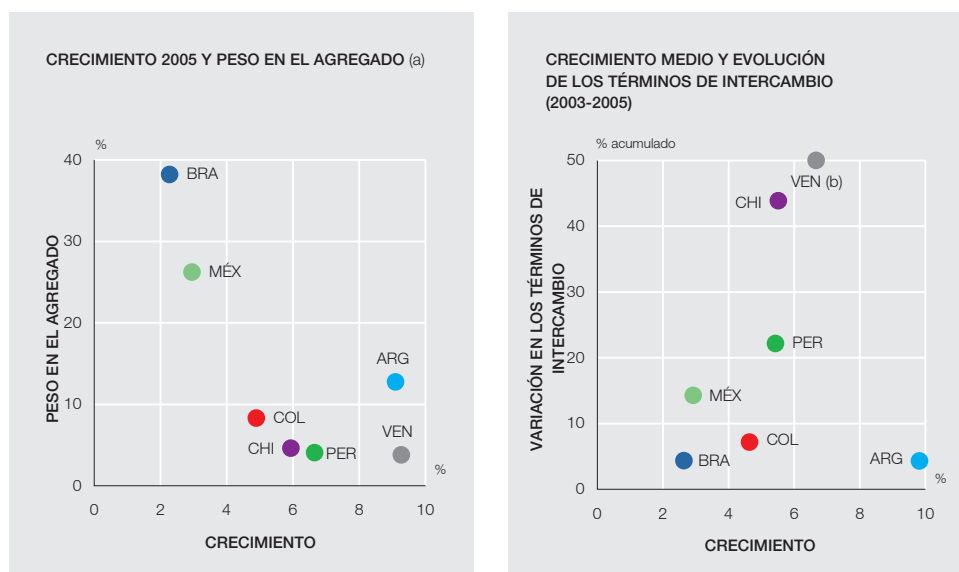
# INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

### Introducción

El ritmo de crecimiento se siguió moderando muy gradualmente en el último trimestre de 2005 en América Latina, de tal modo que la tasa interanual se situó en el 3,8 %, casi un punto y medio inferior a la alcanzada en el ecuador del ejercicio. En el conjunto del año, el PIB se incrementó en un 4,3%, lo que supone una notable desaceleración respecto al extraordinario ejercicio anterior (5,8%). No obstante, el agregado de los ocho principales países distorsiona algo la valoración de conjunto, puesto que los dos países mayores (Brasil y México, que juntos representan cerca del 60% del PIB regional) fueron los que registraron una tasa de crecimiento más reducida, como se refleja en el gráfico 1. Cabe subrayar en este sentido que, además de los dos países mencionados, solo Venezuela y Uruguay —que crecieron a tasas de dos dígitos en 2004— redujeron su tasa de crecimiento en el ejercicio, mientras que los otros cuatro países registraron un crecimiento igual o superior al del año anterior, destacando entre ellos la persistencia de un elevado ritmo de actividad en Argentina. Otro elemento interesante que cabe destacar en esta ordenación del crecimiento es el impulso que ha supuesto en los últimos años la mejora de los términos de intercambio, que aún persiste. Precisamente —como se observa en el panel derecho del gráfico 1—, fueron Brasil y México dos de las economías que se beneficiaron relativamente menos de este estímulo y las que menos han crecido en promedio en los últimos tres años, aunque cabe subrayar que otros elementos, como el ajuste de la crisis previa y el rebote posterior —como en Argentina—, también tuvieron un efecto importante en la evolución de la actividad en este período en algunos países.

La actividad durante el segundo semestre de 2005 estuvo sostenida por la consolidación de la demanda interna, basada en el buen comportamiento del mercado de trabajo. A pesar de ello, la inflación (sobre todo, la subyacente) siguió flexionando a la baja y permitió a todos los principales países con objetivos directos de inflación cumplir con sus metas de fin de año, en contraste con lo ocurrido en 2004. También el comportamiento de las cuentas públicas fue satisfactorio, pues el superávit primario se amplió y el déficit público total se estabilizó en tasas no lejanas al equilibrio presupuestario en el agregado del área. La demanda externa fue paulatinamente ampliando su aportación negativa al crecimiento del producto, a pesar de que las exportaciones siguieron registrando un comportamiento muy positivo.

Los mercados financieros continuaron comportándose de un modo muy favorable en el segundo semestre, con fuertes ganancias en los mercados bursátiles y una notable reducción de los diferenciales soberanos, tendencias que se prolongaron en el inicio de 2006. A este comportamiento, mejor que el de otras regiones emergentes, contribuyó la percepción de que algunas de las fuentes de inestabilidad financiera tradicionales en el área están siendo mitigadas paulatinamente, al materializarse una mayor profundización de los mercados locales, un menor recurso a la financiación externa y una mejora de las características de la deuda pública, a través de una gestión muy activa de la misma. La entrada neta de capitales fue relativamente escasa en el conjunto de 2005 —frente a un saldo ligeramente negativo en 2004—, pero ello fue debido a que el notable incremento de los flujos privados fue parcialmente contrarrestado por una importante contracción de los flujos oficiales. Esta reducción se debió a la mejora de la situación económica de la región, pero estuvo muy determinada por la cancelación anticipada de los préstamos del FMI por parte de los dos principales deudores de la institución, Brasil y Argentina. Esta devolución supuso que, por primera vez en muchos años, América Latina dejara de ser el principal receptor de los recursos financieros del Fondo.

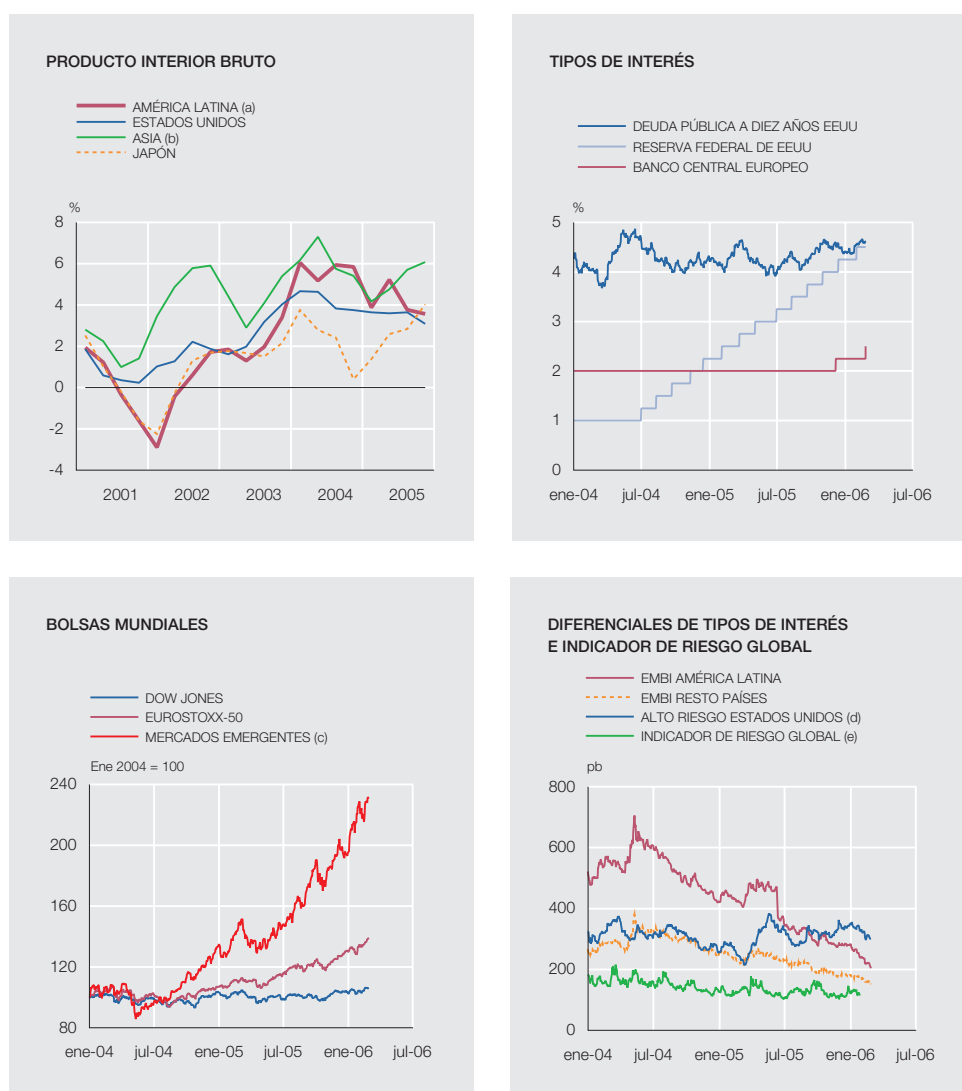


FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

- a. Peso en el agregado de América Latina según paridad de poder de compra.  
b. Los términos de intercambio de Venezuela aumentaron un 90%.

Las perspectivas para los próximos trimestres se mantienen positivas, pero no están exentas de riesgos. La demanda interna está sostenida por un nivel elevado de confianza de los agentes, en un entorno —salvo en Argentina y Venezuela— de baja inflación. En este contexto, los efectos favorables del ciclo bajista de tipos de interés en los dos principales países, Brasil y México, iniciado en el tercer trimestre de 2005, contribuirían a dar un impulso adicional a la demanda interna, facilitando el repunte de la actividad en el conjunto del área y una mayor convergencia entre las tasas de crecimiento. Otro impulso adicional podría venir inducido por un mayor estímulo fiscal, típicamente asociado a las fases electorales —en las que varios países siguen inmersos—, aunque esta característica ha sido menos acusada de lo observado en pasados episodios de elecciones. En un horizonte de más largo plazo, estos rasgos favorables no deben hacer olvidar el estancamiento de las reformas en el último año.

Aunque el horizonte se presente despejado en América Latina en el corto plazo, cabe subrayar que el mantenimiento de las favorables condiciones financieras globales no debe darse por descontado. La persistencia de un entorno exterior benigno ha sido fundamental en los últimos años para la consolidación de la recuperación del área. La economía global ha asimilado mejor de lo esperado los efectos negativos del encarecimiento de los precios de la energía y del endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos, pero no ha sido capaz de avanzar en la corrección de los desequilibrios globales, que, incluso, continuaron profundizándose en 2005. El reciente cambio en el tono de política monetaria en el área del euro y Japón podría tener consecuencias a través de, al menos, dos vías interrelacionadas: por un lado, se podría producir lo largo del año 2006 una cierta reducción de la hasta ahora abundante liquidez global, derivada del aumento de los tipos de interés en esas economías; por otro lado, la reducción de su diferencial de tipos de interés respecto a Estados Unidos podría impactar en el dólar y en la percepción de los riesgos globales, en la medida en que los inversores pudieran volver a poner su atención en los crecientes desequilibrios de la economía estadounidense. Ambos factores podrían inducir una actitud más conservadora por parte de los agentes, situación que, dado lo ajustado de las valoraciones en los mercados emergentes,



FUENTES: Bureau Economic Analysis, Eurostat, Bloomberg y JP Morgan.

- a. Cuarto trimestre de 2005, estimación.
- b. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán. Último dato, sin Tailandia.
- c. Índice MSCI en dólares.
- d. Bono calificación B1 empresas industriales en Estados Unidos.
- e. Volatilidad implícita de las opciones negociadas en el CBOE, multiplicada por 10.

podría suponer una reversión o, al menos, un cierto deterioro de las condiciones favorables de las que han disfrutado en los últimos años.

### Evolución económica y financiera

ENTORNO EXTERIOR

La evolución económica y financiera internacional — véase el gráfico 2 — continuó siendo muy favorable para los mercados emergentes, en particular para los latinoamericanos, por tercer año consecutivo. Así, el crecimiento de la economía mundial mostró evidentes signos de dinamismo, tanto en la segunda mitad del año 2005 como en el comienzo de 2006, acompañados de una tendencia a su extensión a un conjunto más amplio de países, que habían estado más rezagados en los últimos años, como el área del euro y Japón. La extensión de expectativas favorables de crecimiento podría tener un impacto notable sobre las condiciones de liquidez global. En este sentido, tanto en Japón como en el área euro las políticas monetarias están adentrándose en una fase de moderado endurecimiento. En el primer caso, esto se tradujo en un cambio de política monetaria en marzo, que en el medio plazo supondrá el aban-

dono de los tipos de interés nulos. Por otro lado, los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos continuaron subiendo gradualmente, hasta situarse en el 4,75% en marzo —una subida de 1,25 puntos porcentuales (pp) desde septiembre—; y las expectativas del fin del ciclo alcista se fueron posponiendo en el tiempo, aunque siguen considerándose cercanas. La persistencia de un diferencial positivo en los tipos de interés entre Estados Unidos y el resto de los países desarrollados fue determinante para explicar la evolución del dólar, que se apreció en términos efectivos nominales durante el conjunto de 2005, aunque este resultado global encubre trayectorias muy diferentes. Frente a las monedas de las economías emergentes tendió a depreciarse y frente a las de los países industrializados se apreció, si bien se estabilizó frente al euro en la segunda mitad del año.

A pesar de esta evolución de las políticas monetarias, los tipos de interés a largo plazo, que influyen de forma directa sobre el coste de la financiación en dólares en los mercados emergentes, no sufrieron variaciones importantes hasta el mes de marzo de este año, cuando mostraron un repunte generalizado, aunque inferior a medio punto en Estados Unidos. La percepción de que las presiones inflacionistas estarían contenidas en el medio plazo a escala global, a pesar del persistente encarecimiento de los precios energéticos, junto con otros factores circunstanciales —como la demanda de inversores institucionales, el reciclaje de petrodólares y la acumulación de reservas en Asia—, son los factores que explicarían esta insensibilidad de los tipos de interés a largo plazo a la evolución monetaria y económica de corto plazo y el resultante comportamiento anómalo de la curva de tipos en Estados Unidos, que en algunos tramos presentó pendientes negativas. Esta percepción favorable tendió a reforzar la confianza de los inversores, de tal modo que los mercados bursátiles desarrollados cerraron el año 2005 y empezaron 2006 con subidas notables. El ejercicio pasado fue mucho más favorable en Europa (ganancias en torno al 20%) y, sobre todo, en Japón (40%) que en Estados Unidos, donde los avances se limitaron al 3% en el caso del índice Dow Jones.

En estas circunstancias, los mercados emergentes siguieron disfrutando de una evolución excepcional, sobre todo en Europa y América Latina, subrayada por el fuerte estrechamiento de los diferenciales soberanos, que han seguido divergiendo de la evolución de los diferenciales de los bonos privados de alto riesgo en Estados Unidos —considerados un buen indicador de la predisposición al riesgo en los mercados—, con los que tradicionalmente había tenido un comportamiento paralelo. Esta divergencia cabría atribuirla a un mayor atractivo de los mercados emergentes, debido, en los casos de Asia y Europa del este, a las perspectivas de continuidad del fuerte crecimiento y, en el caso de América Latina, a la acusada reducción de la vulnerabilidad financiera en los últimos años. El diferencial recogido en el EMBI se estrechó 32 puntos básicos (pb) en el último trimestre de 2005 y se ha reducido en 39 pb adicionales en el primer trimestre, hasta situarse en 191 pb a finales de febrero, aunque durante el mes de marzo se registró un moderado repunte, inducido por la corrección de los tipos a largo plazo en los países desarrollados. Esa cifra supuso un mínimo histórico, que también se alcanzó en muchos países del este europeo y de Latinoamérica, mientras que el comportamiento en Asia fue algo menos brillante. El índice de bolsas emergentes se revalorizó en algo más del 50% en 2005 —aunque los avances fueron más limitados en las bolsas asiáticas— y siguió sumando ganancias a buen ritmo en los primeros meses de este año.

#### ACTIVIDAD Y DEMANDA

Durante el segundo semestre de 2005, el crecimiento regional prosiguió su proceso de estabilización en tasas moderadas, tras la fuerte expansión del año anterior. Así, la tasa interanual de crecimiento en el conjunto de las ocho principales economías se situó en el 3,8%, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2005 (véanse gráfico 2 y cuadro 1), frente a una tasa promedio de 4,5% en el primer semestre y alejadas del 5,8% al que América Latina creció en 2004. No obstante, como se aprecia en el gráfico 3, las tasas intertrimestrales re-

	2003	2004	2005	2004				2005			
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
América Latina (a) (b)	2,1	5,9	4,3 (p)	6,0	5,2	5,9	5,8	3,9	5,2	3,8	3,8 (p)
Argentina	8,8	9,0	9,2	11,3	7,1	8,7	9,3	8,0	10,4	9,2	9,1
Brasil	0,5	5,0	2,3	4,1	5,1	5,9	4,8	2,7	3,9	1,0	1,4
México	1,4	4,4	3,0	3,6	3,7	4,5	4,8	2,4	3,3	3,4	2,7
Chile	3,9	6,2	6,3	4,8	5,5	6,9	7,4	6,6	7,2	5,8	5,8
Colombia	4,0	4,2	5,2 (p)	3,5	4,5	2,9	5,4	4,0	6,2	5,6	3,8 (p)
Venezuela	-7,7	17,9	9,3	35,0	14,3	14,2	12,1	6,6	10,7	9,5	10,2
Perú	3,8	4,8	6,7	4,8	3,2	4,7	6,6	6,4	6,2	6,3	7,7
Uruguay	2,5	12,4	6,6	14,9	12,0	12,6	10,0	6,4	7,7	6,0	6,1
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
América Latina (a)	10,9	6,0	6,3	5,6	5,2	6,3	6,5	6,4	6,6	6,0	6,0
Argentina	14,9	4,4	9,6	2,4	4,1	5,4	5,7	8,2	8,8	9,8	11,7
Brasil	14,8	6,6	6,9	6,8	5,5	6,9	7,2	7,4	7,8	6,2	6,1
México	4,6	4,7	4,0	4,3	4,3	4,8	5,3	4,4	4,5	4,0	3,1
Chile	2,8	1,1	3,0	0,0	0,5	1,5	2,3	2,3	2,8	3,3	3,8
Colombia	7,1	5,9	5,1	6,2	5,7	6,0	5,8	5,2	5,0	4,9	5,1
Venezuela	31,4	21,7	16,0	24,0	22,4	21,5	19,5	17,0	16,3	15,3	15,2
Perú	2,3	3,7	1,6	3,0	3,4	4,4	3,8	2,2	1,8	1,2	1,3
Uruguay	19,4	9,2	4,7	9,3	9,2	10,0	8,1	5,6	4,5	3,9	4,8
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB)</b>											
América Latina (a) (c)	-2,0	-0,6	...	-1,7	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,9	-1,2	...
Argentina	0,4	2,5	1,8	1,1	2,0	2,7	2,5	1,2	1,5	1,2	1,8
Brasil	-3,6	-2,5	-3,1	-3,3	-4,0	-2,8	-2,5	-2,4	-2,1	-2,4	-3,1
México	-0,7	-0,3	-0,1	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	0,0	-0,1
Chile	-1,4	2,2	4,8	-0,6	0,8	1,6	2,2	3,1	3,9	4,5	4,8
Colombia	-2,6	-0,6	...	-2,3	-0,7	0,3	-0,6	0,0	0,1	...	...
Venezuela	-4,3	-1,9	0,2	...	...	...	...	...	...	...	...
Perú	-1,8	-1,3	-0,6	-1,5	-1,0	-1,1	-1,3	-1,1	-0,5	-0,3	-0,6
Uruguay	-4,6	-2,5	-1,6	-3,9	-2,0	-2,4	-2,5	-2,1	-2,2	-1,9	-1,6
<b>DEUDA PÚBLICA (% PIB)</b>											
América Latina (a)	54,4	50,9	...	53,6	50,1	50,8	50,2	50,5	...	...	...
Argentina	141,0	119,9	...	133,0	111,0	120,7	120,2	121,6	66,2	...	...
Brasil	57,2	51,7	51,9	55,6	54,2	52,0	51,7	51,3	51,4	51,5	51,9
México	24,7	23,3	20,8	23,5	23,8	23,2	21,6	22,7	21,6	22,6	20,8
Chile	13,3	10,9	...	13,4	12,0	12,0	10,4	10,3	8,9	7,5	...
Colombia	50,9	47,5	...	48,7	47,5	46,4	43,8	47,1	45,1	41,1	...
Venezuela	56,9	53,5	48,7	43,1	45,1	49,8	53,5	47,6	49,2	50,4	48,7
Perú	47,7	45,0	37,2	45,8	40,2	42,6	42,3	41,9	36,0	38,1	37,2
Uruguay	108,3	100,8	...	94,6	96,0	101,5	118,6	99,4	102,1	103,8	...
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)</b>											
América Latina (a)	0,8	1,2	...	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,5	1,4	...
Argentina	6,1	2,2	...	4,6	3,1	2,7	2,1	1,8	1,5	2,3	...
Brasil	0,8	1,9	1,8	1,0	1,5	1,7	1,8	1,9	1,7	1,6	1,8
México	-1,5	-1,1	-0,7	-1,2	-0,9	-0,8	-1,0	-1,2	-1,1	-1,0	-0,7
Chile	-1,5	1,5	...	-0,5	0,9	1,2	1,5	1,1	0,7	-0,2	...
Colombia	-1,7	-1,0	...	1,2	-1,3	-1,2	-1,0	-0,7	-0,6	-1,5	...
Venezuela	13,4	13,7	22,4	15,9	14,3	13,6	13,7	14,4	16,9	20,4	22,4
Perú	-1,7	0,0	1,3	-1,1	-0,8	-0,2	0,0	0,2	0,7	0,9	1,3
Uruguay	0,5	-0,8	...	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-1,1	-1,0	-1,5	...
<b>DEUDA EXTERNA (% PIB)</b>											
América Latina (a)	46,7	42,7	...	45,3	42,2	43,4	40,6	39,6	30,4	28,9	...
Argentina	119,8	112,3	...	121,4	101,4	110,8	107,4	107,5	62,2	62,4	...
Brasil	40,1	33,3	...	38,7	37,9	35,3	31,7	29,8	25,5	22,6	...
México	22,1	20,5	15,4	21,2	21,5	21,5	19,1	19,9	17,6	17,3	15,4
Chile	54,8	46,7	34,6	47,9	46,1	48,0	43,6	42,8	40,5	39,7	34,6
Colombia	44,9	41,3	...	42,6	41,2	38,7	36,3	34,3	31,2	28,0	...
Venezuela	48,3	44,1	41,2	39,5	42,0	41,6	43,4	36,9	40,1	39,5	41,2
Perú	48,3	45,3	35,7	47,2	42,1	43,7	42,5	42,4	36,3	36,7	35,7
Uruguay	98,0	87,6	...	85,3	81,9	85,6	87,6	84,5	84,8	84,7	...

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Agregado de los ocho países representados.  
b. Cuarto trimestre de 2005, estimación.  
c. Datos a partir de 2004, sin Venezuela.

Tasas de variación interanuales, salvo especificación distinta



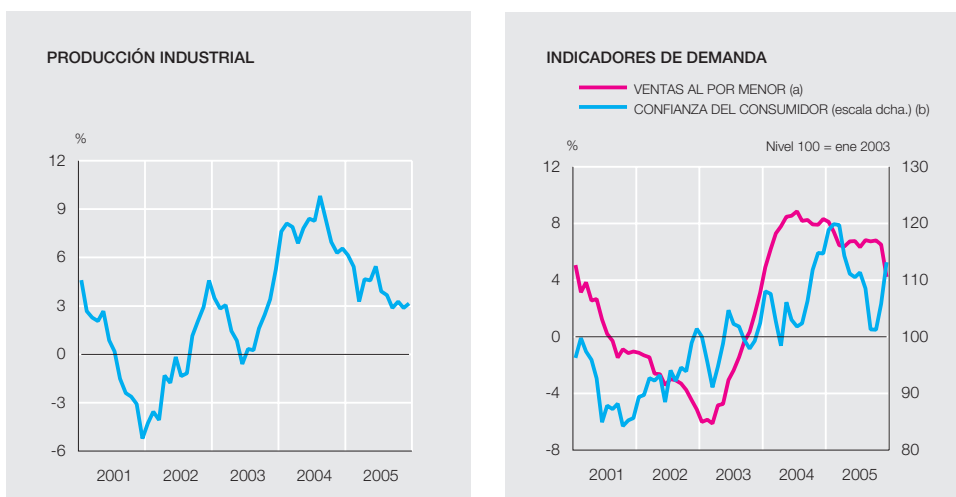
FUENTE: Estadísticas nacionales.

flejan la estabilización del ritmo del crecimiento en la segunda parte del año, al registrar un promedio de 0,8%, frente al 0,7% del primer semestre. Algunos indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial o las ventas al por menor, que se recogen en el gráfico 4, prosiguieron su senda de moderación al final de año y también en el inicio de este ejercicio, lo que apuntaría a una posible desaceleración adicional de la actividad, sobre todo de la demanda interna. Sin embargo, la mejoría de la confianza del consumidor y otros elementos favorecerían un mantenimiento de aquella en los próximos trimestres, como se señala más adelante.

Entre los países del área (véase gráfico 3), destacó el continuado crecimiento robusto en Argentina y Venezuela, tras cuatro y tres años, respectivamente, de incrementos del producto en torno a los dos dígitos, así como en Perú y Chile, donde en el último trimestre se volvieron a acelerar las tasas de crecimiento, y en Colombia, país en el que, en los últimos trimestres, la actividad también tuvo un comportamiento muy dinámico. Un factor denominador

**DEMANDA Y OFERTA**  
Tasas de variación interanuales y nivel

GRÁFICO 4

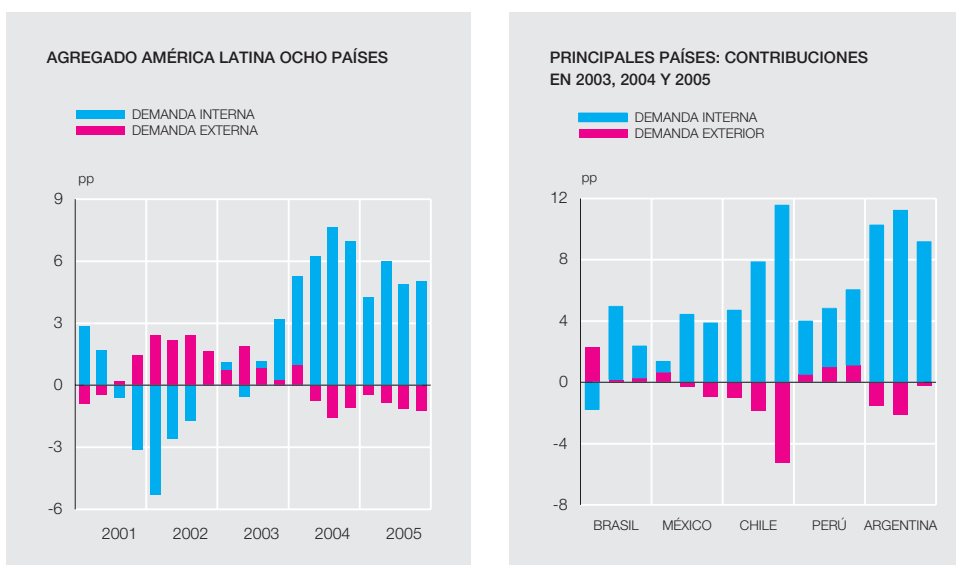


FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Las siete mayores economías, excepto Perú.
- b. Argentina, Brasil, México, Chile y Perú.

**APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB**  
Puntos porcentuales

GRÁFICO 5

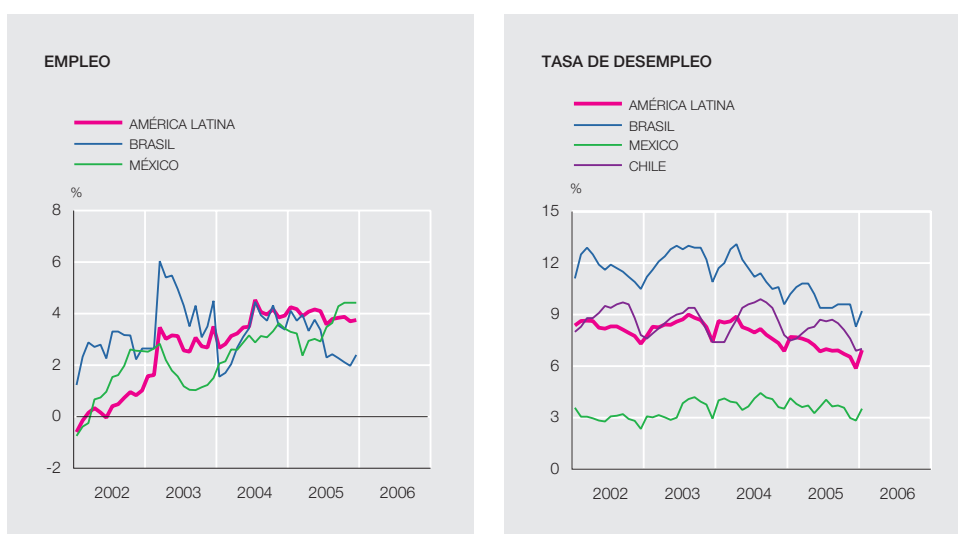


FUENTE: Estadísticas nacionales.

común en varias de estas economías es el notable impacto positivo de la evolución de los términos de intercambio (véase gráfico 1). Por el contrario, en México y Brasil las tasas de crecimiento se han moderado notablemente, aunque en este país se observó una cierta reactivación en el último trimestre, tras una tasa de crecimiento intertrimestral negativa en el tercero.

La demanda interna mantuvo un fuerte dinamismo en la mayoría de los países —con Brasil como principal excepción—, de tal modo que contribuyó en torno a 5 pp al crecimiento en los dos últimos trimestres del año (véase gráfico 5), en línea con la primera parte del ejercicio. El

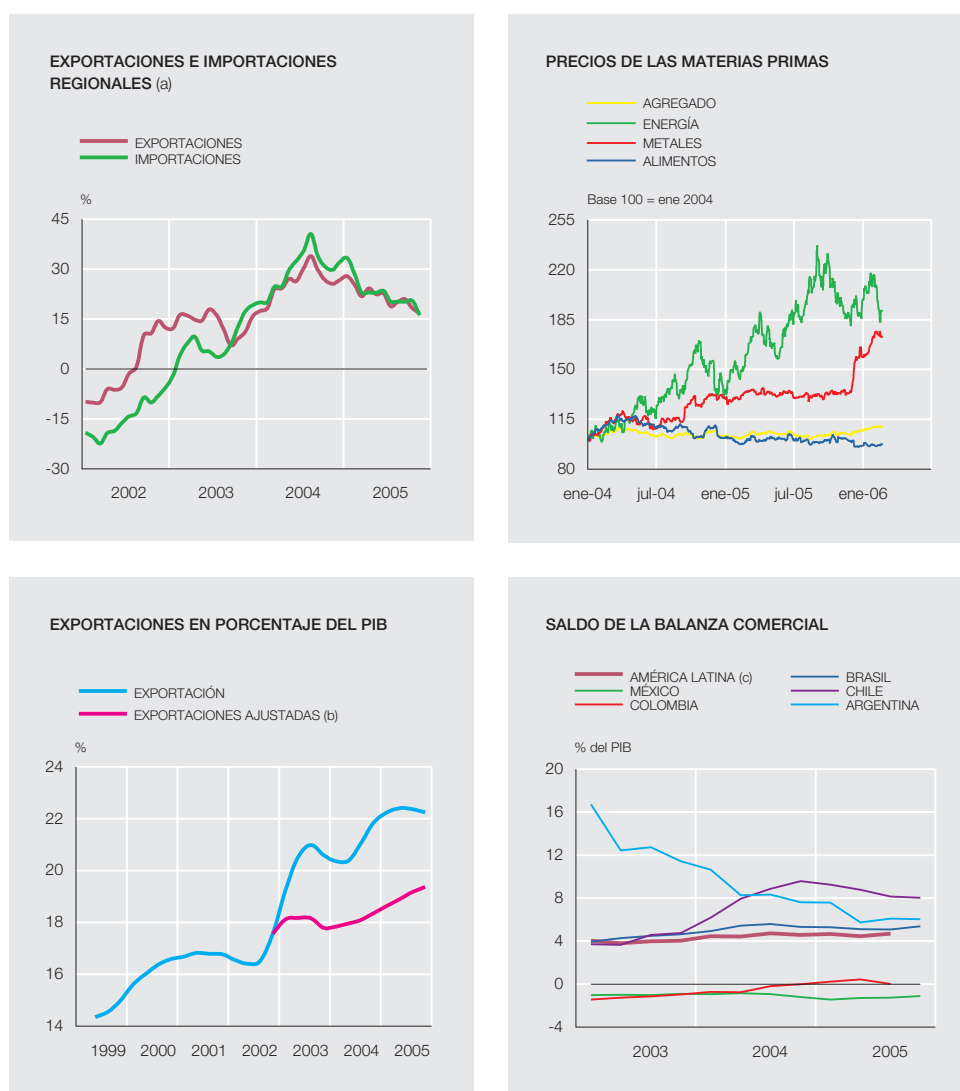




FUENTE: Estadísticas nacionales.

consumo privado se mantuvo robusto, observándose una reactivación en México. Los factores reales y financieros que han mantenido el dinamismo recientemente siguieron siendo determinantes. Así, el buen comportamiento, en general, de los mercados de trabajo (véase gráfico 6) fue un factor importante, a través de la mejora de las rentas laborales y como sostén de la confianza del consumidor. El desempleo se redujo en todos los países y la tasa de paro agregada —que debe tomarse con cautela, por la heterogeneidad de los registros entre países— disminuyó gradualmente a lo largo del año, de tal modo que cayó en un punto porcentual (hasta el 7%) respecto a 2004. El ritmo de creación de empleo se estabilizó en el conjunto del área a lo largo del año, registrando un incremento del 3,7% respecto al año anterior. Destacó en este apartado el incremento de México, por encima del 4%, y la desaceleración de Brasil en la segunda parte del año. Cabe destacar, como dato positivo, que esta evolución contribuyó a reducir la proporción de empleo informal. La evolución de las rentas salariales reales fue algo más moderada que en años anteriores —se apuntaron ganancias algo superiores al 2%—, con la excepción de Argentina y Venezuela, donde crecieron un 10% y un 17%, respectivamente. La evolución de la inversión también fue favorable —registró un crecimiento de alrededor del 6,4% en 2005 respecto al año anterior—, con la notoria excepción de Brasil, donde apenas creció. No obstante, el ciclo bajista de tipos de interés iniciado en el segundo semestre en los dos principales países del área debería reflejarse en una consolidación de la fortaleza de la inversión y, en particular, en una recuperación en Brasil, así como en un estímulo adicional al crédito al sector privado, cuyo crecimiento se aceleró en el segundo semestre hasta tasas cercanas al 17%, en términos reales, a finales de año en el conjunto del área.

El sostenimiento de la demanda interna es particularmente oportuno, toda vez que la demanda externa amplió paulatinamente su contribución negativa hasta detraer 1,3 pp del crecimiento del producto en el último trimestre (alrededor de un punto en el conjunto del año). Como se observa en el gráfico 7, el comportamiento de las exportaciones y de las importaciones fue similar, pues ambas prosiguieron su proceso de paulatina desaceleración de un modo paralelo, hasta cerrar el año creciendo, en dólares, en el entorno del 16%. No obstante, en el inicio de este ejercicio se ha observado, si acaso, una tendencia a la aceleración de las exportaciones. Por el contrario, las importaciones se han estabilizado de un modo generalizado, al hilo de la moderación de la demanda interna. Es importante aclarar que la buena evo-



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Media móvil trimestral.
- b. Exportaciones a precios de 2002, respecto al PIB real en dólares.
- c. Agregación de ocho países.

lución del comercio exterior es compatible con una contribución negativa creciente de la demanda externa y con el mantenimiento de un superávit comercial, puesto que, en términos de contabilidad nacional, las exportaciones e importaciones son computadas en moneda nacional y deflactadas por sus precios. Estos precios —los términos de intercambio— han evolucionado en los últimos años de modo muy favorable, debido al fuerte incremento del precio de las materias primas, aunque en los últimos trimestres el comportamiento de estas fue divergente. Los precios de las materias primas agrícolas —componente importante de las exportaciones para Brasil, Argentina o Colombia— han sufrido recortes en los últimos trimestres, mientras que las energéticas se mantienen en un rango de precios muy altos y las metálicas —beneficiosas para Chile en particular— disfrutaron a finales del año pasado de un repunte muy acusado. En todo caso, el prolongado dinamismo de las exportaciones en los últimos trimestres cabe asignarlo al incremento en el volumen exportado (véase gráfico 7). No obstante, este incremento de volumen también está estrechamente relacionado, en la mayoría de los países, con un aumento de la demanda global de materias primas.

El saldo comercial volvió a registrar un amplio excedente, que habría superado de nuevo el 4% del PIB, una cifra muy similar a la de 2004 (véase gráfico 7). Cabe destacar la estabilización de los saldos en términos de PIB en muchos países —lo que supone que en dólares se han ampliado notablemente, hasta superar los 90 mm de dólares en el agregado de los ocho principales países—. Esto supuso que la balanza por cuenta corriente volvió a registrar un superávit por tercer año consecutivo, de similar magnitud al de 2004, debido a que el resto de partidas que conforman la cuenta corriente tendió a compensarse: la progresiva ampliación del superávit por transferencias —inducido por el crecimiento de las remesas— se vio contrarrestada por un creciente déficit en la balanza de rentas. En el recuadro 1 se analizan con detalle los distintos componentes de la balanza por cuenta corriente.

El mantenimiento del superávit por cuenta corriente supone que la brecha entre ahorro nacional e inversión persiste, como muestra el gráfico 8, a pesar de que la ratio de inversión sobre producto superó el 20% por primera vez desde 1998. Esto implica que el ahorro se incrementó notablemente en los últimos años. En el panel de la derecha se ha computado por separado la contribución del sector privado y del sector público al saldo de la balanza por cuenta corriente. En el caso del sector público, esta magnitud es aproximada por el saldo presupuestario. Puede comprobarse que ambos contribuyeron, a través de un fuerte ajuste, aunque con algo más de retardo en caso del sector público, al cambio de signo, de negativo a positivo, en el saldo de la balanza por cuenta corriente acaecida entre 2002 y 2003. No obstante, a partir de entonces el mantenimiento del superávit por cuenta corriente ha sido facilitado por la progresiva reducción del déficit público en el conjunto del área, que pasó del 5% del PIB en 2002 hasta el 0,5%, si bien en el segundo semestre hubo un ligero deterioro y cerró el año en el 1,2% del PIB. Lo que resulta notable es que, una vez superados los problemas financieros de la región y encauzada la recuperación, el ajuste fiscal no se haya revertido como en ocasiones pasadas, y que los superávits primarios hayan tendido a ampliarse, hasta el 3,4% con el que cerraron 2005. La buena evolución de los ingresos públicos, que crecieron en términos reales un 8% en el agregado del área en 2005 (frente al 12% del año anterior), ayudó a este buen resultado, pero también es destacable que los gastos primarios no se aceleraran a pesar de las favorables condiciones de financiación y de los procesos electorales en muchos de los países. Su ritmo de crecimiento, en términos reales, se redujo marginalmente incluso respecto al año anterior (8,1%, frente al 8,8% de 2004). Venezuela constituyó una excepción notoria a este comportamiento.

La tendencia a la compresión de los diferenciales soberanos se acentuó aún más después del verano, rompiendo el índice EMBI regional sucesivos mínimos, hasta situarse en torno a los 220 pb en febrero de 2006, unos 125 pb por debajo de los niveles de septiembre (véase gráfico 9). En marzo se ha producido un repunte moderado, en línea con el incremento de los tipos a largo plazo en los países desarrollados. Resulta notorio que todos los diferenciales soberanos se hayan estrechado adicionalmente de forma significativa —con las excepciones de Perú, Chile y Argentina— aunque en estos dos últimos casos ello fuera debido, principalmente, a la recomposición del índice— y que fueran en aquellos países con diferenciales más amplios en los que se redujeran más. Este es el caso de Venezuela, cuyo diferencial se ha situado por debajo de 250 pb (1,5 pp menos que los niveles de septiembre), y de Ecuador, país que recuperó el acceso a los mercados internacionales por primera vez desde el impago de 1999, con 560 pb, unos 185 pb inferior a dicho mes. Por su parte, también Brasil, Colombia y México experimentaron reducciones importantes, hasta los 220 pb, 160 pb y 115 pb, respectivamente, lo que supone, respecto a septiembre de 2005, un 30% menos en los dos primeros casos y un 15% en el tercero.

Por su parte, el comportamiento de las bolsas fue muy favorable en el segundo semestre del año, anotando el índice regional en moneda local una subida del 30% —con lo que se cerró

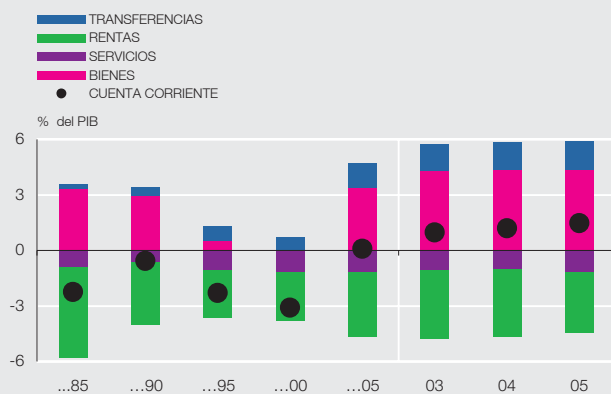
En 2005, por tercer año consecutivo, América Latina<sup>1</sup> registró un saldo positivo en la balanza por cuenta corriente, lo que supone un hecho sin precedentes. En el pasado, con ritmos de crecimiento como los registrados durante los tres últimos años, el déficit por cuenta corriente alcanzaba, al menos, una cuantía del 3% del PIB.

El principal factor explicativo de este cambio de patrón en el último trienio es el comportamiento de la balanza comercial, que ha pasado de presentar una posición relativamente equilibrada en la década de los noventa a registrar amplios superávits, hecho que no se producía desde finales de los años ochenta. Incluso si se compara con la década de los ochenta, los superávits alcanzaron una mayor magnitud en el trienio 2003-2005, pues se situaron por encima del 4% del PIB, mientras que en la década de los ochenta solo superaron ligeramente el 3%. La clave para poder explicar los buenos resultados de la balanza

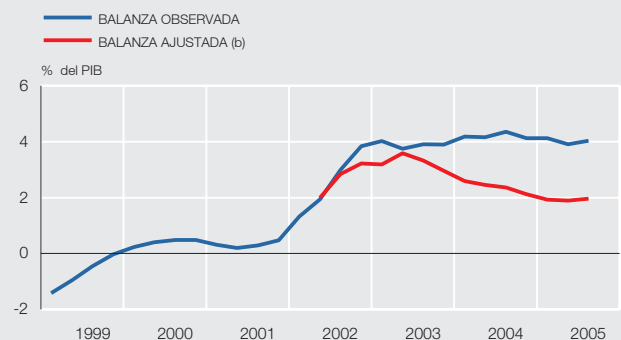
comercial es la mejora experimentada en los términos de intercambio de los países de la región en los últimos años, consecuencia del encarecimiento de las materias primas, que constituyen una parte importante de las exportaciones latinoamericanas. Para el trienio 2003-2005, los términos de intercambio mejoraron un 13,5% para el conjunto de la zona, con aumentos muy superiores en algunos casos, como Venezuela y Chile. De hecho, si se aislara el efecto de esta mejora de los términos de intercambio y se calculara el saldo de la balanza comercial con los términos de intercambio existentes en el año 2002, el superávit se habría reducido hasta el 2% del PIB en 2005, 2 pp menos del efectivamente observado, lo que supone que a finales de 2005 la balanza por cuenta corriente presentaría un déficit cercano al 1%. Además, en este ejercicio solo se toma en consideración la eliminación del efecto precio, pero no del efecto cantidad derivado de la mayor demanda global de materias primas. Todo lo anterior permite afirmar que la mejora de la posición exterior y del grado de apertura de América Latina se debe más a circunstancias externas que a un progreso estructural en la capacidad exportadora o en la apertura externa.

1. Los cálculos para la región incluyen a Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

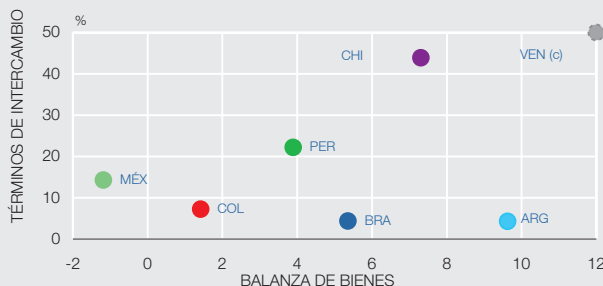
**BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES EN AMÉRICA LATINA (a)**



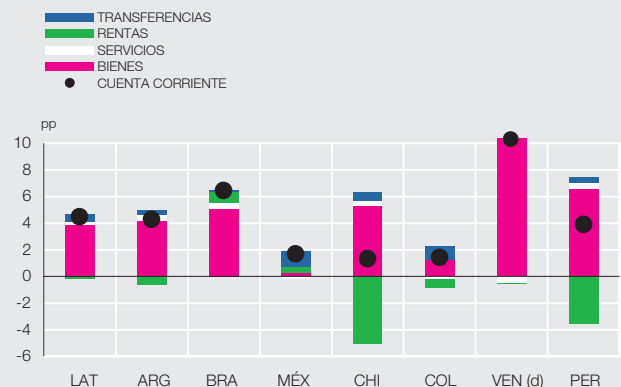
**BALANZA COMERCIAL EN AMÉRICA LATINA**



**MEDIA DE LA BALANZA DE BIENES SOBRE PIB Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (2003-2005)**



**VARIACIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA BALANZA CORRIENTE SOBRE PIB (2001-2005)**



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. 2005: estimado sin conocerse el dato del cuarto trimestre.  
 b. Balanza comercial a términos de intercambio de 2002, respecto al PIB real en dólares.  
 c. En el periodo, Venezuela registró un incremento del 90% en los términos de intercambio y un saldo medio de balanza de bienes del 22%.  
 d. En Venezuela, la variación en puntos porcentuales del PIB de la cuenta corriente fue del 17,1, y la contribución de la balanza de bienes, de 17,6 puntos del PIB.

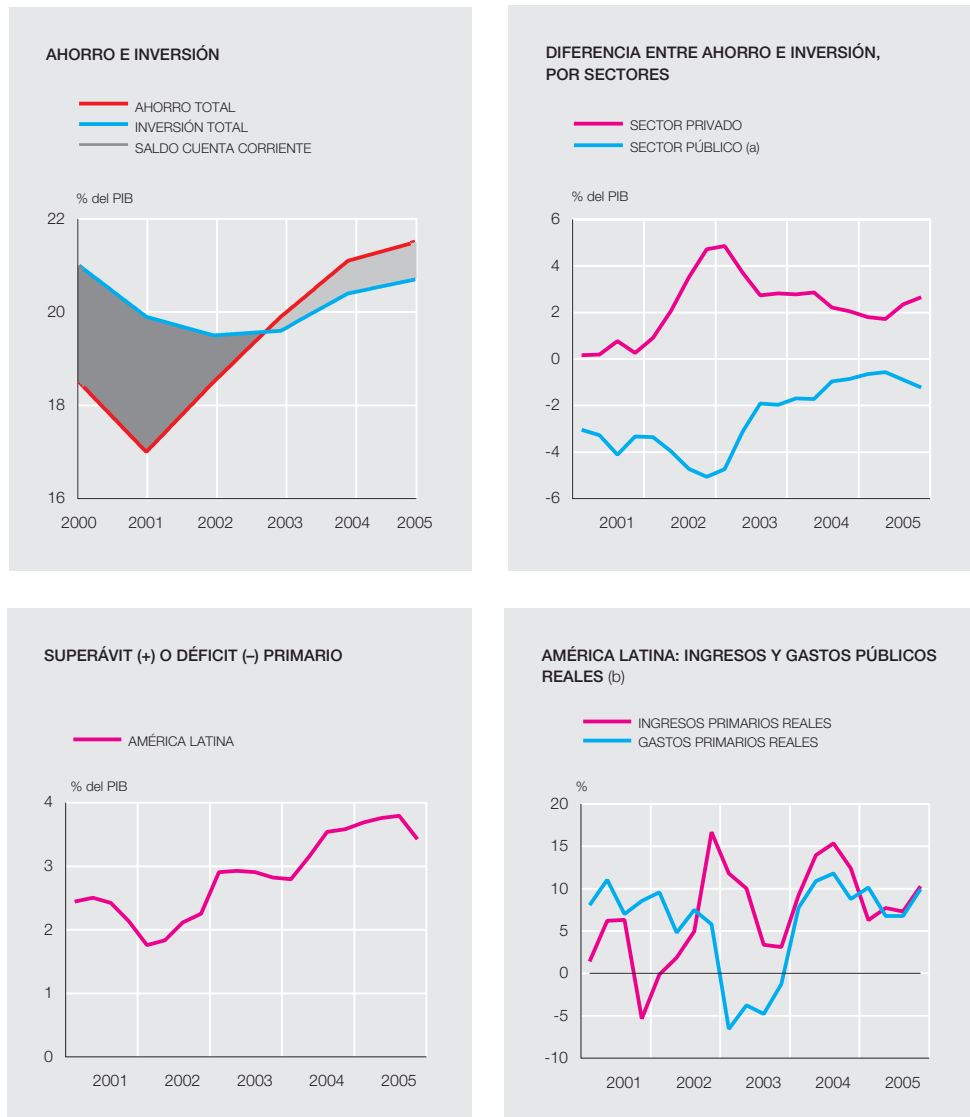
Respecto al resto de los componentes de la balanza por cuenta corriente, la balanza de servicios ha mantenido un déficit relativamente constante, en torno al 1% del PIB. El creciente superávit de la balanza de transferencias, proveniente del mayor envío de remesas, que se ha duplicado en los últimos diez años y que ahora se sitúa en torno al 1,5% del PIB regional, se ha compensado en los últimos años con un incremento del déficit de la balanza de rentas —que incluye los pagos por intereses de deuda, beneficios repatriados, etc.—, aunque ha sido menos acusado en el último año. Si se compara la situación del último trienio con la de la década de los ochenta, la balanza por cuenta corriente presentó déficit en esos años, porque, a pesar de que la balanza de bienes presentaba superávits cercanos al 3% del PIB, el déficit de la balanza de rentas era más elevado y la balanza de transferencias registraba un superávit de muy pequeña magnitud. De hecho, el aumento del superávit en la balanza de transferencias por el aumento de remesas es uno de los cambios esenciales que se han producido en la balanza por cuenta corriente de América Latina en los últimos veinticinco años y otorga a la posición exterior del área una mayor robustez, dada su tendencia al alza y su carácter no procíclico. La evolución de la balanza de rentas es más volátil, pues depende tanto de los costes de financiación como de la tasa de rentabilidad de las inversiones, aunque la reducción de los pasivos financieros netos en los últimos años —ligada, precisamente, a la acumulación de superávits por cuenta corriente y a la apreciación del tipo de cambio— también mejora las perspectivas en el corto y en el medio plazo.

En un análisis por países, se puede observar que todos ellos, salvo México, presentan en los últimos años mejoras radicales en sus balanzas por cuenta corriente ligadas al ajuste inducido por las crisis económicas y la apreciación de los tipos de cambio (Argentina y Uruguay) o al aumento del precio de las principales materias primas que exportan (Chile y Perú) o a ambos factores (Venezuela). Por el contrario, en México, a pesar de la mejora en los términos de intercambio ligada al precio del petróleo, no se ha producido una recuperación en la balanza comercial. Este hecho está relacionado con la pérdida de competitividad de los productos de exportación en el mercado de Estados Unidos (donde se envía alrededor del 90% de los mismos), sobre todo respecto a los países asiáticos.

También cabe destacar la evolución de la balanza de rentas en algunos países, como Chile y Perú, donde ha tenido lugar un deterioro de la balanza de rentas, ligado a la repatriación de beneficios procedentes de las empresas mineras, las cuales, por otro lado, también contribuyeron al fuerte superávit comercial en estos países. Por el contrario, puede observarse un incremento del superávit de la balanza por transferencias en países como Colombia, México y Perú, pero también en otros, como Ecuador, Bolivia y muchos centroamericanos, que ha constituido una partida importante para explicar la evolución de la balanza por cuenta corriente en los últimos cinco años. De hecho, en Bolivia, Colombia y Ecuador el superávit de la balanza por transferencias se sitúa cerca del 5% del PIB, y sin él las cuentas externas estarían atravesando serias dificultades.

el ejercicio con un incremento del 32%—. En cualquier caso, el comportamiento bursátil no fue completamente homogéneo. Brasil, México, Colombia y Venezuela registraron subidas prácticamente continuadas desde septiembre, anotando, las tres primeras, ganancias del 36%, 38% y 115%, en moneda local, en el conjunto del año; y la última, una caída del 9%. Chile y Argentina mostraron cierta mayor volatilidad en el último trimestre, pero, aun así, cerraron el año con subidas anuales en el entorno del 10%. Las bolsas comenzaron con fuerza el 2006, acumulando el índice agregado una subida del 11% hasta febrero, pero desde entonces se ha producido una corrección y consolidación en niveles altos. Esta evolución tuvo su correlato en la mejora de las calificaciones crediticias de varios países de la región: Brasil, por parte de dos agencias distintas, en octubre y marzo; Venezuela, en noviembre y en enero, también por parte de dos agencias; México, en diciembre, y Argentina, en marzo. Asimismo, hubo un importante número de mejoras al alza de las perspectivas, y solo en Ecuador se revisaron a la baja.

El favorable entorno exterior y las buenas condiciones económicas y financieras están siendo aprovechados en esta fase de recuperación para instrumentar políticas cada vez más activas de gestión de la deuda con vistas a reducir la vulnerabilidad de la posición financiera de dichos países. Estas políticas se articularon a través de múltiples iniciativas en los últimos trimestres: la recompra de la totalidad de bonos Brady (ya realizada con anterioridad por México y que concluirá en abril por parte de Brasil) y otra deuda exterior; la emisión de deuda externa en moneda local (Colombia y Brasil); la cancelación progresiva de la deuda indiciada al dólar en Brasil, culminada en febrero; y, por último, una serie de medidas fiscales y regulatorias, anun-



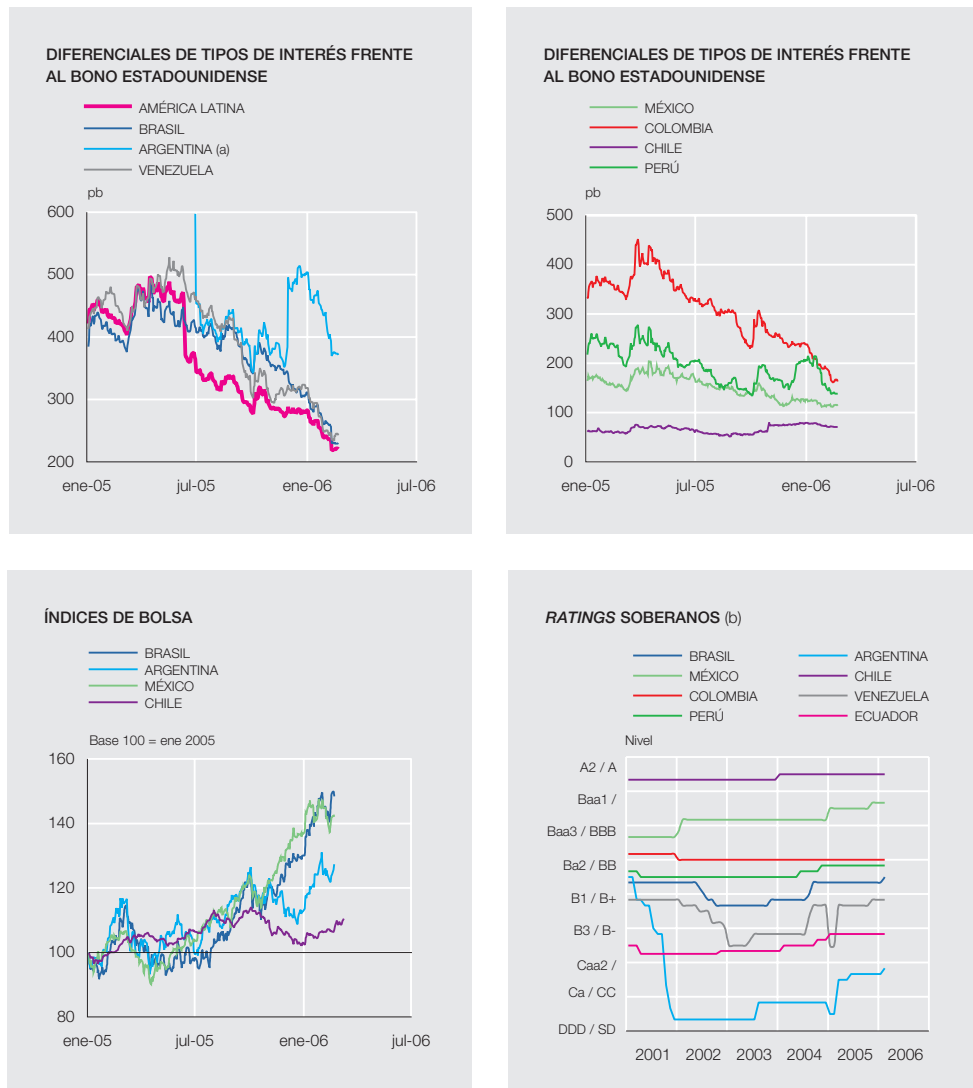
FUENTES: FMI y estadísticas nacionales.

a. Calculado como saldo presupuestario.

b. Deflactados por el IPC.

ciadas por Brasil y Chile, orientadas a favorecer la participación del inversor no residente en el mercado de deuda pública interna. En el recuadro 2 se analiza en detalle el impacto de estas políticas sobre la notable reducción de la deuda vinculada al tipo de cambio que se ha verificado en la región en los últimos años.

Cabe destacar en este contexto la cancelación anticipada de la financiación del FMI por parte de Brasil y Argentina, por un monto de 15,5 y 9,9 mm de dólares, respectivamente, pues también contribuye a reducir drásticamente la ratio de deuda externa. No obstante, la motivación de esta decisión desborda ampliamente el ámbito de la gestión de la deuda e incluso tiene una interpretación diferente en cada uno de los países. Así, mientras que en el caso de Brasil la decisión fue interpretada favorablemente por los mercados, en un contexto de mejora de los fundamentos económicos del país y de credibilidad de las políticas económicas, en el caso de Argentina —que tuvo un impacto más negativo en los indicadores financieros— la



FUENTE: JP Morgan.

- a. El 11 y el 13 de junio de 2005, los nuevos bonos restructurados argentinos entran en el EMBI.
- b. Media simple de las calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch IBCA.

desvinculación con el FMI estuvo relacionada con el deseo de sus autoridades de profundizar en unas políticas diferentes a las que comporta la condicionalidad de esta institución. En cualquier caso, la devolución de los préstamos ha reducido a casi la mitad la cartera de préstamos del FMI, y la participación de América Latina en la misma ha pasado a ser apenas del 8%, frente al promedio del 33% de la última década (véase gráfico 10).

La evolución de los flujos de capital estuvo determinada por estos desarrollos en los mercados de capitales latinoamericanos. Las cifras preliminares indican que la entrada de flujos netos totales fue positiva (superior a los 10 mm de dólares), frente a la salida en términos netos (-1,5 mm de dólares) del año anterior. Sin embargo las cifras totales, que aparecen en el gráfico 10, ocultan la magnitud de los cambios entre flujos privados y oficiales. Los flujos privados netos se triplicaron respecto al promedio de los cuatro años anteriores, mientras que los flujos oficiales netos fueron de -24 mm de dólares. En esta última magnitud pesaron fundamentalmente la cancelación de préstamos al FMI —aunque no está incluida la devolución por parte de

En América Latina la deuda vinculada al tipo de cambio, sea porque estuviera emitida en moneda extranjera o indiciada a alguna divisa, ha desempeñado un papel tradicionalmente importante en la financiación del sector público y ha constituido una fuente importante de vulnerabilidad de las finanzas públicas, al generar desequilibrios de balance entre activos e ingresos en moneda local y pasivos y pagos en moneda extranjera. La participación de este tipo de deuda era superior al 50% a finales de 2002 en la mayoría de los principales países, y en algunos casos, como Perú y Uruguay, rondaba el 90% del total de deuda pública. Existen diversas razones para explicar esta tendencia al endeudamiento en moneda extranjera. La ausencia de instrumentos de cobertura cambiaría en los mercados nacionales, las distorsiones en los incentivos generadas por los regímenes de tipos de cambio fijos, los problemas de credibilidad de la política monetaria y la inestabilidad financiera y cambiaría de los países emergentes son algunas de ellas.

Desde el año 2003, sin embargo, la región ha venido disfrutando de unas condiciones financieras excepcionales, que permitieron reducir el peso de la deuda vinculada directa o indirectamente al tipo de cambio, en algunos casos de un modo drástico. El gráfico 1 ilustra esta tendencia en el agregado de los siete países más importantes de Latinoamérica (excluyendo Argentina). Como se observa en el gráfico 1, la ratio de deuda pública bruta en moneda extranjera pasó de un 49% a finales de 2002, a un 30% a finales de 2005, una reducción de casi 20 pp. Por países, destaca el caso de Brasil, donde la deuda pública vinculada al tipo de cambio pasó de representar un 52,8% del total a finales de 2002, a un 14,1% en 2005, una caída del 73%, mientras que en el resto de economías dicha reducción se situó entre algo menos del 3% en Perú y Venezuela y el 31,7% de Chile, lo que significó en este último caso una reducción de 20,7 pp. La excepción fue México, donde la participación de este tipo de deuda aumentó ligeramente.

Esta evolución puede ligarse a cambios en la estructura de la deuda, pero también a la intensa apreciación de la mayoría de las divisas latinoamericanas en este período (véase gráfico 11 del texto). Las

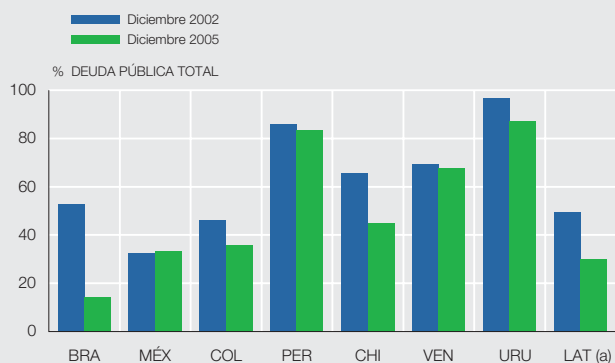
autoridades fiscales latinoamericanas son cada vez más conscientes de la importancia de reducir de modo sostenido la vulnerabilidad de las finanzas públicas, y limitar la exposición de la deuda pública a las oscilaciones del tipo de cambio resulta uno de los modos más efectivos de reducir esta vulnerabilidad. La gestión activa de la deuda llevada a cabo por la mayoría de los países apuntaría a que este factor puede haber sido importante a la hora de explicar la reducción de la deuda pública vinculada al tipo de cambio<sup>1</sup>.

Es posible calcular la importancia del efecto del tipo de cambio y del efecto composición —asociado a los cambios en la estructura de la deuda— en cada uno de los países para el período considerado. Para computar el primero, se fija la estructura de la deuda al inicio del período de referencia (diciembre de 2002) y se calcula el porcentaje de deuda que estaría vinculada al tipo de cambio al final del período (diciembre de 2005), tomando solo en consideración los tipos de cambio vigentes en ese momento; es decir, dejando de lado las variaciones efectivas en la composición de la deuda. La diferencia entre el peso de la deuda vinculada al dólar así calculado y el peso real determina el efecto composición. Ambos efectos aparecen desglosados en el gráfico 2 para los países analizados, así como para el agregado de los países.

La mayor aportación a la reducción de la deuda vinculada al tipo de cambio se debió a un cambio en la composición de los instrumentos de deuda. En el conjunto de los países, el efecto composición explica 15 pp de la caída, en torno al 80% del total. La proporción es similar en los casos de Brasil y Chile, lo que supone 20 pp y 16 pp de la reducción lograda. En Perú, con el mismo porcentaje, la magnitud de la reducción es muy inferior, ya que la caída de la exposición al dólar fue mucho más reducida. Esta menor vinculación ha supuesto en estos países la reducción efectiva de las emisiones en moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio e, incluso, en algunos casos, el rescate de deuda externa por deuda

1. Véase el recuadro 1 del «Informe semestral de economía latinoamericana», *Boletín Económico*, marzo 2005, Banco de España.

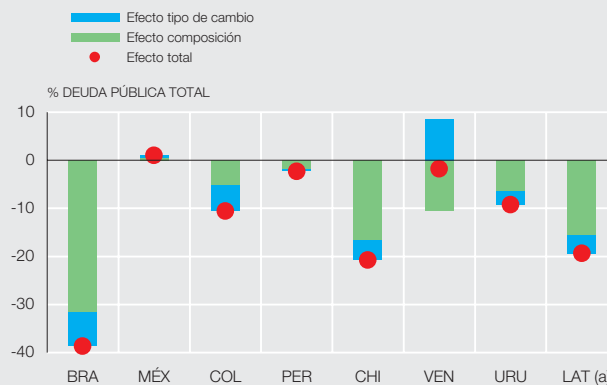
GRÁFICO 1: DEUDA VINCULADA AL TIPO DE CAMBIO SOBRE DEUDA PÚBLICA TOTAL



FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI y cálculos propios.

a. Media ponderada de los siete países.

GRÁFICO 2: DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA





interna. El caso de Brasil, donde la deuda indiciada al tipo de cambio ha pasado de un máximo del 56% del total en septiembre de 2002 a ser eliminada, es un caso ilustrativo. En Colombia, las aportaciones de ambos tipos de efectos, tipo de cambio y composición, estuvieron equilibradas. El caso de Venezuela es particular, pues se da la peculiaridad de que el tipo de cambio se depreció sustancialmente en el período considerado, por lo que su impacto ha tendido a aumentar el peso de la deuda vinculada al dólar, en lugar de reducirlo.

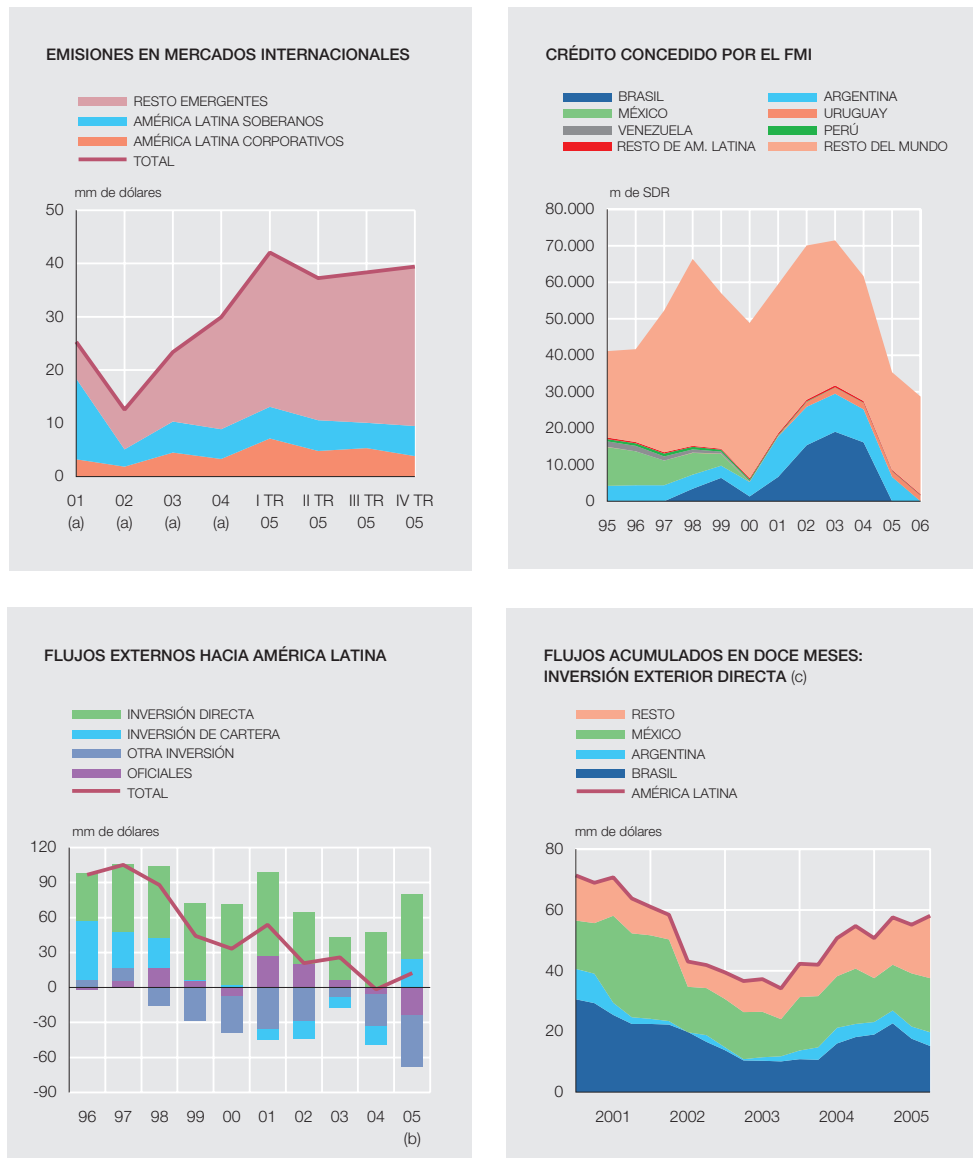
La estrategia de reducción de la exposición al tipo de cambio de la deuda requiere un análisis financiero que puede limitar el atractivo de esta opción. Así, los gestores de deuda pueden verse obligados a elegir entre la minimización del coste esperado del servicio de la deuda, tanto financiero como en términos de credibilidad, y la minimización del riesgo asociado a cambios drásticos en la carga de la deuda. A corto plazo, en vista de los tipos de interés externos que se deben pagar, en mínimos históricos, y de la fuerte apreciación de la mayoría de divisas, resultaría más barato incrementar el peso relativo de la deuda en dólares. Sin embargo, a largo plazo esta opción aumentaría la exposición cambiaria del sector público y, por tanto, su riesgo presupuestario ante perturbaciones externas, lo que en última instancia podría traducirse en la exigencia de una mayor prima de riesgo soberano.

La instrumentación de una política de gestión activa de la deuda también puede estar limitada por una serie de restricciones por el lado de la demanda de títulos. Existe una segmentación entre los mercados de deuda interna y externa, debido a la existencia de barreras de entrada, distorsiones impositivas, etc., que dificulta la colocación de los títulos en moneda local entre inversores internacionales y, como consecuencia de la escasa profundidad de los mercados locales, hace difícil la construcción de una curva de tipos con amplios plazos de vencimiento. Además, esta dificultad se incrementa por el hecho de que las emisiones internas tienden a elevar los tipos de interés nacionales y a detraer recursos para la financiación del sector privado, lo que tiene efectos negativos sobre la actividad. Es por ello por lo que la tendencia reciente a reducir la segmentación de los mercados —lo que debe facilitar una gestión de la deuda pública más efectiva y un mayor desarrollo de los mercados locales— es positiva.

En cualquier caso, la activa gestión de la política de deuda con el fin de reducir la vulnerabilidad y la volatilidad financiera se complementa con la consolidación de la disciplina fiscal. Ambos factores pueden tener costes de uno u otro tipo en el corto plazo, pero se complementan en el fortalecimiento de las finanzas públicas en el medio y largo plazo. La perseverancia con este tipo de políticas, por lo tanto, contribuye a mejorar las bases para un crecimiento económico sostenido en el área.

Argentina, ya que fue computada en enero, como se observa en el panel correspondiente del gráfico 10— y, también, la recuperación de las economías del área.

La descomposición de los flujos privados por categorías también es reveladora. En primer lugar, se produjo un retorno, con ímpetu, de los flujos de cartera, que habrían superado holgadamente los 20 mm de dólares, tras cuatro años de regresión. Este retorno es compatible con la fuerte entrada de capitales extranjeros en los mercados bursátiles de la región, pero, en principio, podría chocar con la evolución de las emisiones soberanas de América Latina en los mercados internacionales, que se han reducido respecto al año anterior. Esta reducción, que contrasta con otras áreas emergentes, se ha producido a pesar de las muy buenas condiciones de financiación externas. Esto puede atribuirse a unas necesidades efectivas de financiación más reducidas por la mejora de las posiciones fiscales y a la preferencia mostrada hacia la emisión en los mercados locales por parte de las autoridades. No obstante, las menores emisiones soberanas resultaron compatibles con la entrada de flujos netos en el mercado de deuda. Por un lado, la demanda de bonos latinoamericanos por parte de los inversores extranjeros se satisfizo parcialmente a través de compras en los mercados nacionales de deuda y, por otro lado, las emisiones corporativas registraron un fuerte crecimiento —sobre todo, en el primer semestre de 2005 y por parte de México y Brasil—. El incremento de las emisiones corporativas fue del 60% respecto a 2004, lo que más que compensó la ligera reducción en las soberanas. De este modo, el volumen total de emisiones alcanzó los 43 mm de dólares, un crecimiento del 20% sobre el año anterior. La recuperación de los flujos de cartera fue contrarrestada por la cada vez más intensa caída de los flujos netos de los préstamos y créditos externos, cuyo comportamiento ha mantenido el signo negativo en la última década.



FUENTES: Estadísticas nacionales, JP Morgan y FMI.

a. Media trimestral.

b. 2005: Previsión.

c. Último trimestre de 2005: estimación para Argentina, resto y América Latina.

También es destacable la continuada recuperación de los flujos de inversión extranjera directa, por encima de los 50 mm de dólares en el conjunto de 2005, cifra no muy alejada de las entradas en la segunda mitad de los años noventa, a pesar de la teórica competencia por estos flujos por parte de la economía china, que se analiza en el recuadro 3. Esta recuperación se concentró en México y en otros países, como Perú, pues en Brasil y, sobre todo, Argentina las inversiones exteriores aún se sitúan en niveles relativamente reducidos.

TIPO DE CAMBIO, PRECIOS  
Y POLÍTICAS MONETARIAS

En los mercados cambiarios se siguieron percibiendo fuertes presiones apreciadoras, aunque durante los últimos trimestres se produjeran episodios de volatilidad cambiaria notable, asociada en algunos casos a cuestiones de inestabilidad política (véase gráfico 11), de modo que en el agregado del área el tipo de cambio se apreció solo un 2,1% frente al dólar en el segundo semestre de 2005. Particularmente importante fue la apreciación del real brasileño, de un

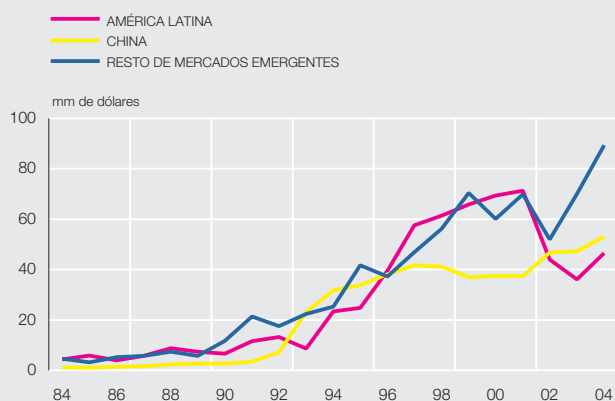
La rápida expansión de China en la economía mundial tiene importantes repercusiones globales. Una de ellas es la atracción por parte de este país de una enorme cantidad de inversión extranjera directa (IED). De hecho, China se ha convertido en el primer receptor de IED del mundo, con unas entradas por este concepto superiores a 60 mm de dólares en 2005, lo que supuso en torno al 25% de los flujos netos destinados a los países emergentes. Los inversores extranjeros se han sentido atraídos, por un lado, por el fuerte crecimiento económico chino, su enorme población y su creciente demanda interna; y, por otro, por su ventaja comparativa como plataforma de exportación, gracias a sus bajos costes laborales. Además, la adhesión de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) en 2001 ha reforzado el interés por invertir en dicho país.

Del mismo modo que muchos países ven a China como un claro competidor en los mercados de exportación, existe una preocupación creciente, en especial en los países emergentes, por un posible desvío hacia China de la IED que reciben. Este es el caso de América Latina, donde este tipo de inversión ha sido la principal fuente de financiación externa en los últimos años y ha tenido un papel determinante en la modernización de su estructura económica. De hecho, la IED dirigida a América Latina comenzó a caer en el año 2000, al tiempo que la destinada a China seguía creciendo rápidamente (véase gráfico izquierdo).

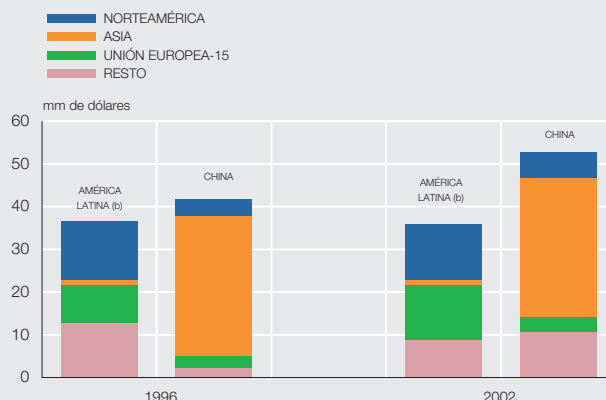
Al menos potencialmente, existen diversos factores en juego, algunos contrapuestos, que pueden influir en cómo la IED destinada a China afecta a la que reciben las economías latinoamericanas. El primero está relacionado con la oferta global de IED y la segmentación de este mercado. Por un lado, un elemento que se ha de considerar es si los flujos de esta naturaleza dirigidos a China pudieran afectar a la oferta mundial. Si la oferta global estuviera dada, un aumento de la IED hacia China supondría una reducción de la destinada a otras regiones. Si, en cambio, no lo estuviera, y si los inversores

extranjeros obtuvieran unos elevados beneficios de su presencia en China, es probable que la IED total aumentara y, con ello, la destinada a otras partes del mundo. Por otro lado, si en la asignación de este tipo de inversión las consideraciones regionales o de vecindad fueran importantes, de tal modo que el mercado global estuviera segmentado geográficamente, podría existir escasa sustituibilidad entre la dirigida a dos países o regiones diferentes. Este parece ser el caso de una parte de la IED que recibe China; en concreto, la de otros países asiáticos con estrechos lazos culturales y étnicos, como Hong Kong, Corea, Japón, Taiwán y Singapur, cuya inversión supuso el 59% del total que recibió China en 2004 (véase gráfico de la derecha). No parece verosímil pensar que los países latinoamericanos podrían ser un sustituto de China para este tipo de inversión, lo que refrendaría la hipótesis de una importante segmentación en este mercado. La IED destinada a América Latina, por el contrario, tiene su origen mayoritariamente en los países de la OCDE, pues estos representaron el 76% de la inversión total recibida por estos países en 2002, respecto a un 35% en el caso de China. Un segundo aspecto que cabe considerar es el destino sectorial de la IED. Si los flujos dirigidos hacia China se orientan hacia el sector exportador, debería existir un mayor efecto de sustitución con terceros países que reciban este tipo de inversión para competir en los mismos mercados de exportación. Si, por el contrario, se destina a abastecer la demanda interna china, el impacto sobre terceros países es menos obvio. El tercer elemento en juego es el efecto inducido de la IED hacia China. Así, el aumento de las relaciones internacionales, comerciales y financieras, con China podría impulsar la inversión directa de China hacia el resto del mundo, más aún si se tiene en cuenta su muy elevada tasa de ahorro. Además, la IED hacia China podría incrementar las importaciones de este país, induciendo un incremento en la inversión directa hacia los países suministradores de estos factores de producción, incluso la inversión de China, que, de este modo, se aseguraría el acceso estratégico a estos recursos. El caso de las materias primas en América Latina podría ser ilustrativo de este tipo de razonamiento.

DESTINO DE LA IED (a)



ORIGEN DE LA IED



FUENTES: FMI, UNCTAD y CEIC.

a. Flujos netos.

b. América Latina: Argentina, Brasil, México, Chile, Venezuela y Colombia.

Dada esta diversidad y contraposición potencial de factores, en un reciente trabajo empírico<sup>1</sup> se ha analizado cómo la IED destinada a China puede afectar a la que recibe cada uno de los países latinoamericanos. Este estudio se concentra en los flujos originados en la OCDE, sea para China o para América Latina, pues solo para ellos se podría, en principio, hablar de un mercado integrado, en el que existe una mayor posibilidad de sustitución entre los países de destino. Entre los resultados destaca que la IED dirigida hacia China parece haber afectado negativamente a la destinada al conjunto de América Latina en los años en los que se aceleraron las negociaciones para la entrada de China en la OMC (1995-2001), pero no desde los albores del proceso reformista chino (1984-2001). Este efecto negativo se concentra en México y Colombia, pero no aparece en el resto de las principales economías latinoamericanas analizadas: Argentina, Brasil, Chile y Venezuela. Este resultado podría reflejar, en parte, las diferentes características de los países latinoamericanos, especialmente en lo que se refiere a la estructura productiva y al tipo de IED sectorial recibida. Así, mientras que las inversiones directas destinadas a México y Centroamérica se han dirigido hacia el sector exportador, en Sudamérica se han empleado en los sectores no comercializables, como el sector financiero, los suministros e infraestructuras, junto con la extracción de recursos naturales.

De cara al futuro, hay numerosas razones que hacen pensar que China continuará atrayendo un elevado volumen de IED. Por un lado, en los acuerdos con la OMC, China se comprometió a profundizar en

el proceso de privatización y en la apertura al capital extranjero. Además, es previsible que la ventaja comparativa de China, relacionada con el reducido coste del factor trabajo, se mantenga por un tiempo, debido al excedente de mano de obra agraria. Más aún, aunque los salarios crecieran, también lo haría la capacidad de compra de su enorme población, por lo que ganaría atractivo como destino para la IED interesada en abastecer el mercado interno.

Este escenario podría generar alguna preocupación para los países latinoamericanos, en particular para aquellos con una estructura productiva muy similar a la china, como México y Centroamérica. Sin embargo, China también generará un gran número de oportunidades en el medio plazo. Algunas de esas oportunidades no son particularmente relevantes para los países latinoamericanos, especialmente las derivadas de la integración productiva, que pueden aprovechar mucho más fácilmente los países vecinos de China y otros desarrollados, como de hecho ya está ocurriendo. No obstante, América Latina tiene la ocasión de beneficiarse de la importante y creciente demanda de materias primas por parte de China. Esto no solo impulsará las exportaciones de productos básicos de América Latina a China, sino que también debería incrementar la IED destinada a este sector, en la medida en que no haya obstáculos a la inversión extranjera. Además, es factible que al grupo de inversores principales en América Latina se incorpore la propia China, que está aumentando rápidamente su papel inversor en el mundo y que persigue diversificar sus activos exteriores netos y asegurar el acceso a su factor de producción más escaso: las materias primas. Por ello, los países latinoamericanos deben hacer un esfuerzo para incrementar su atractivo inversor como requisito para aprovechar los beneficios que otorga el mayor peso de China en el escenario económico internacional.

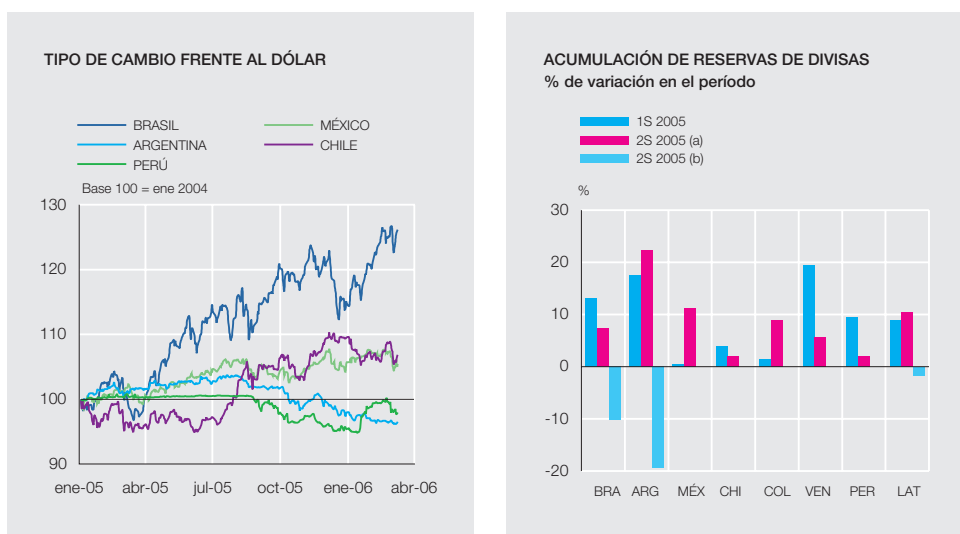
3. Alicia García-Herrero y Daniel Santabárbara (2005), *Does China Have an Impact on Foreign Direct Investment to Latin America?*, Documentos de Trabajo, n.º 0517, Banco de España.

5% entre septiembre y febrero, tras haberse apreciado un 10% en los ocho primeros meses de 2005. Excepciones a esta tendencia fueron el sol peruano, muy estable tradicionalmente, que sufrió un episodio de depreciación a finales de año, y el peso argentino, que desde septiembre tendió a depreciarse, hasta rebasar el nivel de los tres pesos por dólar, en el contexto de los cambios de política económica en el país y la interrupción del programa con el FMI. Precisamente, la cancelación de préstamos con esta institución por parte de Argentina y Brasil, que supuso un fuerte recorte de sus reservas, interrumpió, probablemente de modo transitorio, la acumulación de reservas en el agregado de la región, que cayeron un 1,6% en el segundo semestre. Como se observa en el gráfico 11, de no mediar este impacto, las reservas totales hubieran seguido aumentando, y lo siguieron haciendo de modo notable en México y Colombia, principalmente.

La evolución de los precios (véase gráfico 12) prosiguió en el agregado del área su progresiva moderación, iniciada a mediados del año pasado, y concluyó el ejercicio ligeramente por debajo del 6%. La inflación subyacente, cuyo proceso de reducción —muy gradual, pero constante en el agregado— se remonta a la segunda mitad de 2003, concluyó el año en el 5,2%, en torno a un punto menos que a finales de 2004. La excepción a este comportamiento la constituyó Chile, donde la inflación subyacente siguió repuntando fuertemente. A diferencia de lo ocurrido ese año, en 2005 todos los países con objetivos directos de inflación cumplie-

**TIPOS DE CAMBIO Y RESERVAS**  
Números índice y tasas de variación

GRÁFICO 11

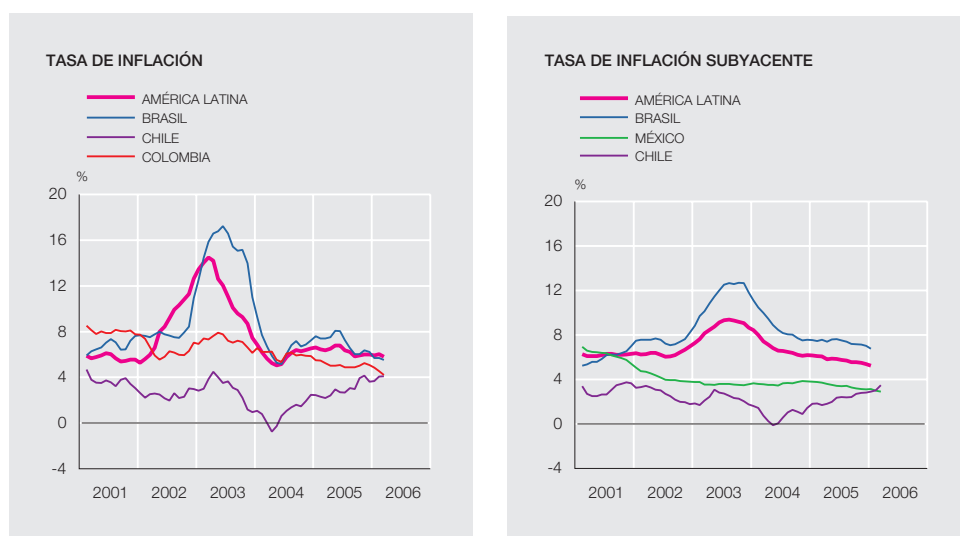


FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Sin considerar el pago al FMI.
- b. Incluyendo el efecto del pago al FMI.

**INFLACIÓN, CUMPLIMIENTO DE OBJETIVOS E INFLACIÓN SUBYACENTE**  
Tasas de variación interanuales

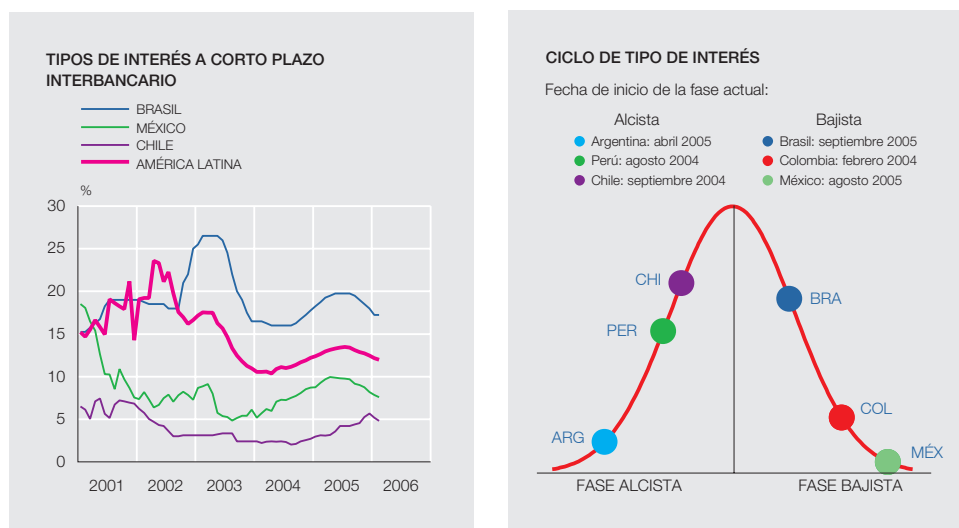
GRÁFICO 12



País	2004		2005		2006
	Cumplimiento	Objetivo	Cumplimiento	Dato diciembre	Objetivo
Brasil	Sí	4,5±2,5 (a)	Sí	5,7%	4,5 ± 2,5
México	No	3 ± 1	Sí	3,3%	3 ± 1
Chile	No (b)	3 ± 1	Sí	3,7%	3 ± 1
Colombia	Sí	4 ± 0,5	Sí	4,8%	4 ± 1
Perú	Sí	2,5 ± 1	Sí	1,5%	2,5 ± 1

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. En septiembre de 2004 se ajustó la meta central al 5,1% y se mantuvo el rango.
- b. Por defecto.



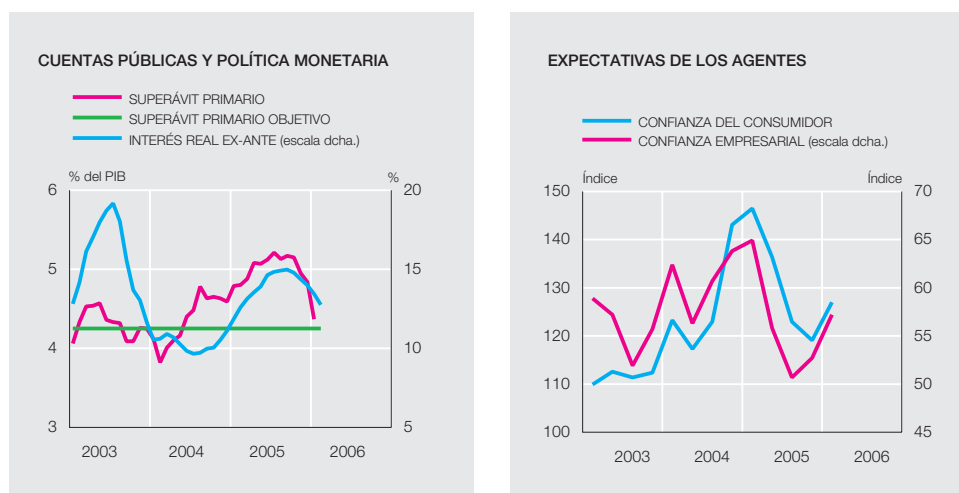
Fuente: Banco de España.

ron las metas prefijadas, lo que supone un espaldarazo al proceso de acumulación de credibilidad monetaria en el área. A pesar de ello, la evolución reciente de la inflación fue divergente entre países. En Brasil, México y Colombia la inflación entró en una senda descendente, que fue particularmente notable en los dos últimos países, en los que los registros de inflación alcanzados fueron inusualmente bajos —por debajo del 3% y del 5%, respectivamente—. Por el contrario, en Perú y Chile las tasas repuntaron desde niveles muy reducidos, impulsadas por el vigor de la expansión, hasta rondar el 3% y 4%, respectivamente, en el inicio de 2006. En Venezuela, las tasas de inflación prosiguieron su gradual proceso de descenso, aunque aún superaban holgadamente los dos dígitos a finales de año. Por último, el proceso de aceleración de los precios en Argentina fue sostenido y la tasa de inflación concluyó el año por encima del 12%, sin que se observaran signos claros de moderación al inicio de este ejercicio, lo que es motivo de creciente preocupación.

Las políticas monetarias reflejaron, salvo alguna excepción, la evolución reciente de los precios. Tal como se recoge en el gráfico 13, en los países con sendas de inflación decreciente los tipos de interés se encontraban en un ciclo bajista, aunque el margen de bajadas adicionales se percibía más amplio en Brasil que en México o en Colombia. El tipo oficial de Brasil descendió más de 3 pp entre septiembre y marzo, mientras que en México la llamada tasa de fondeo bancario que en los últimos trimestres se ha convertido en el señalizador de la política monetaria se redujo en 2 pp. En Brasil, a pesar de estas bajadas, persiste la pendiente negativa en la curva de tipos, mientras que en México se ha aplanado en los últimos meses. Chile figura en la posición más avanzada entre los países con tipos de interés en la parte alcista de su ciclo. Allí continuó, con alguna interrupción, el moderado tensionamiento de la política monetaria, que se inició a finales de 2004. En el polo opuesto, Perú empezó a endurecer la política monetaria tan solo en enero de este año, mientras que en Argentina, aunque las subidas de tipos se prolongan desde el primer trimestre de 2005, han sido muy tímidas para tener efecto sobre los tipos reales: el tipo interbancario a tres meses se sitúa en torno al 10%, aún por debajo de la inflación observada.

INTEGRACIÓN COMERCIAL  
Y REFORMAS ESTRUCTURALES

Los progresos en la integración comercial en América Latina fueron divergentes entre áreas comerciales; se produjeron, en algunos casos, importantes avances y, en otros, retrocesos también destacables. En el lado positivo, cabe mencionar el acuerdo de libre comercio de



FUENTE: Banco Central de Brasil.

Chile con China y también con India, aunque este con carácter parcial, al tiempo que se iniciaban negociaciones con Japón. Colombia y Perú también cerraron las negociaciones para un tratado de libre comercio con Estados Unidos, si bien de modo separado y al margen de la Comunidad Andina a la que pertenecen. Por otro lado, el CAFTA, Tratado de Libre Comercio de Centroamérica con Estados Unidos, tuvo dificultades para entrar en vigor el primero de enero, tal como estaba previsto, debido a las resistencias de algunos parlamentos centroamericanos, por lo que solo ha entrado en vigor en El Salvador. Por último, en MERCOSUR, Brasil y Argentina acordaron un conjunto de reglas restrictivas del comercio bajo ciertas circunstancias, con el fin de proteger a sectores particularmente afectados por la competencia de importaciones. Este mecanismo, llamado de adaptación competitiva, que además fue concertado sin tomar en consideración al resto de miembros del MERCOSUR, supone una regresión en el proceso de integración comercial entre estos países.

En el ámbito de las reformas, se produjo un estancamiento durante los últimos trimestres. La aprobación de reformas y la puesta en marcha de nuevos proyectos fueron muy escasas, pues apenas se produjeron algunos avances en el ámbito financiero en México y otros menores en Brasil. En este país, la fuerte actividad reformadora de la administración durante los tres primeros años fue bruscamente interrumpida por problemas políticos. Además, ambos países, como casi todo el resto del área, siguen inmersos en un período electoral. Sería deseable que las nuevas administraciones trabajaran en la reconstrucción de un consenso en torno a la necesidad de reactivar las reformas, con el fin de mejorar las posibilidades de crecimiento de medio plazo. Este compromiso también serviría para concitar una masa crítica activa de gobiernos comprometidos con las reformas que pudiera contrarrestar la reversión observada en algunos países.

### ***Evolución de los principales países***

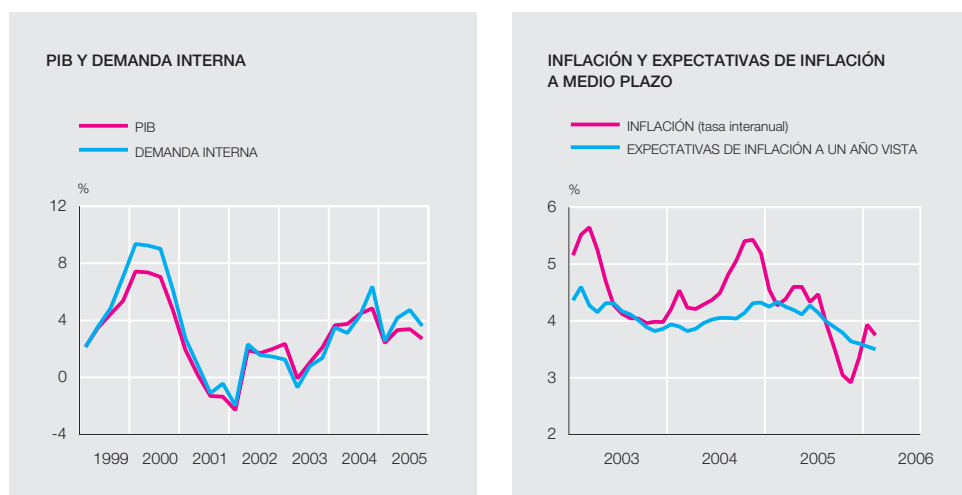
En *Brasil*, el ritmo de expansión de la actividad económica se desaceleró notablemente en el segundo semestre de 2005. El PIB creció un 1% interanual en el tercer trimestre y un 1,4% en el cuarto, para cerrar el año con un crecimiento del 2,3%, menos de la mitad que en 2004 (4,9%). Las principales causas detrás de esta desaceleración de la actividad fueron la restricción en las políticas económicas, tanto la monetaria como la fiscal, y el impacto de la crisis política sobre la confianza de los consumidores y, en particular, de los empresarios. Ambos factores comenzaron a corregirse hacia finales del año pasado, como puede comprobarse en el gráfico 14, pero afectaron notablemente a las cifras de inversión, que apenas registraron un

incremento del 1,6% durante 2005. El consumo privado fue el principal sostén de la actividad, con un crecimiento del 3,1% gracias a las ganancias de renta motivadas, especialmente, por el descenso de la inflación y la relativa fortaleza del empleo —menor en la segunda parte del año—, lo que llevó a la reducción de la tasa de paro del 9,6% al 8,3% durante el año. La aportación de la demanda externa fue positiva (0,3 pp), pero menor que en años anteriores. De hecho, las exportaciones se desaceleraron más que las importaciones en términos reales, aunque su tasa de crecimiento siguió siendo algo superior. Un año más, se logró un significativo superávit en la balanza por cuenta corriente (1,8% del PIB), gracias a la fortaleza de la balanza comercial, que alcanzó un superávit récord en términos nominales, aunque similar al del año anterior en proporción del PIB (en torno a un 5,7%). En lo relativo a las cuentas públicas, el superávit primario cerró el año en el 4,8% del PIB, por encima del objetivo del gobierno (4,25%) y algunas décimas por encima del registrado en años anteriores, gracias a la expansión de la recaudación y a la contención del gasto público. Sin embargo, el notable aumento en el pago de intereses, ligado a la restricción monetaria de los trimestres previos, provocó que el déficit público se situara en el 3,3% del PIB. Además, como consecuencia de lo anterior, la deuda pública se mantuvo estable frente a 2004 (51,6% del PIB), pese a la mejor gestión de la deuda.

La tasa interanual de inflación se desaceleró en el segundo semestre y se situó a finales de 2005 en el 5,7%, cerca de la meta central corregida, una reducción de 2 pp respecto al cierre de 2004. Esta desaceleración vino motivada por la apreciación cambiaria, la positiva evolución de los precios agrícolas y la restricción monetaria acumulada entre mayo de 2004 y septiembre de 2005. Ese mes comenzó un ciclo de relajación monetaria que ha acumulado bajadas de tipos de interés de 3,25 pp, hasta el 16,5%. El real se apreció notablemente respecto al dólar a lo largo de 2005 (14%) —aún más en términos efectivos reales—, cerrando el año a niveles similares a los de mediados de 2001, tendencia que continuó en el primer trimestre de 2006. El diferencial soberano, tras no registrar apenas variaciones en la primera mitad del ejercicio, se redujo casi 100 pb en el segundo semestre y en una magnitud similar en los primeros meses de 2006, hasta situarse cerca de los 200 pb, en mínimos históricos. Este comportamiento también se repitió en los mercados bursátiles, con ligeras pérdidas en la primera mitad del año y fuertes ganancias en la segunda, que confirmaron los primeros meses de 2006. En la excelente evolución reciente de las variables financieras influyó la buena acogida por parte de los mercados de las numerosas operaciones de gestión de deuda instrumentadas en el último año, entre ellas la ya comentada cancelación del préstamo con el FMI, que supuso una reducción del 23% de las reservas. Cabe, por último, destacar que a las dificultades políticas del verano pasado sucedió un período de mayor tranquilidad, en la antesala de la campaña electoral para los comicios presidenciales de octubre.

En *México*, la actividad económica tuvo un comportamiento desigual en el segundo semestre de 2005. Se aceleró en el tercer trimestre hasta una tasa de crecimiento interanual del 3,4% y volvió a registrar cierta debilidad en el cuarto, al situarse en el 2,7%, aunque este dato estuvo fuertemente condicionado por un comportamiento muy negativo del sector agrícola. De esta forma, el crecimiento durante 2005 fue de un 3%, 1,2 pp por debajo del registrado en 2004. Este menor crecimiento viene explicado por una creciente aportación negativa del sector exterior (1,1 pp en el último trimestre), dada la mayor desaceleración de las exportaciones que de las importaciones, y por un menor dinamismo de la demanda interna (gráfico 15). Esta es imputable a la caída de las existencias, puesto que el consumo privado se aceleró hasta una tasa de crecimiento del 5,4%, apoyado en el buen comportamiento del empleo y el fuerte crecimiento del crédito bancario al sector privado; la inversión mantuvo su ritmo de crecimiento en el 7,6% y el consumo público no cayó como en 2004. La balanza comercial redujo su posición deficitaria, hasta situarse en el 1% del PIB (frente al 1,3% en 2004), principalmente

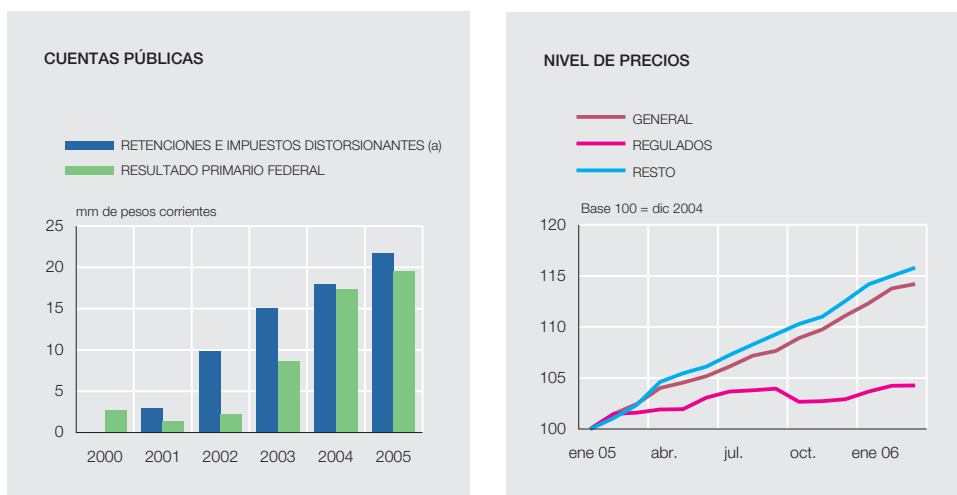




FUENTE: Banco de México.

por el incremento que experimentaron las exportaciones petroleras, aunque en los últimos meses también se ha apreciado un aumento en el volumen de las exportaciones no petroleras. El déficit de la balanza por cuenta corriente durante 2005 se situó en el 0,7% del PIB (1,1% en 2004), el menor desde 1995. Este favorable dato fue resultado de la reducción del déficit comercial y del aumento en el superávit en la balanza de transferencias (las remesas crecieron un 20,6% y se situaron en el 2,6% del PIB). La inversión extranjera directa en el país (17,8 mm de dólares) alcanzó magnitudes similares a las de 2004, año que se consideró bastante favorable. El déficit fiscal fue equivalente al 0,1% del PIB, inferior al previsto en el Presupuesto y al 0,3% de 2004. La reducción en el déficit se produjo por el menor pago de intereses, puesto que el superávit primario (2,4% del PIB) fue igual que el de 2004. En esta línea, continuó el proceso de reducción del endeudamiento externo y de fomento de la emisión de deuda a tasa nominal fija a un plazo igual o superior a un año.

La inflación se situó en el 3,3% al cierre de 2005, su nivel más bajo desde 1968 y casi dos puntos menos que en 2004. El descenso de la inflación fue el resultado del comportamiento favorable de los productos agrícolas y de los precios administrados, así como del descenso de la inflación subyacente, que se situó ligeramente por debajo del 3%, lo que resultó clave para la reducción de las expectativas de inflación (véase gráfico 15). En los primeros meses de 2006 se produjo un repunte de la inflación, hasta el 3,8%, dentro del intervalo objetivo del banco central, aunque se espera que se corrija a lo largo del año. Apoyado en este comportamiento favorable de la inflación, desde agosto de 2005 el banco central comenzó a relajar la política monetaria, que había mantenido un tono restrictivo durante el año y medio anterior. En concreto, la tasa de fondeo bancario —que se ha convertido en el instrumento efectivo de política monetaria, desbancando al tradicional «corto», que no se modificó en todo el proceso de bajada de tipos— se ha reducido en 225 pb, hasta el 7,5%. Como resultado de esta bajada de los tipos de interés, la curva de rendimientos se ha aplanado respecto a la posición invertida que llegó a presentar en el tercer trimestre de 2005. El tipo de cambio del peso frente al dólar se viene apreciando desde finales de 2004. En paralelo con el resto de los países de la región, el diferencial soberano continuó su reducción, hasta alcanzar mínimos históricos a finales de febrero de 2006. Tras permanecer prácticamente estables en el primer semestre de 2005, las bolsas subieron más de un 30% en la segunda mitad del año, movimiento alcista que continuó en el primer trimestre de 2006. En el campo de las reformas, destacaron algunos avances en el área financiera —nueva ley de valores— y de la responsabilidad fiscal.

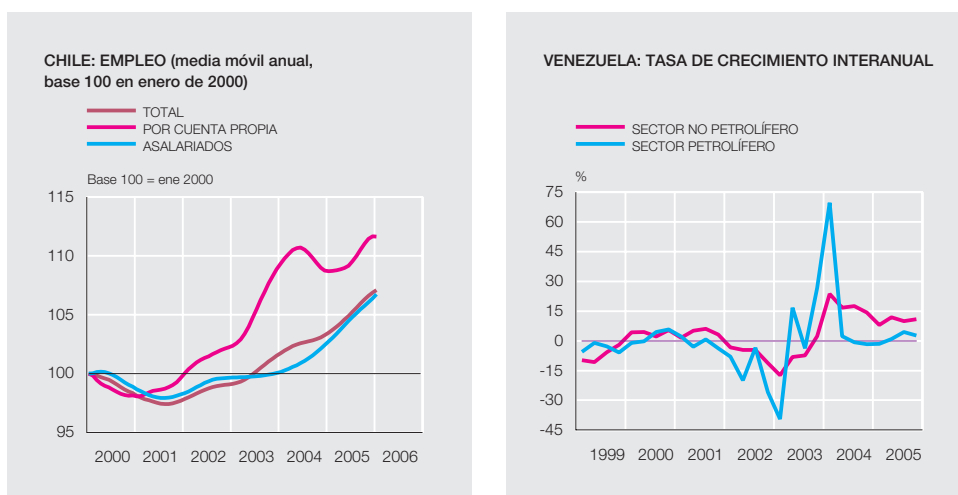


FUENTES: Ministerio de Economía y Producción de la República de Argentina e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

a. Impuestos distorsionantes: derechos de exportación e imposición sobre créditos y débitos en cuenta corriente.

En *Argentina*, la economía en 2005 creció un 9,2%, una tasa ligeramente superior a la ya muy elevada de los dos años anteriores. También las tasas interanuales se situaron ligeramente por encima del 9% en los dos últimos trimestres. Por componentes, el mayor dinamismo procedió del consumo privado y, sobre todo, de la inversión. El desempleo se redujo 2 pp por debajo del nivel registrado a finales de 2004. La demanda externa redujo su aportación negativa notablemente, pues la evolución positiva de las exportaciones compensó parcialmente el ritmo aún sostenido de aumento de las importaciones. La balanza por cuenta corriente mantuvo un saldo positivo, aunque menor que en años anteriores, apoyada en el excelente comportamiento de la balanza comercial (con un superávit algo menor, pero todavía cercano al 6% del PIB). La política fiscal continuó con el patrón de años anteriores: crecimiento notable de los ingresos que permitió aumentos en el gasto primario, más acusados en 2005 como consecuencia de las elecciones parlamentarias. El sector público (excluyendo el resultado de las provincias) finalizó el año con un superávit primario equivalente a un 3,7% del PIB, cifra ligeramente inferior a la de 2004. Cabe subrayar, sin embargo, que este holgado saldo sigue determinado, como se aprecia en el gráfico 16, por la magnitud de los ingresos de ciertos impuestos distorsionantes, en particular las retenciones a las exportaciones, que alcanzaron el 4% del PIB.

La aceleración de la inflación es el principal factor de preocupación. El año se cerró con una tasa de variación de los precios del 12,3%, y los últimos datos disponibles no apuntan a una ralentización considerable en el corto plazo, aunque en febrero flexionó a la baja hasta el 11,5%. La aceleración de la inflación se justifica por las autoridades en el reajuste de precios relativos, si bien otros factores también estarían desempeñando un papel importante, como el ritmo de creación monetaria impuesto por la acumulación de reservas, el agotamiento de la capacidad ociosa en ciertos sectores y el impacto de la depreciación del peso sobre los productos comercializables. La respuesta del banco central a la aceleración de la inflación consistió en un tenue y gradual endurecimiento de la política monetaria y en esterilizar parcialmente la emisión monetaria mediante la colocación de letras (LEBACs) y la cancelación de redescuentos concedidos a los bancos durante la crisis, con el fin de conciliar, al menos transitoriamente, el dilema entre el control de la inflación y las presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio, que, no obstante, se ha depreciado un 6% frente al dólar desde septiembre. Esta falta de



FUENTES: INE Chile y Banco Central de Venezuela.

reacción de la autoridad monetaria fue sustituida por medidas administrativas de contención de los precios, a través de acuerdos con los sectores productores y distribuidores y de una fuerte contención de los precios regulados, los cuales, a pesar de incluir los productos energéticos, registraron un incremento de apenas el 3% en 2005. Sin estas medidas, se estima que la inflación habría estado por encima del 14% (véase gráfico 16). El margen de maniobra otorgado por el favorable contexto macroeconómico llevó a la administración, tras su fortalecimiento en las elecciones legislativas de octubre, a tomar medidas destinadas a reforzar su autonomía en el ámbito económico. Así, se canceló anticipadamente el préstamo con el FMI —con cargo al elevado monto acumulado de reservas, que se redujeron en más de un tercio—, con lo cual el país se desvinculó de la condicionalidad asociada a los programas de esta institución, al tiempo que se colocaron bonos al gobierno venezolano por valor de 2,8 mm de dólares. Los mercados reaccionaron negativa, pero moderadamente a estas medidas: tanto la bolsa como los diferenciales soberanos tuvieron un comportamiento relativamente menos favorable que el resto de la región. En cualquier caso, hay que acabar subrayando que la depreciación cambiaria reciente y el recorte en las reservas derivados de la cancelación con el FMI juegan a favor del mantenimiento de las políticas cambiaria y monetaria llevadas a cabo hasta ahora.

La actividad en *Chile* se desaceleró algo en el segundo semestre de 2005, desde tasas muy elevadas, pues de un crecimiento interanual promedio del 6,9% en la primera mitad del año se pasó a un crecimiento del 5,8% en el tercer trimestre, y al 5,8% interanual en el cuarto trimestre. En cualquier caso, el crecimiento en 2005 fue del 6,3%, similar al de 2004. La desaceleración estuvo inducida por el menor crecimiento de las exportaciones, que se tradujo en un incremento de la contribución negativa de la demanda externa hasta el entorno de los 6 pp, mientras que la demanda interna creció a tasas interanuales superiores al 10%. El empleo asalariado mantuvo un fuerte crecimiento, que contrasta con la caída del empleo por cuenta propia desde mediados de 2005 (véase gráfico 17). A pesar de la fortaleza de la demanda interna, el elevado precio del cobre incrementó el superávit de la balanza comercial hasta el 8,5% del PIB y permitió mantener un superávit por cuenta corriente del 0,6% del PIB. Estos dos factores, junto con la limitación del gasto auspiciada por la regla de superávit estructural, también explican el superávit fiscal del 4,8% del PIB. La inflación aumentó durante 2005 y cerró el año en el 3,7%, tasa que se ha superado en los primeros meses de 2006, hasta situarse fuera del intervalo objetivo del 4%. La inflación subyacente se incrementó notablemente,

hasta alcanzar el 3,5% en febrero de 2006, si bien desde niveles cercanos a cero. Bajo estas circunstancias, el banco central continuó con su proceso de endurecimiento de la política monetaria, hasta situar los tipos de interés en el 4,75%, aunque realizó una pausa a finales de 2005 por la preocupación ocasionada por la apreciación significativa del peso, tanto en términos nominales como reales durante el segundo semestre. A diferencia de la mayoría de los mercados bursátiles de la región, la bolsa chilena experimentó un ascenso solo moderado durante 2005 (9%). El comportamiento de los diferenciales soberanos no fue tan favorable como en el resto de la región, pero obedece a un motivo técnico relacionado con la recomposición, a finales de octubre, de su EMBI. Por último, la candidata de la coalición gobernante ganó las elecciones presidenciales y la coalición logró la mayoría absoluta en las dos cámaras legislativas.

El crecimiento de *Colombia* podría haber concluido el año 2005 cerca del 5% —un máximo en la última década—. En el tercer trimestre, la tasa interanual fue del 5,7%, lo que supuso el mantenimiento del fuerte dinamismo de la actividad alcanzado el trimestre anterior. La demanda interna creció vigorosamente, especialmente por el extraordinario comportamiento de la inversión (32,5% de incremento interanual), aunque la mejoría en el mercado laboral también contribuyó al dinamismo del consumo. La aportación del sector exterior fue fuertemente negativa. La cuenta corriente registró un elevado déficit en el tercer trimestre, como consecuencia de los mayores pagos de beneficios y dividendos, lo que supuso retornar a una posición deficitaria en el conjunto del año. No obstante, el aumento en el superávit de la cuenta de capital durante 2005 llevó a una fuerte acumulación de reservas. La percepción sobre los resultados fiscales fue mejorando de forma progresiva durante el año, a medida que los ingresos aumentaban más de lo esperado, por el auge de la actividad. Por el lado del gasto público, los menores pagos de intereses se vieron neutralizados por unos mayores gastos corrientes. La inflación concluyó 2005 en el 4,9%, seis décimas por debajo del cierre de 2004 y dentro del intervalo objetivo del banco central, comportamiento que confirmó a principios de 2006. El descenso de la inflación se vio apoyado por la apreciación del peso colombiano durante el año, aunque esta fue moderada, especialmente en la segunda mitad del año, por las compras de divisas realizadas por el banco central. Dichas compras fueron, en parte, esterilizadas por la venta de reservas al gobierno para el manejo de la deuda externa. En este contexto, el banco central decidió reducir 50 pb sus tipos de interés oficiales, hasta el 6% en el mes de septiembre. Los índices bursátiles acumularon una revalorización superior al 100% en 2005, la mayor en la región.

En *Perú*, la economía se aceleró notablemente en el cuarto trimestre de 2005 (hasta el 7,7% en tasa interanual), cerrando el ejercicio con un crecimiento del 6,7%, superior en casi 2 pp al del año anterior. Este mayor crecimiento viene explicado por la aceleración de la demanda interna y es congruente con el aumento del empleo. La favorable balanza comercial registró en 2005 un superávit por cuarto año consecutivo (6,6%), de mayor magnitud que en años anteriores, dada la mejora en los términos de intercambio, que llevó a un crecimiento interanual de las exportaciones en dólares corrientes de un 37%. Este desempeño de la balanza comercial, junto con el dinamismo de las remesas, explica el superávit de la balanza por cuenta corriente (1,3% del PIB), inédito desde hace veinticinco años, a pesar del deterioro en la balanza de rentas de factores. El déficit público se redujo al 0,4% del PIB, 0,7 pp inferior al registrado en 2004 y por debajo de la meta fiscal (1%), evolución facilitada por la mejora en el superávit primario. La inflación cerró el año 2005 en el 1,5%, el límite inferior del rango fijado como objetivo, pero ha repuntado notablemente en los dos primeros meses del año 2006. Tras mantener durante 14 meses el tipo de interés de referencia en el 3%, el banco central lo ha elevado gradualmente en 1 pp desde diciembre de 2005. Tras mostrar presiones apreciadoras desde 2003, el tipo de cambio se depreció frente al dólar hasta un 6% a partir de septiem-

bre, aunque recientemente se ha fortalecido parcialmente. El diferencial soberano se redujo a lo largo de 2005, hasta alcanzar un mínimo histórico en octubre, momento a partir del cual ha experimentado cierta volatilidad.

En *Venezuela*, la actividad mantuvo un fuerte dinamismo en el segundo semestre de 2005, con un crecimiento interanual del 9,5% en el tercer trimestre y del 10,2% en el cuarto. De esta forma, en 2005 la economía creció un 9,3%, aunque la aportación del sector petrolero fue ya muy reducida, lo que supone un cambio de composición respecto a años anteriores (véase gráfico 17). La demanda interna, aunque se desaceleró en el segundo semestre del año, siguió creciendo a ritmos muy elevados, especialmente impulsada por la inversión. La tasa de paro se situó por debajo de los dos dígitos al cierre de 2005, por primera vez desde enero de 1999, aunque en parte fue consecuencia de un desplazamiento de parados a la población inactiva por los programas sociales gubernamentales. A pesar de que la aportación del sector exterior al crecimiento fue fuertemente negativa, los altos precios del petróleo llevaron a que las exportaciones aumentaran un 43%. El elevado superávit comercial llevó a un nuevo máximo histórico en la balanza por cuenta corriente (22,4%) del PIB, lo que, junto con el mantenimiento del control a la salida de divisas, generó una fuerte acumulación de reservas. En este contexto, el gasto público se incrementó drásticamente. La inflación siguió moderándose, hasta situarse a finales de 2005 en el 14,4%, 4,8 pp por debajo de la registrada en 2004. No obstante, esta reducción es resultado de los controles de precios establecidos por el gobierno y de la estabilidad del tipo de cambio, que se mantuvo fijo desde la devaluación (del 10,7%) de febrero de 2005, sin que se prevea modificarlo este año.

En *Uruguay* se mantuvo un elevado dinamismo, si bien la economía moderó su ritmo de expansión interanual desde el 6,9% promedio en el primer semestre al 5,9% del segundo trimestre de 2005, para completar un crecimiento del 6,6% en el conjunto del año. La tasa de inflación cerró el año en el 4,9%, en el límite superior del rango objetivo, aunque en el comienzo de 2006 repuntó hasta el 6,7%. En *Ecuador*, la economía continuó desacelerándose en la segunda mitad de 2005, principalmente por la pérdida de dinamismo del sector petrolero. La inflación aumentó desde el 1,5% en el primer semestre del año hasta cerca del 5% en los primeros meses de 2006. El sector exterior registró una pobre evolución, ya que el volumen de las exportaciones descendió, mientras que las importaciones aumentaron en muy pequeña cuantía. Este difícil contexto económico y la incertidumbre respecto a las elecciones presidenciales del próximo mes de octubre explicarían la escasa reducción de los diferenciales soberanos cuando se comparan con otros países de la región. En *Bolivia*, tras un prolongado período de convulsiones, el candidato opositor consiguió una holgada victoria. No obstante, el creciente intervencionismo estatal en algunas esferas de la actividad económica podría retraer la inversión extranjera directa, lo que tendría consecuencias negativas sobre el crecimiento económico.

28.3.2006.

## LOS EFECTOS ECONÓMICOS DE LA POLÍTICA FISCAL EN ESPAÑA

Este artículo ha sido elaborado por Francisco de Castro Fernández, de la Dirección General del Servicio de Estudios, y Pablo Hernández de Cos, del Banco Central Europeo.

### Introducción

Existe cierta controversia respecto de la efectividad de la política fiscal como instrumento para suavizar las fluctuaciones cíclicas. De un lado, los retardos existentes entre la aprobación de las medidas, su puesta en práctica y el momento en que surten efecto pueden dar lugar al problema de que, en el lapso de tiempo transcurrido, las condiciones cíclicas que inicialmente motivaron la aprobación de la medida fiscal hayan cambiado sustancialmente. Así pues, una medida que podría haber sido muy apropiada bajo las circunstancias en que se adoptó puede no serlo después de varios trimestres, cuando empieza a tener efecto. Por lo tanto, conviene cuestionarse acerca de cuál es el grado óptimo de activismo de la política fiscal de cara a atenuar las fluctuaciones cíclicas.

Por otro lado, el grado de conocimiento sobre los efectos macroeconómicos de la política fiscal es limitado. Desde una perspectiva teórica, los modelos disponibles ofrecen, en ocasiones, predicciones diversas en cuanto al signo y la magnitud de los mismos. Dichos efectos dependen en gran medida de los supuestos que subyacen a dichos modelos, tales como la existencia de rigideces nominales, la elasticidad de la oferta de trabajo, el grado de apertura de la economía, el régimen de tipo de cambio, la presencia de impuestos distorsionadores o el horizonte temporal de los agentes, entre otros. Por su parte, los estudios empíricos disponibles, basados tanto en modelos estructurales como en vectores autorregresivos (VAR), tampoco ofrecen respuestas concluyentes.

El análisis de los efectos de la política fiscal adquiere una relevancia especial en el contexto de la UEM, ya que la implementación de la política monetaria común hace que el único instrumento de gestión de la demanda agregada a disposición de los gobiernos sea la política fiscal. El margen disponible para instrumentar una política fiscal en el marco de la UEM está, sin embargo, limitado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>2</sup> (PEC), que establece la obligación de que el déficit público no supere el 3% del PIB. Los argumentos esgrimidos a favor y en contra del PEC reflejan en buena medida la ausencia de consenso sobre los efectos de la política fiscal. En particular, algunos investigadores y analistas han criticado el PEC bajo el argumento de que los esfuerzos de consolidación que impone, en algunos casos significativos, conllevan costes nada despreciables en términos de crecimiento y empleo. Por el contrario, otros señalan que la existencia de estas reglas ayuda a configurar un marco macroeconómico más estable, contribuyendo a sentar las bases de un crecimiento más sólido. En este sentido, en algunos estudios se subraya que, bajo determinadas circunstancias, las consolidaciones fiscales podrían incluso comportar efectos expansivos sobre la actividad en el corto plazo, dando lugar a lo que se conoce como efectos no keynesianos de la política fiscal<sup>3</sup>.

---

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo n.º 0604, *The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: A SVAR approach*. 2. El Pacto original fue reformulado en 2005. De acuerdo con la nueva redacción, la situación presupuestaria se evaluará teniendo en cuenta la posición cíclica de la economía y se establecen «objetivos de medio plazo» individualizados en función de la ratio de deuda de los países y de la evolución del crecimiento potencial. Asimismo, se han reconsiderado las circunstancias excepcionales que se pueden invocar en el caso de países cuyo déficit público supere el umbral del 3% del PIB. 3. Véanse Giavazzi y Pagano (1990), Perotti (1999) o Comisión Europea (2003). Giudice et al. (2003) presentan una síntesis de los argumentos teóricos que podrían dar lugar a la presencia de dichos efectos.

La mayor parte de la evidencia empírica disponible sobre los efectos de la política fiscal se refiere a Estados Unidos, aunque recientemente se han realizado estudios referidos a otros países, principalmente de la Unión Europea. En este contexto, el presente artículo trata de aportar evidencia sobre dicha cuestión para el caso español. En concreto, se estiman los efectos de la política fiscal sobre un conjunto de variables macroeconómicas a partir de la aplicación de modelos VAR. El resto del artículo se organiza de la siguiente forma. La sección segunda describe muy brevemente la metodología empleada, la sección tercera presenta los resultados que se obtienen cuando se simulan incrementos del gasto público y de los impuestos netos, la sección cuarta presenta una aplicación de esta metodología al análisis de la contribución de la política fiscal discrecional al crecimiento en España en la última década y, finalmente, la sección quinta expone las principales conclusiones.

## **Metodología**

Este artículo analiza los efectos de modificaciones del gasto público y de los impuestos netos de transferencias sobre un conjunto de variables macroeconómicas; en concreto, el PIB, el deflactor del PIB y los tipos de interés. Con carácter general, este objetivo se puede acometer a partir de dos enfoques metodológicamente distintos. El primero de ellos consiste en emplear modelos estructurales, mientras que el segundo se basa en explotar la información proporcionada fundamentalmente por modelos de series temporales en los que no se impone a priori ninguna estructura teórica, o modelos VAR. Este último enfoque es el que se ha utilizado en el presente trabajo.

De hecho, la mayor parte de la evidencia empírica disponible sobre esta cuestión se obtiene de la aplicación de modelos VAR estructurales, si bien se utilizan diferentes procedimientos para la identificación de las perturbaciones fiscales [Perotti (2004)]<sup>4</sup>. De entre las distintas posibilidades disponibles, el enfoque utilizado en este artículo consiste en estimar de forma separada las variaciones de las variables fiscales de gasto público e impuestos netos que se deben a la acción de los estabilizadores automáticos y aquellas que se producen como consecuencia de actuaciones discrecionales de política económica, en línea con los trabajos de Blanchard y Perotti (2002) y de Perotti (2004).

Para ello, se ha especificado un modelo VAR que incluye datos trimestrales sobre gasto público, impuestos netos, PIB real, deflactor del PIB y el tipo de interés a tres años de los bonos del Tesoro. El gasto público se define como la suma del consumo público (compras de bienes y servicios y remuneración de empleados del sector público) y de la inversión pública, mientras que los impuestos netos incluyen los ingresos públicos menos las transferencias, excluidos los pagos por intereses de la deuda pública<sup>5</sup>. La muestra cubre el período 1980:I-2004:IV.

El procedimiento empleado se basa en distinguir entre los cambios en las variables fiscales que se deben a: 1) las respuestas automáticas de dichas variables a variaciones en el PIB, precios y tipo de interés; 2) las respuestas discrecionales contemporáneas de la política fiscal a las variables macroeconómicas, y 3) las medidas discrecionales aleatorias que no surgen como respuesta a la situación macroeconómica.

---

4. Estos procedimientos pueden agruparse en cuatro grandes enfoques: 1) identificación de medidas fiscales a partir de variables ficticias que capturan episodios fiscales específicos, tales como expansiones de gasto militar derivado de las guerras de Corea y Vietnam o la expansión fiscal de la era Reagan [Burnside et al. (1999), Ramey y Shapiro (1998) y Edelberg et al. (1998)]; 2) imposición de restricciones al signo de las funciones de respuesta al impulso [Mountford y Uhlig (2002)]; 3) empleo de la descomposición de Choleski [Favero (2002), Fatás y Mihov (2001), y De Castro (2003)], y 4) identificación basada en las elasticidades de las variables fiscales respecto al PIB y los precios y en los retardos en la adopción de medidas [Blanchard y Perotti (2002) y Perotti (2004)]. 5. Las variables fiscales trimestrales se han tomado de Estrada et. al (2004). Los datos de base proceden de la Contabilidad Nacional de frecuencia anual, mientras que para su trimestralización se hace uso de indicadores de ejecución presupuestaria mensuales y trimestrales. Las variables fiscales se incorporan al VAR en términos reales, deflactadas con el deflactor del PIB. Todas las variables están ajustadas de estacionalidad y se expresan en logaritmos, excepto el tipo de interés, que se expresa en niveles.



Atendiendo a esta clasificación, dentro de la primera categoría, las respuestas automáticas de los impuestos netos a cambios en las variables macroeconómicas, principalmente el PIB, se pueden vincular a la acción de los estabilizadores automáticos. Así, un aumento del PIB genera de forma automática un incremento de la recaudación vía impuestos directos —que gravan las rentas percibidas por los agentes económicos—, impuestos indirectos —ligados a un mayor consumo y/o inversión— y, por último, vía cotizaciones sociales vinculadas al empleo y a los sueldos y salarios. Estas respuestas automáticas a cambios en el PIB, los precios y el tipo de interés se estimaron a partir de las elasticidades de cada una de las categorías de impuestos netos<sup>6</sup> a sus respectivas bases y de las elasticidades de estas al PIB y su deflactor, según la metodología de la OCDE [véase Giorno et al. (1995)]<sup>7</sup>. En cuanto a las respuestas automáticas del gasto público, la utilización de datos trimestrales en la estimación permite suponer la inexistencia de efectos contemporáneos a cambios en la actividad o en los tipos de interés.

La segunda categoría considerada engloba actuaciones de política fiscal de gestión de la demanda agregada con fines estabilizadores. Dentro de este tipo de medidas podrían incluirse, a modo de ejemplo, expansiones del gasto público para estimular el gasto o reducciones de las cotizaciones sociales para dinamizar la creación de empleo en un contexto recesivo. La utilización de datos trimestrales permite, también en este caso, asumir que no existe respuesta contemporánea de las variables fiscales a los cambios en la situación macroeconómica, dado que, como se señaló en la introducción, se requiere, con carácter general, un período superior a tres meses para aprobar y aplicar estas medidas.

Por último, el tercer tipo de cambios de las variables fiscales se relaciona con medidas discrecionales de política fiscal de naturaleza más estructural. Este tipo de medidas comprendería, por ejemplo, cambios en la legislación sobre determinadas figuras tributarias con el fin de mejorar su eficiencia, aumentos de la inversión pública para mejorar la dotación de infraestructuras de una determinada región o contrataciones de funcionarios para atender determinados servicios públicos, entre otros.

De acuerdo con la caracterización y consideraciones anteriores, el procedimiento de estimación aplicado consiste en estimar los cambios en las variables fiscales que son la respuesta automática a cambios en las variables macroeconómicas y recuperar, como residuo, las actuaciones aleatorias de política fiscal de carácter discrecional o «perturbaciones estructurales» del modelo. Los ejercicios que se presentan en las dos próximas secciones consisten en simular cambios puntuales en estas perturbaciones estructurales y analizar los efectos que producen en el resto de variables. Los resultados se acompañan de bandas de confianza de una desviación típica, que se obtienen a partir de simulaciones de Montecarlo con 500 iteraciones.

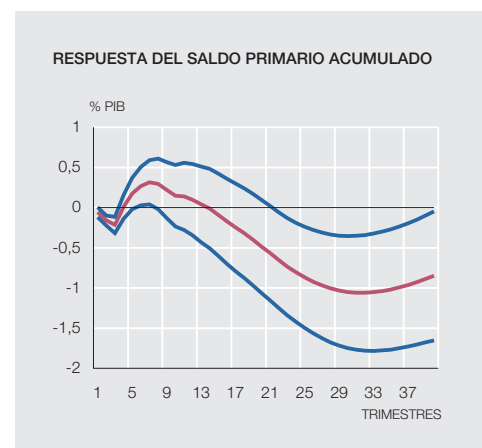
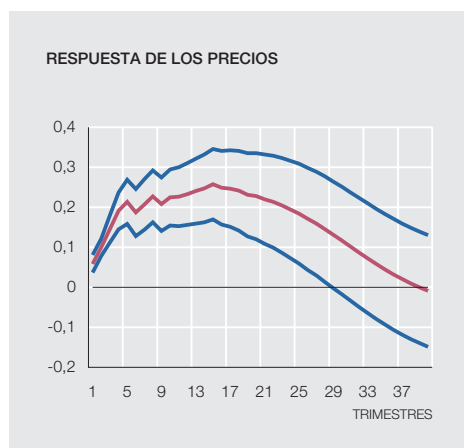
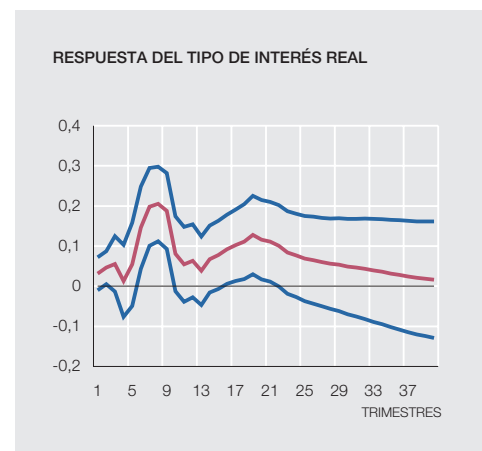
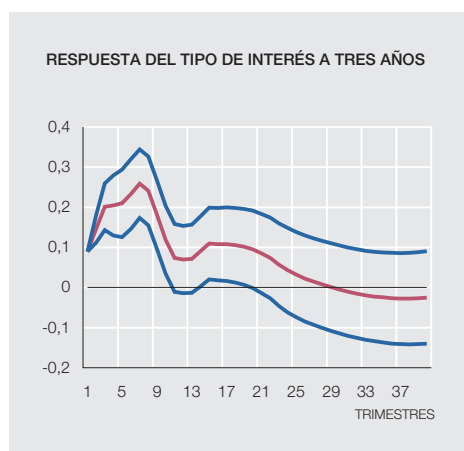
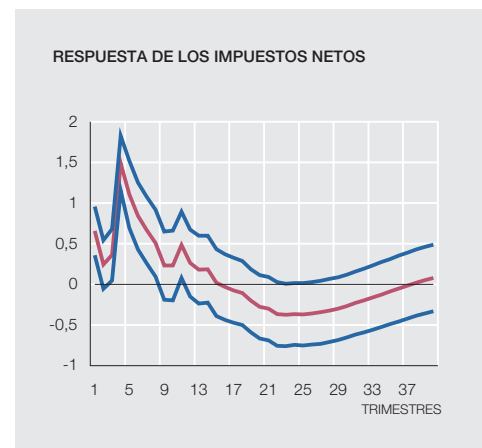
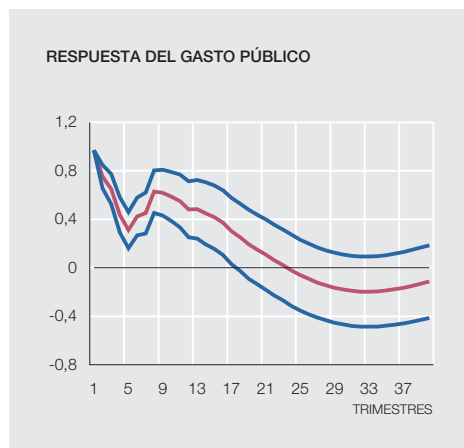
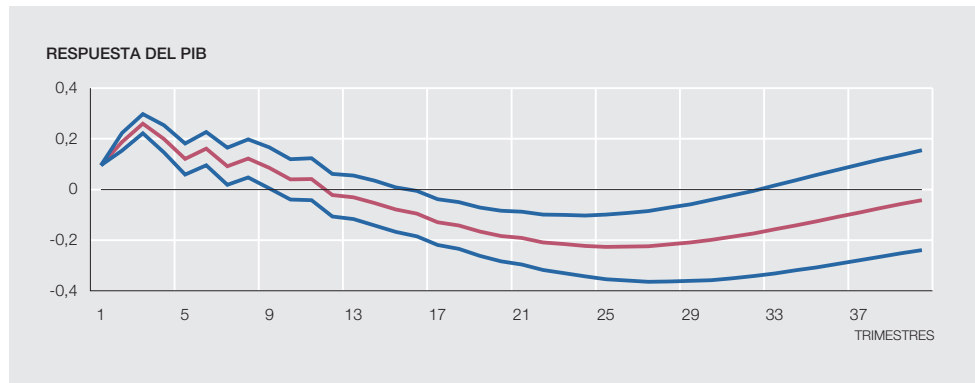
## Resultados

EFFECTOS ESTIMADOS  
DE AUMENTOS DEL GASTO  
PÚBLICO

Los resultados de las simulaciones de incrementos del gasto público muestran, en primer lugar, un elevado grado de persistencia en el tiempo. Dichos incrementos generan respuestas positivas de la actividad<sup>8</sup> en el corto plazo, que alcanzan su máximo en el tercer trimestre tras el incremento del gasto (véase gráfico 1). En concreto, el multiplicador acumulado del

---

6. Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Impuesto sobre Sociedades, Impuestos indirectos, cotizaciones sociales y transferencias netas. 7. En algunos casos, al disponerse de poca información para poder estimar dichas elasticidades, se procedió a su calibración. Aunque la elección de los valores pueda resultar discutible, los resultados presentados resultaron ser bastante robustos a distintas parametrizaciones. 8. También se estimaron modelos VAR ampliados con el consumo y la inversión privados. En todos los casos, las funciones de respuesta al impulso de estas variables mostraron perfiles muy similares a los del PIB. En cuanto a la respuesta del consumo privado a corto plazo, estos resultados están en línea con los resultados obtenidos en otros trabajos, como Fatás y Mihov (2001), Blanchard y Perotti (2002) o Galí et al. (2003). Sin embargo, la evidencia empírica respecto a la respuesta de la inversión privada resulta menos concluyente.



Incremento de	Trimestres tras el incremento				
	4.º	8.º	12.º	16.º	20.º
Gasto público (modelo VAR de referencia)	1,31	1,33	1,00	0,65	0,26
Consumo público	0,67	-0,33	-1,75	-4,02	-8,69
Inversión pública	1,10	1,86	1,72	1,16	0,69

FUENTE: De Castro y Hernández de Cos (2006).

gasto público toma valores de 1,31 y 1,33 tras cuatro y ocho trimestres, respectivamente, (véase cuadro 1), estimaciones que se encuentran en consonancia con las obtenidas en trabajos anteriores para el caso español [véanse De Castro (2003) y Estrada et al. (2004)]. Estos multiplicadores se encuentran, sin embargo, en el rango superior de los que se obtienen para otros países de la OCDE [Fatás y Mihov (2001), Mountford y Uhlig (2002), Perotti (2004) y Galí et al. (2003)]. Debe destacarse, asimismo, que la respuesta del PIB al incremento del gasto público se vuelve negativa en el medio plazo, lo que concuerda con alguna de la evidencia obtenida para otros países [véanse, por ejemplo, Mountford y Uhlig (2002) o Perotti (2004)].

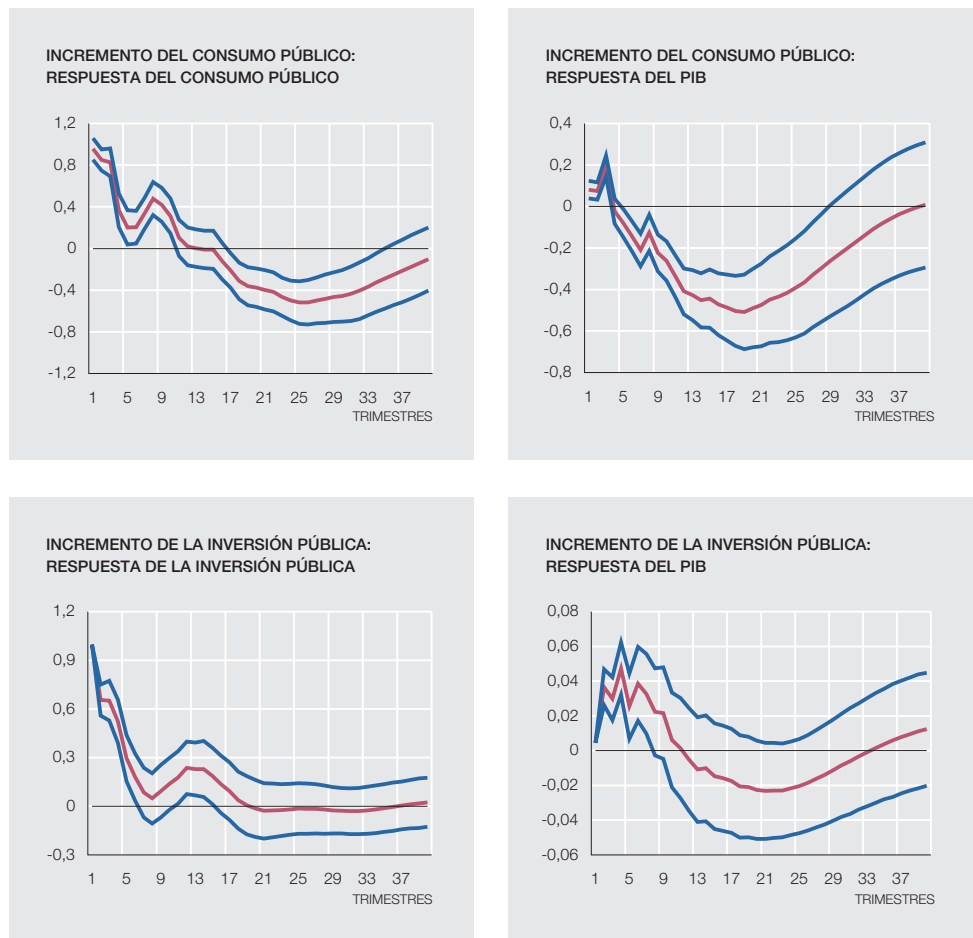
Los impuestos netos reaccionan, por otra parte, positivamente a las expansiones del gasto, como consecuencia tanto del incremento del PIB como de la necesidad de financiar las expansiones de gasto. En el medio plazo, sin embargo, adoptan un patrón de respuesta similar al del PIB, como cabría esperar dada la estrecha relación existente entre la actividad económica y la recaudación impositiva. En consecuencia, el saldo de las AAPP muestra un empeoramiento bastante persistente en el largo plazo.

Los aumentos del gasto público generan, asimismo, un incremento positivo y persistente de los precios. Este incremento de los precios, junto con el mencionado incremento del déficit público, son, probablemente, los elementos que se encuentran detrás de la subida del tipo de interés que acompaña al incremento del gasto. Finalmente, el tipo de interés real también responde positivamente.

La literatura teórica y empírica ha argumentado que los efectos del gasto público dependen crucialmente de su composición, de forma que los incrementos del consumo público, por ejemplo, pueden tener efectos distintos de los del gasto en inversión pública. Con el objetivo de contrastar esta hipótesis, se ha reestimado el modelo VAR, sustituyendo la variable de gasto público total por cada uno de estos componentes (véase gráfico 2). Los resultados obtenidos confirman un impacto diferencial de los distintos componentes del gasto público. De un lado, los incrementos del consumo público generan aumentos del PIB en los tres trimestres siguientes a la perturbación fiscal, aunque, posteriormente, provocan caídas de esta variable que se empiezan a manifestar en el segundo año. De otro lado, la inversión pública genera respuestas positivas del PIB durante los dos años siguientes a la perturbación, lo que parece sugerir que la inversión pública podría conllevar importantes efectos inducidos sobre la productividad del sector privado de la economía.

EFFECTOS ESTIMADOS  
DE AUMENTOS DE IMPUESTOS  
NETOS

Por su parte, los resultados de las simulaciones muestran que los incrementos de impuestos netos (véase gráfico 3) no generan efectos significativos sobre el PIB en el corto plazo, lo que podría justificarse por la respuesta positiva inmediata y persistente del gasto público al men-

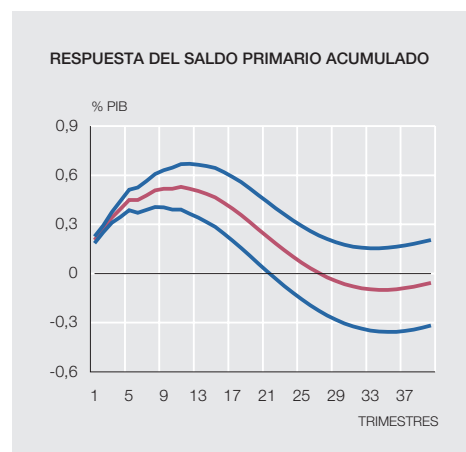
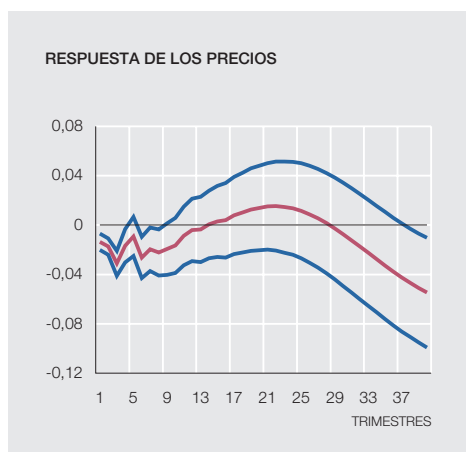
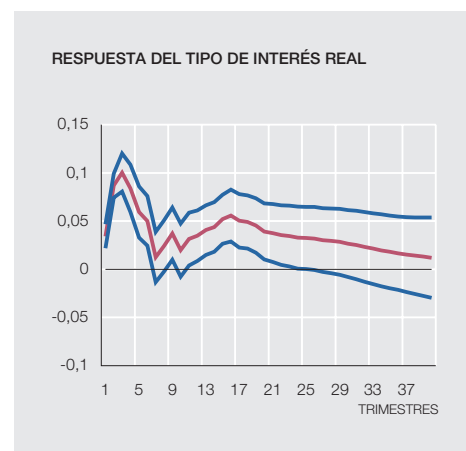
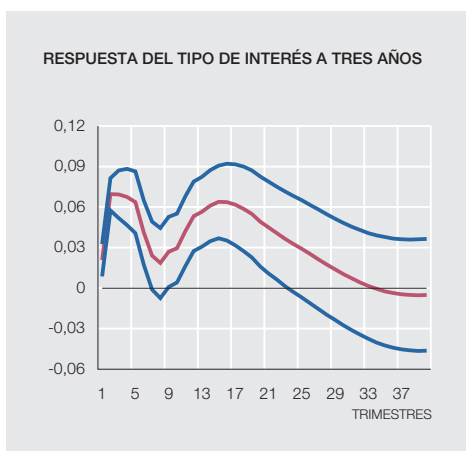
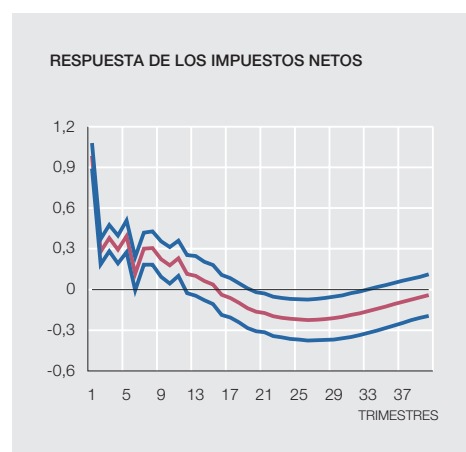
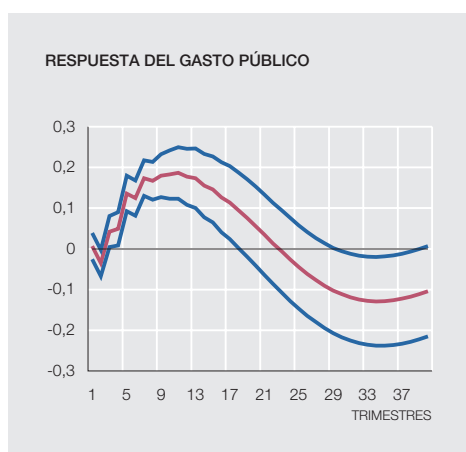
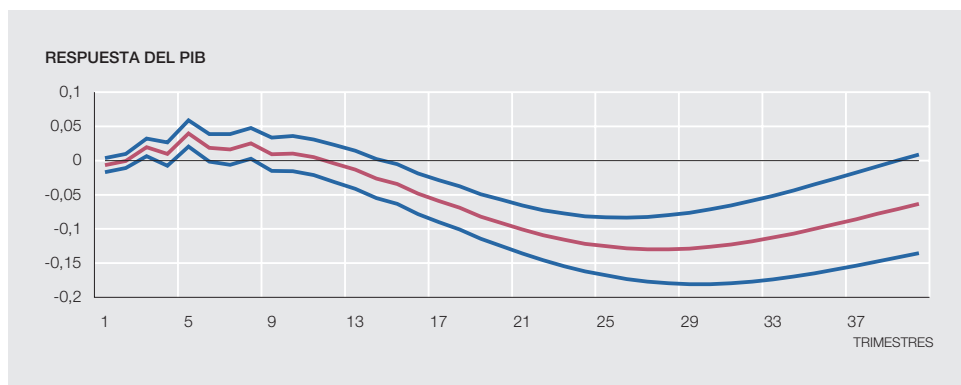


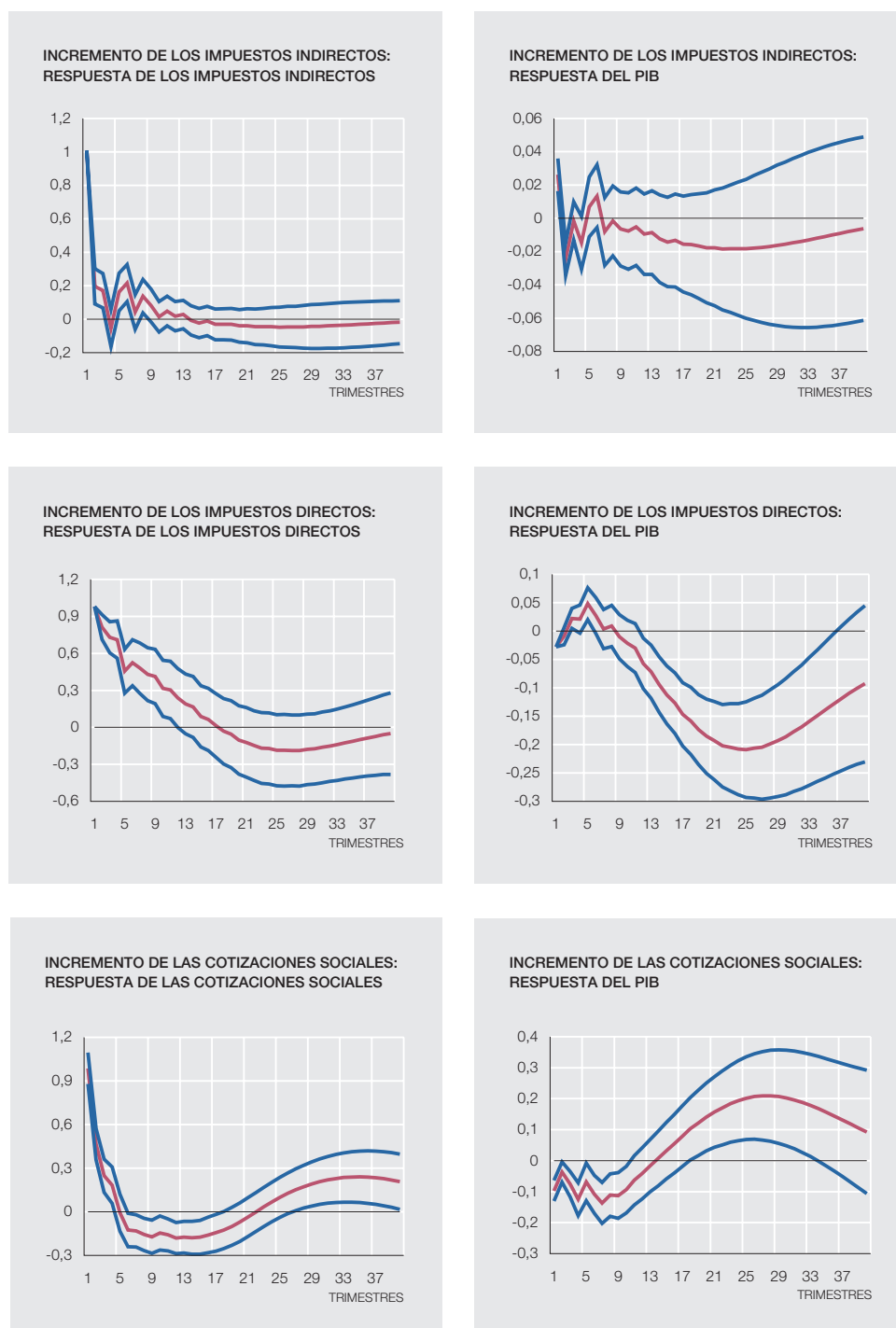
cionado aumento de los impuestos netos. No obstante, en el medio plazo la respuesta del PIB resulta negativa. Por su parte, el incremento de impuestos genera una mejora solo temporal en el saldo de las AAPP, dando lugar a un deterioro persistente en dicho saldo a partir del segundo año<sup>9</sup>.

El tipo de interés nominal también aumenta en respuesta al incremento de los impuestos netos. Ello podría deberse a que los agentes económicos podrían estar anticipando mayores presiones en los mercados de deuda derivadas del incremento de las necesidades de financiación del sector público en el futuro. Por último, el deflactor del PIB se reduce, lo que provoca un incremento del tipo de interés real que podría contribuir a reforzar la contracción de la actividad en el medio plazo.

Al igual que en el caso del gasto público, cabe esperar respuestas diferentes de las variables económicas, dependiendo de cuál sea el tipo de impuesto que experimenta el incremento. Por ello, se ha procedido a sustituir en el VAR los impuestos netos totales por los impuestos indirectos, los impuestos directos y las cotizaciones sociales, sucesivamente, y a reestimar el modelo. Como se aprecia en el gráfico 4, mientras que los incrementos de impuestos indirectos no tienen un impacto significativo sobre el PIB, aunque sí producen incrementos en su deflactor, los impuestos directos provocan

9. Esta evidencia concuerda con los resultados en De Castro et al. (2004) sobre la posible existencia de un sesgo hacia el déficit en el tamaño del sector público español.





contracciones significativas de la actividad, sin afectar aparentemente al deflactor del PIB. Mención aparte merece el caso de las cotizaciones sociales, dado que, según estas estimaciones, incrementos en las mismas contribuyen a ralentizar la actividad en el corto plazo, mientras que en el largo plazo, transcurridos cinco años desde que se produce la perturbación original, parecen tener el efecto contrario, lo que resulta ciertamente contraintuitivo. Cabe señalar, sin embargo, que las limitaciones de la metodología empleada para efectuar predicciones a horizontes tan largos desaconsejan extraer conclusiones de este resultado.

**Una estimación  
de la contribución de  
la política fiscal al  
crecimiento  
de la economía española**

A partir de mediados de los años noventa se puso en marcha un proceso de consolidación fiscal en España, como resultado del cual el déficit público se redujo desde el 6,6% del PIB en 1995 hasta alcanzar un superávit del 1,1% en 2005. En este contexto, se puede hacer uso de los resultados presentados en la sección anterior para examinar cuál ha sido el efecto de este importante ajuste fiscal sobre el crecimiento a corto plazo de la economía española. Cabe recordar, en este sentido, que, como se señaló en la introducción, algunos trabajos empíricos realizados para otros países aportan cierta evidencia de la existencia de efectos positivos sobre el crecimiento, incluso en el corto plazo, derivados de consolidaciones fiscales.

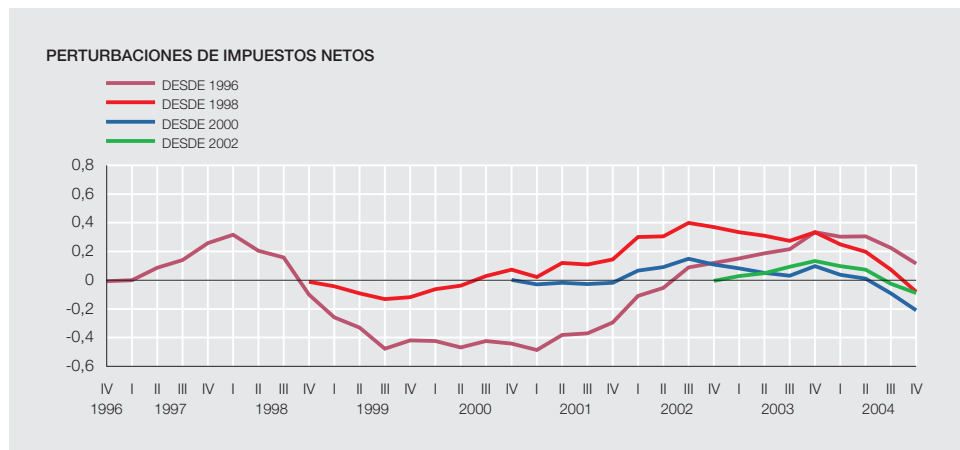
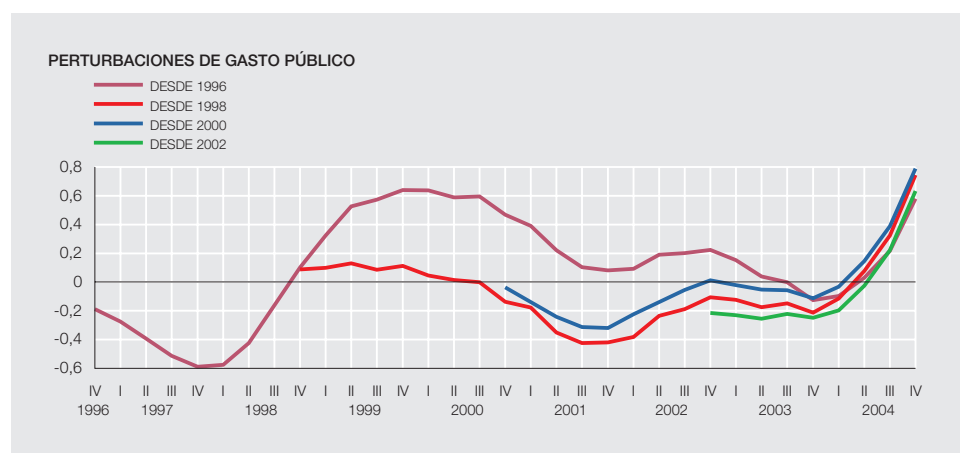
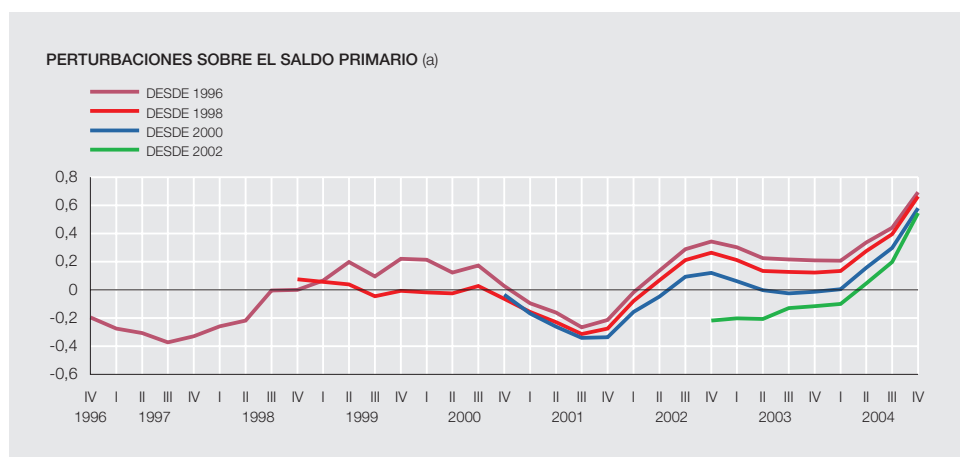
Con este objetivo, en esta sección se presentan los resultados de simular la contribución al crecimiento del PIB de las actuaciones de política fiscal que tuvieron lugar en el período mencionado. Para ello se hace uso de las estimaciones de los cambios de la política fiscal y de los coeficientes de respuesta de las variables macroeconómicas a estos cambios presentados en la sección anterior. En concreto, en el gráfico 5 se representan las contribuciones estimadas al crecimiento del PIB de la política fiscal que se instrumentó a partir de 1996, 1998, 2000 y 2002, sucesivamente, considerando su impacto acumulado hasta el final del período muestral. De este modo, la distancia vertical entre cada dos líneas representadas en el gráfico proporciona una estimación de la contribución de las perturbaciones de política fiscal discrecional no comunes entre ambas.

Estas simulaciones muestran que entre 1996 y 1998 la contracción fiscal, que se instrumentó principalmente a través de recortes en el gasto público, contribuyó a ralentizar el crecimiento económico. La contribución de la política fiscal instrumentada entre 1998 y 2000 fue, en términos generales, neutral, aunque los efectos positivos sobre el crecimiento cabe atribuirlos a los efectos retardados de las medidas aplicadas en los primeros años del proceso de consolidación fiscal (anteriores a 1996). Asimismo, se observa que las actuaciones por el lado de los impuestos netos, entre las que se encuentra la reforma del IRPF en 1998, contribuyeron de forma positiva al crecimiento en los últimos años de la muestra. En suma, las simulaciones parecen confirmar que el proceso de consolidación fiscal no comportó efectos negativos considerables en España. De hecho, en media, la contribución anual al crecimiento del PIB de las actuaciones de política fiscal desde 1996 se estima en torno a 0,08 puntos porcentuales.

Finalmente, los resultados presentados se pueden utilizar para caracterizar la orientación de la política fiscal mediante la comparación de la posición cíclica y de las variaciones del saldo primario debidas a medidas discrecionales (véase gráfico 6). Dichos resultados muestran que la política fiscal, en términos generales, se ha vuelto más contracíclica a partir de 1998, lo que coincide con los resultados obtenidos para el conjunto de los países del área del euro obtenidos en otros trabajos para este período [véase, por ejemplo, Galí y Perotti (2003)].

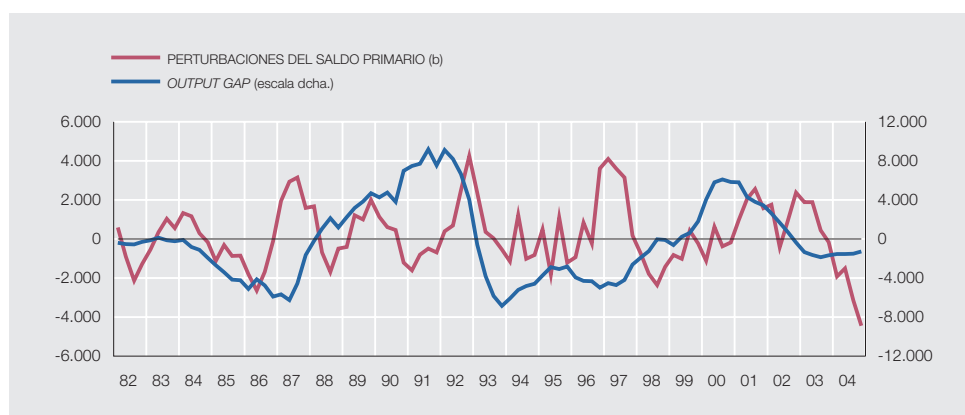
**Conclusiones**

Este trabajo presenta los resultados estimados, a partir de la aplicación de una metodología VAR, de los efectos de la política fiscal sobre la economía en España. Estos resultados muestran que la respuesta del PIB ante incrementos del gasto público es positiva en el corto plazo, con multiplicadores en torno a 1,31, mientras que se torna negativa en el medio plazo. Asimismo, los incrementos de impuestos netos generan contracciones en el PIB a medio plazo. Respecto de los precios, estos reaccionan positivamente a incrementos en el gasto y negativamente a expansiones de impuestos netos. En ambos casos, las respuestas de los tipos de interés nominal y real resultan positivas. Finalmente, los efectos sobre las variables macroeconómicas parecen depender en gran medida de la composición de la perturbación fiscal.



a. Las perturbaciones del saldo primario se obtienen como la diferencia entre los cambios discretos en los impuestos netos y gasto público, respectivamente.





- a. El *output gap* se calcula mediante un filtro de Hodrick-Prescott con  $\lambda$  1.600.  
 b. Las perturbaciones del saldo primario se obtienen como la diferencia entre los cambios discretionales en los impuestos netos y gasto público, respectivamente.

Como primera conclusión de política económica, cabe señalar que la política fiscal parece tener cierta capacidad para estimular la actividad económica en el corto plazo, si bien a costa de mayores presiones inflacionistas, de déficits públicos más elevados y de lastrar el crecimiento en el futuro. En este sentido, la política fiscal en España desde mediados de los años noventa parece haber contribuido, en el medio plazo, a crear mejores condiciones para el crecimiento, y el proceso de consolidación fiscal desarrollado no generó costes significativos sobre el crecimiento en el corto plazo. Asimismo, se observa un comportamiento más contracíclico de la política fiscal que en etapas anteriores.

En segundo lugar, los resultados obtenidos permiten concluir que los intentos de consolidación fiscal basados en incrementos de impuestos podrían no resultar exitosos y, dadas las interrelaciones dinámicas entre los ingresos y gastos públicos, contribuir por el contrario a deteriorar las finanzas públicas en el futuro.

En todo caso, resulta necesario establecer algunas cautelas sobre los resultados anteriores, derivados fundamentalmente de las limitaciones de la metodología utilizada. En primer lugar, los modelos VAR tienen buenas propiedades en cuanto a su uso en la predicción a corto plazo. Sin embargo, su utilidad respecto de las predicciones en horizontes más largos resulta más cuestionable, con lo que los resultados relativos a largo plazo deben tomarse con la debida cautela. Por otra parte, aunque la metodología econométrica empleada garantiza la simetría de las respuestas ante cambios en el signo de las variaciones de gastos e impuestos netos, la realidad puede ser bien distinta. En este sentido, y dependiendo de las condiciones iniciales de la economía, los efectos derivados de expansiones fiscales podrían tener un orden de magnitud sensiblemente distinto del de los derivados de contracciones fiscales de igual valor absoluto.

17.3.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- BLANCHARD, O. J., y R. PEROTTI (2002). «An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output», *Quarterly Journal of Economics*, 117 (4), pp. 1329-1368.  
 BURNSIDE, C., M. EICHENBAUM y J. D. M. FISHER (1999). *Assessing the Effects of Fiscal Shocks*, mimeo, Northwestern University.  
 COMISIÓN EUROPEA (2003). *Public finances in EMU*, European Economy, Reports and Studies 3.  
 DE CASTRO, F. (2003). *The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0311, Banco de España, de próxima aparición en *Applied Economics*.  
 DE CASTRO, F., J. M. GONZÁLEZ-PÁRAMO y P. HERNÁNDEZ DE COS (2004). «Fiscal Consolidation in Spain: Dynamic Interdependence of Public Spending and Revenues», *Investigaciones Económicas*, vol. XXXVIII (1), pp. 193-207.

- EDELBERG, W., M. EICHENBAUM y J. D. M. FISHER (1998). *Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases*, NBER Working Paper n.º 6737.
- ESTRADA, Á., J. L. FERNÁNDEZ, E. MORAL y A. V. REGIL (2004). *A Quarterly Macroeconometric Model of the Spanish Economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0413, Banco de España.
- FATÁS, A., e I. MIHOV (2001). *The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy*, mimeo, INSEAD.
- FAVERO, C. (2002). *How do European monetary and fiscal authorities behave?*, CEPR Discussion Paper Series, n.º 3426.
- GALÍ, J., D. LÓPEZ-SALIDO y J. VALLÉS (2003). *Understanding the Effects of Government Spending on Consumption*, Documentos de Trabajo, n.º 0321, Banco de España.
- GALÍ, J., y R. PEROTTI (2003). *Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe*, NBER Working Paper n.º 9773.
- GIAVAZZI, F., y M. PAGANO (1990). «Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries», *NBER Macroeconomics Annual*, 5, pp. 75-111.
- GIORNO, C., P. RICHARDSON, D. ROSEVEARE y P. VAN DEN NOORD (1995). *Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances*, OECD Economic Studies 24.
- GIUDICE, G., A. TURRINI y J. IN'T VELD (2003). *Can Fiscal Consolidations Be Expansionary in the EU? Ex-post Evidence and ex-ante Analysis*, European Commission, Economic Papers, 195, diciembre.
- MOUNTFORD, A., y H. UHLIG (2002). *What are the effects of fiscal policy shocks?*, CEPR Working Paper n.º 3338.
- PEROTTI, R. (1999). «Fiscal Policy in Good Times and Bad», *Quarterly Journal of Economics*, 114 (4), pp. 1399-1436.
- (2004). *Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries*, Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- RAMEY, V., y M. SHAPIRO (1998). *Costly Capital Reallocation and the effects of Government Spending*, NBER Working Paper n.º 6283.

## INDICADORES ECONÓMICOS

### **Novedades**

#### ***Indicadores 8.2 a 8.4***

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

Los indicadores 8.2, 8.3 y 8.4 se han revisado en lo relativo a la información sobre las participaciones en fondos de inversión. Las antiguas categorías de FIAMM y FIM de renta fija en euros se han agrupado en un solo concepto «Renta fija en euros», por lo que el agregado de liquidez AL1 deja de elaborarse y el agregado AL2 se denomina a partir de ahora AL.

## ÍNDICE

Estos indicadores están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de la información que tiene como fuente el Banco de España se publica en un calendario en la Red (<http://www.bde.es/infoest/htmls/calenda.pdf>) que informa sobre la fecha concreta o aproximada en la que se difundirán los datos en los tres próximos meses. Este calendario se actualiza al final de cada semana y, en el caso de indicar fecha aproximada de publicación de los datos, una semana antes se especifica la fecha concreta en que estos se difundirán.

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	1.1	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro	7*
	1.2	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle	8*
	1.3	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España	9*
	1.4	PIB. Deflatores implícitos. España	10*
ECONOMÍA INTERNACIONAL	2.1	PIB a precios constantes. Comparación internacional	11*
	2.2	Tasas de paro. Comparación internacional	12*
	2.3	Precios de consumo. Comparación internacional	13*
	2.4	Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés	14*
	2.5	Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales	15*
	2.6	Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales	16*
	2.7	Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro	17*
DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD	3.1	Indicadores de consumo privado. España y zona del euro	18*
	3.2	Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España	19*
	3.3	Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España	20*
	3.4	Índice de producción industrial. España y zona del euro	21*
	3.5	Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro	22*
	3.6	Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro	23*
	3.7	Diversas estadísticas de turismo y transporte. España	24*
MERCADO DE TRABAJO	4.1	Población activa. España	25*
	4.2	Ocupados y asalariados. España y zona del euro	26*
	4.3	Empleo por ramas de actividad. España	27*
	4.4	Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España	28*
	4.5	Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España	29*
	4.6	Convenios colectivos. España	30*
	4.7	Encuesta trimestral de coste laboral	31*
	4.8	Costes laborales unitarios. España y zona del euro	32*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2001	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 1996	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup>	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup>	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes de la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup>	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup>	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup>	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España	50*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España	55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España	58*

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

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS  
DE CAMBIO

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

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

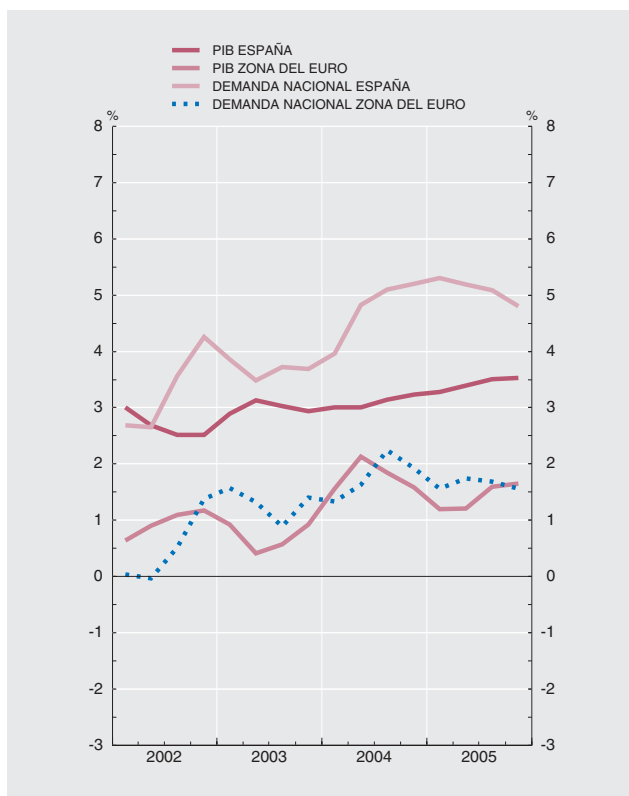
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

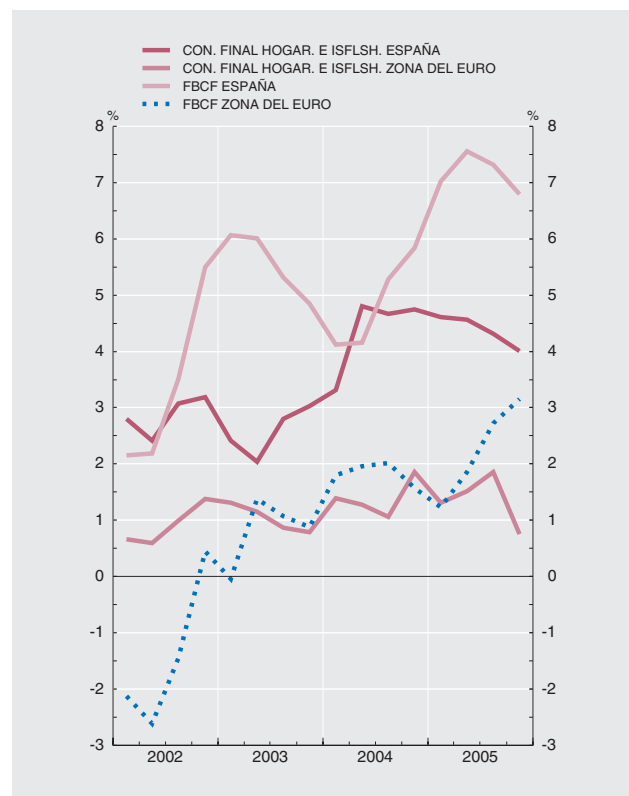
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>02</b>	P	2,7	1,0	2,9	0,9	4,5	2,6	3,3	-1,4	3,3	0,5	1,8	1,7	3,9	0,4	729	7 248
<b>03</b>	P	3,0	0,7	2,6	1,0	4,8	1,7	5,6	0,8	3,7	1,3	3,6	1,2	6,0	3,0	781	7 446
<b>04</b>	P	3,1	1,8	4,4	1,4	6,0	1,1	4,9	1,8	4,8	1,8	3,3	5,9	9,3	6,2	837	7 723
<b>03 /</b>	P	2,9	0,9	2,4	1,3	5,5	2,0	6,1	-0,0	3,9	0,9	4,6	2,7	7,8	4,8	190	1 840
<b>///</b>	P	3,1	0,4	2,0	1,1	4,4	1,4	6,0	1,4	3,5	0,4	3,6	-0,4	4,8	2,2	193	1 848
<b>///</b>	P	3,0	0,6	2,8	0,9	4,5	1,7	5,3	1,1	3,7	0,6	4,1	1,2	6,4	2,1	197	1 872
<b>IV</b>	P	2,9	0,9	3,0	0,8	4,8	1,6	4,8	0,9	3,7	0,9	2,2	1,4	5,1	2,8	200	1 886
<b>04 /</b>	P	3,0	1,6	3,3	1,4	5,5	1,3	4,1	1,8	4,0	1,6	4,0	3,9	7,4	3,3	204	1 906
<b>//</b>	P	3,0	2,1	4,8	1,3	6,0	1,3	4,1	2,0	4,8	2,1	3,0	7,7	9,6	6,6	207	1 927
<b>///</b>	P	3,1	1,8	4,7	1,1	6,5	1,1	5,3	2,0	5,1	1,8	3,7	6,3	10,5	7,7	211	1 939
<b>IV</b>	P	3,2	1,6	4,7	1,9	6,0	0,7	5,8	1,6	5,2	1,6	2,7	5,8	9,7	7,1	215	1 951
<b>05 /</b>	P	3,3	1,2	4,6	1,3	5,2	0,8	7,0	1,2	5,3	1,2	-1,4	3,1	6,2	4,3	220	1 967
<b>//</b>	P	3,4	1,2	4,6	1,5	4,0	1,2	7,6	1,9	5,2	1,2	1,3	2,6	7,9	4,2	223	1 982
<b>///</b>	P	3,5	1,6	4,3	1,9	4,2	1,6	7,3	2,7	5,1	1,6	2,1	4,9	7,8	5,4	229	2 002
<b>IV</b>	P	3,5	1,7	4,0	0,8	4,6	1,7	6,8	3,2	4,8	1,7	1,9	5,1	6,6	5,0	233	2 017

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



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



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

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

g. Miles de millones de euros.

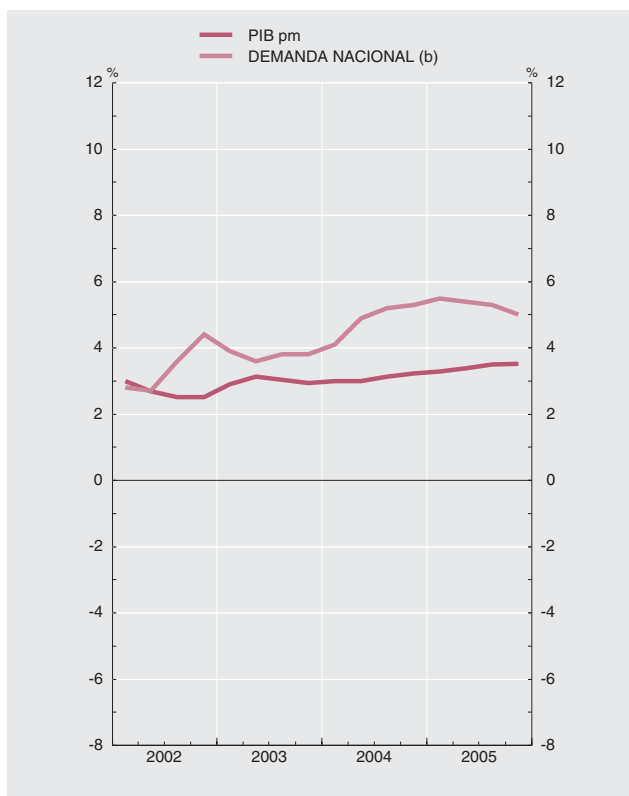
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

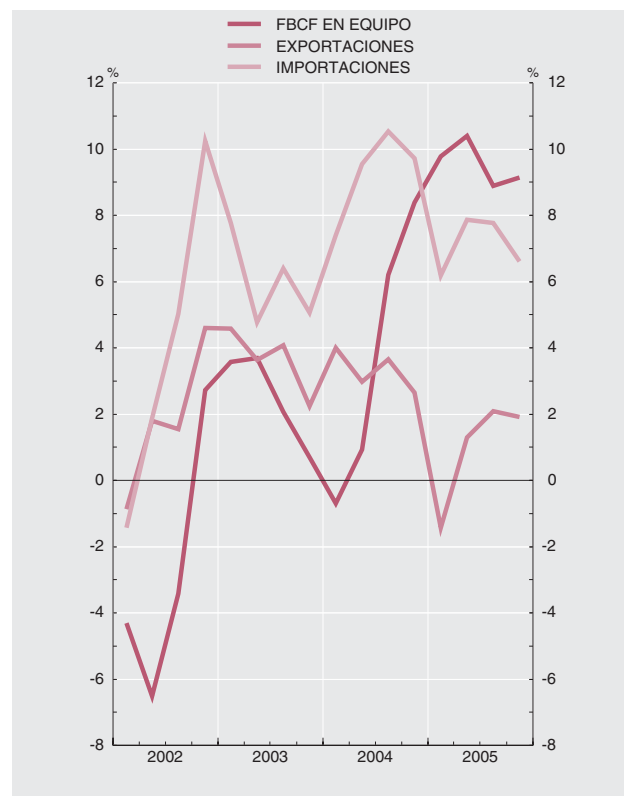
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>03</b>	P	5,6	2,5	6,3	7,7	-0,0	3,6	5,0	0,4	1,1	6,0	6,4	5,0	4,1	3,8	3,0
<b>04</b>	P	4,9	3,7	5,5	4,4	0,0	3,3	4,4	-0,1	2,6	9,3	10,1	20,6	3,7	4,9	3,1
<b>05</b>	P	7,2	9,5	6,0	7,6	-0,0	1,0	-0,4	1,9	6,4	7,1	7,0	22,2	4,5	5,3	3,4
<b>03 /</b>	P	6,1	3,6	6,9	7,4	0,0	4,6	6,5	-2,1	3,9	7,8	8,2	0,8	6,8	3,9	2,9
<b>II</b>	P	6,0	3,7	6,4	8,1	0,0	3,6	3,8	4,8	1,6	4,8	4,9	3,5	4,3	3,6	3,1
<b>III</b>	P	5,3	2,1	6,0	8,2	0,0	4,1	5,9	0,3	0,5	6,4	7,2	5,7	2,7	3,8	3,0
<b>IV</b>	P	4,8	0,7	6,0	7,3	-0,1	2,2	3,9	-1,0	-1,3	5,1	5,4	10,1	2,6	3,8	2,9
<b>04 /</b>	P	4,1	-0,7	6,1	5,2	0,1	4,0	5,3	1,0	1,5	7,4	7,7	17,3	4,3	4,1	3,0
<b>II</b>	P	4,1	0,9	5,5	4,2	0,0	3,0	5,1	-4,6	2,0	9,6	10,3	20,2	4,1	4,9	3,0
<b>III</b>	P	5,3	6,2	5,3	4,1	-0,0	3,7	4,7	0,6	2,5	10,5	11,6	20,5	3,5	5,2	3,1
<b>IV</b>	P	5,8	8,4	5,2	4,2	-0,0	2,7	2,3	2,8	4,3	9,7	10,6	24,0	2,7	5,3	3,2
<b>05 /</b>	P	7,0	9,8	6,0	6,5	-0,0	-1,4	-2,8	1,0	2,1	6,2	7,6	21,0	-3,3	5,5	3,3
<b>II</b>	P	7,6	10,4	6,2	8,1	-0,1	1,3	1,9	-4,9	5,4	7,9	8,4	23,7	2,2	5,4	3,4
<b>III</b>	P	7,3	8,9	6,3	8,5	-0,0	2,1	-0,3	7,4	7,1	7,8	7,0	23,9	8,5	5,3	3,5
<b>IV</b>	P	6,8	9,1	5,6	7,5	-0,1	1,9	-0,6	4,1	11,1	6,6	5,3	20,1	10,7	5,0	3,5

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.



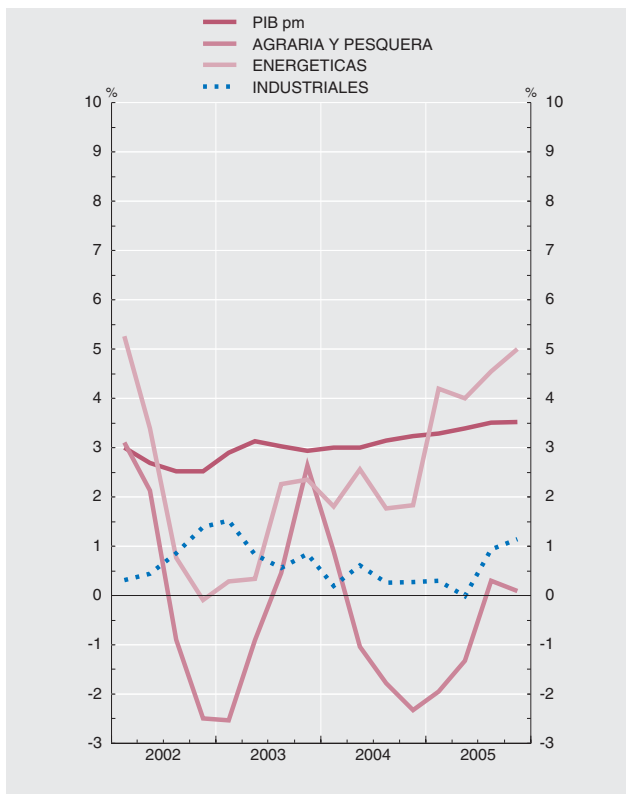
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

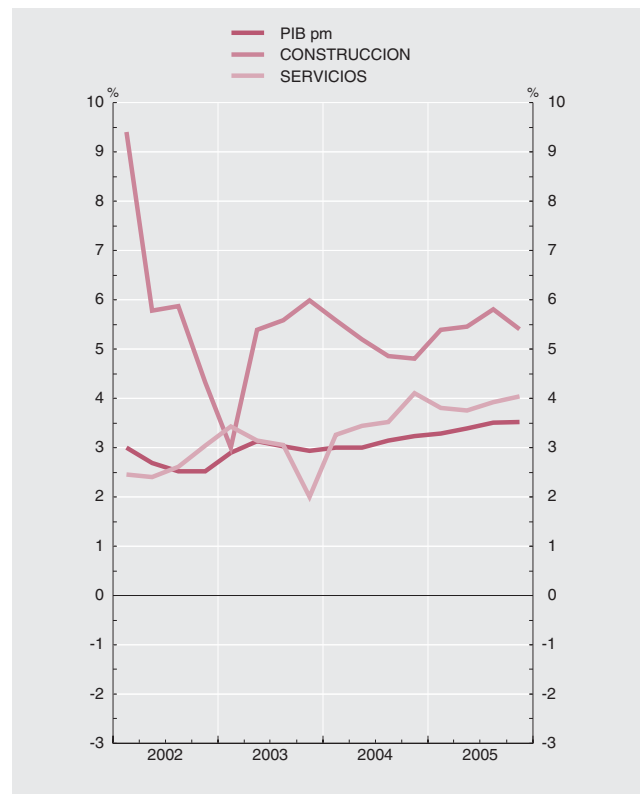
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
<b>03</b>	P	3,0	-0,1	1,3	0,9	5,0	2,9	2,6	4,2	5,3	6,6	9,5
<b>04</b>	P	3,1	-1,1	2,0	0,3	5,1	3,6	3,6	3,6	2,5	12,0	6,5
<b>05</b>	P	3,4	-0,7	4,4	0,6	5,5	3,9	4,0	3,5	4,4	3,6	2,9
<b>03 /</b>	P	2,9	-2,5	0,3	1,5	3,0	3,4	3,0	4,8	1,8	4,5	9,6
<b>II</b>	P	3,1	-0,9	0,3	0,8	5,4	3,1	2,8	4,4	6,7	5,5	8,1
<b>III</b>	P	3,0	0,4	2,3	0,6	5,6	3,1	2,9	3,8	3,8	8,1	9,1
<b>IV</b>	P	2,9	2,6	2,3	0,8	6,0	2,0	1,5	3,7	9,3	8,4	11,1
<b>04 /</b>	P	3,0	0,9	1,8	0,2	5,6	3,3	3,2	3,3	0,4	12,4	11,3
<b>II</b>	P	3,0	-1,0	2,6	0,6	5,2	3,4	3,5	3,3	-0,4	12,9	9,6
<b>III</b>	P	3,1	-1,8	1,8	0,3	4,9	3,5	3,5	3,7	5,6	10,8	5,4
<b>IV</b>	P	3,2	-2,3	1,8	0,3	4,8	4,1	4,1	4,1	4,4	12,0	0,3
<b>05 /</b>	P	3,3	-1,9	4,2	0,3	5,4	3,8	3,8	3,8	5,0	9,8	2,2
<b>II</b>	P	3,4	-1,3	4,0	-0,0	5,4	3,8	3,9	3,0	6,8	3,4	3,6
<b>III</b>	P	3,5	0,3	4,5	0,9	5,8	3,9	4,0	3,5	3,5	0,6	2,8
<b>IV</b>	P	3,5	0,1	5,0	1,1	5,4	4,0	4,1	3,8	2,5	1,0	2,9

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

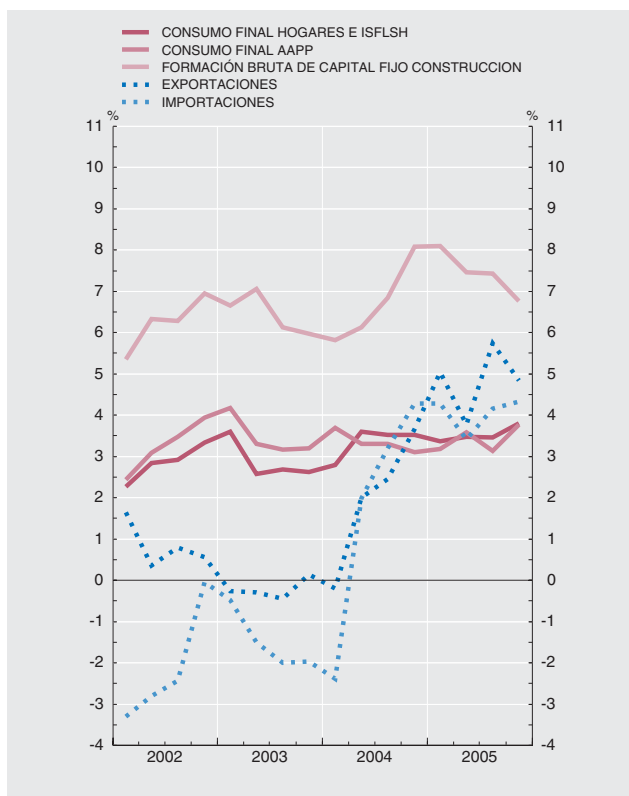
## 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

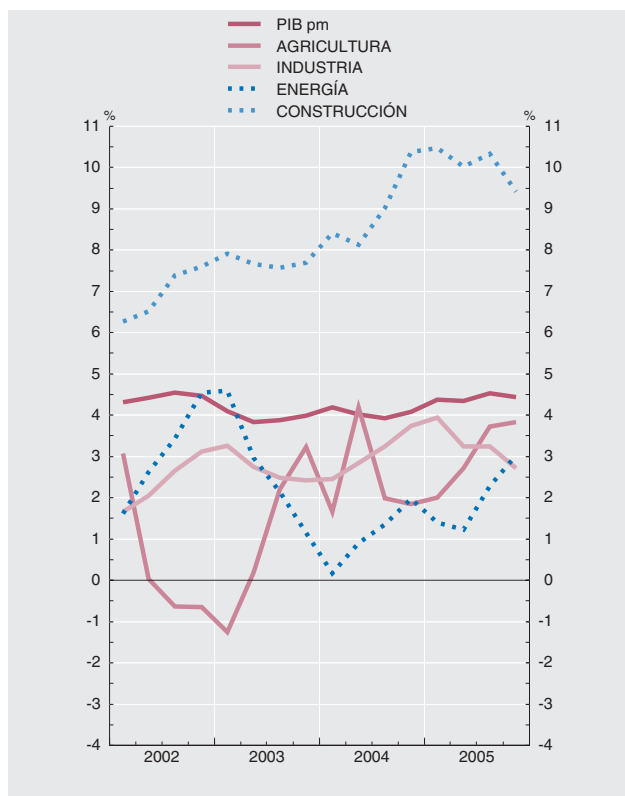
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramras de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramras agraria y pesquera	Ramras Energeticas	Ramras Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes	Construcción	Otros productos								Ramras de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>03</b>	P	2,8	3,4	1,5	6,4	4,6	-0,2	-1,5	4,0	1,1	2,7	2,7	7,7	3,7	3,8
<b>04</b>	P	3,4	3,3	2,1	6,7	5,9	2,0	1,8	4,1	2,4	1,1	3,1	9,0	3,4	3,3
<b>05</b>	P	3,5	3,4	3,2	7,4	5,6	4,9	4,1	4,4	3,1	2,0	3,3	10,0	3,3	3,4
<b>03 /</b>	P	3,6	4,2	0,7	6,6	3,7	-0,3	-0,5	4,1	-1,2	4,6	3,3	7,9	3,8	3,7
<b>II</b>	P	2,6	3,3	1,5	7,1	4,6	-0,3	-1,5	3,8	0,2	3,0	2,8	7,7	3,6	3,6
<b>III</b>	P	2,7	3,2	1,7	6,1	5,0	-0,4	-2,0	3,9	2,2	2,1	2,5	7,6	3,7	3,6
<b>IV</b>	P	2,6	3,2	2,0	6,0	5,2	0,1	-2,0	4,0	3,2	1,1	2,4	7,7	3,8	3,1
<b>04 /</b>	P	2,8	3,7	1,4	5,8	5,2	-0,2	-2,4	4,2	1,7	0,2	2,4	8,4	3,8	3,8
<b>II</b>	P	3,6	3,3	2,1	6,1	6,3	2,0	2,0	4,0	4,2	0,9	2,8	8,1	3,3	3,3
<b>III</b>	P	3,5	3,3	2,5	6,8	6,3	2,4	3,2	3,9	2,0	1,4	3,2	9,0	3,2	3,8
<b>IV</b>	P	3,5	3,1	2,9	8,1	5,8	3,7	4,3	4,1	1,8	2,0	3,7	10,4	3,2	3,1
<b>05 /</b>	P	3,4	3,2	3,0	8,1	5,8	5,0	4,3	4,4	2,0	1,4	3,9	10,5	3,4	3,2
<b>II</b>	P	3,5	3,6	3,1	7,5	5,8	3,8	3,4	4,3	2,7	1,2	3,2	10,0	3,3	3,1
<b>III</b>	P	3,5	3,1	3,1	7,4	5,5	5,7	4,2	4,5	3,7	2,3	3,2	10,3	3,4	3,2
<b>IV</b>	P	3,8	3,8	3,4	6,8	5,4	4,8	4,3	4,4	3,8	3,0	2,7	9,4	3,3	3,3

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

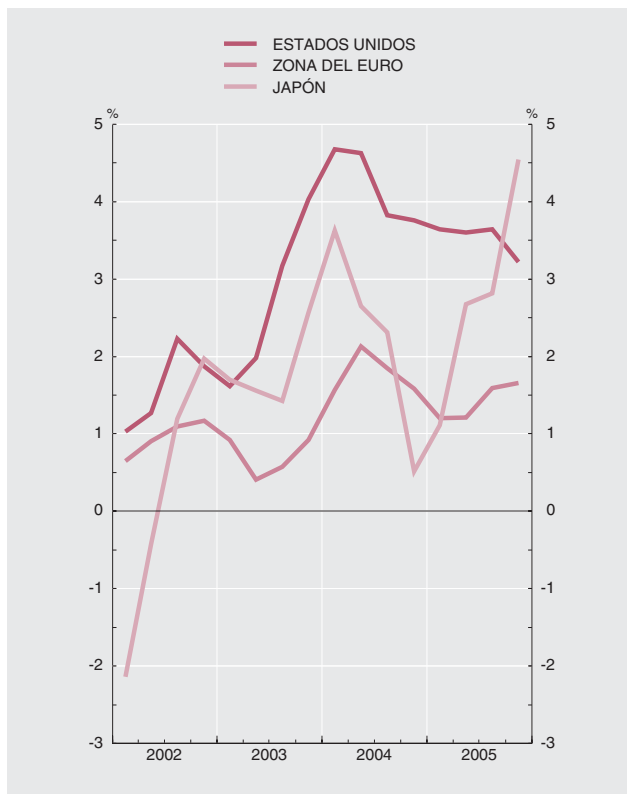
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

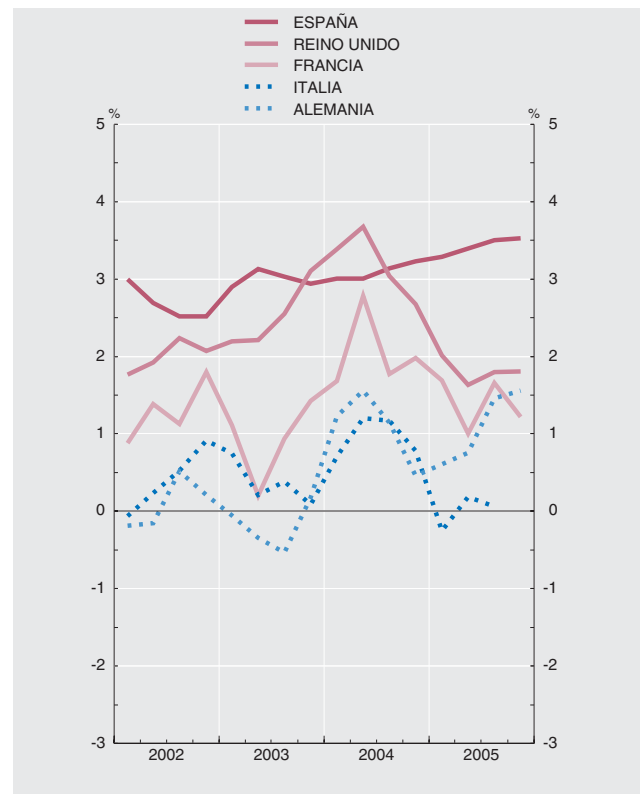
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>03</b>	2,0	1,0	0,7	-0,2	3,0	2,7	0,9	0,4	1,8	2,5
<b>04</b>	3,3	2,1	1,8	1,1	3,1	4,2	2,1	1,0	2,3	3,2
<b>05</b>	...	1,5	1,4	1,1	3,4	3,5	1,4	...	2,8	1,8
<b>02 IV</b>	2,1	1,3	1,2	0,2	2,5	1,9	1,8	0,9	2,0	2,1
<b>03 I</b>	1,7	1,1	0,9	-0,1	2,9	1,6	1,1	0,7	1,7	2,2
<b>II</b>	1,6	0,7	0,4	-0,3	3,1	2,0	0,2	0,2	1,6	2,2
<b>III</b>	2,1	0,9	0,6	-0,5	3,0	3,2	0,9	0,4	1,4	2,6
<b>IV</b>	2,8	1,4	0,9	0,2	2,9	4,0	1,4	0,1	2,6	3,1
<b>04 I</b>	3,5	1,9	1,6	1,2	3,0	4,7	1,7	0,7	3,6	3,4
<b>II</b>	3,7	2,5	2,1	1,6	3,0	4,6	2,8	1,2	2,7	3,7
<b>III</b>	3,2	2,1	1,8	1,1	3,1	3,8	1,8	1,2	2,3	3,0
<b>IV</b>	2,8	1,8	1,6	0,5	3,2	3,8	2,0	0,8	0,5	2,7
<b>05 I</b>	2,6	1,4	1,2	0,6	3,3	3,6	1,7	-0,3	1,1	2,0
<b>II</b>	2,6	1,3	1,2	0,8	3,4	3,6	1,0	0,2	2,7	1,6
<b>III</b>	2,9	1,7	1,6	1,5	3,5	3,6	1,7	0,1	2,8	1,8
<b>IV</b>	...	1,7	1,7	1,6	3,5	3,2	1,2	...	4,5	1,8

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

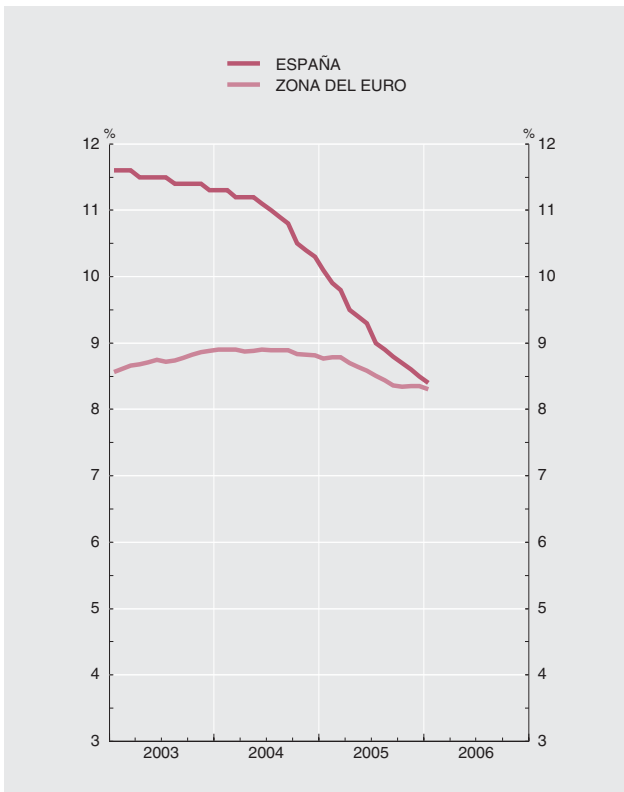
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

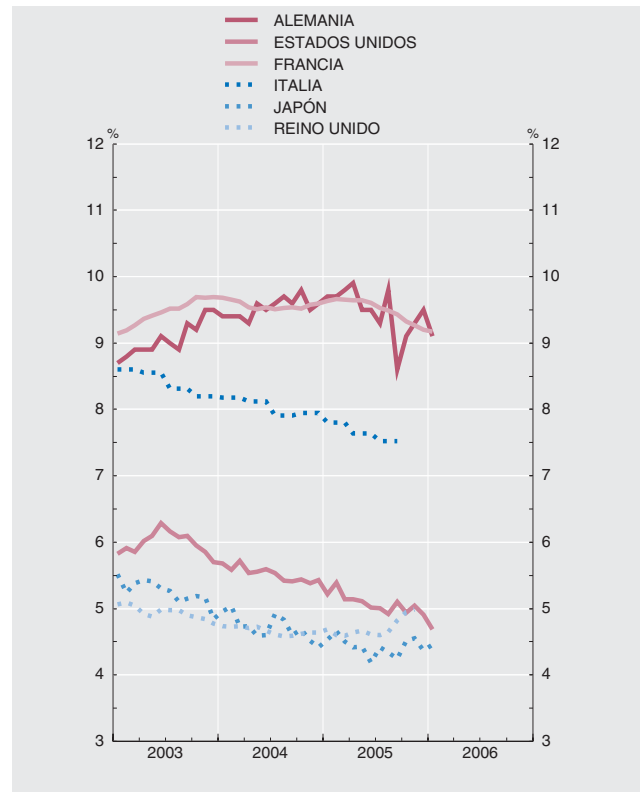
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>03</b>	7,1	8,0	8,7	9,1	11,5	6,0	9,5	8,4	5,2	4,9
<b>04</b>	6,9	8,1	8,9	9,5	10,9	5,5	9,6	8,0	4,7	4,7
<b>05</b>	6,6	7,8	8,5	9,5	9,2	5,1	9,5	...	4,4	...
<b>04</b>										
<i>Ago</i>	6,9	8,1	8,9	9,7	10,9	5,4	9,5	7,9	4,8	4,6
<i>Sep</i>	6,8	8,1	8,9	9,6	10,8	5,4	9,5	7,9	4,6	4,6
<i>Oct</i>	6,8	8,1	8,8	9,8	10,5	5,4	9,5	8,0	4,7	4,6
<i>Nov</i>	6,8	8,1	8,8	9,5	10,4	5,4	9,6	8,0	4,5	4,6
<i>Dic</i>	6,8	8,1	8,8	9,6	10,3	5,4	9,6	8,0	4,4	4,6
<b>05</b>										
<i>Ene</i>	6,7	8,0	8,8	9,7	10,1	5,2	9,6	7,8	4,5	4,7
<i>Feb</i>	6,8	8,0	8,8	9,7	9,9	5,4	9,7	7,8	4,7	4,6
<i>Mar</i>	6,7	8,0	8,8	9,8	9,8	5,1	9,7	7,8	4,5	4,6
<i>Abr</i>	6,6	8,0	8,7	9,9	9,5	5,1	9,6	7,6	4,4	4,6
<i>May</i>	6,6	7,9	8,6	9,5	9,4	5,1	9,6	7,6	4,4	4,7
<i>Jun</i>	6,5	7,9	8,6	9,5	9,3	5,0	9,6	7,6	4,2	4,6
<i>Jul</i>	6,5	7,8	8,5	9,3	9,0	5,0	9,5	7,5	4,4	4,6
<i>Ago</i>	6,5	7,8	8,4	9,8	8,9	4,9	9,5	7,5	4,3	4,7
<i>Sep</i>	6,5	7,7	8,4	8,6	8,8	5,1	9,4	7,5	4,2	4,8
<i>Oct</i>	6,5	7,7	8,3	9,1	8,7	4,9	9,3	...	4,5	5,0
<i>Nov</i>	6,5	7,7	8,4	9,3	8,6	5,0	9,3	...	4,6	5,0
<i>Dic</i>	6,4	7,7	8,3	9,5	8,5	4,9	9,2	...	4,4	...
<b>06</b>										
<i>Ene</i>	6,3	7,7	8,3	9,1	8,4	4,7	9,2	...	4,5	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

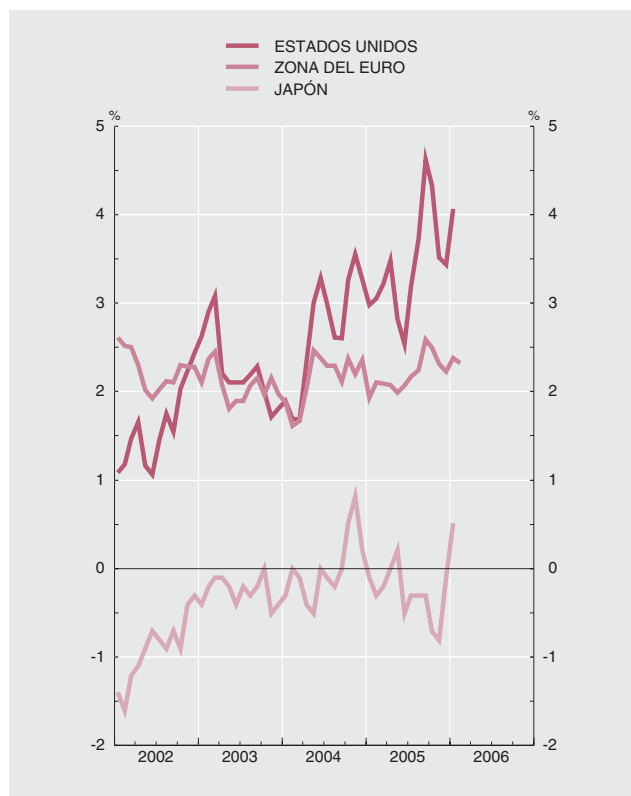
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

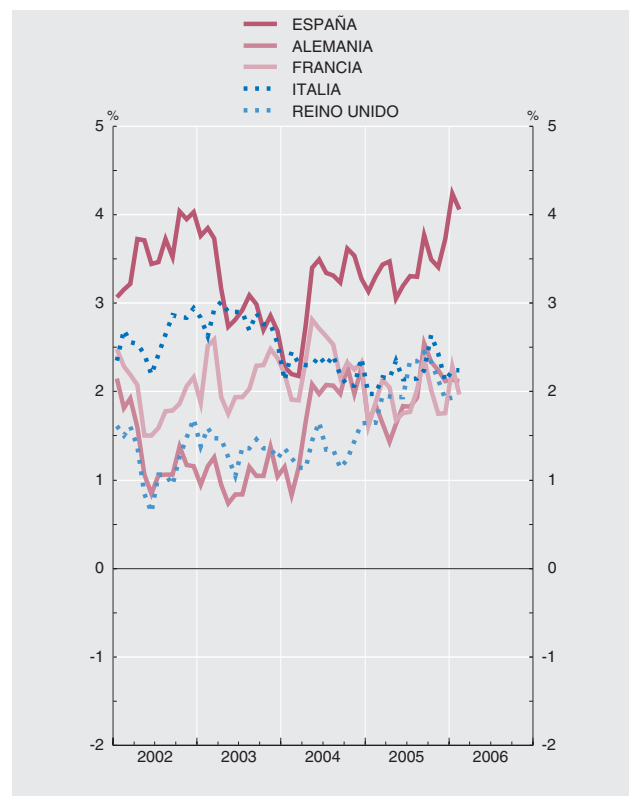
Tasas de variación interanual

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>02</b>	2,6	2,1	2,2	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3
<b>03</b>	2,5	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,3	1,4
<b>04</b>	2,5	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
<b>05</b>	2,7	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
<b>04 Sep</b>	2,5	1,9	2,1	2,0	3,2	2,6	2,2	2,2	-	1,1
<b>Oct</b>	2,8	2,1	2,4	2,3	3,6	3,3	2,3	2,1	0,5	1,2
<b>Nov</b>	3,0	2,0	2,2	2,0	3,5	3,5	2,2	2,1	0,8	1,4
<b>Dic</b>	2,8	2,2	2,4	2,3	3,3	3,3	2,3	2,4	0,2	1,6
<b>05 Ene</b>	2,5	1,8	1,9	1,6	3,1	3,0	1,6	2,0	-0,1	1,6
<b>Feb</b>	2,5	2,0	2,1	1,9	3,3	3,1	1,9	2,0	-0,3	1,6
<b>Mar</b>	2,5	2,0	2,1	1,6	3,4	3,2	2,1	2,2	-0,2	2,0
<b>Abr</b>	2,8	2,0	2,1	1,4	3,5	3,5	2,0	2,1	-	1,9
<b>May</b>	2,4	1,9	2,0	1,6	3,0	2,8	1,7	2,3	0,2	1,9
<b>Jun</b>	2,2	2,0	2,1	1,8	3,2	2,5	1,8	2,1	-0,5	1,9
<b>Jul</b>	2,5	2,2	2,2	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	-0,3	2,4
<b>Ago</b>	2,8	2,3	2,2	1,9	3,3	3,7	2,0	2,1	-0,3	2,3
<b>Sep</b>	3,3	2,5	2,6	2,5	3,8	4,6	2,4	2,2	-0,3	2,4
<b>Oct</b>	3,0	2,4	2,5	2,3	3,5	4,3	2,0	2,6	-0,7	2,3
<b>Nov</b>	2,6	2,3	2,3	2,2	3,4	3,5	1,8	2,4	-0,8	2,1
<b>Dic</b>	2,7	2,2	2,2	2,1	3,7	3,4	1,8	2,1	-0,1	1,9
<b>06 Ene</b>	3,1	2,3	2,4	2,1	4,2	4,1	2,3	2,2	0,5	1,9
<b>Feb</b>	...	2,2	2,3	2,1	4,1	...	2,0	2,2	...	...

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.

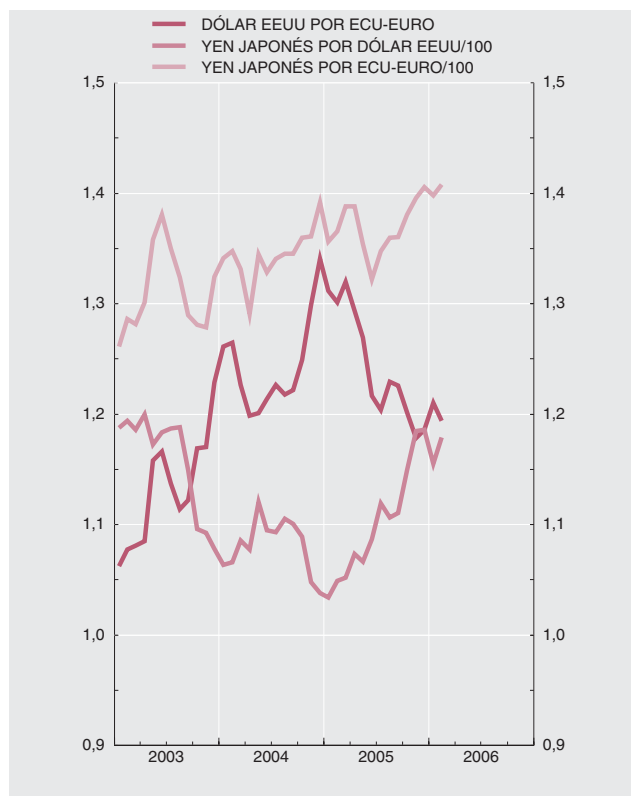
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

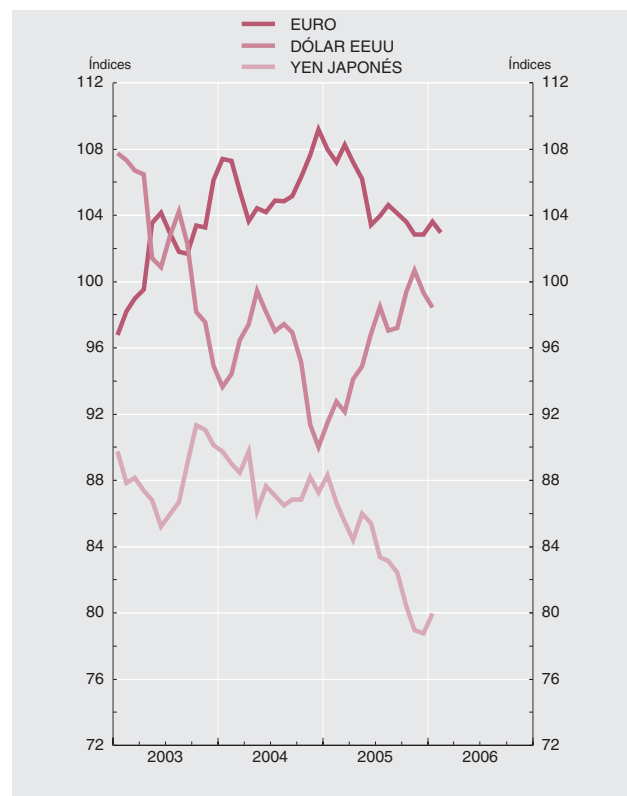
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>03</b>	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,3	102,2	102,8	87,9
<b>04</b>	1,2433	134,41	108,18	103,8	89,7	101,5	105,9	95,6	87,8	105,2	96,6	87,6
<b>05</b>	1,2445	136,88	110,17	103,0	88,5	99,5	105,2	96,2	83,6	103,6	98,3	84,0
<b>05 E-F</b>	1,3069	136,07	104,12	105,5	85,6	102,7	107,6	92,1	87,5	106,8	93,7	87,4
<b>06 E-F</b>	1,2025	140,27	116,66	101,1	90,2	95,3	103,3	98,4	80,0	101,2	...	...
<b>04 Dic</b>	1,3408	139,14	103,78	107,1	84,3	101,8	109,2	90,0	87,3	108,2	91,8	87,4
<b>05 Ene</b>	1,3119	135,63	103,38	105,8	85,2	103,3	108,0	91,5	88,3	107,1	93,2	88,1
<b>Feb</b>	1,3014	136,55	104,93	105,1	86,0	102,1	107,2	92,8	86,6	106,4	94,2	86,7
<b>Mar</b>	1,3201	138,83	105,18	106,0	85,2	101,1	108,2	92,1	85,5	107,3	94,0	85,3
<b>Abr</b>	1,2938	138,84	107,31	105,1	86,7	100,1	107,2	94,1	84,4	105,8	95,7	84,9
<b>May</b>	1,2694	135,37	106,66	104,0	87,7	101,7	106,2	94,9	86,0	104,6	96,7	86,4
<b>Jun</b>	1,2165	132,22	108,69	101,2	89,4	101,7	103,4	96,9	85,4	102,1	98,6	86,0
<b>Jul</b>	1,2037	134,75	111,94	101,7	90,5	99,5	104,0	98,5	83,4	102,3	100,6	84,0
<b>Ago</b>	1,2292	135,98	110,63	102,3	88,9	99,5	104,6	97,0	83,1	102,9	99,1	83,9
<b>Sep</b>	1,2256	136,06	111,03	101,8	88,5	99,1	104,1	97,2	82,4	101,9	99,8	82,9
<b>Oct</b>	1,2015	138,05	114,90	101,4	90,2	96,8	103,6	99,4	80,4	101,5	102,9	80,7
<b>Nov</b>	1,1786	139,59	118,45	100,7	91,9	94,9	102,9	100,7	79,0	100,9	102,6	80,1
<b>Dic</b>	1,1856	140,58	118,58	100,7	91,3	94,4	102,8	99,3	78,8	101,1	101,9	79,7
<b>06 Ene</b>	1,2103	139,82	115,53	101,4	89,7	96,0	103,6	98,4	80,0	101,6	...	...
<b>Feb</b>	1,1938	140,77	117,91	100,7	90,6	94,6	103,0	...	...	100,8	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

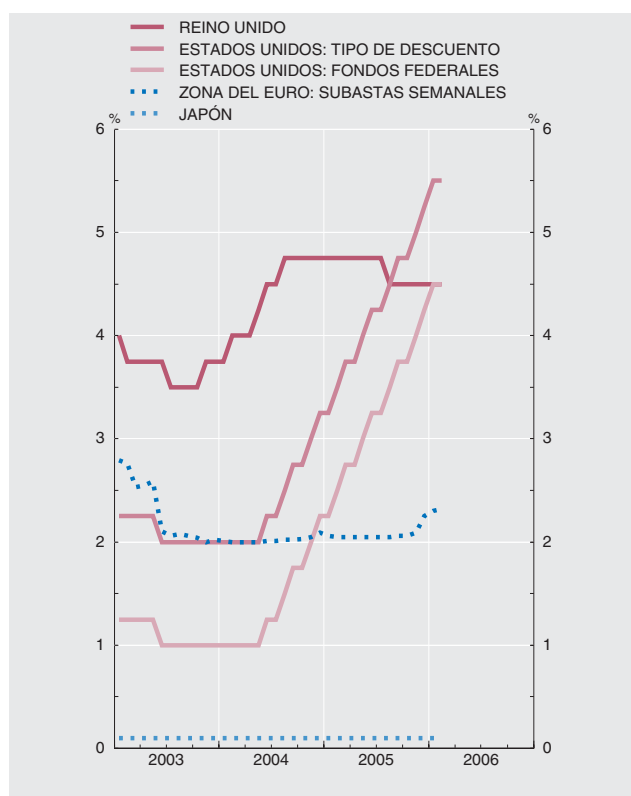
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

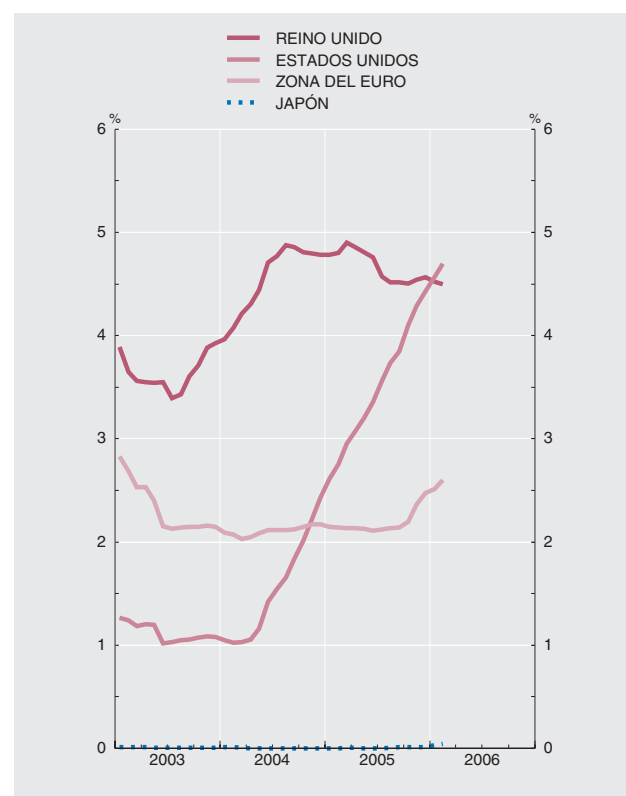
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>03</b>	2,00	2,00	1,10	0,10	3,75	1,63	2,55	2,33	-	-	1,12	-	-	0,01	3,64
<b>04</b>	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
<b>05</b>	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
<b>04 Sep</b>	2,00	2,75	1,75	0,10	4,75	1,89	2,53	2,12	-	-	1,83	-	-	0,00	4,85
<b>Oct</b>	2,00	2,75	1,75	0,10	4,75	1,97	2,55	2,15	-	-	2,01	-	-	0,00	4,81
<b>Nov</b>	2,00	3,00	2,00	0,10	4,75	2,07	2,56	2,17	-	-	2,23	-	-	0,00	4,79
<b>Dic</b>	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,15	2,56	2,17	-	-	2,43	-	-	0,00	4,78
<b>05 Ene</b>	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,21	2,54	2,15	-	-	2,61	-	-	0,00	4,79
<b>Feb</b>	2,00	3,50	2,50	0,10	4,75	2,26	2,54	2,14	-	-	2,76	-	-	0,00	4,80
<b>Mar</b>	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,35	2,55	2,14	-	-	2,95	-	-	0,01	4,90
<b>Abr</b>	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,40	2,54	2,14	-	-	3,07	-	-	0,01	4,86
<b>May</b>	2,00	4,00	3,00	0,10	4,75	2,44	2,53	2,13	-	-	3,20	-	-	0,00	4,81
<b>Jun</b>	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,49	2,50	2,11	-	-	3,36	-	-	0,00	4,76
<b>Jul</b>	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,56	2,47	2,12	-	-	3,56	-	-	0,00	4,57
<b>Ago</b>	2,00	4,50	3,50	0,10	4,50	2,63	2,48	2,13	-	-	3,74	-	-	0,01	4,51
<b>Sep</b>	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,69	2,48	2,14	-	-	3,84	-	-	0,01	4,52
<b>Oct</b>	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,81	2,53	2,20	-	-	4,10	-	-	0,01	4,50
<b>Nov</b>	2,00	5,00	4,00	0,10	4,50	2,95	2,67	2,36	-	-	4,28	-	-	0,01	4,54
<b>Dic</b>	2,25	5,25	4,25	0,10	4,50	3,05	2,77	2,47	-	-	4,43	-	-	0,01	4,57
<b>06 Ene</b>	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,12	2,80	2,51	-	-	4,57	-	-	0,03	4,52
<b>Feb</b>	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,21	2,87	2,60	-	-	4,70	-	-	0,04	4,50

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

■ Serie representada gráficamente.

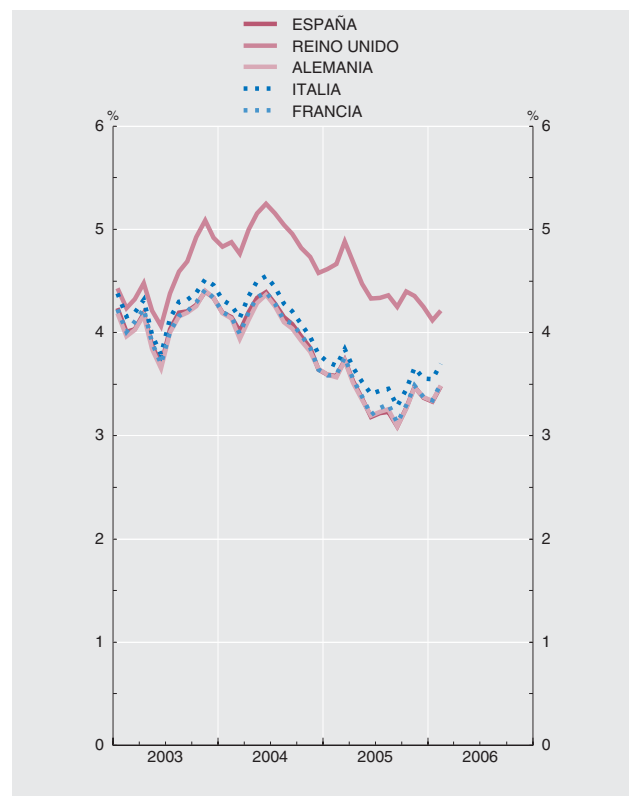
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>03</b>	3,68	4,22	4,16	4,10	4,12	4,04	4,13	4,24	0,99	4,53
<b>04</b>	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93
<b>05</b>	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
<b>04</b>										
Sep	3,80	4,24	4,11	4,04	4,08	4,15	4,09	4,20	1,50	4,96
Oct	3,74	4,12	3,98	3,92	3,97	4,13	3,98	4,08	1,49	4,82
Nov	3,73	4,01	3,87	3,82	3,85	4,22	3,86	3,96	1,46	4,74
Dic	3,66	3,82	3,69	3,65	3,64	4,27	3,64	3,79	1,39	4,58
<b>05</b>										
Ene	3,63	3,77	3,63	3,59	3,59	4,26	3,58	3,72	1,36	4,62
Feb	3,60	3,76	3,62	3,57	3,58	4,20	3,59	3,68	1,40	4,66
Mar	3,83	3,93	3,76	3,73	3,73	4,55	3,76	3,84	1,46	4,88
Abr	3,66	3,73	3,57	3,51	3,53	4,39	3,55	3,66	1,32	4,69
May	3,49	3,56	3,41	3,35	3,36	4,19	3,38	3,52	1,27	4,47
Jun	3,36	3,40	3,25	3,19	3,19	4,04	3,20	3,41	1,24	4,33
Jul	3,44	3,44	3,32	3,23	3,22	4,20	3,27	3,44	1,26	4,34
Ago	3,52	3,47	3,32	3,26	3,23	4,31	3,30	3,46	1,43	4,36
Sep	3,42	3,31	3,16	3,09	3,09	4,23	3,13	3,29	1,38	4,25
Oct	3,62	3,47	3,32	3,26	3,27	4,50	3,29	3,45	1,54	4,40
Nov	3,73	3,64	3,53	3,47	3,48	4,59	3,49	3,66	1,52	4,36
Dic	3,66	3,54	3,41	3,37	3,37	4,52	3,38	3,56	1,54	4,25
<b>06</b>										
Ene	3,60	3,50	3,39	3,34	3,33	4,45	3,34	3,55	1,47	4,12
Feb	3,74	3,64	3,55	3,49	3,48	4,61	3,51	3,70	1,57	4,21

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.



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

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>01</b>	100,2	95,0	97,7	91,9	94,8	88,4	86,1	24,6	97,2	271,1	9,74
<b>02</b>	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
<b>03</b>	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
<b>04</b>	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
<b>05</b>	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
<b>05 E-F</b>	90,3	126,1	118,6	135,9	124,0	142,6	154,7	44,7	152,0	424,0	10,43
<b>06 E-F</b>	117,9	153,2	134,8	177,2	146,1	193,8	...	61,4	198,0	552,3	14,73
<b>05 Ene</b>	89,5	124,4	117,3	133,4	121,2	140,4	151,9	44,1	152,2	424,6	10,40
<b>05 Feb</b>	91,2	128,1	119,9	138,7	127,2	145,0	157,8	45,4	151,8	423,4	10,46
<b>05 Mar</b>	96,5	137,6	131,7	145,2	132,1	152,4	180,4	53,3	155,4	433,5	10,57
<b>05 Abr</b>	96,0	134,2	127,6	142,8	129,7	149,9	179,4	51,1	153,9	429,2	10,67
<b>05 May</b>	96,6	132,3	128,0	137,8	129,2	142,5	169,3	48,0	151,4	422,3	10,69
<b>05 Jun</b>	102,8	134,9	130,5	140,6	129,7	146,1	190,9	54,0	154,4	430,7	11,39
<b>05 Jul</b>	103,5	134,7	129,6	141,2	135,6	144,3	199,7	57,7	152,3	424,9	11,34
<b>05 Ago</b>	100,7	133,5	124,9	144,5	130,3	152,2	219,1	64,3	157,0	437,9	11,45
<b>05 Sep</b>	100,3	132,6	122,1	146,2	134,6	152,5	218,4	62,6	163,5	456,0	11,98
<b>05 Oct</b>	104,0	135,9	124,3	149,3	135,7	156,7	206,1	58,3	168,4	469,9	12,57
<b>05 Nov</b>	106,6	135,8	122,4	153,1	132,8	164,2	194,7	55,0	170,9	476,7	13,01
<b>05 Dic</b>	111,6	143,3	127,3	163,9	136,0	179,0	200,0	56,5	182,8	509,9	13,81
<b>06 Ene</b>	115,2	150,9	133,4	173,4	143,0	189,5	...	62,9	197,1	549,9	14,53
<b>06 Feb</b>	121,0	155,9	136,2	181,3	149,5	198,6	...	59,7	198,9	554,9	14,94

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

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

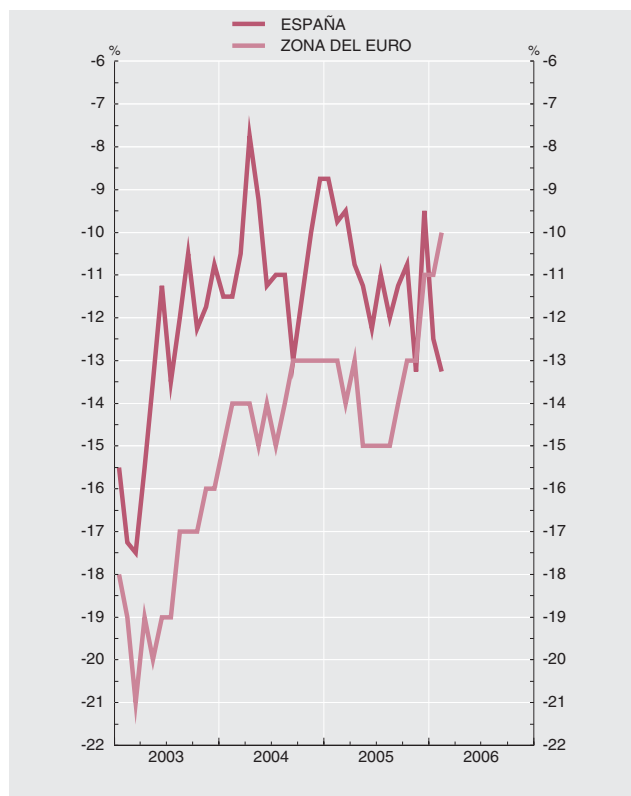
### 3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

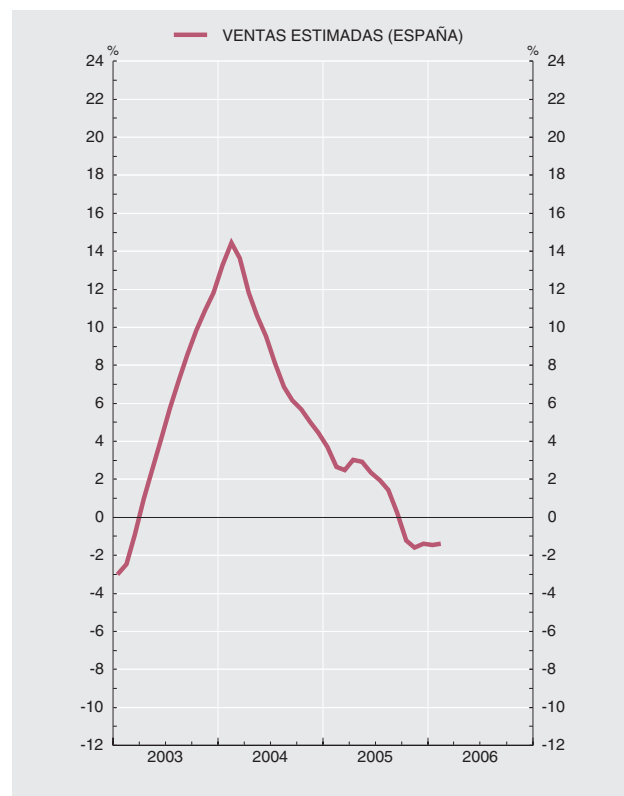
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Matriculaciones	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista		Uso privado	Ventas estimadas			Índice general	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)	Resto (c)	
				1			2			3	4						5
03		-13	-9	-2	-2	-18	-11	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,9	5,2	0,8	4,2	0,4
04	P	-11	-4	-1	-6	-14	-9	10,8	12,2	9,8	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,1
05	P	-11	-7	-1	-5	-14	-9	1,4	1,9	0,8	1,3	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,0
05 E-F	P	-9	-3	-1	-11	-13	-10	2,9	1,3	2,3	-0,3	3,8	1,0	3,5	-0,3	1,7	1,5
06 E-F	A	-13	-11	-3	-12	-11	-6	-0,8	1,4	-1,4	...	...	...	...	...	...	...
05 Mar	P	-10	-5	-1	-7	-14	-11	-2,4	0,4	-3,4	1,7	4,8	1,7	6,2	1,5	1,7	1,6
Abr	P	-11	-7	-2	-2	-13	-10	7,7	14,0	6,5	1,0	7,3	3,7	6,1	1,1	5,5	-0,8
May	P	-11	-9	-1	-2	-15	-11	7,9	3,1	7,1	-4,2	4,6	1,9	1,6	-0,2	3,3	2,4
Jun	P	-12	-9	-2	-6	-15	-11	1,6	-0,7	1,8	6,1	4,3	1,4	0,8	-0,3	2,6	0,7
Jul	P	-11	-7	-	-4	-15	-11	-2,9	-3,1	-2,8	3,0	1,7	-1,3	-0,5	-1,6	-1,0	0,1
Ago	P	-12	-8	-	-4	-15	-10	9,4	9,1	9,5	7,4	6,4	3,3	5,0	2,0	4,4	1,7
Sep	P	-11	-7	-1	-5	-14	-7	5,4	6,3	4,6	4,6	5,6	1,8	4,1	1,5	2,0	0,9
Oct	P	-11	-7	-1	-4	-13	-5	-8,6	-6,3	-9,6	0,1	3,3	-0,1	1,6	-0,2	0,1	1,0
Nov	P	-13	-14	-3	-2	-13	-8	-3,1	0,6	-4,0	-2,0	3,6	0,4	1,1	-1,5	1,7	0,5
Dic	P	-10	-9	1	-5	-11	-5	0,8	2,1	-0,4	-1,8	4,2	0,6	4,8	-1,1	1,7	0,9
06 Ene	A	-13	-10	-3	-10	-11	-6	0,0	-1,1	-0,3	2,0	...	...	...	...	...	...
Feb	A	-13	-11	-3	-13	-10	-5	-1,6	3,8	-2,3	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

a. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general. Desde enero de 2003, INE.

b. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero de 2003, INE.

c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

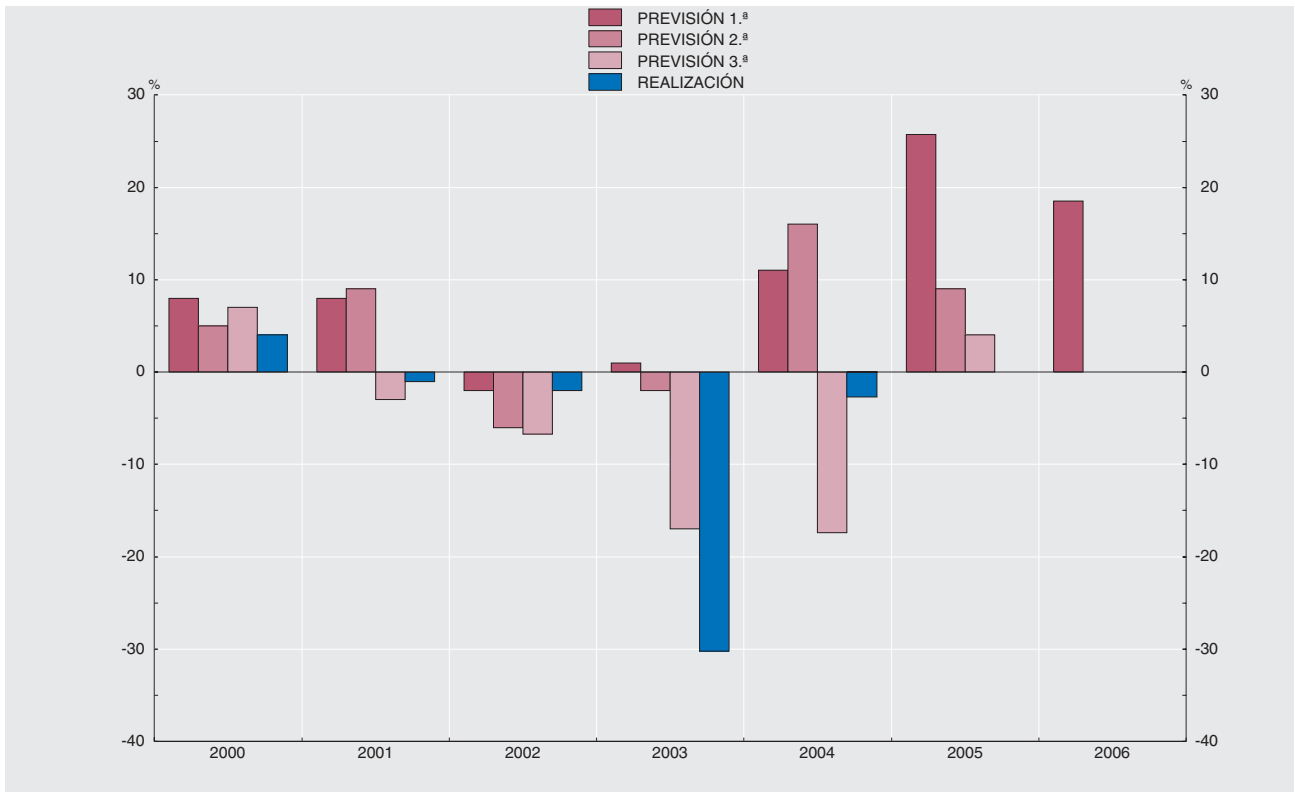
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
00	1	4	8	5
01	-1	-1	8	9
02	-2	-2	-2	-6
03	-30	1	1	-2
04	-3	11	16	-17
05	...	26	9	4
06	...	19	...	...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

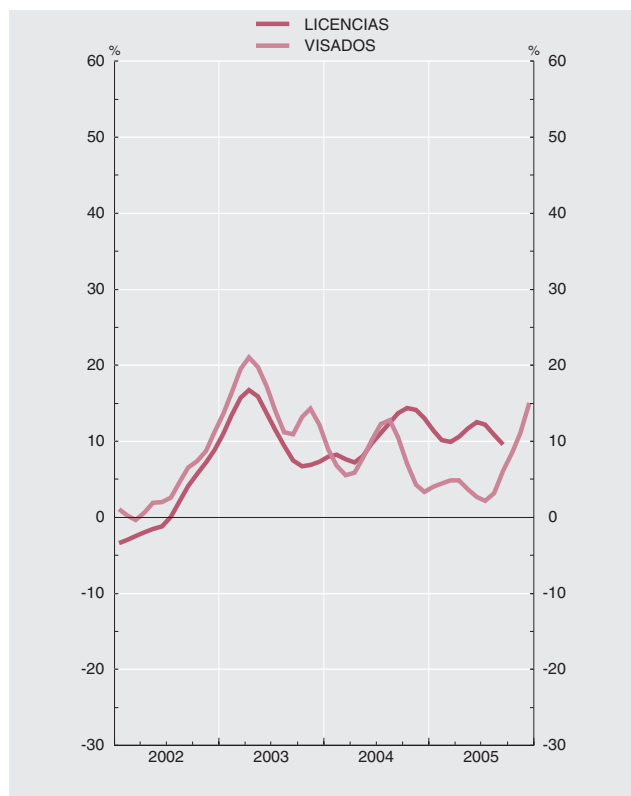
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

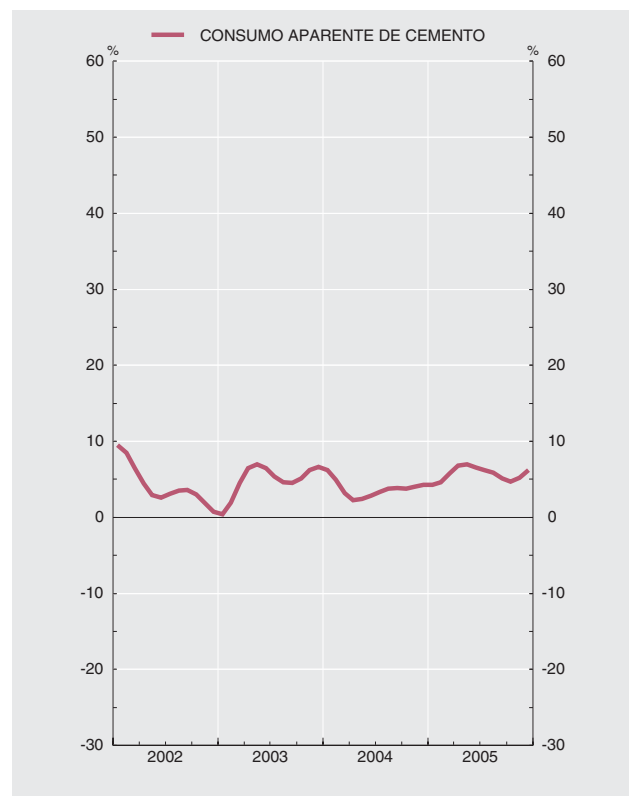
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>02</b>	-0,3	2,8	3,4	-11,7	3,0	4,1	13,1	13,1	-2,2	-15,2	3,9	3,4	20,0	4,7
<b>03</b>	12,4	14,6	14,7	3,0	17,5	19,9	-10,9	-10,9	-0,3	-11,7	35,4	3,8	-14,8	4,8
<b>04</b>	12,4	13,1	13,9	9,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,7
<b>04 E-D</b>	12,4	13,1	13,9	9,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,7
<b>05 E-D</b>	...	...	...	...	5,3	4,8	18,6	18,6	40,5	15,1	30,3	51,0	10,8	5,2
<b>04 Sep</b>	27,9	31,2	29,0	14,0	10,1	13,7	-12,6	13,4	6,6	91,6	71,1	-8,8	-19,3	4,9
<b>Oct</b>	6,0	9,5	10,6	-9,5	-5,7	-4,5	4,4	12,6	65,7	65,7	6,8	65,8	-14,0	-6,3
<b>Nov</b>	39,3	44,5	44,8	15,4	14,8	16,1	60,0	15,2	160,2	176,1	175,8	156,6	28,8	12,8
<b>Dic</b>	16,4	22,0	21,0	-4,8	-5,8	-0,5	61,7	18,3	144,6	365,4	259,0	102,5	28,6	6,1
<b>05 Ene</b>	4,4	6,0	4,9	-2,8	4,7	13,2	63,0	63,0	21,0	117,9	-17,8	-0,8	74,6	1,4
<b>Feb</b>	2,3	4,9	6,3	-8,7	6,8	5,8	-38,7	4,7	25,8	-52,7	91,5	84,6	-52,2	1,4
<b>Mar</b>	1,9	7,3	7,6	-21,2	3,0	-3,2	7,7	5,8	101,0	109,7	-16,4	97,6	-12,2	-2,3
<b>Abr</b>	-1,6	-3,7	-6,6	10,7	7,6	12,9	57,8	15,6	94,4	229,3	213,0	73,3	45,6	16,9
<b>May</b>	20,7	21,2	23,6	17,7	4,7	3,6	142,2	29,9	122,4	28,5	-19,4	159,4	152,0	12,4
<b>Jun</b>	23,4	23,8	25,5	21,7	2,4	2,2	-10,4	19,9	93,6	-19,1	21,2	150,6	-32,6	4,9
<b>Jul</b>	26,0	21,8	21,0	46,1	-2,5	-10,7	-30,9	7,1	8,3	66,0	-23,2	-10,3	-42,9	-0,1
<b>Ago</b>	8,5	12,8	11,5	-13,0	-6,0	-1,8	21,0	9,1	11,8	-23,9	559,0	50,3	24,2	15,9
<b>Sep</b>	6,9	8,1	11,0	1,2	20,9	19,9	89,7	13,3	48,0	8,9	2,4	62,8	108,7	3,1
<b>Oct</b>	...	...	...	...	3,1	4,9	63,3	17,0	33,2	-7,2	189,3	47,6	80,8	3,2
<b>Nov</b>	...	...	...	...	5,8	6,8	42,9	18,9	81,6	88,7	101,7	79,9	18,6	1,6
<b>Dic</b>	...	...	...	...	14,8	13,7	15,7	18,6	-21,2	-35,3	-16,1	-15,1	43,7	6,7

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



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



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

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

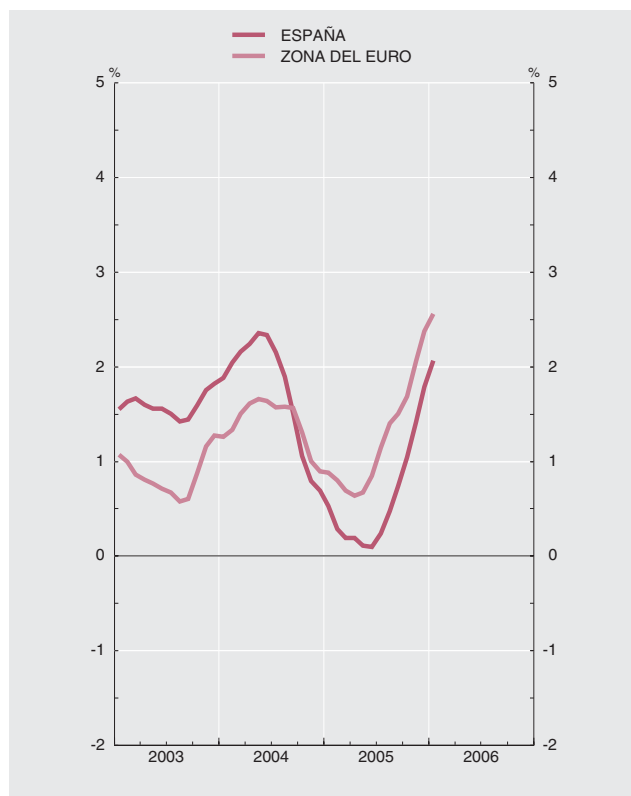
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

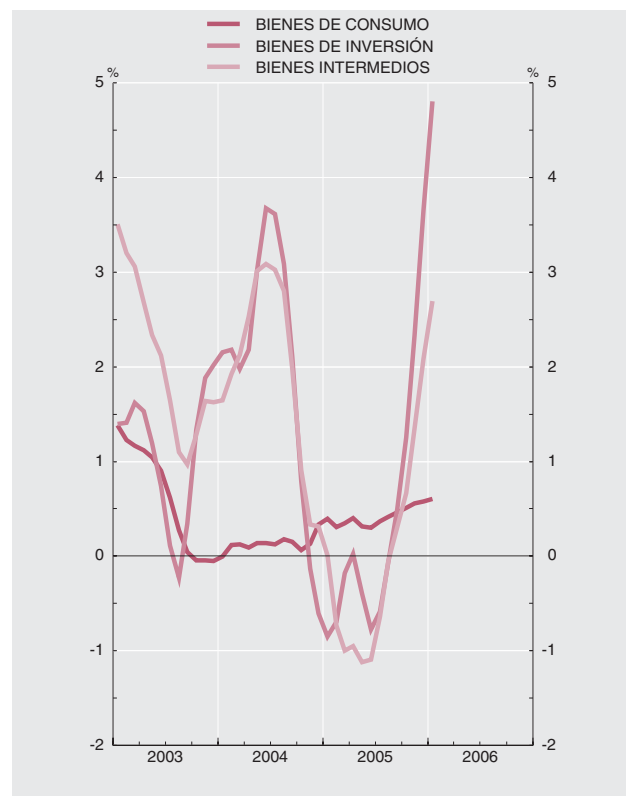
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro					
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,3	
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	1,9	2,0	0,5	3,0	2,2	
05	MP	102,4	0,1	0,1	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,4	4,1	1,2	1,2	0,6	2,5	0,8	
05	E-E	MP	96,8	0,8	1,1	-4,7	0,6	7,8	-10,1	-0,3	10,9	1,7	2,4	0,5	3,3	2,8
06	E-E	MP	101,9	5,3	2,2	12,0	4,9	4,1	-0,5	5,4	4,6	2,5	2,3	1,0	4,2	2,3
04	Oct	P	104,8	-7,0	-9,1	-10,2	-5,9	-0,6	-16,4	-8,0	4,1	1,3	1,2	-1,0	4,7	1,4
	Nov	P	109,6	4,3	4,5	4,1	3,5	6,1	3,6	3,9	7,6	0,8	0,2	-0,5	0,7	1,1
	Dic	P	95,5	1,2	1,4	-1,7	1,1	4,8	2,3	0,4	6,4	1,2	0,8	0,9	-0,3	1,2
05	Ene	P	96,8	0,8	1,1	-4,7	0,6	7,8	-10,1	-0,3	10,9	1,7	2,4	0,5	3,3	2,8
	Feb	P	100,1	-1,0	-1,7	-1,4	-2,0	3,6	-11,6	-2,0	7,7	0,4	0,0	-0,8	1,4	-0,2
	Mar	P	105,0	-6,7	-7,0	-6,7	-8,7	-0,4	-16,2	-7,7	2,9	-0,1	-1,0	-1,9	1,8	-1,0
	Abr	P	107,2	7,4	9,7	11,6	6,1	0,8	-	8,2	2,1	1,3	2,1	0,8	3,4	0,5
	May	P	106,9	0,1	-0,1	1,7	-0,6	1,0	5,1	-0,2	2,3	0,1	-0,2	0,5	0,7	-0,5
	Jun	P	110,1	-0,2	1,1	-1,4	-1,2	1,7	1,6	-0,5	3,0	0,7	0,6	0,6	2,5	-1,2
	Jul	P	106,3	-3,5	-2,8	-6,2	-4,5	2,1	-3,4	-4,1	2,6	0,6	0,1	-0,2	2,8	-0,9
	Ago	P	76,0	3,7	4,2	5,7	4,8	-0,7	5,9	4,3	-0,4	2,7	3,1	3,6	2,9	3,5
	Sep	P	107,9	0,2	0,5	-2,2	-0,1	3,9	-1,7	-	2,1	1,3	1,6	1,8	2,9	0,8
	Oct	P	104,7	-0,1	-	-0,9	-1,1	3,7	-4,8	-0,2	1,4	0,3	0,7	0,5	0,4	0,9
	Nov	P	110,6	0,9	0,2	-1,3	1,1	5,5	-2,1	0,4	6,3	3,0	3,4	1,1	4,7	3,7
	Dic	P	96,7	1,3	-1,5	2,3	1,0	5,4	-8,6	0,5	6,7	2,8	2,5	1,4	3,9	2,7
06	Ene	P	101,9	5,3	2,2	12,0	4,9	4,1	-0,5	5,4	4,6	2,5	2,3	1,0	4,2	2,3

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

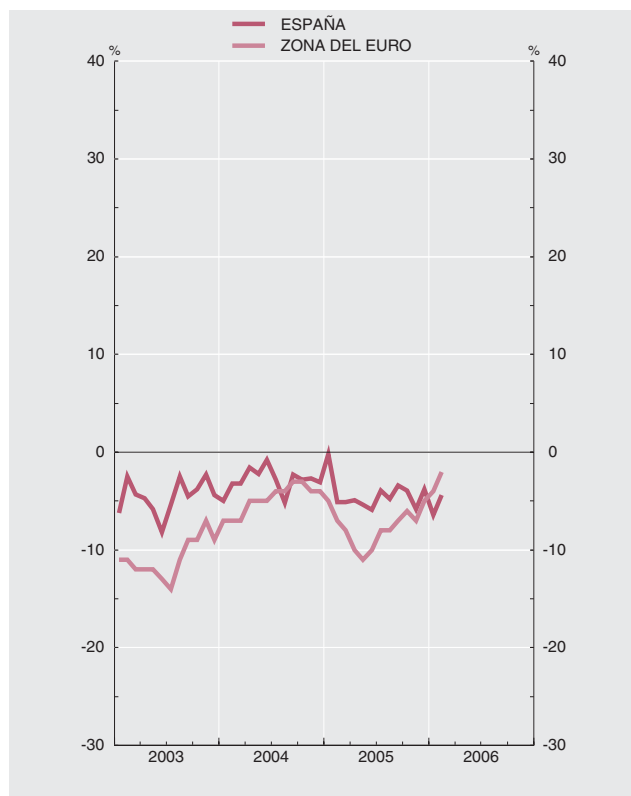
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

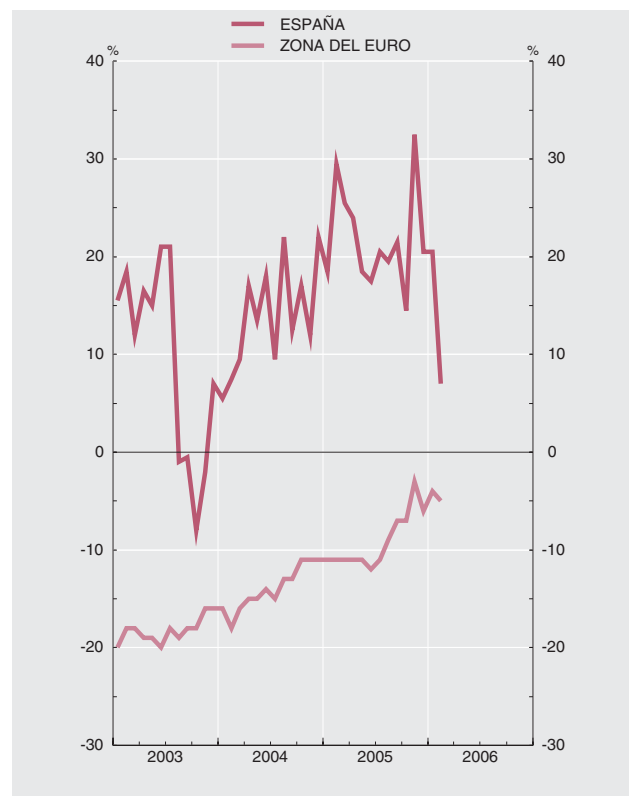
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
03	M	-5	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-11	-26	-18
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-3	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-14
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-2	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-8	-17	-9
05	E-F	M	-3	-1	8	-6	-16	10	-1	-4	-3	24	6	42	33	22	-6	-14	-11
06	E-F	M	-5	-1	4	-7	-18	13	-4	-4	-8	14	12	29	33	17	-3	-11	-5
04	Nov		-3	-1	13	-8	-16	13	-3	0	-4	12	-8	33	16	37	-4	-12	-11
	Dic		-3	3	10	-7	-12	12	-2	-1	-6	22	15	28	9	13	-4	-12	-11
05	Ene		-0	2	10	-2	-15	9	-0	-4	2	19	12	27	44	38	-5	-11	-11
	Feb		-5	-4	7	-10	-17	12	-2	-3	-9	30	-1	56	21	6	-7	-16	-11
	Mar		-5	-7	7	-10	-17	12	-6	-4	-5	26	-8	46	29	17	-8	-17	-11
	Abr		-5	-5	10	-12	-20	13	-4	-1	-8	24	38	33	49	16	-10	-19	-11
	May		-5	2	8	-11	-21	13	-2	-7	-8	19	55	36	48	20	-11	-21	-11
	Jun		-6	6	8	-12	-21	13	-2	-3	-11	18	42	30	28	27	-10	-21	-12
	Jul		-4	12	7	-7	-17	12	-1	-7	-5	21	46	30	41	40	-8	-18	-11
	Ago		-5	4	5	-9	-17	11	1	-4	-11	20	43	23	23	23	-8	-18	-9
	Sep		-3	-4	6	-6	-18	11	-2	-6	-3	22	37	32	39	20	-7	-16	-7
	Oct		-4	-1	7	-11	-20	8	-4	-5	-4	15	43	23	13	26	-6	-16	-7
	Nov		-6	1	6	-8	-14	15	-3	-9	-7	33	30	54	15	11	-7	-16	-3
	Dic		-4	-2	7	-6	-16	13	-1	-4	-6	21	39	31	7	19	-5	-13	-6
06	Ene		-6	-3	4	-9	-19	15	-4	-8	-8	21	25	37	39	32	-4	-12	-4
	Feb		-4	1	4	-6	-16	11	-3	-	-8	7	-2	21	27	2	-2	-10	-5

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.  
a. Corregidos de variaciones estacionales.

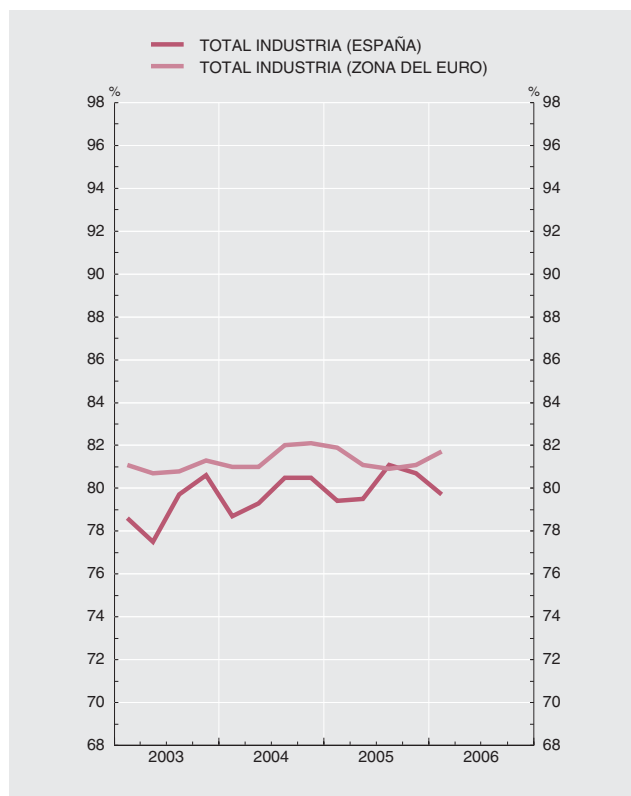
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

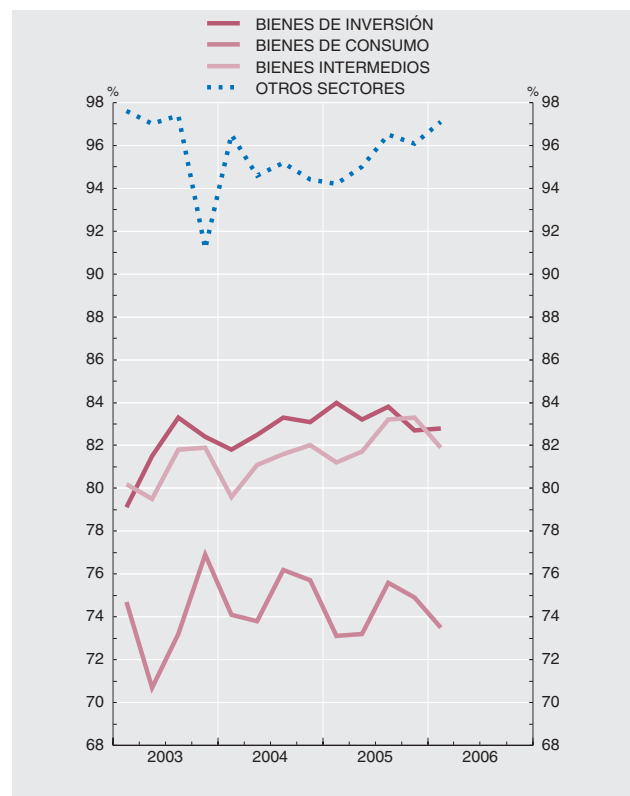
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	79,1	80,9	6	73,9	76,7	7	81,6	83,0	7	80,9	82,2	5	95,8	95,6	-1	81,0
<b>04</b>	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,5
<b>05</b>	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,3
<b>05 I-I</b>	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	81,9
<b>06 I-I</b>	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,7
<b>03 III</b>	79,7	80,9	7	73,2	75,3	6	83,3	84,3	9	81,8	82,5	7	97,4	96,9	-	80,8
<b>04 IV</b>	80,6	82,0	8	76,9	78,5	13	82,4	83,8	7	81,9	83,2	6	91,2	91,1	-	81,3
<b>04 I</b>	78,7	80,2	10	74,1	75,8	13	81,8	82,8	10	79,6	81,4	7	96,5	96,4	-	81,0
<b>04 II</b>	79,3	81,2	6	73,8	76,2	5	82,5	83,8	8	81,1	83,0	7	94,6	94,6	-	81,0
<b>04 III</b>	80,5	81,2	6	76,2	77,5	9	83,3	83,5	4	81,6	82,0	5	95,2	95,5	-	82,0
<b>04 IV</b>	80,5	81,3	2	75,7	76,8	2	83,1	84,0	2	82,0	82,6	1	94,4	94,1	6	82,1
<b>05 I</b>	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	81,9
<b>05 II</b>	79,5	81,7	5	73,2	76,3	6	83,2	85,1	3	81,7	83,4	5	95,0	96,6	-	81,1
<b>05 III</b>	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,9
<b>05 IV</b>	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,1
<b>06 I</b>	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,7

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

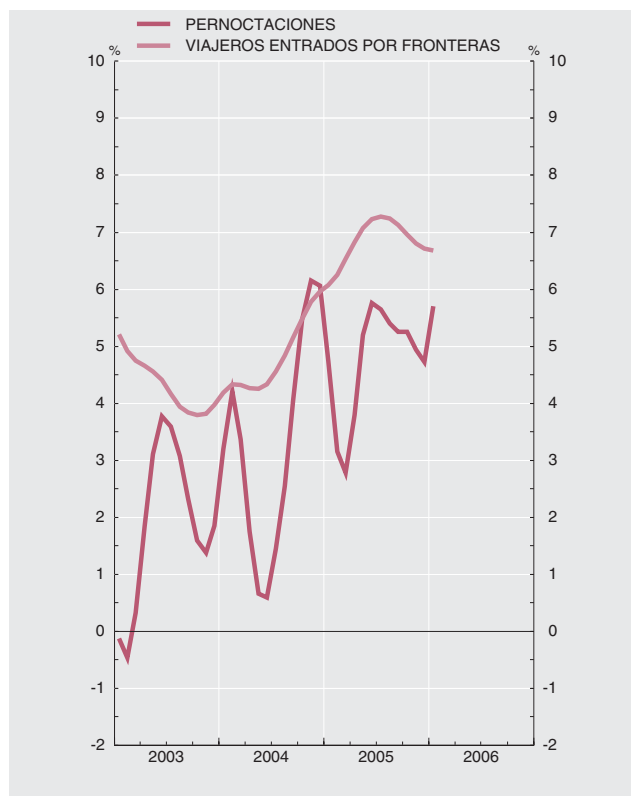
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

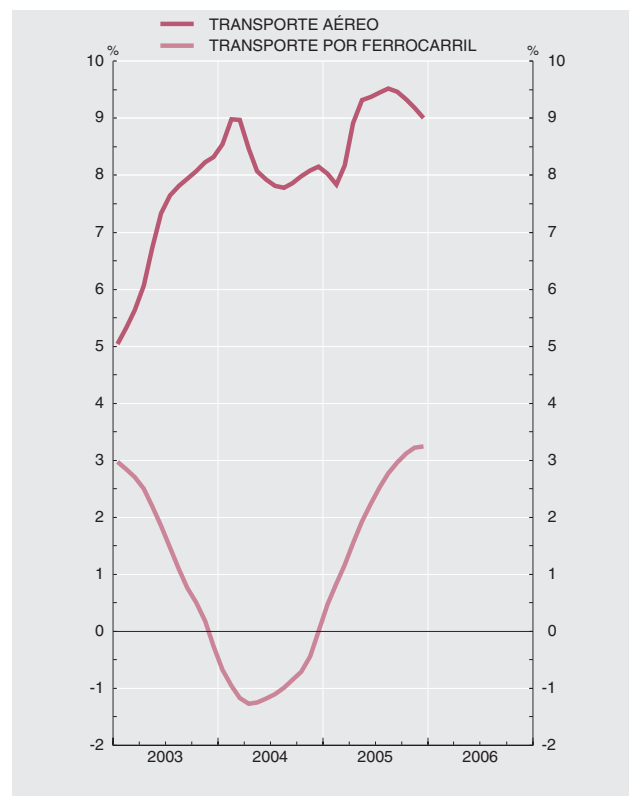
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>03</b>	3,8	2,1	2,4	0,7	2,9	-2,8	13,6	7,4	8,1	7,0	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1
<b>04</b>	6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,1
<b>05</b>	5,7	5,2	4,6	3,3	7,3	6,1	9,1	9,2	13,6	6,2	-3,0	...	...	4,1	-2,2
<b>05 E-E</b>	6,4	6,9	6,6	6,3	5,3	6,2	4,2	9,9	10,0	9,7	4,2	9,8	44,1	4,3	-3,5
<b>06 E-E</b>	3,3	0,9	-0,3	-1,2	3,6	-0,1	7,9	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>04 Oct</b>	12,5	3,4	7,9	2,3	10,2	8,2	13,6	9,7	8,7	10,2	0,6	19,7	3,4	-6,2	-29,4
<b>Nov</b>	6,9	5,4	6,0	5,3	6,7	8,0	5,0	6,7	9,9	3,9	7,5	15,3	4,5	-1,6	1,1
<b>Dic</b>	8,1	1,3	9,2	3,4	8,9	12,2	5,4	9,7	9,5	9,9	11,7	-0,0	10,6	-1,6	-13,2
<b>05 Ene</b>	6,4	6,9	6,6	6,3	5,3	6,2	4,2	9,9	10,0	9,7	4,2	9,8	44,1	4,3	-3,5
<b>Feb</b>	2,0	0,8	1,2	-0,8	1,2	-0,8	3,8	2,9	5,5	0,7	-1,1	-18,5	5,3	1,2	-12,8
<b>Mar</b>	10,5	0,1	9,5	-2,2	17,8	16,3	20,0	12,2	14,1	10,8	-3,3	33,6	8,9	-0,5	-22,8
<b>Abr</b>	-1,4	-3,6	-6,7	-5,5	-0,7	0,0	-1,7	5,4	12,3	0,4	8,1	-18,0	5,7	15,9	-0,8
<b>May</b>	8,1	3,8	8,0	2,3	7,6	5,4	11,6	11,2	17,8	6,8	-6,9	-11,1	7,1	5,3	-3,5
<b>Jun</b>	6,4	8,4	5,0	4,6	11,0	7,8	17,0	8,8	13,7	5,6	-3,4	-4,4	11,4	3,7	-4,8
<b>Jul</b>	7,5	7,7	6,6	5,0	10,4	7,7	15,5	11,9	17,5	8,5	-6,9	6,4	6,6	2,5	-10,6
<b>Ago</b>	5,1	5,1	4,1	3,5	5,9	5,5	6,6	8,7	14,9	5,0	-5,1	-2,2	7,6	5,7	2,5
<b>Sep</b>	6,5	9,0	5,4	5,3	10,9	8,3	16,1	10,6	16,4	7,0	-5,0	12,4	3,7	3,8	4,5
<b>Oct</b>	3,5	5,4	5,5	6,9	4,9	4,6	5,4	8,3	14,7	4,4	-1,2	-16,0	5,4	2,0	31,3
<b>Nov</b>	9,0	9,9	7,1	7,2	5,7	7,7	3,1	10,7	12,5	9,1	-3,1	-1,7	5,3	3,2	-2,4
<b>Dic</b>	3,8	7,9	0,8	2,9	5,0	2,8	7,5	9,0	10,4	7,8	-10,5	...	...	3,2	8,8
<b>06 Ene</b>	3,3	0,9	-0,3	-1,2	3,6	-0,1	7,9	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.



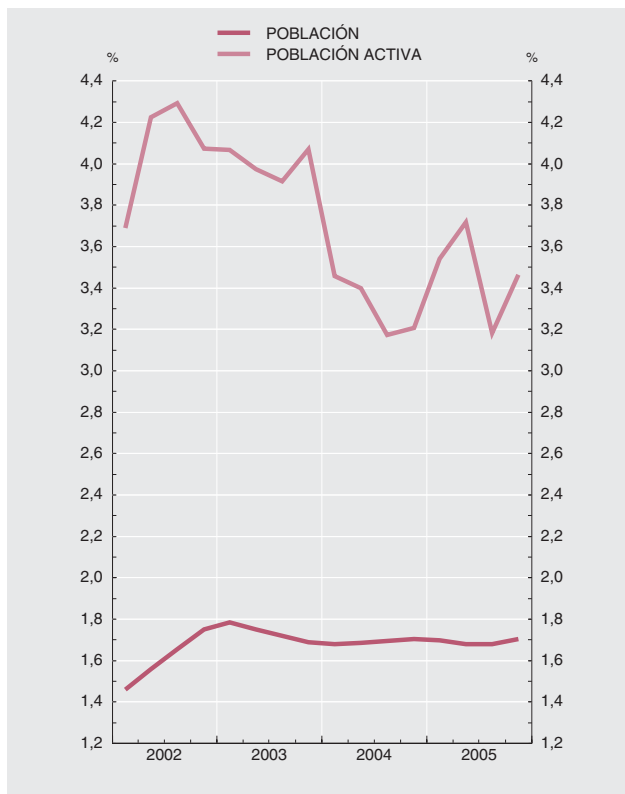
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa				
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4 3	Tasa de actividad (%) (a) 4	Miles de personas (a) 5	Variación interanual (b)			1 T 4 9
							Total (Miles de personas) 6	Por población (Miles de personas) 7	Por tasa de actividad (Miles de personas) 8	
02	M	34 615	547	1,6	54,27	18 786	735	297	438	4,1
03	M	35 215	601	1,7	55,48	19 538	753	333	419	4,0
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3
04 I-IV	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	2 585	1 343	1 242	3,3
05 I-IV	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	2 805	1 388	1 417	3,5
03 II		35 142	605	1,8	55,30	19 432	743	334	408	4,0
03 III		35 288	597	1,7	55,79	19 685	742	333	409	3,9
03 IV		35 434	588	1,7	55,91	19 812	775	329	446	4,1
04 I		35 583	587	1,7	55,89	19 888	664	328	336	3,5
04 II		35 735	593	1,7	56,23	20 093	661	333	327	3,4
04 III		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2
04 IV		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
05 II		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7
05 III		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2
05 IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

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

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

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

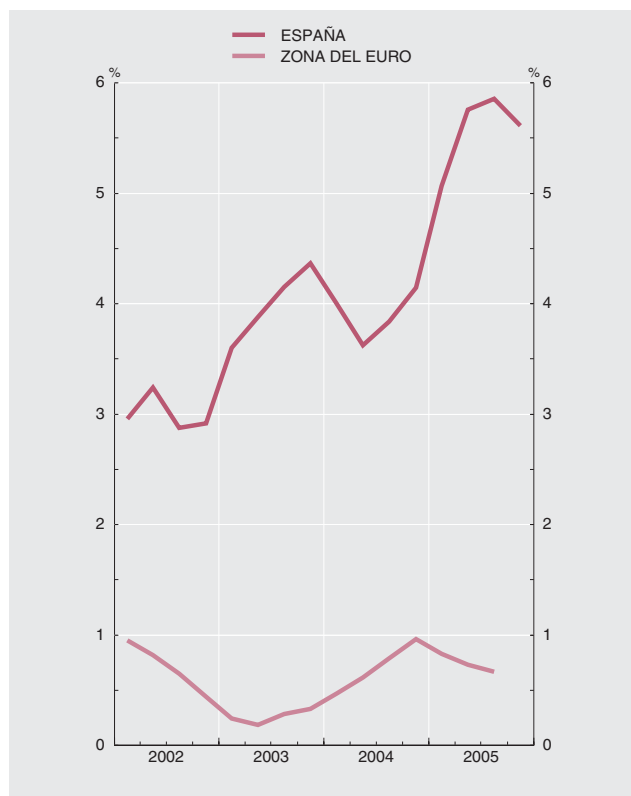
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

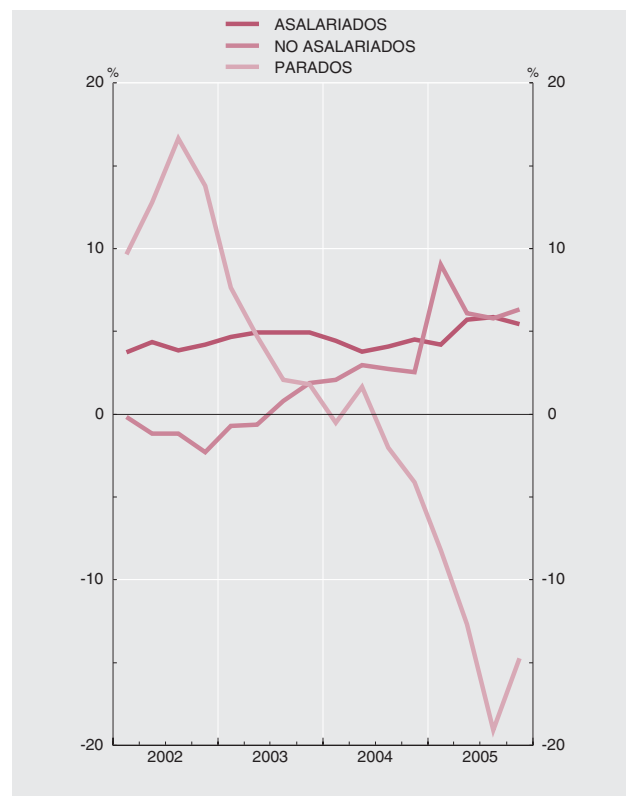
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
02	M	16 630	484	3,0	13 472	522	4,0	3 158	-38	-1,2	2 155	251	13,2	11,47	0,7	8,28
03	M	17 296	666	4,0	14 127	656	4,9	3 169	10	0,3	2 242	87	4,0	11,48	0,3	8,73
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,7	8,88
04 I-IV	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,7	8,88
05 I-IV	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	...	8,55
03 II		17 241	644	3,9	14 078	664	4,9	3 163	-20	-0,6	2 191	99	4,7	11,28	0,2	8,71
III		17 459	696	4,2	14 293	672	4,9	3 166	25	0,8	2 226	45	2,1	11,31	0,3	8,74
IV		17 560	734	4,4	14 375	676	4,9	3 185	59	1,9	2 252	40	1,8	11,37	0,3	8,86
04 I		17 600	677	4,0	14 375	612	4,4	3 225	65	2,1	2 287	-12	-0,5	11,50	0,5	8,90
II		17 866	625	3,6	14 609	531	3,8	3 256	93	3,0	2 227	36	1,6	11,08	0,6	8,88
III		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,8	8,89
IV		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	1,0	8,83
05 I		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,8	8,78
II		18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,7	8,64
III		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,7	8,43
IV		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	...	8,35

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

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

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

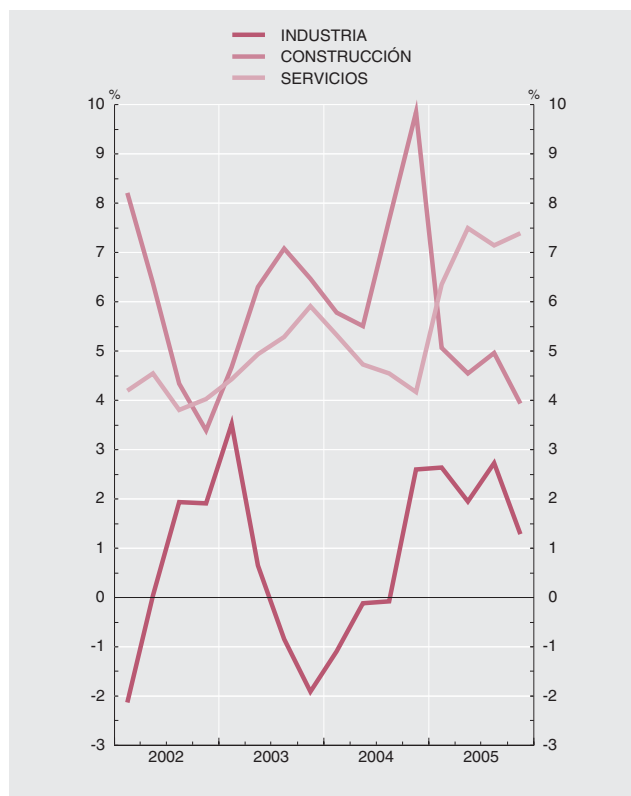
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

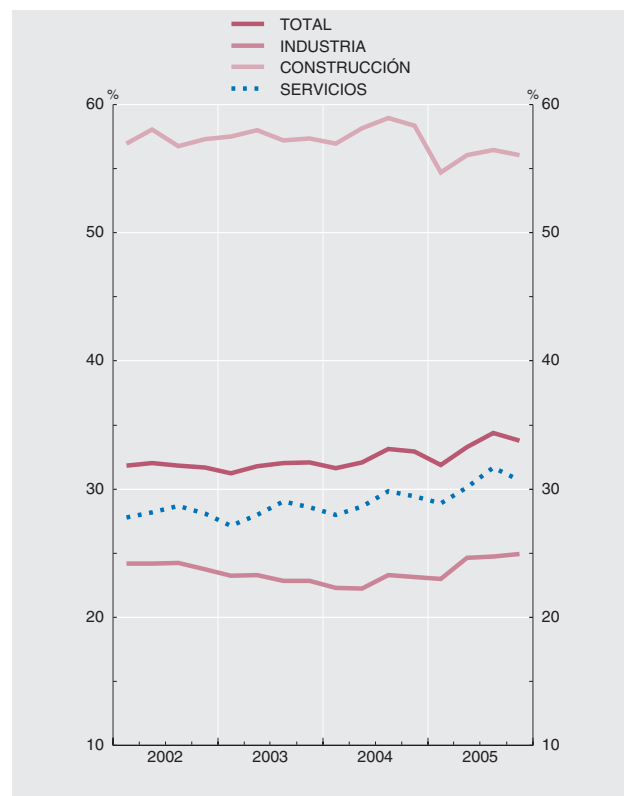
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
02	M	3,0	4,0	31,8	-4,8	-4,0	60,4	0,4	0,7	24,1	5,5	5,9	57,3	4,1	5,3	28,2	3,5	3,4	4,1
03	M	4,0	4,9	31,8	-0,4	3,7	60,6	0,3	-0,0	23,0	6,1	7,5	57,5	5,1	6,0	28,2	4,3	4,2	5,3
04	M	3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9
04 I-IV	M	3,9	4,2	2,1	-0,2	3,9	2,6	0,3	1,0	-1,4	7,2	6,4	1,0	4,7	4,8	2,8	4,6	4,4	3,7
05 I-IV	M	5,6	5,3	2,7	1,2	1,7	0,6	2,1	0,5	7,0	4,6	3,3	-3,9	7,1	7,3	4,7	5,8	...	...
03 II		3,9	4,9	31,8	-1,6	3,4	59,7	0,6	0,0	23,3	6,3	8,0	58,0	4,9	6,1	28,0	4,2	4,0	4,7
03 III		4,2	4,9	32,0	2,6	5,4	56,7	-0,8	-0,8	22,8	7,1	8,6	57,2	5,3	6,1	29,0	4,2	4,1	5,3
03 IV		4,4	4,9	32,1	4,0	12,7	61,9	-1,9	-2,1	22,8	6,5	7,1	57,4	5,9	6,5	28,6	4,4	4,5	6,6
04 I		4,0	4,4	31,6	2,6	8,4	63,7	-1,1	-0,5	22,3	5,8	5,5	56,9	5,3	5,6	28,0	4,1	4,2	5,9
04 II		3,6	3,8	32,1	-0,5	1,9	61,0	-0,1	0,6	22,2	5,5	4,1	58,2	4,7	4,8	28,6	3,9	4,1	5,3
04 III		3,8	4,1	33,1	0,2	7,5	60,3	-0,1	0,6	23,3	7,7	6,5	58,9	4,6	4,6	29,8	4,0	4,1	4,8
04 IV		4,1	4,5	32,9	-3,1	-1,7	63,5	2,6	3,3	23,1	9,8	9,4	58,3	4,2	4,3	29,4	4,6	4,4	3,7
05 I		5,1	4,2	31,9	-1,4	-8,5	61,7	2,6	0,9	23,0	5,1	3,4	54,7	6,4	6,0	28,9	5,5	...	...
05 II		5,8	5,7	33,3	0,7	3,3	61,9	2,0	0,7	24,6	4,5	3,7	56,0	7,5	7,7	30,1	6,1	...	...
05 III		5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0	...	...
05 IV		5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8	...	...

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

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

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

Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

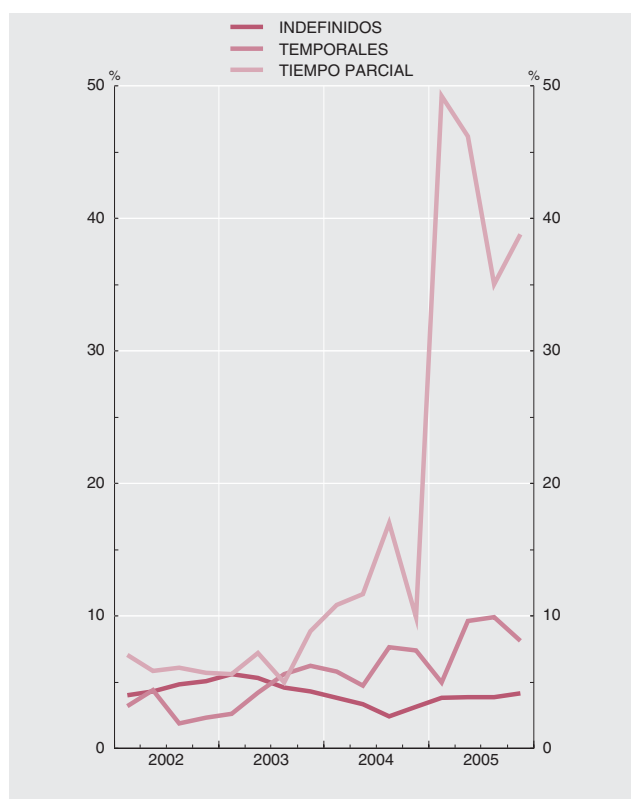
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

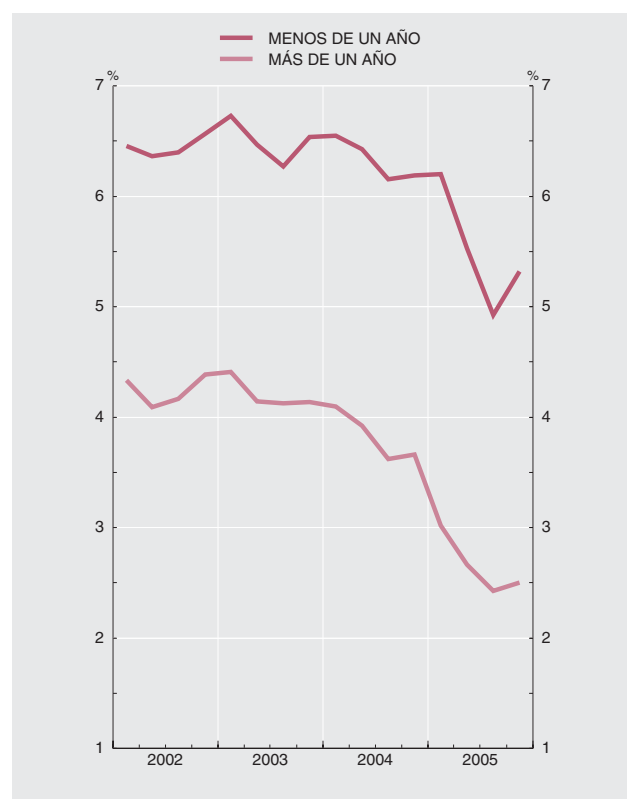
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados								
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)				
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año						
		Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
02	M	400	4,6	122	2,9	31,84	458	3,8	65	6,2	8,30	6,45	22,3	4,24	5,0	20,16	43,32	48,93
03	M	455	4,9	201	4,7	31,77	581	4,7	75	6,7	8,44	6,50	4,9	4,20	3,0	19,99	42,30	47,61
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
04 I-IV	M	306	3,2	288	6,4	32,44	524	4,0	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
05 I-IV	M	390	3,9	392	8,2	33,32	289	2,1	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
03 II		483	5,3	181	4,2	31,78	583	4,7	81	7,2	8,60	6,46	5,6	4,14	5,3	20,54	44,07	49,43
03 III		428	4,6	243	5,6	32,03	617	4,9	54	5,0	8,03	6,27	1,9	4,13	2,9	19,47	38,58	43,80
03 IV		405	4,3	271	6,2	32,06	574	4,6	101	8,9	8,66	6,54	3,7	4,14	-1,7	19,34	43,87	49,23
04 I		362	3,8	250	5,8	31,63	485	3,9	127	10,8	9,00	6,55	0,7	4,09	-3,9	17,99	42,10	47,98
04 II		320	3,3	211	4,7	32,07	390	3,0	141	11,6	9,26	6,43	2,8	3,92	-2,1	18,77	42,48	47,89
04 III		234	2,4	349	7,6	33,13	388	2,9	195	17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07
04 IV		308	3,2	340	7,4	32,94	524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38
05 I		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
05 II		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
05 III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
05 IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

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

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

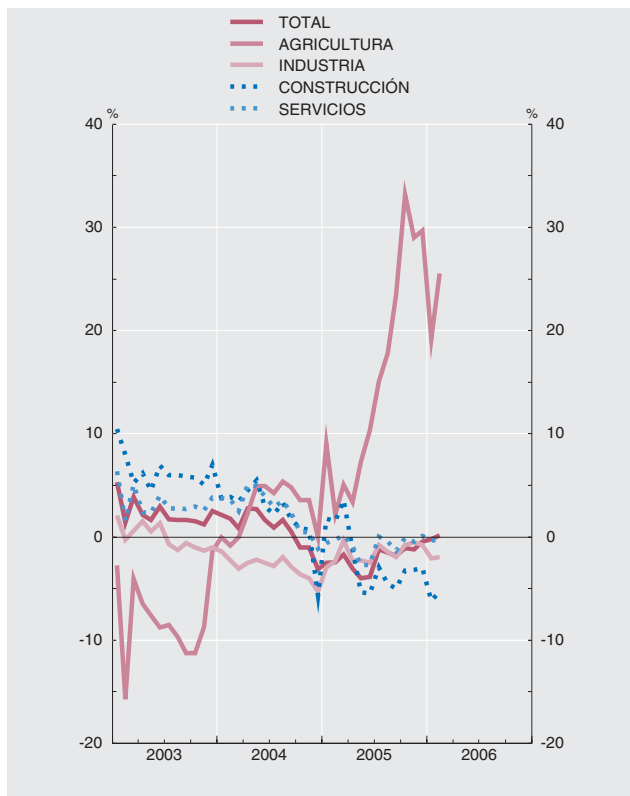
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

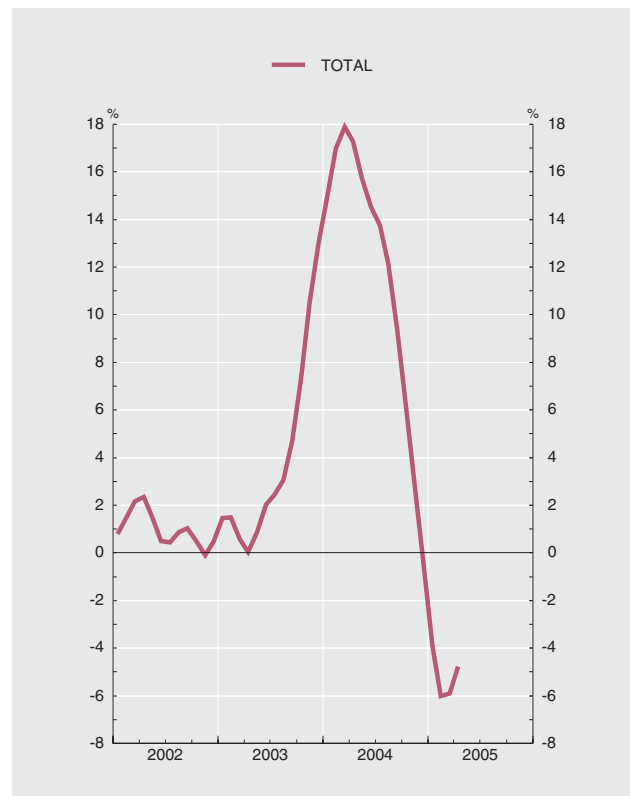
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
						Total	Agri-cultura	No agrícola										Miles de personas	1 T 12
		7	6	Total	Industria	Construcción	Servicios	11	12	13	14	15	16	17					
03	M	2 097	47	2,3	-0,5	2,7	-8,2	3,1	-0,0	6,4	3,3	1 222	3,4	8,67	21,21	91,33	1 193	4,2	
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0	
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	...	...	
05	E-F	M	2 171	-55	-2,5	-17,8	-0,4	5,5	-0,5	-2,6	1,7	-0,4	1 258	-9,3	10,14	20,94	89,86	1 215	-11,6
06	E-F	M	2 170	-1	-0,0	5,4	-0,6	22,3	-1,3	-2,0	-5,7	-0,3	1 420	12,9	11,30	21,54	88,70	...	...
05	Ene		2 177	-56	-2,5	-17,8	-0,4	9,0	-0,7	-2,9	1,8	-0,6	1 285	-7,6	9,30	20,17	90,70	1 255	-8,9
	Feb		2 165	-54	-2,4	-17,8	-0,3	2,2	-0,4	-2,3	1,5	-0,3	1 230	-11,0	10,98	21,72	89,02	1 175	-14,2
	Mar		2 145	-37	-1,7	-18,0	0,6	5,1	0,5	-0,4	3,6	0,1	1 307	-8,0	10,76	22,91	89,24	1 248	-11,5
	Abr		2 096	-66	-3,1	-17,3	-1,0	3,4	-1,2	-2,3	-1,2	-0,9	1 323	5,3	10,07	22,68	89,93	1 278	3,6
	May		2 007	-83	-4,0	-12,9	-2,7	7,3	-3,0	-2,3	-5,4	-2,8	1 430	11,8	9,40	22,85	90,60	...	...
	Jun		1 975	-79	-3,9	-12,3	-2,6	10,4	-3,0	-2,5	-5,5	-2,7	1 567	12,6	8,49	22,88	91,51	...	...
	Jul		1 989	-25	-1,2	-9,5	-0,1	15,1	-0,5	-0,8	-2,9	0,0	1 570	5,6	7,40	24,16	92,60	...	...
	Ago		2 019	-31	-1,5	-7,7	-0,7	17,9	-1,2	-1,4	-4,5	-0,5	1 298	15,4	7,09	21,77	92,91	...	...
	Sep		2 013	-37	-1,8	-6,1	-1,2	23,5	-1,9	-2,0	-5,0	-1,3	1 618	9,6	8,58	24,53	91,42	...	...
	Oct		2 053	-23	-1,1	-11,3	0,3	33,2	-0,6	-0,7	-3,3	-0,1	1 637	11,2	9,05	27,18	90,95	...	...
	Nov		2 096	-26	-1,2	-10,1	0,0	29,0	-0,8	-0,5	-3,2	-0,5	1 569	8,5	9,10	25,24	90,90	...	...
	Dic		2 103	-10	-0,5	-6,8	0,4	29,7	-0,5	-0,7	-3,0	0,1	1 330	8,7	8,16	23,95	91,84	...	...
06	Ene		2 172	-5	-0,2	4,9	-0,8	19,2	-1,4	-2,1	-6,2	-0,3	1 473	14,6	10,85	21,25	89,15	...	...
	Feb		2 169	4	0,2	5,9	-0,5	25,6	-1,2	-1,9	-5,3	-0,3	1 367	11,1	11,75	21,83	88,25	...	...

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

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

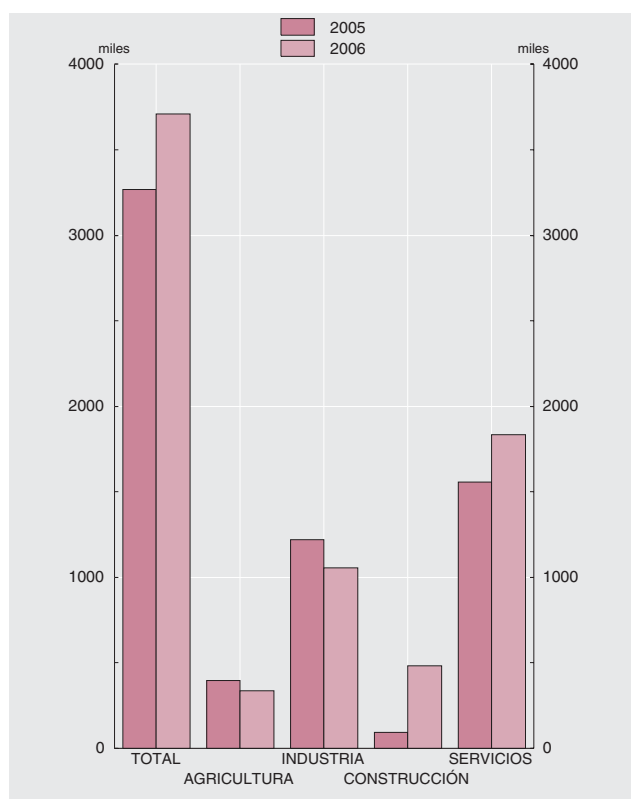
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

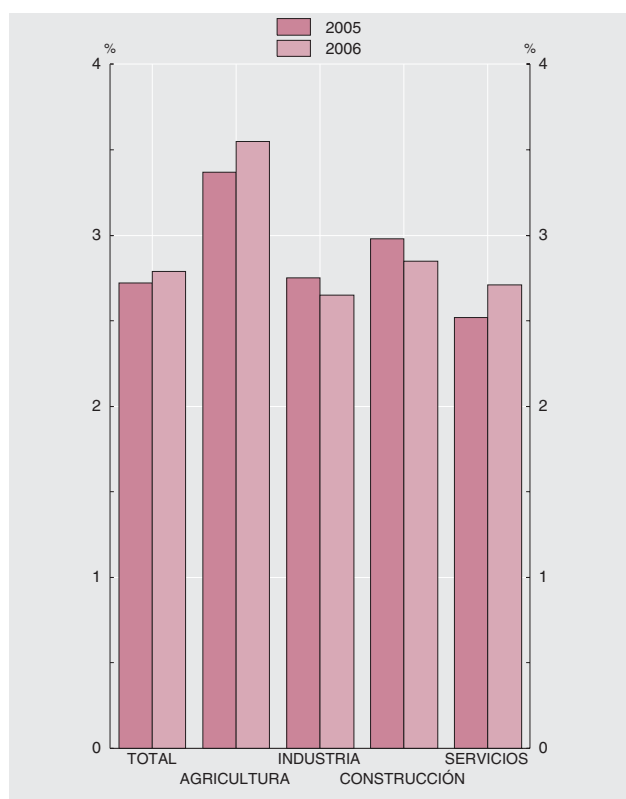
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>03</b>	9 995	3,68	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41
<b>04</b>	9 809	3,62	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
<b>05</b>	8 646	3,89	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>04</b>																	
<i>Ago</i>	9 576	3,60	4 842	1 131	5 973	-96	262	1 731	763	3 216	2,89	2,98	2,91	3,04	2,98	3,41	2,74
<i>Sep</i>	9 692	3,61	5 005	1 743	6 748	-212	325	2 094	877	3 451	2,90	2,93	2,90	2,99	2,96	3,41	2,73
<i>Oct</i>	9 808	3,62	5 073	1 943	7 017	-460	331	2 229	927	3 530	2,90	2,92	2,91	2,95	2,96	3,41	2,74
<i>Nov</i>	9 808	3,62	5 187	2 279	7 466	-341	497	2 301	1 046	3 622	2,93	3,00	2,95	3,32	2,96	3,43	2,76
<i>Dic</i>	9 809	3,62	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
<b>05</b>																	
<i>Ene</i>	7 952	3,91	3 268	2	3 269	387	398	1 220	93	1 558	2,73	2,00	2,72	3,37	2,75	2,98	2,52
<i>Feb</i>	7 980	3,91	3 988	3	3 991	888	399	1 483	93	2 016	2,79	2,64	2,79	3,37	2,96	2,99	2,54
<i>Mar</i>	8 031	3,91	4 581	181	4 762	651	410	1 565	283	2 503	2,82	3,63	2,85	3,38	2,95	3,00	2,69
<i>Abr</i>	8 353	3,89	4 805	189	4 994	488	410	1 650	309	2 625	2,85	3,61	2,88	3,38	3,00	3,05	2,70
<i>May</i>	8 498	3,88	4 919	633	5 553	813	454	1 719	523	2 856	2,87	3,37	2,92	3,46	3,02	2,95	2,78
<i>Jun</i>	8 541	3,88	4 989	650	5 639	580	454	1 729	523	2 932	2,86	3,36	2,92	3,46	3,01	2,95	2,77
<i>Jul</i>	8 544	3,88	5 178	740	5 918	325	456	1 773	532	3 157	2,85	3,32	2,90	3,46	3,02	2,95	2,75
<i>Ago</i>	8 544	3,88	5 324	1 010	6 334	361	456	1 817	562	3 499	2,87	3,27	2,93	3,46	3,02	3,00	2,80
<i>Sep</i>	8 646	3,89	5 324	1 382	6 706	-42	456	2 104	562	3 584	2,87	3,09	2,91	3,46	2,96	3,00	2,80
<i>Oct</i>	8 646	3,89	5 457	1 862	7 319	303	491	2 207	742	3 879	2,86	3,08	2,92	3,44	2,97	2,92	2,82
<i>Nov</i>	8 646	3,89	5 539	2 384	7 923	457	491	2 345	969	4 117	2,86	3,14	2,95	3,44	2,98	2,92	2,88
<i>Dic</i>	8 646	3,89	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06</b>																	
<i>Ene</i>	3 537	2,79	3 708	1	3 709	440	336	1 057	483	1 833	2,79	2,62	2,79	3,55	2,65	2,85	2,71

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-enero



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-enero



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

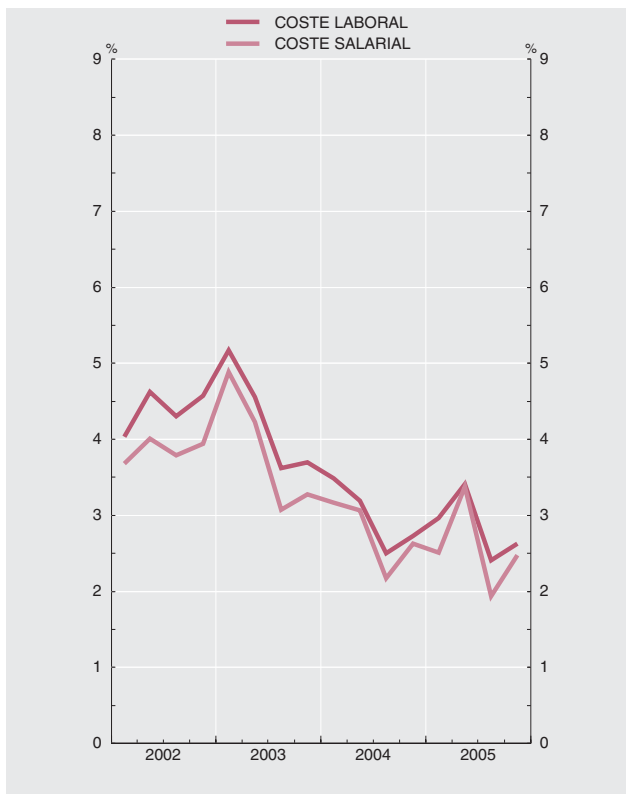
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

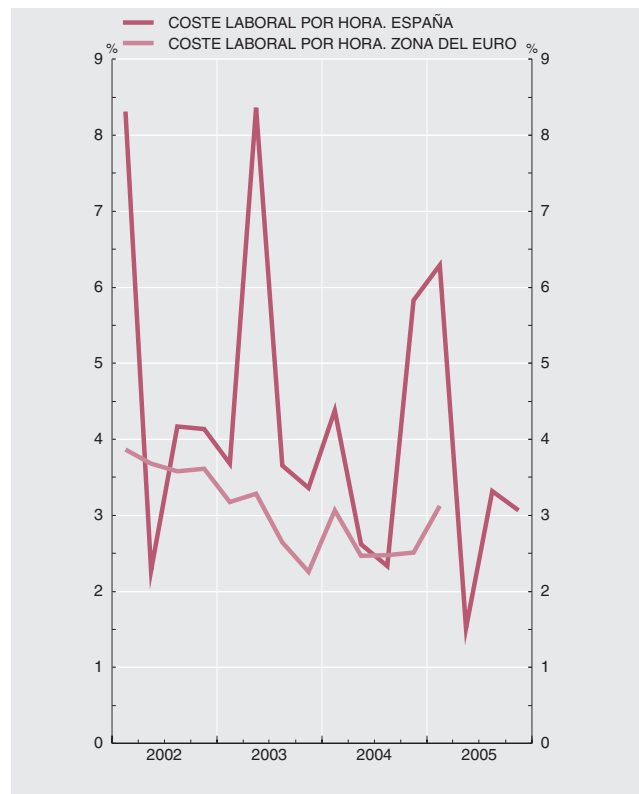
Tasas de variación interanual

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

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

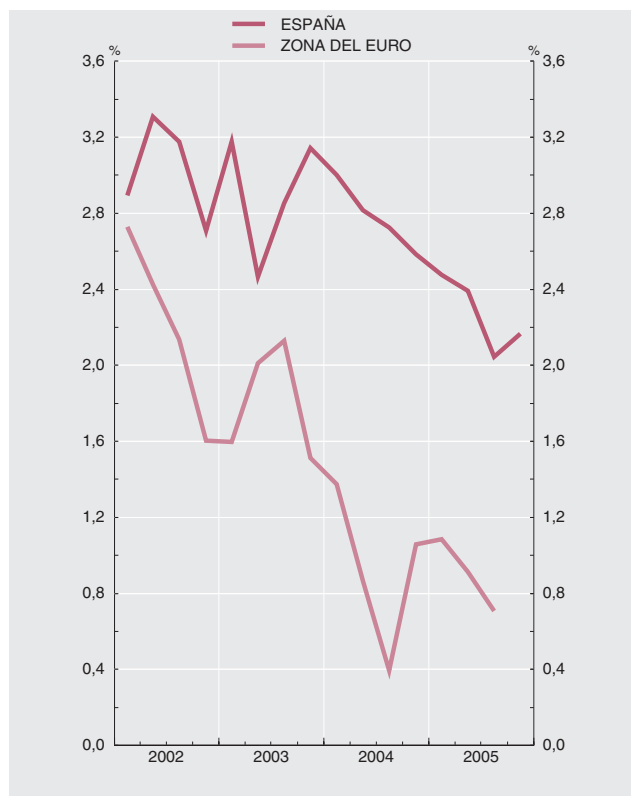
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>03</b>	P	2,9	1,8	3,4	2,3	0,4	0,5	3,0	0,7	2,5	0,3	2,3	...
<b>04</b>	P	2,8	0,9	3,3	2,0	0,5	1,1	3,1	1,8	2,6	0,7	2,5	...
<b>05</b>	P	2,3	...	2,5	...	0,3	...	3,4	1,4	3,1	...	2,5	...
<b>03 /</b>	P	3,2	1,6	3,8	2,3	0,6	0,7	2,9	0,9	2,3	0,2	3,2	...
<b>II</b>	P	2,5	2,0	3,3	2,3	0,8	0,2	3,1	0,4	2,3	0,2	2,9	...
<b>III</b>	P	2,9	2,1	3,1	2,5	0,2	0,3	3,0	0,6	2,8	0,3	2,2	...
<b>IV</b>	P	3,1	1,5	3,3	2,2	0,2	0,6	2,9	1,0	2,8	0,3	0,9	...
<b>04 /</b>	P	3,0	1,4	3,3	2,5	0,3	1,1	3,0	1,6	2,7	0,5	2,1	...
<b>II</b>	P	2,8	0,9	3,6	2,4	0,7	1,5	3,0	2,2	2,2	0,6	1,9	...
<b>III</b>	P	2,7	0,4	3,3	1,5	0,6	1,1	3,1	1,9	2,6	0,8	2,9	...
<b>IV</b>	P	2,6	1,1	3,0	1,7	0,4	0,7	3,2	1,6	2,8	1,0	3,2	...
<b>05 /</b>	P	2,5	1,1	2,8	1,5	0,3	0,4	3,3	1,2	3,0	0,8	3,5	...
<b>II</b>	P	2,4	0,9	2,6	1,4	0,2	0,5	3,4	1,2	3,2	0,7	3,5	...
<b>III</b>	P	2,0	0,7	2,3	1,6	0,3	0,9	3,5	1,6	3,2	0,7	1,9	...
<b>IV</b>	P	2,2	...	2,5	...	0,3	...	3,5	1,7	3,2	...	1,2	...

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.



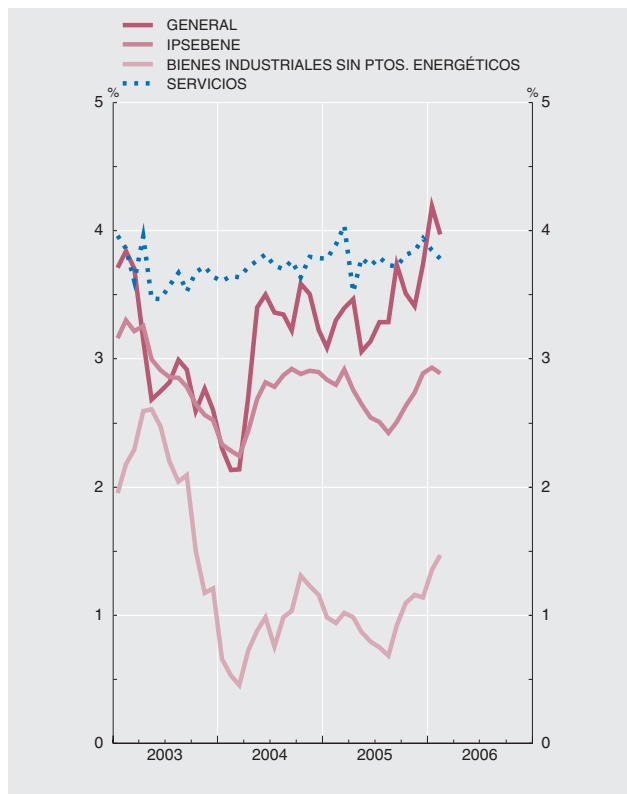
### 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

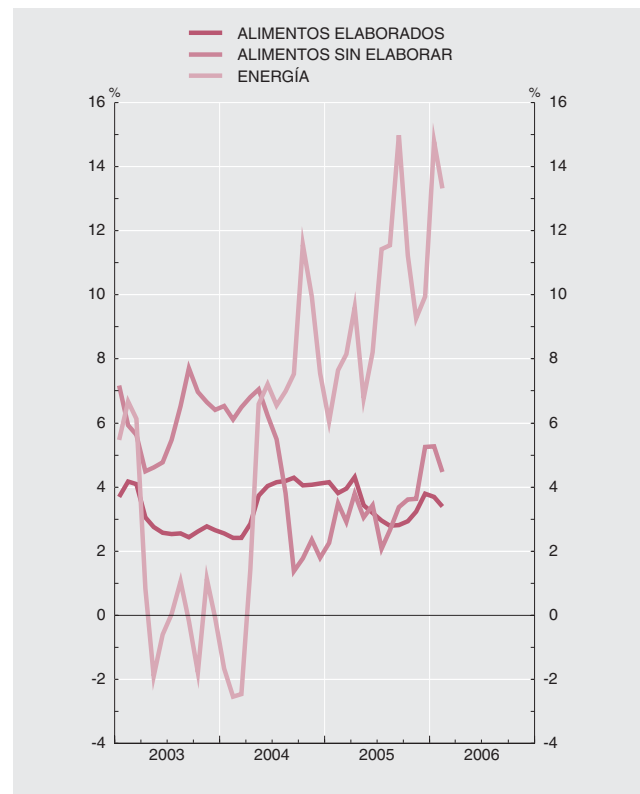
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m 1 (b)	T 12 (c)	s/ T dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T 12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
03	M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,8	5,5
04	M	109,9	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	113,6	—	3,4	3,7	3,3	3,4	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
05	E-F	M	110,9	-0,3	3,2	-0,7	2,8	4,0	1,0	6,8	3,8	117,7	10,2
06	E-F	M	115,4	-0,2	4,1	-0,4	4,9	3,6	1,4	14,1	3,8	...	...
04	Nov		111,8	0,3	3,5	3,3	2,3	4,1	1,2	9,9	3,8	104,8	-0,4
	Dic		111,7	-0,1	3,2	3,2	1,8	4,1	1,2	7,6	3,8	111,3	2,5
05	Ene		110,8	-0,8	3,1	-0,8	2,3	4,2	1,0	6,1	3,8	115,2	8,4
	Feb		111,0	0,3	3,3	-0,6	3,5	3,8	0,9	7,6	3,9	120,5	12,2
	Mar		111,9	0,8	3,4	0,2	2,9	4,0	1,0	8,2	4,0	126,5	13,2
	Abr		113,5	1,4	3,5	1,6	3,8	4,3	1,0	9,6	3,5	122,7	6,6
	May		113,7	0,2	3,1	1,8	3,0	3,4	0,9	6,8	3,8	120,1	-0,9
	Jun		114,0	0,2	3,1	2,1	3,4	3,2	0,8	8,2	3,7	106,9	-11,9
	Jul		113,3	-0,6	3,3	1,5	2,1	3,0	0,7	11,4	3,8	102,9	-5,1
	Ago		113,8	0,4	3,3	1,9	2,7	2,8	0,7	11,5	3,7	102,3	9,2
	Sep		114,5	0,6	3,7	2,5	3,4	2,8	0,9	15,0	3,7	99,5	6,7
	Oct		115,4	0,8	3,5	3,4	3,6	2,9	1,1	11,2	3,8	99,6	-0,8
	Nov		115,6	0,2	3,4	3,5	3,6	3,2	1,2	9,3	3,8	106,9	2,0
	Dic		115,9	0,2	3,7	3,7	5,2	3,8	1,1	9,9	3,9	113,6	2,1
06	Ene		115,4	-0,4	4,2	-0,4	5,3	3,7	1,4	14,8	3,8	...	...
	Feb		115,4	0,0	4,0	-0,4	4,5	3,4	1,5	13,3	3,8	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

a. En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001, que no tiene solución a través de los enlaces legales habituales. Por ello, para el año 2002, las tasas oficiales de variación no pueden obtenerse a partir de los índices. Las notas metodológicas detalladas pueden consultarse en la página del INE en la Red ([www.ine.es](http://www.ine.es))

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

d. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre. e. Serie oficial del INE desde enero de 2002.

5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

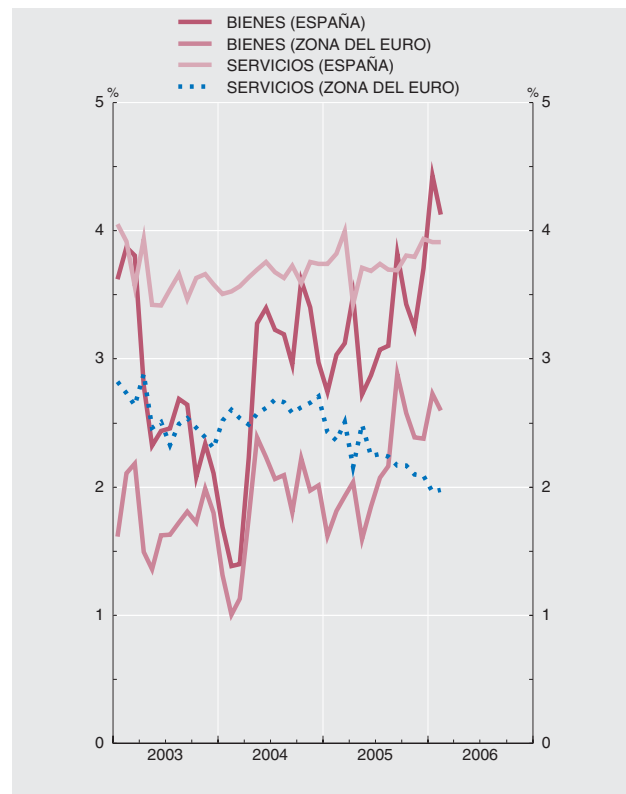
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
03	M	3,1	2,1	2,8	1,8	4,0	2,8	3,5	3,3	4,6	2,1	2,0	1,2	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5
04	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7	2,6
05	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3
05 E-F	M	3,2	2,0	2,9	1,7	3,6	1,7	3,9	2,7	3,3	0,0	2,4	1,7	1,0	0,3	6,8	7,0	3,8	2,4
06 E-F	MP	4,1	2,4	4,3	2,7	4,0	1,9	3,9	1,9	4,1	1,9	4,5	3,1	1,5	0,2	14,1	13,1	3,9	2,0
04 Nov		3,5	2,2	3,4	2,0	3,5	1,0	4,2	2,3	2,7	-1,0	3,4	2,5	1,3	0,8	9,9	8,7	3,8	2,7
04 Dic		3,3	2,4	3,0	2,0	3,4	2,0	4,2	3,2	2,4	-	2,7	2,0	1,2	0,8	7,6	6,9	3,7	2,7
05 Ene		3,1	1,9	2,7	1,6	3,5	1,5	4,1	2,8	2,9	-0,6	2,2	1,7	1,1	0,5	6,0	6,2	3,7	2,4
05 Feb		3,3	2,1	3,0	1,8	3,7	1,9	3,6	2,7	3,8	0,7	2,6	1,8	1,0	0,2	7,6	7,7	3,8	2,4
05 Mar		3,4	2,1	3,1	1,9	3,6	1,5	3,9	1,6	3,3	1,3	2,8	2,1	1,2	0,4	8,2	8,8	4,0	2,5
05 Abr		3,5	2,1	3,5	2,0	4,1	1,3	4,3	1,7	3,9	0,8	3,1	2,4	1,1	0,3	9,6	10,1	3,4	2,2
05 May		3,0	2,0	2,7	1,6	3,3	1,3	3,2	1,5	3,4	1,0	2,3	1,7	1,0	0,3	6,8	6,8	3,7	2,5
05 Jun		3,2	2,1	2,9	1,8	3,2	1,1	3,1	1,5	3,4	0,5	2,6	2,2	0,9	0,2	8,3	9,4	3,7	2,2
05 Jul		3,3	2,2	3,1	2,1	2,7	1,1	2,9	1,6	2,4	0,3	3,4	2,6	0,8	-	11,5	11,7	3,7	2,3
05 Ago		3,3	2,2	3,1	2,2	2,7	1,4	2,8	1,7	2,7	1,0	3,4	2,5	0,8	-	11,6	11,5	3,7	2,2
05 Sep		3,8	2,6	3,8	2,9	3,0	1,8	2,9	2,3	3,1	1,0	4,4	3,4	1,0	0,2	15,1	15,0	3,7	2,2
05 Oct		3,5	2,5	3,4	2,6	3,2	1,9	3,0	2,4	3,3	1,1	3,6	2,9	1,2	0,3	11,3	12,1	3,8	2,2
05 Nov		3,4	2,3	3,2	2,4	3,4	2,2	3,5	2,6	3,2	1,5	3,1	2,5	1,2	0,4	9,3	10,0	3,8	2,1
05 Dic		3,7	2,2	3,7	2,4	4,3	1,7	4,2	1,8	4,4	1,5	3,3	2,7	1,2	0,4	10,0	11,2	3,9	2,1
06 Ene	P	4,2	2,4	4,4	2,7	4,3	1,9	4,1	1,8	4,4	2,0	4,6	3,1	1,4	0,2	14,8	13,6	3,9	2,0
06 Feb	P	4,1	2,3	4,1	2,6	3,8	1,8	3,7	1,9	3,9	1,7	4,4	3,0	1,5	0,3	13,4	12,5	3,9	2,0

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



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



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

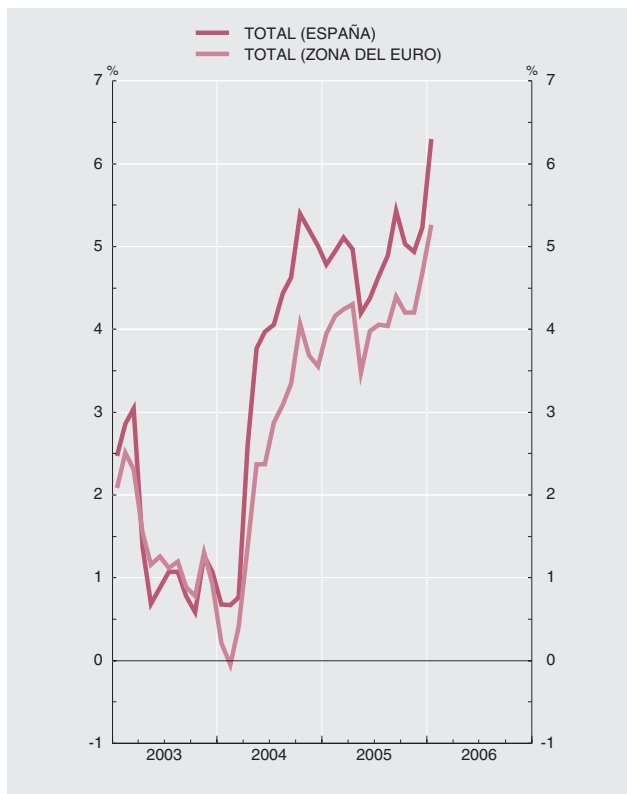
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

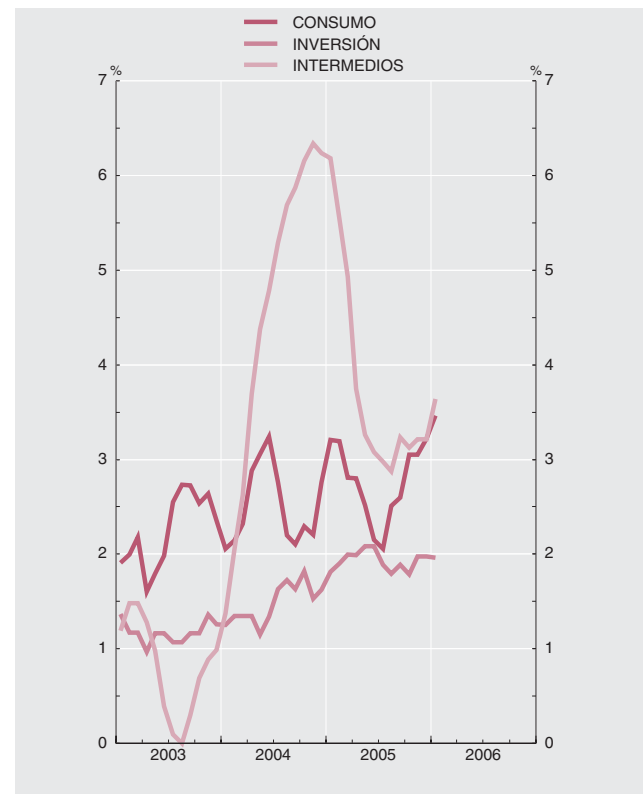
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sup>1</sup> <sub>(b)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(b)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(b)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(b)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	m <sup>1</sup> <sub>(b)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	MP	103,9	-	1,4	-	2,3	-	1,2	-	0,8	-	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8	
04	MP	107,4	-	3,4	-	2,5	-	1,5	-	4,5	-	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9	
05	MP	112,7	-	4,9	-	2,8	-	1,9	-	3,8	-	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4	
05	E-E	MP	109,5	-	4,8	-	3,2	-	1,8	-	6,2	-	8,8	3,9	1,3	1,6	5,5	8,4
06	E-E	MP	116,4	-	6,3	-	3,5	-	2,0	-	3,6	-	20,5	5,3	1,5	0,9	2,0	19,9
04	Oct	P	109,4	0,7	5,4	-0,1	2,3	0,2	1,8	0,5	6,2	3,1	14,2	4,1	1,1	1,1	5,5	10,1
	Nov	P	109,3	-0,1	5,2	-0,1	2,2	-	1,5	0,3	6,3	-0,9	12,6	3,7	1,0	1,1	5,5	8,3
	Dic	P	109,0	-0,3	5,0	0,3	2,8	0,1	1,6	-	6,2	-2,1	10,7	3,6	1,5	1,3	5,4	7,0
05	Ene	P	109,5	0,5	4,8	0,8	3,2	0,6	1,8	0,8	6,2	-0,5	8,8	3,9	1,3	1,6	5,5	8,4
	Feb	P	110,3	0,7	4,9	0,4	3,2	0,4	1,9	0,5	5,5	1,5	11,0	4,2	1,3	1,7	5,2	10,0
	Mar	P	111,2	0,8	5,1	0,4	2,8	0,2	2,0	0,2	4,9	3,4	13,1	4,2	0,9	1,7	4,5	11,7
	Abr	P	111,9	0,6	5,0	0,4	2,8	0,1	2,0	-	3,7	2,6	14,5	4,3	0,9	1,5	3,7	13,2
	May	P	111,8	-0,1	4,2	0,1	2,5	0,1	2,1	0,1	3,3	-0,8	11,0	3,5	0,9	1,5	3,0	9,7
	Jun	P	112,1	0,3	4,4	-0,1	2,2	0,2	2,1	-0,2	3,1	1,9	13,5	4,0	0,8	1,4	2,6	13,4
	Jul	P	112,7	0,5	4,6	0,1	2,1	-	1,9	0,1	3,0	2,7	15,7	4,1	0,7	1,2	1,9	15,1
	Ago	P	113,6	0,8	4,9	0,3	2,5	-	1,8	0,2	2,9	3,3	16,4	4,0	0,9	1,1	1,7	15,2
	Sep	P	114,5	0,8	5,4	0,2	2,6	0,1	1,9	0,7	3,2	2,5	17,9	4,4	1,1	1,2	1,6	16,6
	Oct	P	114,9	0,3	5,0	0,3	3,0	0,1	1,8	0,4	3,1	0,7	15,2	4,2	1,3	1,2	1,6	15,3
	Nov	P	114,7	-0,2	4,9	-0,1	3,1	0,2	2,0	0,4	3,2	-1,3	14,7	4,2	1,4	1,0	1,8	14,7
	Dic	P	114,7	-	5,2	0,4	3,2	0,1	2,0	-	3,2	-1,3	15,6	4,7	1,3	1,0	1,9	17,0
06	Ene	P	116,4	1,5	6,3	1,0	3,5	0,6	2,0	1,2	3,6	3,7	20,5	5,3	1,5	0,9	2,0	19,9

#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

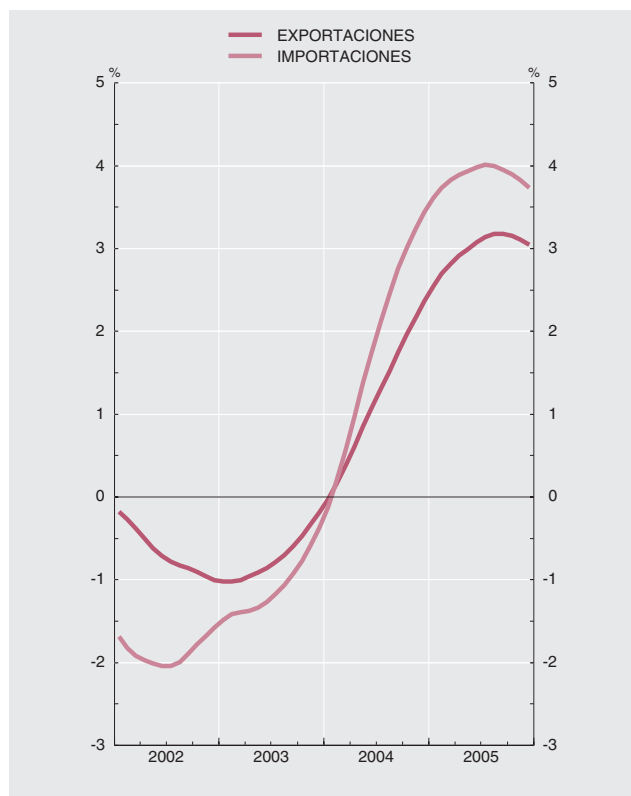
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA.

■ Serie representada gráficamente.

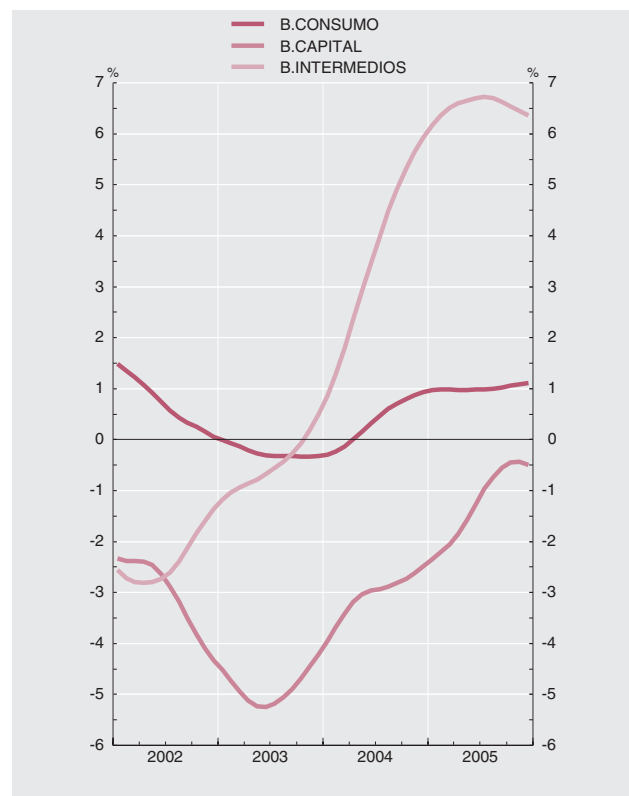
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>02</b>	-1,0	0,4	1,0	-2,3	-5,0	-2,1	-3,1	-0,0	-2,5	-4,3	-6,7	-3,6
<b>03</b>	-1,5	0,0	-9,6	-1,2	-1,7	-1,1	-1,3	-0,1	-7,3	-0,7	0,7	-1,1
<b>04</b>	1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3	1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
<b>04 E-D</b>	1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3	1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
<b>05 E-D</b>	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
<b>04 Jul</b>	0,5	-1,7	-1,9	2,8	29,0	1,6	3,8	5,0	-9,8	6,4	17,0	4,1
<b>Ago</b>	2,0	-0,9	2,8	3,9	15,9	3,0	6,8	4,4	-1,8	9,9	20,9	6,9
<b>Sep</b>	1,0	0,1	-2,3	2,2	23,8	1,0	5,4	0,8	-3,1	9,6	21,5	6,9
<b>Oct</b>	3,9	4,2	5,2	3,6	34,6	1,9	5,2	1,7	-7,3	9,7	30,9	5,8
<b>Nov</b>	3,5	0,9	0,5	6,6	33,1	5,3	4,6	1,8	-3,0	7,5	27,4	3,6
<b>Dic</b>	2,2	-1,4	0,2	5,2	23,8	4,1	5,8	4,2	-3,7	9,4	19,9	7,1
<b>05 Ene</b>	5,1	2,7	-0,5	7,8	35,5	6,3	5,0	3,4	-1,6	7,2	16,7	4,8
<b>Feb</b>	5,4	4,2	6,9	6,1	40,8	4,6	5,4	1,0	-1,9	9,3	23,2	6,5
<b>Mar</b>	4,8	4,4	2,8	5,4	25,1	4,4	5,3	2,6	-7,6	9,7	27,8	5,6
<b>Abr</b>	2,7	-1,2	1,0	6,2	36,6	4,7	4,6	0,9	-7,5	9,1	32,8	4,2
<b>May</b>	3,3	-1,1	7,5	6,2	38,5	4,6	0,9	-3,2	-6,5	4,7	20,0	1,6
<b>Jun</b>	3,2	-0,3	-0,9	7,0	41,0	5,2	5,3	3,6	-1,3	7,7	26,3	3,5
<b>Jul</b>	5,7	2,2	15,6	6,3	32,7	4,9	8,2	0,6	10,4	11,7	38,6	5,1
<b>Ago</b>	6,1	3,9	3,8	8,2	48,4	5,1	6,1	-0,2	-0,4	11,0	26,8	4,5
<b>Sep</b>	5,4	0,6	11,5	8,4	33,8	6,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	29,5	0,7
<b>Oct</b>	4,2	1,2	8,2	6,0	24,0	4,8	4,8	0,8	14,0	5,3	16,2	1,8
<b>Nov</b>	4,3	2,7	8,3	4,6	26,1	3,2	3,8	3,3	-0,8	5,6	22,5	0,8
<b>Dic</b>	6,2	3,7	11,8	6,5	27,2	5,4	7,0	0,9	10,2	8,9	33,5	3,1

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

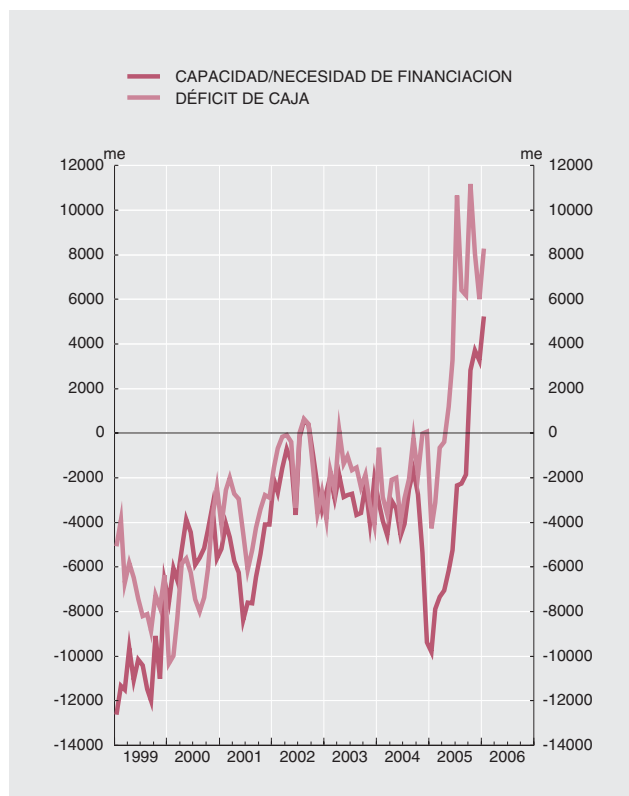
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

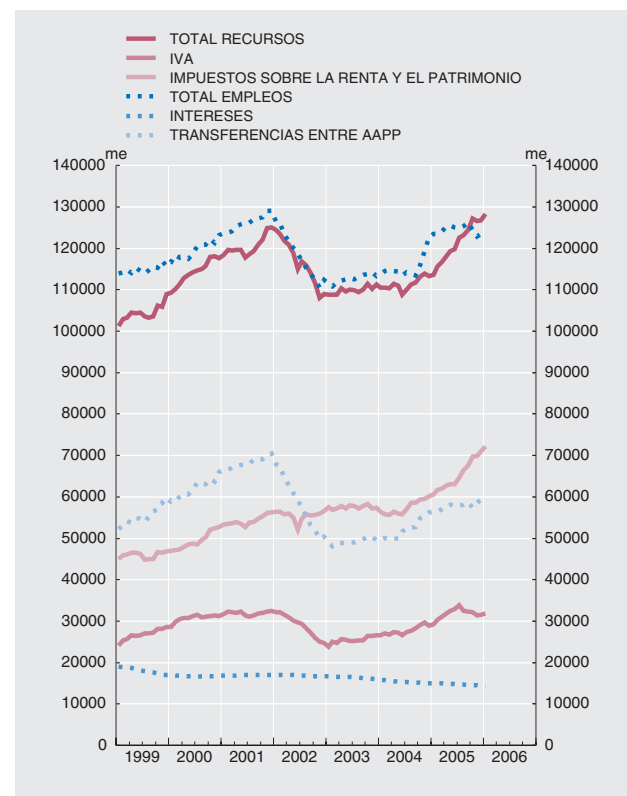
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
99	-6 585	109 009	28 574	16 408	5 877	46 886	11 264	115 594	17 363	16 959	57 721	3 034	20 517	-6 354	110 370	116 724
00	-5 627	117 598	31 262	17 171	5 316	52 671	11 178	123 225	15 806	16 809	65 992	3 633	20 985	-2 431	118 693	121 124
01	-4 104	124 992	32 433	17 838	7 022	56 312	11 387	129 096	16 067	17 030	70 539	3 297	22 163	-2 884	125 193	128 077
02	P -3 428	108 942	24 701	11 431	5 414	56 616	10 780	112 370	16 978	16 666	50 348	3 244	25 134	-2 626	108 456	111 082
03	P -2 031	111 319	26 539	10 918	5 029	57 415	11 418	113 350	17 670	15 900	49 406	2 695	27 679	-4 132	109 655	113 787
04	A -9 390	113 330	28 950	10 991	4 714	60 059	8 616	122 720	15 619	15 053	56 347	7 419	28 282	59	114 793	114 734
05	A 3 261	126 811	31 542	11 069	4 661	70 987	8 552	123 550	16 466	14 313	59 404	3 539	29 828	6 022	128 777	122 755
05 E-E	A 61	8 086	-638	888	239	7 170	427	8 025	1 063	1 281	3 445	3	2 233	-6 812	9 956	16 768
06 E-E	A 2 024	9 612	-349	821	246	8 392	502	7 588	1 143	1 215	4 345	10	875	-4 557	10 255	14 812
05 Mar	A -5 192	4 971	1 153	811	186	1 880	941	10 163	1 572	1 195	4 761	441	2 194	-2 983	5 439	8 422
05 Abr	A 9 277	18 654	6 263	966	238	10 477	710	9 377	1 590	1 211	4 539	154	1 883	10 150	18 510	8 360
05 May	A -5 202	3 711	781	1 023	577	408	922	8 913	1 434	1 217	4 126	192	1 944	-3 651	3 840	7 491
05 Jun	A -8 409	757	-560	849	250	214	4	9 166	829	1 193	6 040	216	888	-6 992	2 406	9 397
05 Jul	A 8 586	17 679	5 658	1 026	247	10 573	175	9 093	1 222	1 234	4 671	70	1 896	10 068	18 175	8 107
05 Ago	A -9	8 297	-2 965	786	228	9 755	493	8 306	1 221	1 182	4 276	22	1 605	-4 157	9 096	13 252
05 Sep	A 725	9 927	2 987	1 251	182	4 480	1 027	9 202	1 303	1 145	4 726	153	1 875	1 191	9 048	7 857
05 Oct	A 11 907	21 828	5 697	1 070	257	13 883	921	9 921	1 234	1 197	5 746	161	1 583	10 622	21 550	10 927
05 Nov	A -5 144	6 515	671	595	1 160	3 365	724	11 659	1 258	1 156	6 197	442	2 606	-3 012	6 127	9 140
05 Dic	A -11 610	9 275	313	953	914	5 783	1 312	20 885	2 203	1 152	6 796	1 622	9 112	-5 187	9 006	14 194
06 Ene	A 2 024	9 612	-349	821	246	8 392	502	7 588	1 143	1 215	4 345	10	875	-4 557	10 255	14 812

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

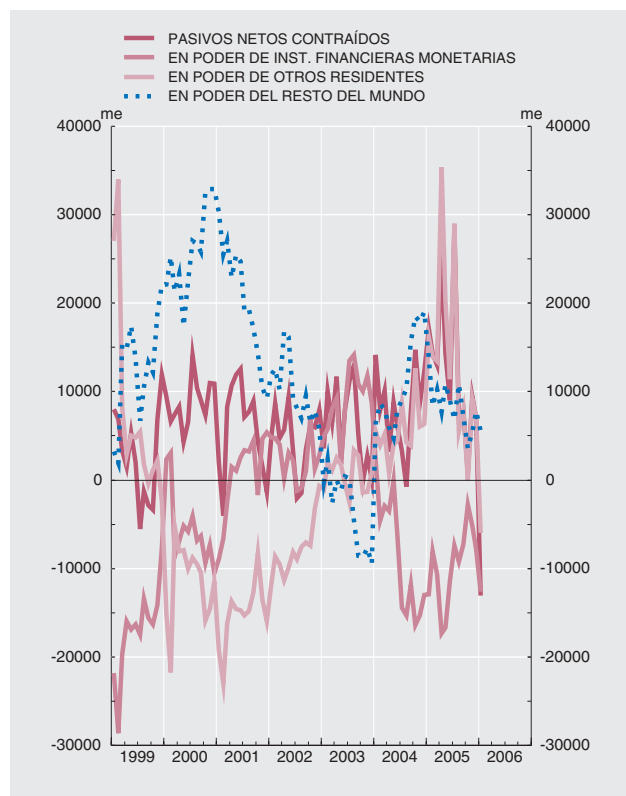
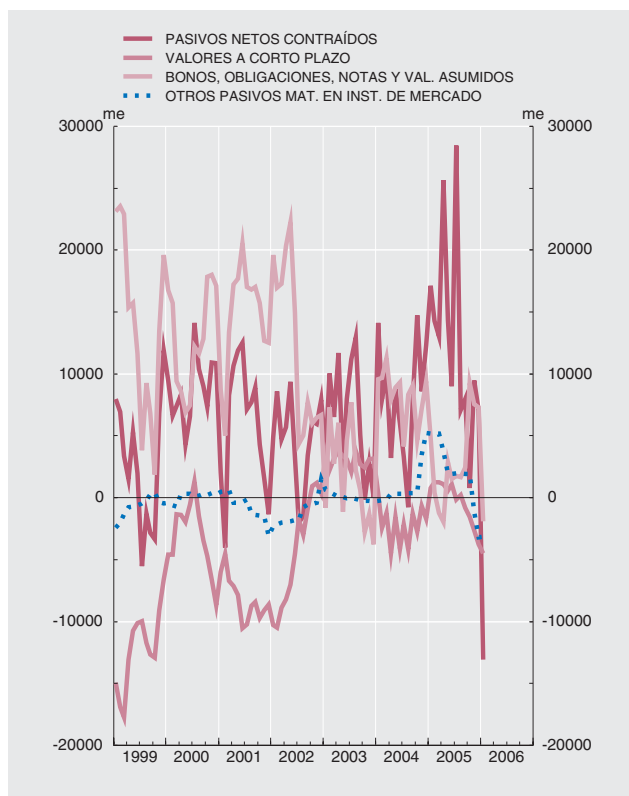
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)				
		Del cual		Total	Del cual					Por instrumentos					Por sectores de contrapartida			
		Total	Depósitos en el Banco de España		En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo			
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
99	-6 585	5 337	4 574	11 922	209	-6 629	19 592	-499	-446	-96	-10 103	-7 734	-2 369	22 026	12 018			
00	-5 627	5 237	5 690	10 864	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 636	-22 060	-10 554	-11 506	32 924	8 228			
01	-4 104	-5 451	-20 141	-1 347	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 652	-10 553	5 387	-15 940	9 206	305			
02	P	-3 428	4 498	-95	7 926	-888	346	6 655	-486	1 488	-77	2 140	2 798	-657	5 785	8 002		
03	A	-2 031	-2 025	0	6	-135	3 146	-3 761	-486	-281	1 388	9 478	8 664	815	-9 472	-1 381		
04	A	-9 390	2 906	-0	12 296	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	-150	-6 679	-12 978	6 299	18 975	12 446		
05	A	3 261	10 302	0	7 041	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 174	7 196	-738	-7 866	7 129	7 779	-155		
05 E-E	A	61 10 441	0	10 380	-19	2 712	-2 202	-	-38	9 907	6 017	-4 168	10 185	4 363	473			
06 E-E	A	2 024 -7 715	-1	-9 739	12	1 991	-11 363	-	-4	-363	-11 849	-8 938	-2 911	2 110	-9 376			
05 Mar	A	-5 192 -1 994	0	3 198	-1 138	1 779	1 479	-	-32	-27	3 722	1 252	2 469	-524	3 225			
Abr	A	9 277 21 734	275	12 457	-3	-2 662	2 045	-	-1 124	14 198	12 330	-5 618	17 947	128	-1 741			
May	A	-5 202 -13 783	-275	-8 581	18	2 010	4 151	-	-1 715	-13 026	-10 640	-242	-10 398	2 059	4 446			
Jun	A	-8 409 -11 696	1	-3 287	18	-2 381	3 679	-	17	-4 603	-3 321	5 654	-8 974	34	1 316			
Jul	A	8 586 19 595	-1	11 009	-537	1 618	-12 680	-	14	22 057	14 087	-3 363	17 450	-3 078	-11 048			
Ago	A	-9 24 077	1	-24 068	5	-2 340	1 060	-	44	-22 832	-25 435	-3 601	-21 834	1 367	-1 236			
Sep	A	725 10 546	-0	9 821	-28	1 824	5 962	-	-48	2 083	7 191	5 385	1 806	2 630	7 737			
Oct	A	11 907 7 167	-0	-4 740	8	-2 257	-1 014	-	2	-1 472	-3 722	-1 491	-2 232	-1 018	-3 268			
Nov	A	-5 144 992	-0	6 136	9	1 786	3 704	-	-9	656	4 386	1 091	3 296	1 750	5 480			
Dic	A	-11 610 -10 792	1	818	-254	-2 568	2 189	-486	-227	1 910	-1 372	-1 620	247	2 190	-1 092			
06 Ene	A	2 024 -7 715	-1	-9 739	12	1 991	-11 363	-	-4	-363	-11 849	-8 938	-2 911	2 110	-9 376			

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

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



FUENTE: BE.

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

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

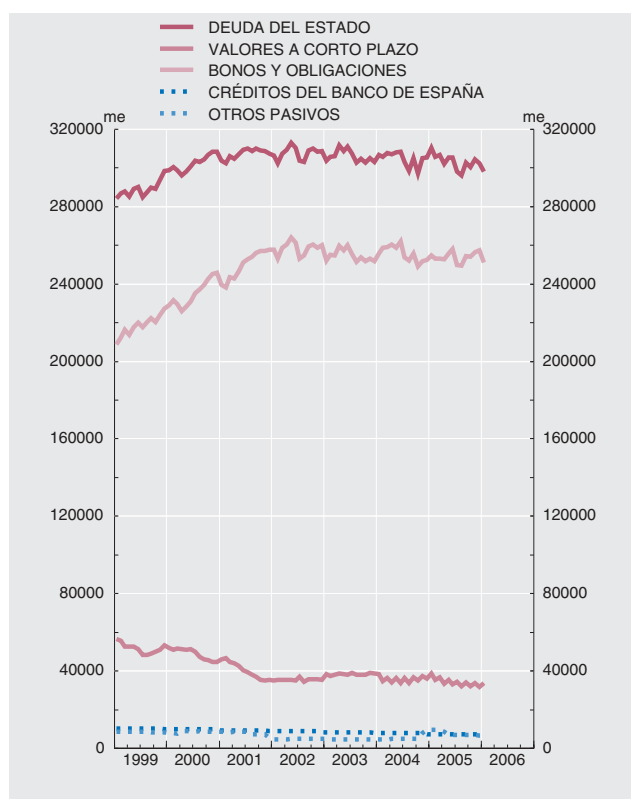
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

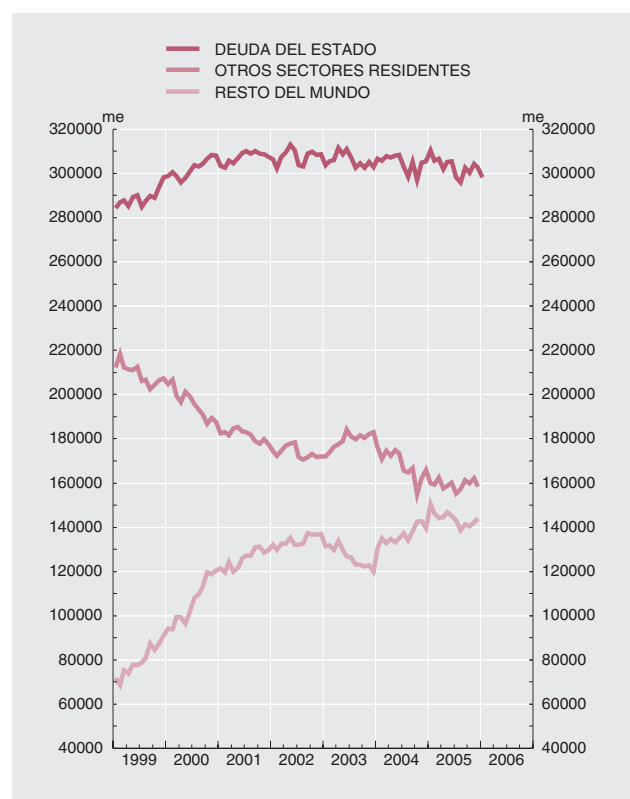
Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)											Pro memoria:		
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida					Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)	
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
97		274 168	23 270	71 730	180 566	10 578	11 295	211 530	445	211 085	63 083	9 829	7 251
98		284 153	30 048	59 939	205 189	10 341	8 684	215 200	305	214 895	69 258	10 273	6 412
99		298 378	7 189	53 142	227 157	9 843	8 236	207 458	150	207 308	91 070	14 846	5 310
00		308 212	8 197	44 605	245 717	9 344	8 546	188 482	695	187 787	120 424	20 536	5 430
01		307 434	7 611	35 428	257 721	8 845	5 440	179 118	1 474	177 644	129 791	395	5 460
02	P	308 792	5 823	35 459	260 060	8 359	4 914	177 561	5 648	171 913	136 880	300	6 819
03	P	302 968	5 105	38 704	251 827	7 873	4 564	192 399	9 460	182 940	120 029	300	6 821
04	A	305 529	3 267	36 033	252 362	7 388	9 746	182 967	17 138	165 829	139 700	300	7 186
05 Ene	A	310 453	3 380	38 732	254 615	7 388	9 718	176 232	16 255	159 977	150 476	300	7 041
Feb	A	305 643	3 313	35 550	253 052	7 388	9 653	175 449	16 152	159 297	146 346	300	7 032
Mar	A	306 704	3 301	36 739	252 954	7 388	9 624	180 027	17 455	162 572	144 132	300	7 100
Abr	A	302 019	3 343	33 379	252 749	7 388	8 504	177 401	19 785	157 616	144 403	575	6 987
May	A	305 292	3 426	35 369	255 733	7 388	6 802	178 379	19 785	158 594	146 698	300	6 949
Jun	A	305 497	3 286	33 096	258 191	7 388	6 822	179 951	19 681	160 270	145 227	300	6 949
Jul	A	298 253	2 465	34 383	249 651	7 388	6 832	175 370	20 217	155 153	143 100	299	6 570
Ago	A	295 993	2 457	32 148	249 584	7 388	6 874	177 346	20 188	157 158	138 835	300	6 531
Sep	A	302 673	2 458	33 954	254 504	7 388	6 827	181 461	20 188	161 274	141 400	300	6 360
Oct	A	300 281	2 416	32 013	254 056	7 388	6 824	179 824	19 884	159 941	140 340	300	6 348
Nov	A	304 293	2 401	33 789	256 300	7 388	6 816	182 496	20 282	162 214	142 079	300	7 102
Dic	A	302 514	2 154	31 651	257 373	6 902	6 588	178 350	19 874	158 476	144 038	300	6 017
06 Ene	A	298 252	5 696	33 639	251 040	6 902	6 672	...	18 872	...	...	299	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

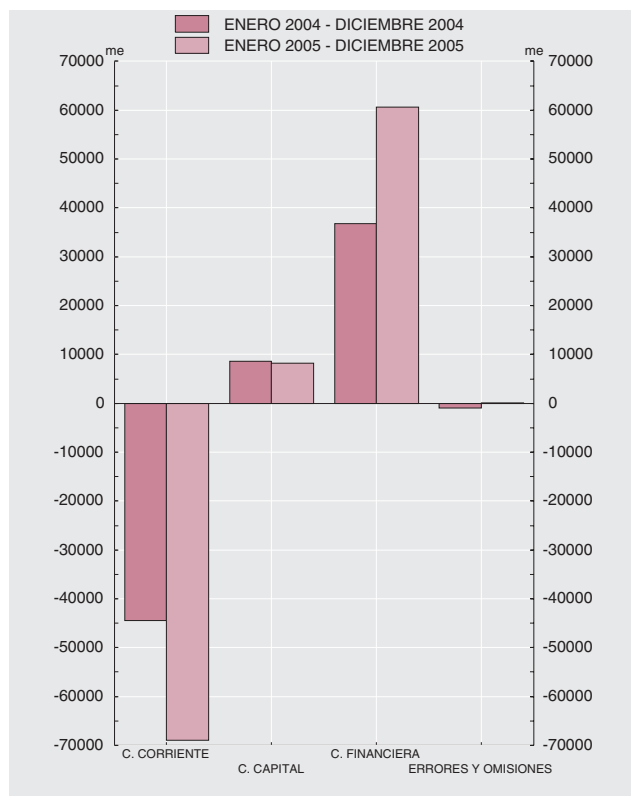
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

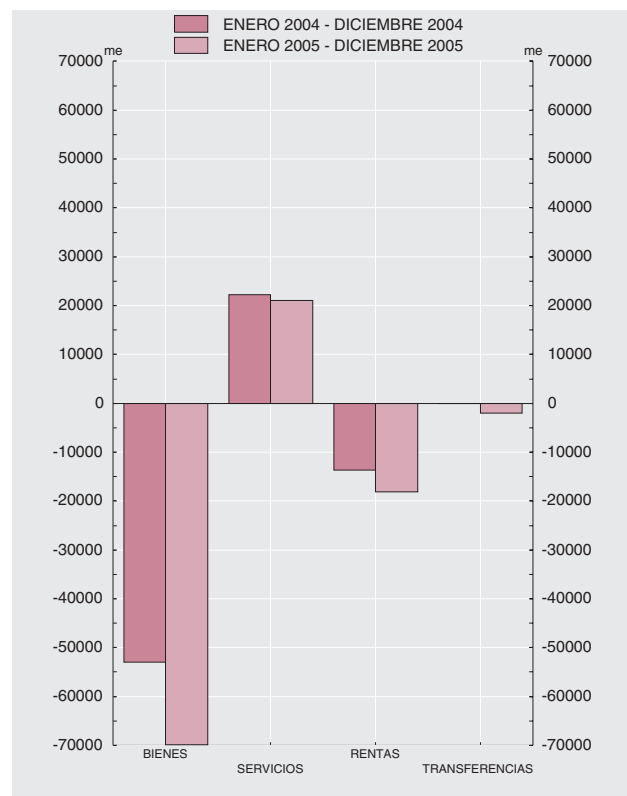
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)															Transfe- ren- cias co- rri- en- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes	
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			(a)	(b)	(15=1+14)	17=- (15+16)						
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos										Pagos
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes												
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)					
02	-23 815	-36 510	134 816	171 326	22 609	63 523	33 557	40 914	7 687	-12 301	22 288	34 589	2 387	7 662	-16 152	15 988	165				
03	-27 910	-39 839	139 754	179 593	23 301	65 689	35 047	42 389	8 010	-11 604	22 570	34 173	232	8 165	-19 745	18 876	869				
04	P -44 451	-52 937	148 106	201 043	22 231	68 387	36 376	46 156	9 772	-13 701	24 747	38 448	-44	8 548	-35 903	36 834	-931				
04 E-D	P -44 451	-52 937	148 106	201 043	22 231	68 387	36 376	46 156	9 772	-13 701	24 747	38 448	-44	8 548	-35 903	36 834	-931				
05 E-D	P -68 952	-69 834	154 470	224 305	21 089	73 555	37 793	52 466	12 125	-18 164	27 798	45 961	-2 043	8 163	-60 789	60 641	148				
04 Sep	P -4 843	-5 556	12 239	17 795	2 701	6 622	3 956	3 921	948	-1 551	1 611	3 162	-436	310	-4 533	4 358	175				
Oct	P -3 562	-4 761	13 148	17 909	2 458	6 444	3 622	3 986	945	-785	2 001	2 786	-474	306	-3 256	4 524	-1 268				
Nov	P -4 951	-4 979	13 948	18 928	1 249	5 137	2 352	3 888	897	-743	2 464	3 207	-477	416	-4 535	4 863	-328				
Dic	P -6 134	-5 538	12 489	18 027	1 015	5 159	2 059	4 144	803	-1 783	2 371	4 155	172	1 677	-4 457	3 958	500				
05 Ene	P -4 439	-4 651	11 028	15 679	1 342	5 023	2 485	3 681	860	-1 313	1 855	3 168	182	511	-3 928	4 591	-663				
Feb	P -3 769	-4 455	12 270	16 725	964	4 546	2 069	3 582	832	-1 261	1 379	2 640	983	139	-3 630	4 133	-503				
Mar	P -6 560	-5 631	13 028	18 658	743	4 861	2 184	4 118	958	-1 541	2 118	3 659	-132	555	-6 005	4 713	1 292				
Abr	P -6 014	-5 783	13 558	19 342	866	4 747	2 151	3 880	719	-766	2 799	3 565	-331	308	-5 706	6 183	-478				
May	P -5 258	-5 654	13 460	19 114	2 056	5 868	2 964	3 812	793	-1 620	1 913	3 532	-41	990	-4 268	4 347	-79				
Jun	P -7 085	-6 556	13 008	19 564	2 067	6 537	3 527	4 470	1 159	-2 395	1 831	4 227	-201	1 396	-5 689	4 475	1 214				
Jul	P -4 547	-5 434	12 931	18 365	3 011	8 038	4 647	5 027	1 174	-1 851	2 386	4 237	-273	490	-4 057	5 116	-1 060				
Ago	P -4 887	-6 517	10 015	16 532	3 417	7 956	4 897	4 539	1 302	-1 786	3 594	5 380	-0	793	-4 094	3 918	176				
Sep	P -6 287	-6 239	13 665	19 904	2 247	7 175	4 180	4 928	1 172	-1 700	2 160	3 860	-596	580	-5 708	6 701	-994				
Oct	P -5 264	-5 948	13 344	19 292	2 313	7 259	3 927	4 946	1 163	-1 265	2 192	3 457	-363	249	-5 014	5 705	-691				
Nov	P -6 645	-6 501	14 746	21 246	1 270	5 938	2 587	4 669	1 050	-924	2 578	3 503	-489	350	-6 295	5 008	1 286				
Dic	P -8 197	-6 466	13 416	19 883	793	5 608	2 174	4 815	942	-1 742	2 992	4 734	-782	1 802	-6 395	5 749	647				

### RESUMEN



### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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



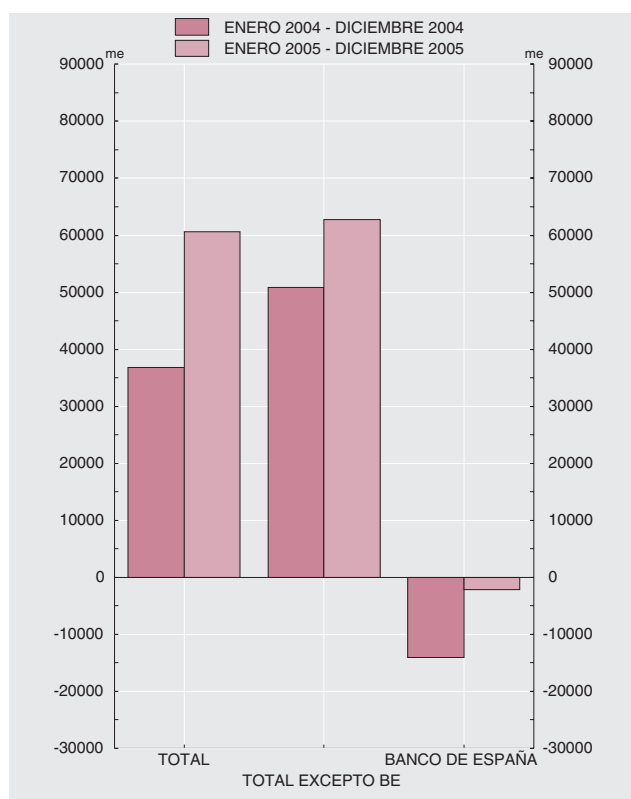
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

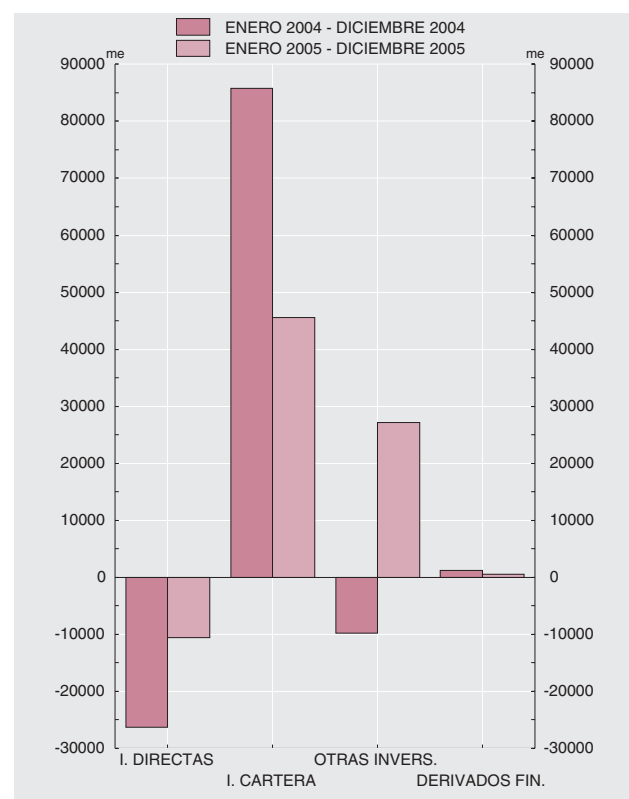
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=	2=3+6+	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10
02	15 988	12 427	6 905	34 761	41 666	4 726	31 173	35 899	5 712	30 790	36 502	-4 916	3 561	-3 630	6 506	685
03	18 876	17 301	-1 421	24 392	22 971	-26 592	65 634	39 042	48 749	15 973	64 722	-3 435	1 575	13 626	4 382	-16 433
04	P 36 834	50 844	-26 345	39 825	13 480	85 805	24 981	110 786	-9 777	27 310	17 533	1 161	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
04 E-D	P 36 834	50 844	-26 345	39 825	13 480	85 805	24 981	110 786	-9 777	27 310	17 533	1 161	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05 E-D	P 60 641	62 755	-10 594	25 724	15 130	45 597	78 829	124 426	27 205	30 104	57 309	547	-2 114	1 439	14 855	-18 409
04 Sep	P 4 358	-1 684	-1 174	798	-376	15 383	-5 092	10 291	-16 217	12 278	-3 939	324	6 041	219	6 117	-295
Oct	P 4 524	32 951	-3 131	3 304	173	10 381	3 207	13 587	25 373	-4 924	20 449	328	-28 426	344	-27 589	-1 181
Nov	P 4 863	-7 530	-12 531	13 526	995	20 724	1 696	22 420	-17 124	422	-16 701	1 401	12 393	12	13 138	-758
Dic	P 3 958	169	-1 457	4 794	3 337	8 479	877	9 356	-5 937	-10	-5 947	-917	3 789	44	3 045	700
05 Ene	P 4 591	2 190	-1 102	3 499	2 397	7 881	-1 201	6 680	-3 864	9 128	5 264	-726	2 401	94	2 351	-45
Feb	P 4 133	11 985	1 693	1 250	2 943	11 837	3 329	15 165	-1 900	6 294	4 394	355	-7 852	112	-5 202	-2 763
Mar	P 4 713	-1 997	-5 462	4 363	-1 099	8 427	5 239	13 665	-3 726	8 086	4 360	-1 236	6 710	1 343	9 579	-4 212
Abr	P 6 183	6 950	-902	2 279	1 377	3 231	2 069	5 301	5 657	3 803	9 461	-1 036	-767	189	1 021	-1 976
May	P 4 347	-623	247	745	993	7 086	1 187	8 274	-7 834	3 823	-4 011	-123	4 970	-39	6 595	-1 585
Jun	P 4 475	10 843	-3 828	2 950	-878	13 397	11 874	25 271	-877	2 048	1 171	2 151	-6 367	8	-4 430	-1 945
Jul	P 5 116	511	1 320	752	2 072	-13 150	15 649	2 499	12 054	3 333	15 387	288	4 606	109	6 086	-1 589
Ago	P 3 918	417	-352	335	-17	-13 293	8 103	-5 190	14 428	-16 630	-2 202	-366	3 501	3	4 913	-1 415
Sep	P 6 701	17 966	-326	1 582	1 256	24 485	-1 260	23 225	-5 432	12 338	6 906	-761	-11 265	-100	-10 184	-981
Oct	P 5 705	6 886	1 183	1 333	2 515	2 556	7 191	9 748	1 226	4 787	6 013	1 921	-1 181	-71	-986	-124
Nov	P 5 008	1 160	3 823	1 933	5 756	-8 265	22 574	14 308	5 175	1 708	6 883	426	3 848	-463	4 286	25
Dic	P 5 749	6 468	-6 888	4 703	-2 185	1 405	4 075	5 480	12 296	-8 613	3 684	-345	-719	253	826	-1 798

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

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

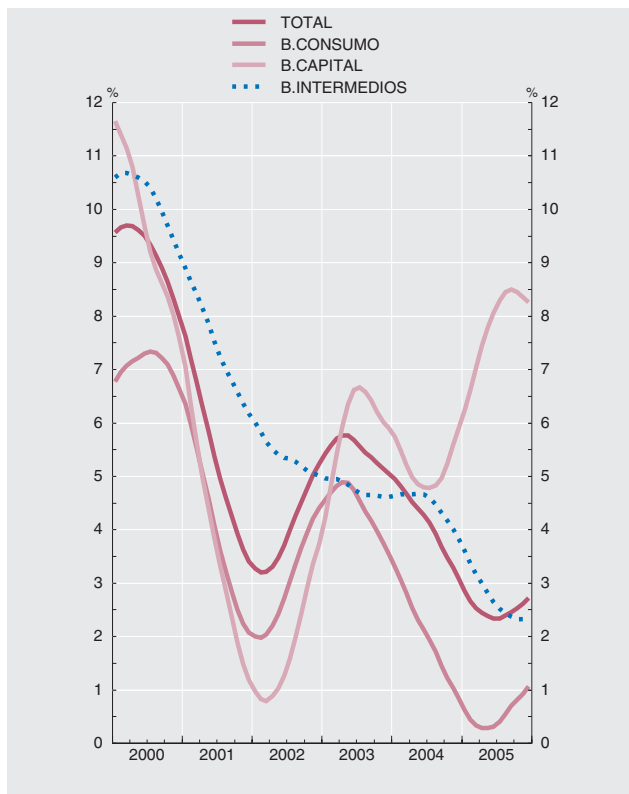
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Estados Unidos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>01</b>	129 771	4,5	4,2	3,7	-1,4	5,7	-22,8	7,5	6,3	6,0	5,1	4,5	-6,6	8,3	-6,1	-6,6
<b>02</b>	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7
<b>04 Nov</b>	13 779	18,0	14,0	11,6	34,8	12,6	10,7	12,7	16,4	16,5	17,0	16,6	22,5	38,8	-1,6	39,0
<b>04 Dic</b>	12 350	6,7	4,4	1,9	4,2	7,2	26,8	6,3	5,7	5,1	7,0	5,9	8,8	64,9	-17,2	9,0
<b>05 Ene</b>	10 905	1,9	-3,1	-5,2	-16,7	1,3	-5,9	1,8	3,5	3,8	5,3	3,5	9,6	8,7	-39,8	15,1
<b>05 Feb</b>	12 141	5,3	-0,1	-3,1	-9,0	4,1	-37,0	6,8	6,9	7,0	7,0	4,5	-8,9	15,8	6,4	-0,0
<b>05 Mar</b>	12 885	-1,5	-6,0	-12,3	-3,8	-1,0	-5,4	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	-2,3	-14,3	7,6	8,8	-1,0
<b>05 Abr</b>	13 405	8,4	5,6	6,5	13,6	3,6	-4,8	4,1	4,8	5,3	6,5	5,2	10,7	47,6	21,3	1,7
<b>05 May</b>	13 307	4,8	1,4	-3,0	5,4	4,7	-18,5	6,1	1,6	1,2	3,0	2,8	5,4	71,9	-19,3	15,2
<b>05 Jun</b>	13 581	3,8	0,5	-3,3	15,6	0,4	-3,5	0,6	-0,3	-1,1	-1,2	4,6	7,3	1,1	-0,8	3,2
<b>05 Jul</b>	12 800	-0,6	-6,0	-8,0	-2,8	-5,0	-12,6	-4,6	-5,3	-5,9	-7,7	-3,0	4,4	11,6	-3,9	19,6
<b>05 Ago</b>	9 920	11,6	5,2	6,1	22,1	2,2	-0,3	2,4	7,3	6,8	3,2	9,1	17,8	11,1	20,9	12,1
<b>05 Sep</b>	13 516	11,7	5,9	6,1	16,1	4,2	-0,1	4,5	7,8	7,0	5,3	9,7	27,1	25,9	21,9	12,0
<b>05 Oct</b>	13 216	1,6	-2,4	0,6	-11,2	-3,4	-4,1	-3,4	0,4	-0,1	-0,5	2,4	11,3	-14,7	-11,1	24,0
<b>05 Nov</b>	14 593	5,9	1,5	-1,9	25,0	0,1	-1,8	0,2	-3,1	-1,4	-1,6	-1,3	6,1	25,7	82,5	53,5
<b>05 Dic</b>	13 291	7,6	1,3	-2,5	19,9	0,4	-12,1	1,1	2,9	5,3	3,9	3,1	-4,0	-33,0	62,9	13,3

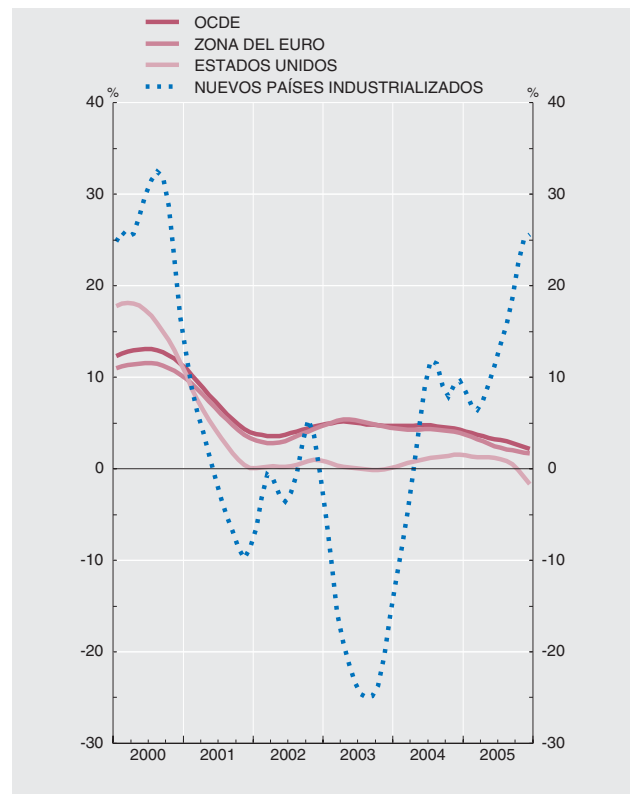
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRAFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

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

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

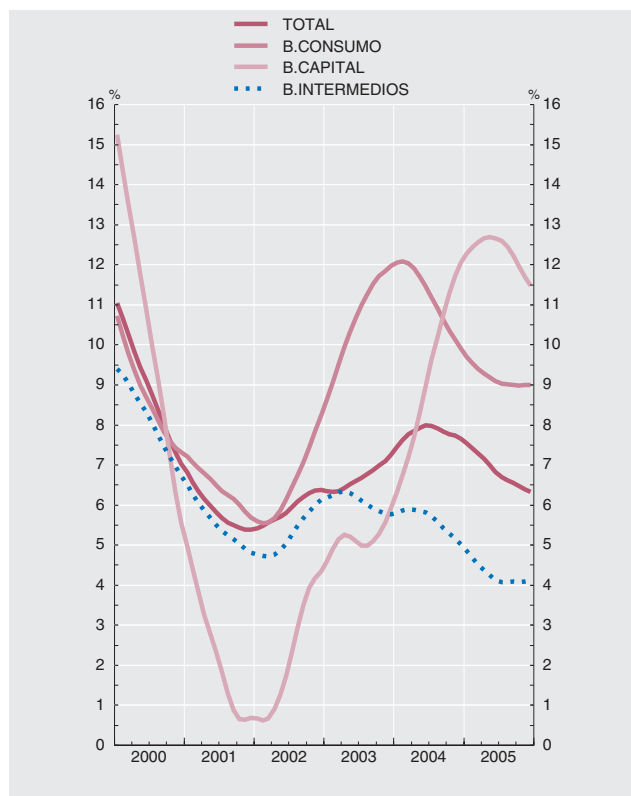
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Estados Unidos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>01</b>	173 210	2,2	3,4	6,4	-2,0	3,2	-1,0	4,3	3,5	3,0	3,8	2,6	-10,1	-8,1	3,7	-2,2
<b>02</b>	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6
<b>04 Nov</b>	19 466	19,7	14,5	15,9	21,8	12,4	6,0	13,9	13,7	14,7	14,9	15,9	28,1	31,8	-1,6	31,4
<b>04 Dic</b>	18 546	16,9	10,5	7,0	49,2	4,2	12,3	2,3	14,5	15,8	18,2	15,4	-15,4	18,1	-12,7	50,2
<b>05 Ene</b>	16 185	13,9	8,5	3,4	21,7	8,7	6,0	9,4	11,0	12,1	12,7	12,2	-6,0	7,1	14,9	9,4
<b>05 Feb</b>	17 235	13,0	7,2	12,0	18,6	2,9	24,4	-1,3	8,1	9,1	8,9	7,1	-0,4	32,8	21,2	7,2
<b>05 Mar</b>	19 315	10,8	5,1	4,3	43,0	-0,6	18,2	-4,4	6,1	7,4	7,0	5,7	-8,7	41,9	12,4	14,2
<b>05 Abr</b>	19 929	15,8	10,7	6,8	50,5	5,8	3,3	6,4	8,3	8,6	8,4	11,7	33,1	60,6	19,8	24,1
<b>05 May</b>	19 681	12,9	11,9	15,5	28,4	7,1	-0,1	8,7	4,4	4,1	4,3	6,5	34,6	16,4	36,2	14,5
<b>05 Jun</b>	20 152	8,5	3,0	3,5	29,8	-1,9	5,9	-3,5	3,5	3,2	4,4	5,8	18,8	28,3	9,1	6,8
<b>05 Jul</b>	18 927	5,4	-2,6	4,4	-8,0	-4,8	-1,5	-5,6	-2,8	-3,3	-3,8	-1,3	7,7	25,8	12,9	17,8
<b>05 Ago</b>	17 112	20,0	13,1	10,5	44,3	9,5	27,6	4,3	10,6	10,0	11,7	11,2	7,6	48,5	32,1	0,2
<b>05 Sep</b>	20 622	12,1	7,6	9,0	17,0	5,1	9,4	4,1	6,5	6,0	6,7	6,8	-4,7	59,1	-15,4	22,3
<b>05 Oct</b>	19 855	7,9	3,0	6,8	-4,0	2,4	17,2	-0,7	0,8	-0,6	-0,2	1,9	-8,5	30,5	45,1	13,4
<b>05 Nov</b>	21 886	12,4	8,3	7,7	47,9	1,1	12,8	-1,4	3,6	2,9	3,0	0,3	-18,2	39,9	149,1	35,5
<b>05 Dic</b>	20 472	10,4	3,1	11,5	-11,9	3,7	-4,9	5,9	6,0	4,8	2,8	2,6	5,9	43,7	49,7	-15,3

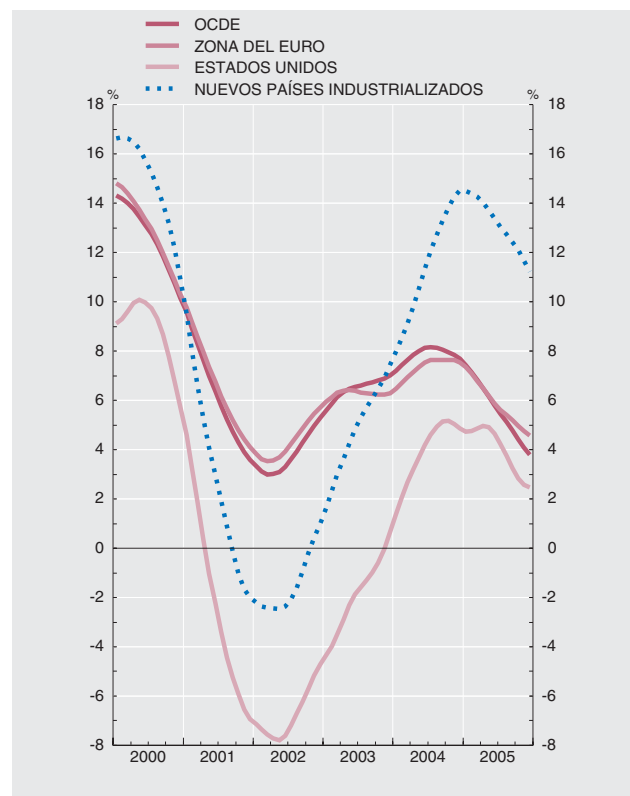
### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



### POR AREAS GEOGRAFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

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

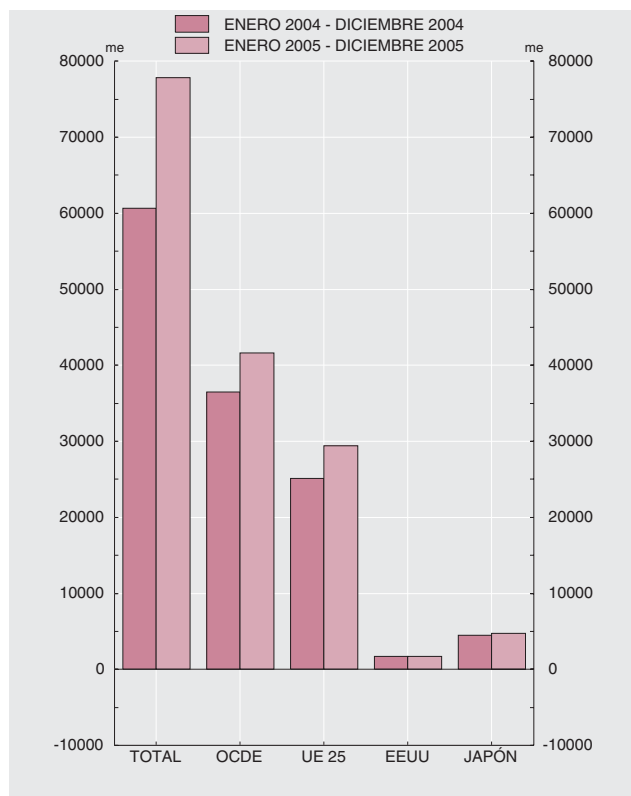
## 7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

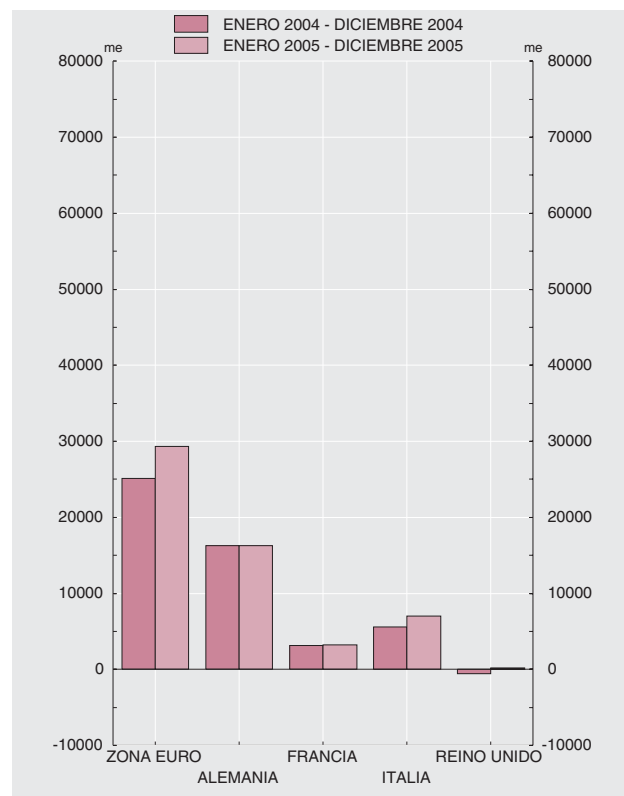
Millones de euros

	Unión Europea (UE 25)									OCDE					Otros países americanos	Nuevos países industrializados
	Total mundial	Unión Europea (UE 15)								Del cual:						
		Total	Zona del euro						Reino Unido	Resto UE 15	Total	Estados Unidos de América	Japón	OPEP		
			Total	Del cual:												
				Alemania	Francia	Italia										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
00	-45 291	-19 173	-20 065	-17 816	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-388	-27 681	-2 707	-3 616	-10 879	936	-2 151	
01	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176	
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176	
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600	
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104	
04 E-D	-60 670	-25 512	-25 086	-25 125	-16 297	-3 174	-5 552	543	-504	-36 459	-1 665	-4 516	-9 020	-1 758	-3 098	
05 E-D	-77 813	-30 413	-29 422	-29 320	-16 278	-3 187	-6 995	-170	67	-41 662	-1 722	-4 716	-13 288	-3 080	-3 427	
04 Dic	-6 196	-3 420	-3 434	-3 267	-1 308	-991	-718	-158	-9	-4 381	70	-410	-562	24	-407	
05 Ene	-5 280	-1 395	-1 400	-1 530	-1 199	-47	-380	101	29	-2 627	-169	-457	-896	-207	-259	
05 Feb	-5 093	-1 763	-1 816	-1 914	-1 256	-166	-492	133	-34	-2 645	-173	-332	-843	-145	-229	
05 Mar	-6 431	-2 445	-2 489	-2 407	-1 117	-363	-608	-62	-20	-3 568	-125	-479	-1 056	-207	-281	
05 Abr	-6 524	-2 494	-2 406	-2 257	-1 459	-37	-530	-132	-17	-3 878	-286	-385	-957	-358	-293	
05 May	-6 374	-2 423	-2 341	-2 367	-1 445	-94	-644	59	-32	-3 473	-376	-397	-910	-344	-291	
05 Jun	-6 571	-2 898	-2 842	-2 855	-1 573	-321	-466	78	-65	-3 842	-279	-373	-973	-284	-301	
05 Jul	-6 128	-2 442	-2 424	-2 585	-1 379	-157	-704	129	32	-3 190	-64	-368	-1 057	-227	-257	
05 Ago	-7 192	-2 645	-2 604	-2 613	-1 253	-530	-574	-52	61	-3 543	-141	-291	-1 358	-255	-212	
05 Sep	-7 106	-2 365	-2 349	-2 469	-1 404	-376	-494	70	50	-3 296	-55	-394	-1 609	-226	-307	
05 Oct	-6 639	-2 673	-2 494	-2 472	-1 378	-239	-586	-54	33	-3 516	29	-373	-1 060	-395	-302	
05 Nov	-7 293	-2 980	-2 707	-2 567	-1 363	-267	-674	-193	53	-3 649	-93	-443	-1 294	-528	-386	
05 Dic	-7 182	-3 892	-3 551	-3 282	-1 451	-589	-841	-246	-23	-4 436	11	-424	-1 275	96	-311	

### DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



### DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

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

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

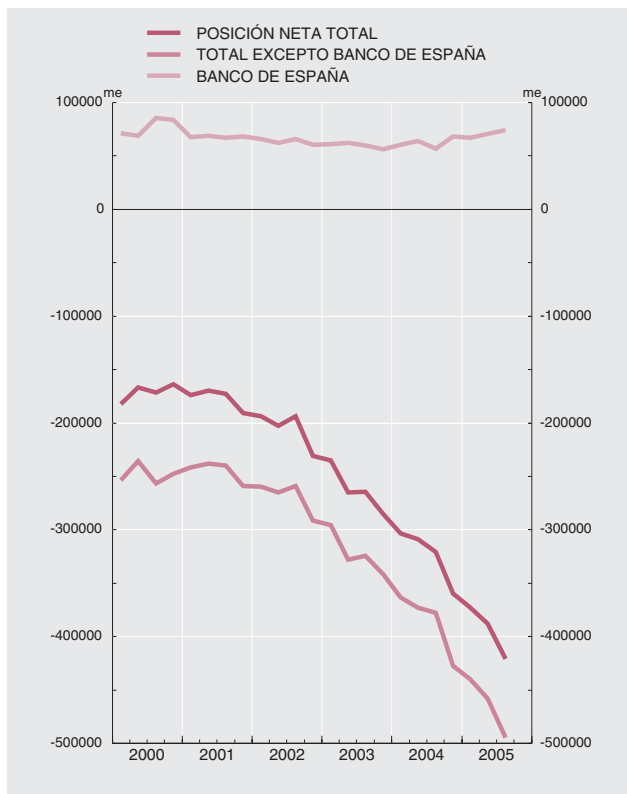
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

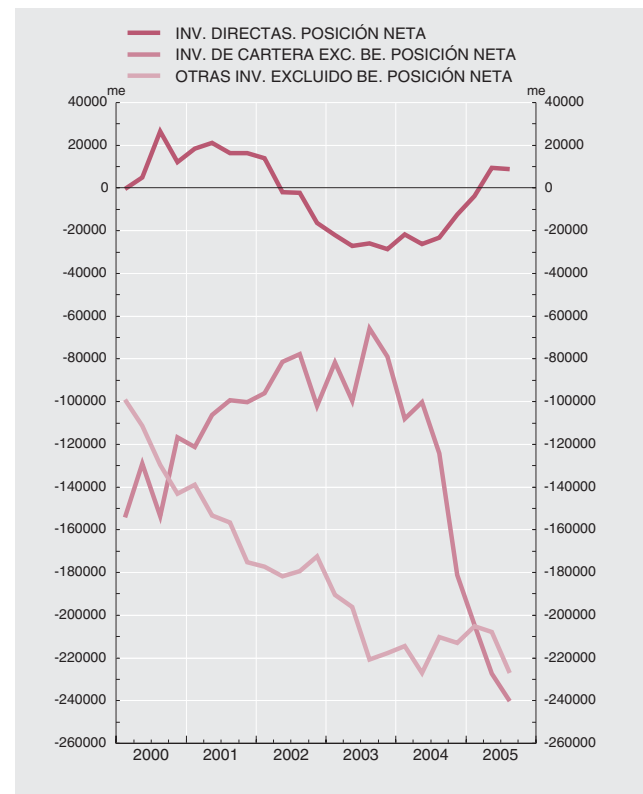
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España										Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
	1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13 a 15	13	14	15
<b>97</b>	-124,4	-188,7	-47,6	48,4	96,0	-124,5	33,3	157,8	-16,5	141,4	157,9	64,3	64,2	-	0,1
<b>98</b>	-163,2	-215,8	-44,5	63,5	108,0	-136,3	73,1	209,4	-35,0	158,7	193,7	52,5	52,1	-	0,4
<b>99</b>	-168,3	-242,0	-7,3	117,5	124,8	-140,9	127,4	268,3	-93,8	149,6	243,4	73,7	37,3	36,0	0,4
<b>00</b>	-163,7	-247,7	12,2	180,2	168,0	-116,9	193,7	310,5	-143,0	162,9	306,0	84,0	38,2	45,3	0,4
<b>01</b>	-190,8	-259,3	16,3	217,5	201,1	-100,3	232,6	333,0	-175,3	169,6	344,8	68,5	38,9	29,2	0,4
<b>02 III</b>	-193,6	-259,3	-2,1	213,3	215,4	-77,9	240,5	318,4	-179,3	186,2	365,5	65,7	38,4	27,7	-0,4
<b>02 IV</b>	-230,7	-291,3	-16,3	223,1	239,4	-102,6	256,8	359,4	-172,4	193,8	366,3	60,6	38,4	22,7	-0,4
<b>03 I</b>	-234,8	-295,8	-22,0	226,4	248,5	-83,2	278,3	361,6	-190,5	194,1	384,6	61,0	35,4	24,3	1,3
<b>03 II</b>	-265,3	-327,7	-27,1	225,4	252,5	-104,6	287,3	391,9	-196,1	193,7	389,7	62,4	31,3	26,8	4,3
<b>03 III</b>	-264,6	-324,4	-25,9	232,0	257,9	-77,9	309,6	387,4	-220,6	192,7	413,4	59,8	25,4	22,2	12,1
<b>03 IV</b>	-285,4	-341,5	-28,7	234,3	263,0	-95,1	319,8	414,9	-217,7	200,4	418,1	56,1	21,2	18,3	16,6
<b>04 I</b>	-303,1	-363,6	-21,8	244,2	266,0	-127,4	332,8	460,2	-214,4	210,0	424,4	60,5	17,6	23,1	19,9
<b>04 II</b>	-309,0	-373,2	-26,3	249,0	275,3	-119,9	347,9	467,8	-227,0	221,1	448,1	64,2	16,2	27,9	20,0
<b>04 III</b>	-320,9	-377,6	-23,1	253,8	276,9	-144,1	344,4	488,5	-210,4	229,3	439,6	56,8	15,9	20,5	20,4
<b>04 IV</b>	-359,5	-427,6	-12,5	267,6	280,1	-202,1	359,3	561,4	-213,0	218,4	431,3	68,1	14,5	31,9	21,7
<b>05 I</b>	-372,7	-440,0	-3,8	281,6	285,4	-231,1	366,5	597,6	-205,1	240,0	445,0	67,3	13,3	25,2	28,8
<b>05 II</b>	-387,7	-458,1	9,3	297,8	288,5	-259,6	390,8	650,3	-207,9	255,4	463,3	70,4	13,7	22,0	34,7
<b>05 III</b>	-420,6	-494,6	8,9	302,6	293,7	-276,3	418,7	695,0	-227,2	256,1	483,2	74,0	14,0	21,2	38,7

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

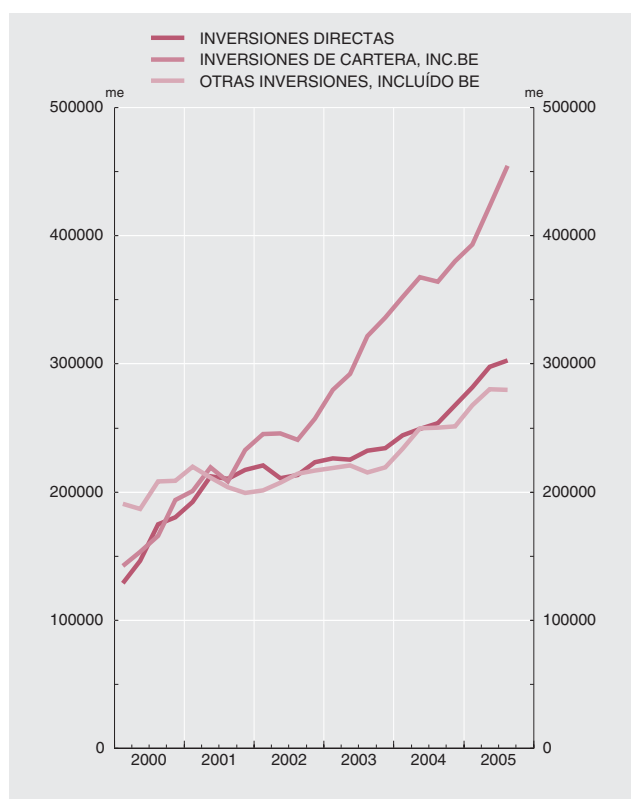
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

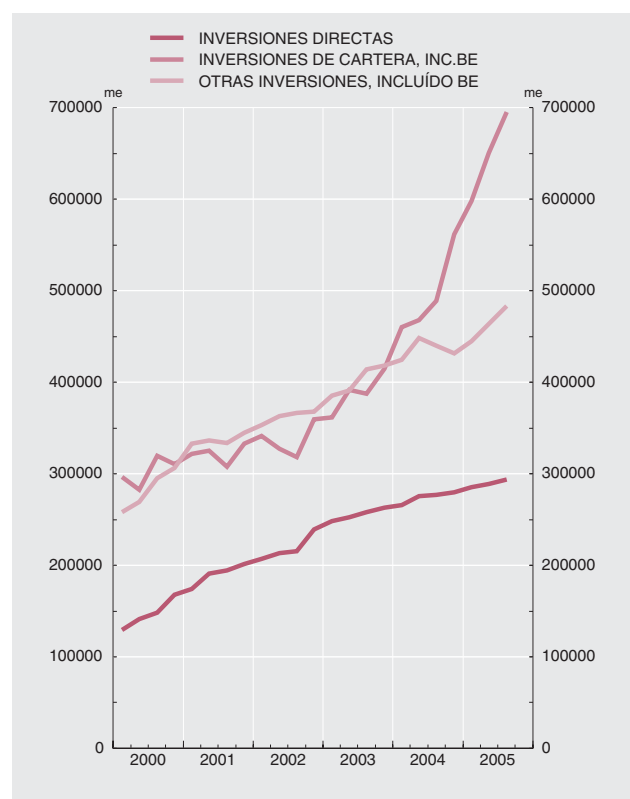
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>97</b>	45 227	3 141	83 046	12 957	9 917	23 352	75 414	82 364	141 579	157 981
<b>98</b>	57 849	5 690	90 760	17 284	20 250	52 876	116 698	92 750	159 195	193 708
<b>99</b>	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 324	186 034	243 414
<b>00</b>	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 014	208 665	305 975
<b>01</b>	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 834	199 152	344 845
<b>02</b> / III	195 529	17 788	168 310	47 112	56 624	183 926	103 690	214 738	214 305	366 330
IV	206 268	16 815	188 898	50 456	50 712	206 581	116 967	242 432	216 920	367 646
<b>03</b> / I	209 136	17 299	198 182	50 296	47 089	232 844	116 359	245 201	218 895	385 447
II	208 085	17 345	201 738	50 811	51 400	240 717	133 812	258 086	220 867	390 580
III	216 213	15 810	204 784	53 108	56 847	264 746	130 593	256 851	215 388	413 683
IV	219 927	14 363	201 283	61 695	62 677	273 344	147 878	267 008	219 107	418 166
<b>04</b> / I	227 390	16 786	204 594	61 366	70 575	281 731	153 501	306 722	233 521	424 505
II	231 583	17 460	210 682	64 641	75 270	292 225	149 108	318 725	249 512	448 108
III	234 230	19 592	212 715	64 228	71 014	293 161	150 702	337 825	250 351	439 636
IV	249 707	17 843	213 237	66 818	78 053	302 067	183 210	378 218	251 163	431 347
<b>05</b> / I	261 426	20 132	215 580	69 817	79 828	313 129	184 791	412 809	267 541	445 050
II	277 868	19 973	219 881	68 616	83 671	339 216	178 503	471 846	280 036	463 327
III	281 607	21 022	222 186	71 499	94 587	360 146	204 332	490 673	279 950	483 273

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

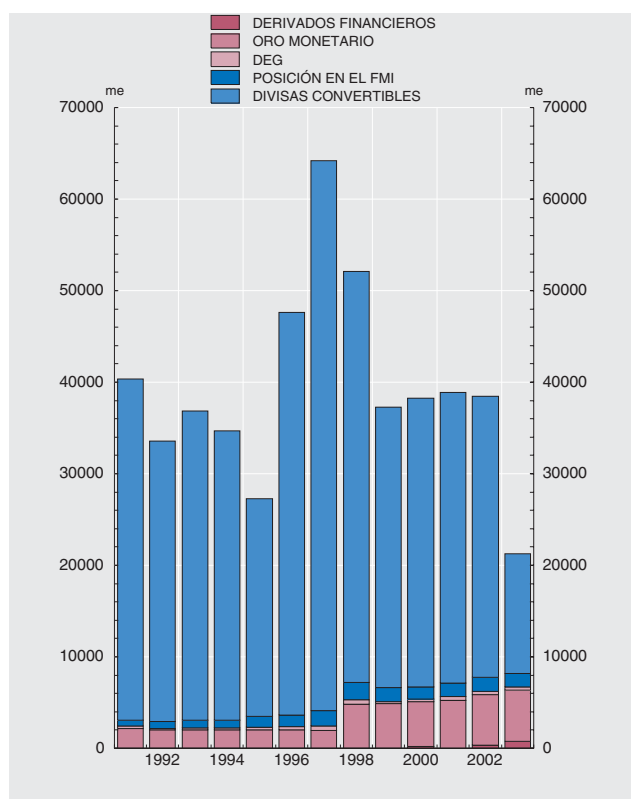
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

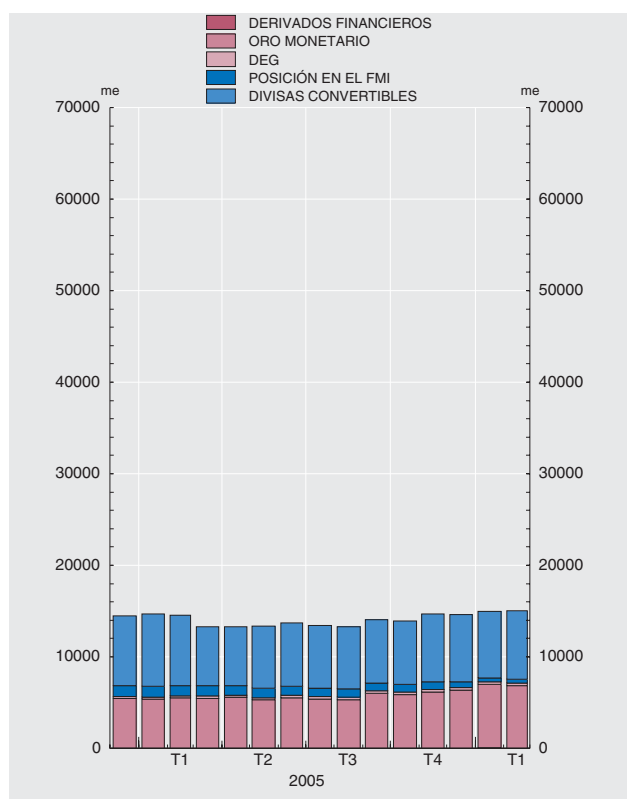
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>00</b>	38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>							
Sep	15 889	8 627	1 324	346	5 591	-	16,8
Oct	15 368	8 138	1 264	343	5 623	-	16,8
Nov	15 061	7 796	1 197	337	5 729	1	16,8
Dic	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>							
Ene	14 712	7 962	1 142	250	5 453	-94	16,8
Feb	14 576	7 719	1 107	253	5 531	-35	16,8
Mar	13 321	6 490	1 117	255	5 549	-90	16,8
Abr	13 276	6 439	1 000	256	5 667	-87	16,8
May	13 356	6 782	1 022	262	5 577	-286	16,6
Jun	13 672	6 895	989	269	5 846	-327	16,2
Jul	13 409	6 827	918	270	5 726	-332	16,2
Ago	13 260	6 784	882	274	5 610	-290	15,9
Sep	14 032	6 896	839	275	6 236	-214	15,9
Oct	13 893	6 894	820	275	5 959	-55	15,2
Nov	14 694	7 423	825	281	6 238	-72	14,8
Dic	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>							
Ene	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7
Feb	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>02 IV</b>	672 115	194 649	1 461	1 072	179 644	12 473	-	307 780	346	154 007	34 190	119 237
<b>03 I</b>	693 997	183 831	2 196	710	168 451	12 474	-	328 247	315	165 842	39 596	122 493
II	714 455	188 667	3 069	267	173 146	12 185	-	339 679	323	170 814	44 803	123 739
III	742 072	180 683	3 560	1 780	163 164	12 179	-	362 703	353	183 340	49 208	129 801
IV	768 406	176 501	4 386	335	159 152	12 628	-	374 134	326	187 752	56 363	129 693
<b>04 I</b>	814 972	192 147	3 676	489	174 928	13 054	-	392 792	361	186 529	72 417	133 485
II	855 398	189 040	3 270	428	172 191	13 151	-	425 717	353	207 118	79 569	138 676
III	866 395	195 531	3 136	1 755	177 265	13 374	-	423 118	362	198 299	88 484	135 974
IV	903 856	205 321	2 956	705	184 800	16 861	-	427 328	301	194 245	100 711	132 071
<b>05 I</b>	954 029	206 609	2 600	1 024	185 261	17 723	-	456 631	467	202 197	121 665	132 301
II	1 034 078	215 486	2 268	437	196 053	16 728	-	486 861	577	213 838	135 730	136 716
III	1 075 842	214 954	3 168	1 424	193 837	16 526	-	514 618	790	223 746	147 031	143 051

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

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>02 IV</b>	1 371	1 371	106 278	3 001	19 895	78	23 790	58 757	450	307	62 036	32 569	29 468
<b>03 I</b>	798	798	117 772	2 678	19 073	123	31 964	62 951	446	537	63 349	32 665	30 685
II	870	870	119 450	2 497	17 673	167	34 248	63 852	437	576	65 789	32 931	32 858
III	313	313	126 834	2 418	20 247	168	38 148	64 943	419	491	71 539	33 318	38 221
IV	92	92	134 448	2 297	19 173	-	44 485	67 696	404	393	83 231	39 204	44 028
<b>04 I</b>	62	62	146 225	2 321	20 080	359	53 019	69 374	405	669	83 746	35 971	47 776
II	1	1	152 075	2 561	18 300	229	60 779	69 177	402	625	88 565	36 798	51 767
III	0	0	158 812	3 312	18 674	634	65 266	69 997	392	537	88 934	37 111	51 823
IV	16	16	176 901	4 043	18 944	1 175	85 408	66 414	413	505	94 291	38 106	56 185
<b>05 I</b>	0	0	194 619	4 274	20 570	787	98 542	69 225	405	817	96 170	39 144	57 026
II	71	71	232 755	3 979	19 836	1 569	133 240	72 933	397	801	98 905	41 099	57 807
III	42	42	244 332	3 720	19 322	1 636	142 127	76 333	392	801	101 896	42 205	59 692

FUENTE: BE.



8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros		Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto		
															1=2+3+4 +5+6-7	2
<b>04 Sep</b>	330 874	255 818	74 999	-	5	224	173	189 407	463 363	17 605	298 817	7 256	1 443	138 969	1 054	
<b>Oct</b>	330 710	255 309	75 001	-	10	442	51	188 106	468 150	10 658	298 569	7 866	1 803	139 747	1 054	
<b>Nov</b>	339 060	263 841	75 000	295	16	169	261	196 810	472 556	17 770	298 041	4 525	1 971	140 136	144	
<b>Dic</b>	352 610	278 196	75 000	-652	14	164	112	209 818	493 999	9 424	296 742	3 136	3 317	139 475	-	
<b>05 Ene</b>	345 223	269 024	75 714	381	0	203	99	204 736	490 694	8 798	280 795	-13 960	1 852	138 635	-	
<b>Feb</b>	358 741	277 826	80 749	125	-1	121	78	217 765	488 278	26 949	280 344	-17 118	825	140 152	-	
<b>Mar</b>	363 955	278 761	85 217	-152	-0	218	87	220 986	495 751	27 381	279 511	-22 636	373	142 597	-	
<b>Abr</b>	366 616	276 523	90 002	-	-1	200	108	223 659	502 026	26 012	287 206	-17 174	-98	143 054	-	
<b>May</b>	361 885	271 865	90 000	-	8	93	81	214 859	511 289	10 493	286 876	-20 047	611	146 415	-	
<b>Jun</b>	379 967	290 273	90 002	-169	20	145	305	232 941	518 749	24 141	286 606	-23 343	818	146 207	-	
<b>Jul</b>	396 451	307 025	90 000	-457	1	67	185	246 362	529 715	27 514	306 173	-4 694	523	149 566	-	
<b>Ago</b>	398 523	308 783	89 998	-22	11	18	266	246 736	532 886	24 501	304 931	-5 720	771	151 016	-	
<b>Sep</b>	379 522	289 091	89 999	432	9	76	85	226 489	530 079	9 620	304 733	-8 476	1 556	151 477	-	
<b>Oct</b>	380 847	291 327	89 999	-405	-7	61	128	227 409	534 411	7 149	315 263	1 112	2 194	151 245	-	
<b>Nov</b>	389 195	299 224	90 002	-	1	80	113	234 860	538 109	11 412	313 526	-1 135	2 625	151 709	-	
<b>Dic</b>	406 048	317 137	89 211	-341	5	145	109	248 369	558 128	5 237	312 391	-2 605	3 092	154 588	-	
<b>06 Ene</b>	408 320	316 136	91 835	318	2	109	81	250 562	552 874	12 261	325 172	10 599	3 581	154 177	-	
<b>Feb</b>	398 591	296 300	102 017	325	0	62	114	239 384	549 393	9 701	324 915	5 204	2 797	156 410	-	

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas									
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España
	Operac. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
															1=2+3+4 +5+6-7	2	3
<b>04 Sep</b>	30 412	28 714	1 698	-	2	-	2 36 239	65 816	6 062	20 057	-15 583	-19 736	-18 003	-1 733	13 909	-	
<b>Oct</b>	28 088	25 882	2 201	-	6	0	- 38 575	66 286	8 347	19 975	-16 083	-24 539	-23 012	-1 527	14 052	-	
<b>Nov</b>	22 313	20 361	1 931	2	9	11	- 36 719	66 473	8 591	19 962	-18 382	-27 803	-26 391	-1 411	13 396	-	
<b>Dic</b>	24 540	22 266	2 270	-	4	-	0 36 123	69 795	4 360	19 942	-18 089	-26 265	-25 035	-1 230	14 682	-	
<b>05 Ene</b>	25 136	22 414	2 721	-	1	-	0 37 359	69 878	5 213	18 833	-18 899	-26 045	-24 869	-1 176	13 821	-	
<b>Feb</b>	24 353	21 467	2 882	-	1	2	- 37 045	69 247	6 501	18 821	-19 883	-26 880	-25 629	-1 250	14 187	-	
<b>Mar</b>	26 496	23 987	2 540	-30	-2	0	- 35 977	70 599	7 890	18 811	-23 701	-24 017	-22 653	-1 364	14 536	-	
<b>Abr</b>	29 675	26 863	2 809	-	3	-	0 33 212	71 134	6 329	19 220	-25 030	-18 113	-16 452	-1 662	14 576	-	
<b>May</b>	29 050	26 029	3 020	-	2	0	1 33 933	71 959	7 008	19 178	-25 856	-19 224	-16 640	-2 584	14 341	-	
<b>Jun</b>	28 526	25 508	3 017	-	6	-	5 35 021	73 124	8 845	18 997	-27 950	-21 561	-18 951	-2 610	15 065	-	
<b>Jul</b>	30 823	28 108	2 725	-11	1	-	0 31 762	75 194	5 883	20 121	-29 194	-16 150	-13 372	-2 778	15 211	-	
<b>Ago</b>	31 232	28 332	2 902	-	1	-	4 28 673	74 978	3 781	19 996	-30 091	-13 211	-10 398	-2 813	15 770	-	
<b>Sep</b>	29 186	26 296	2 890	-	2	-	1 25 857	74 026	4 375	19 927	-32 617	-12 528	-10 124	-2 404	15 857	-	
<b>Oct</b>	27 830	25 082	2 762	-8	-5	-	1 28 243	74 576	7 007	20 359	-32 981	-16 551	-14 554	-1 997	16 138	-	
<b>Nov</b>	30 344	27 660	2 690	-	-1	0	5 29 321	74 987	8 288	20 102	-33 852	-14 259	-12 459	-1 800	15 282	-	
<b>Dic</b>	30 285	27 714	2 599	-28	1	0	1 28 287	78 418	4 987	20 091	-35 027	-14 642	-12 803	-1 839	16 640	-	
<b>06 Ene</b>	29 043	26 427	2 614	5	-0	-	3 28 602	78 458	5 881	20 570	-35 167	-14 818	-13 117	-1 701	15 259	-	
<b>Feb</b>	28 631	25 724	2 906	-	1	3	2 30 723	77 841	8 807	20 573	-35 352	-18 684	-17 199	-1 485	16 591	-	

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

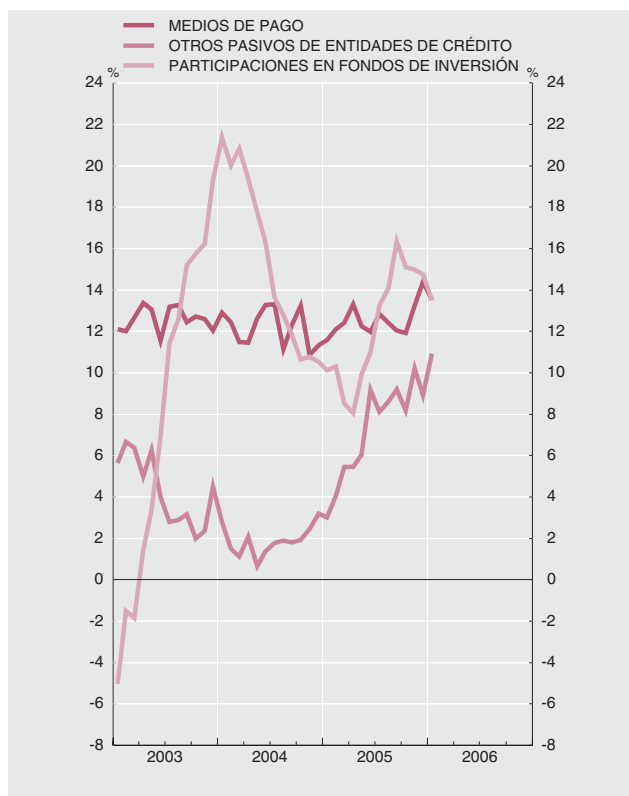
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

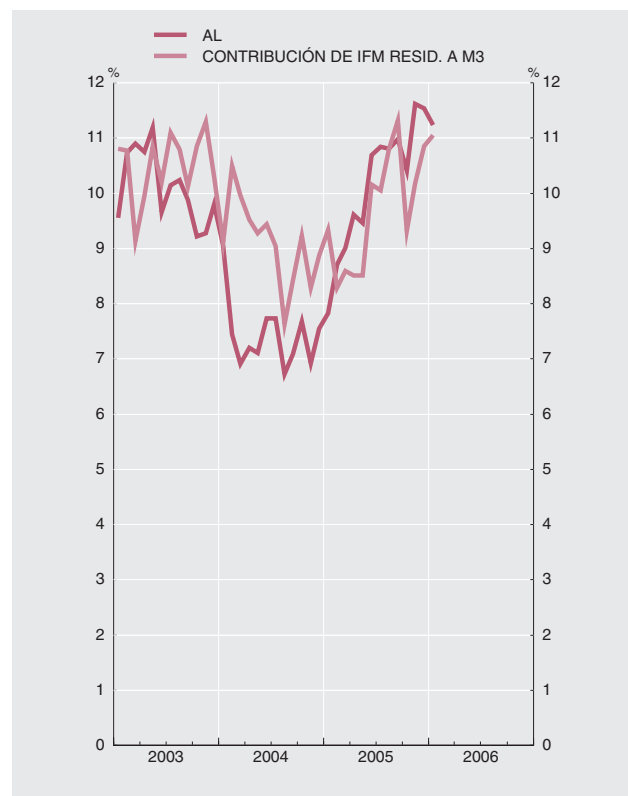
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>03</b>	360 691	12,0	20,9	10,3	278 071	4,5	2,2	14,8	-0,7	173 917	19,3	18,5	20,2	9,8	10,3
<b>04</b>	401 569	11,3	19,7	9,5	286 950	3,2	8,4	-12,6	-8,2	192 210	10,5	5,9	15,8	7,6	8,9
<b>05</b>	P 459 405	14,4	15,7	14,1	312 572	8,9	10,6	3,3	2,1	220 609	14,8	7,4	22,5	11,5	10,9
<b>04 Oct</b>	389 273	13,2	21,0	11,6	276 658	1,9	7,4	-14,3	-15,5	188 439	10,6	3,9	18,8	7,7	9,2
<b>Nov</b>	393 163	10,8	20,0	9,0	278 878	2,4	8,1	-14,3	-15,9	190 665	10,8	5,0	17,6	6,9	8,3
<b>Dic</b>	401 569	11,3	19,7	9,5	286 950	3,2	8,4	-12,6	-8,2	192 210	10,5	5,9	15,8	7,6	8,9
<b>05 Ene</b>	396 834	11,6	19,9	9,8	285 254	3,0	8,7	-9,1	-28,5	194 486	10,1	7,8	12,7	7,8	9,3
<b>Feb</b>	402 486	12,1	19,2	10,6	286 795	4,1	9,3	-9,4	-22,4	198 006	10,3	9,3	11,4	8,7	8,3
<b>Mar</b>	408 895	12,4	18,8	11,0	290 416	5,5	8,8	-3,8	-9,1	198 909	8,5	6,3	10,8	9,0	8,6
<b>Abr</b>	412 218	13,3	18,2	12,2	291 213	5,4	9,5	-3,3	-21,6	200 162	8,0	7,5	8,6	9,6	8,5
<b>May</b>	416 899	12,2	17,6	11,1	291 848	6,0	10,0	-2,2	-23,3	204 210	9,9	8,5	11,5	9,5	8,5
<b>Jun</b>	435 669	12,0	17,8	10,7	299 135	9,2	11,5	3,0	-5,1	207 466	11,0	9,9	12,1	10,7	10,2
<b>Jul</b>	440 541	12,8	17,1	11,9	295 420	8,1	10,4	0,7	-3,0	211 403	13,3	10,5	16,1	10,8	10,1
<b>Ago</b>	429 266	12,4	17,1	11,4	300 319	8,6	11,2	1,0	-5,1	214 149	14,1	10,7	17,7	10,8	10,8
<b>Sep</b>	436 081	12,0	17,6	10,8	299 838	9,2	10,6	8,0	-8,8	217 835	16,3	11,7	21,2	11,0	11,3
<b>Oct</b>	P 435 658	11,9	16,0	11,0	299 271	8,2	9,7	4,9	-7,1	216 901	15,1	10,8	19,7	10,4	9,3
<b>Nov</b>	P 445 263	13,3	16,5	12,5	307 397	10,2	10,4	10,9	4,7	219 239	15,0	9,0	21,3	11,6	10,2
<b>Dic</b>	P 459 405	14,4	15,7	14,1	312 572	8,9	10,6	3,3	2,1	220 609	14,8	7,4	22,5	11,5	10,9
<b>06 Ene</b>	P 450 456	13,5	15,1	13,1	316 375	10,9	10,8	13,7	0,8	220 732	13,5	3,1	24,4	11,2	11,0

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

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

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

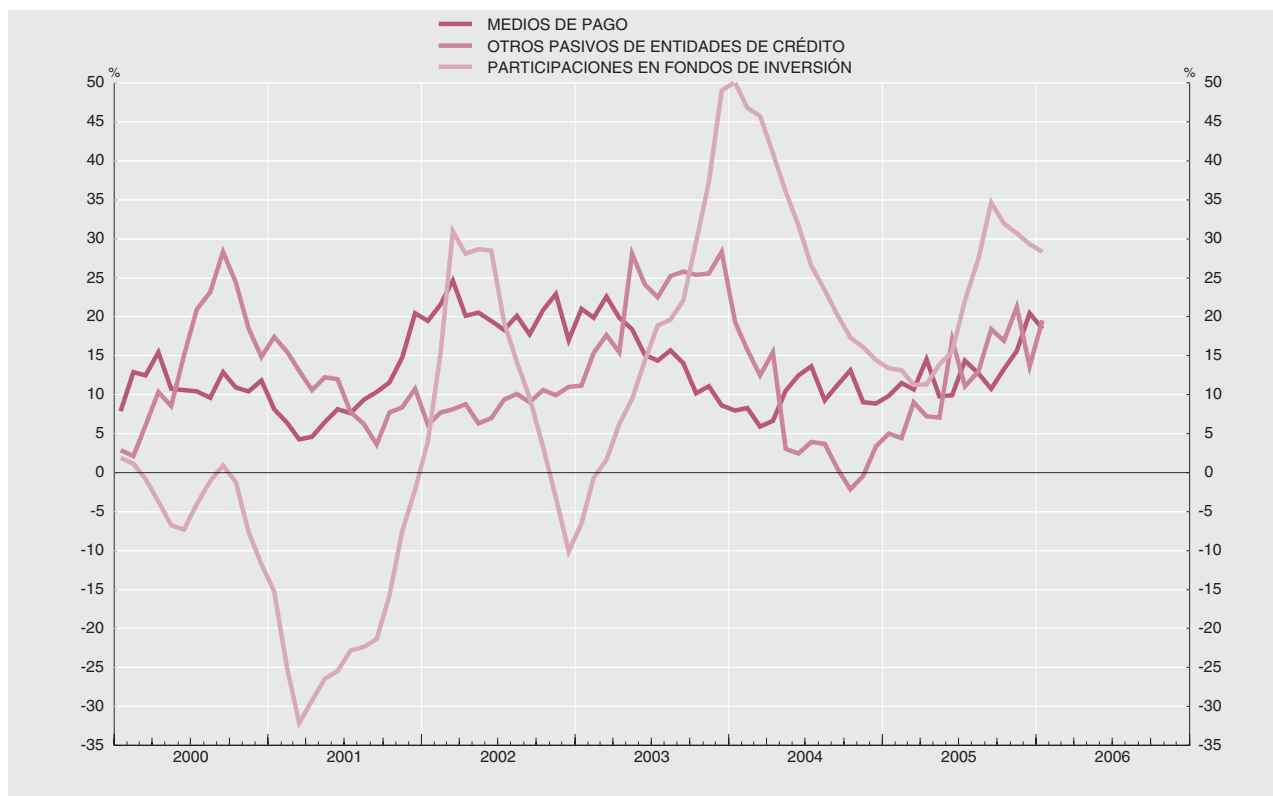
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>03</b>	85 186	8,6	63 505	28,4	39,2	22,0	20 465	49,0	37,8	61,9
<b>04</b>	92 764	8,9	65 653	3,4	24,6	-10,7	23 418	14,4	17,5	11,5
<b>05</b>	P 111 748	20,5	74 590	13,6	30,8	-2,3	30 277	29,3	14,9	44,0
<b>04</b>										
Oct	89 313	13,1	57 610	-2,1	17,8	-16,2	22 528	17,3	18,5	16,1
Nov	91 559	9,1	59 276	-0,4	19,7	-15,2	23 006	16,1	18,1	14,0
Dic	92 764	8,9	65 653	3,4	24,6	-10,7	23 418	14,4	17,5	11,5
<b>05</b>										
Ene	90 754	9,9	62 078	5,0	28,4	-11,5	23 976	13,4	15,5	11,3
Feb	93 081	11,5	61 729	4,4	29,4	-13,2	24 689	13,1	13,7	12,5
Mar	94 706	10,6	64 716	9,1	30,2	-6,6	25 141	11,2	7,6	14,7
Abr	96 277	14,5	64 113	7,2	29,7	-9,6	25 620	11,3	8,4	14,1
May	96 414	9,8	63 171	7,1	31,2	-13,1	26 495	13,9	8,9	19,0
Jun	102 686	9,9	67 364	17,1	45,1	-6,7	27 239	15,5	9,8	21,5
Jul	104 034	14,3	63 332	11,1	34,0	-9,4	28 165	22,1	13,1	31,9
Ago	98 985	12,8	66 916	13,0	36,6	-7,5	28 931	27,4	16,1	40,0
Sep	101 033	10,7	68 201	18,4	33,9	3,6	29 865	34,7	20,0	50,8
Oct	P 101 189	13,3	67 376	17,0	34,0	0,1	29 725	31,9	18,8	46,1
Nov	P 105 827	15,6	71 890	21,3	33,7	8,5	30 074	30,7	16,8	45,2
Dic	P 111 748	20,5	74 590	13,6	30,8	-2,3	30 277	29,3	14,9	44,0
<b>06</b>										
Ene	P 107 498	18,4	74 198	19,5	28,4	10,5	30 762	28,3	13,9	42,5

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.  
 b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.  
 c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.  
 d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

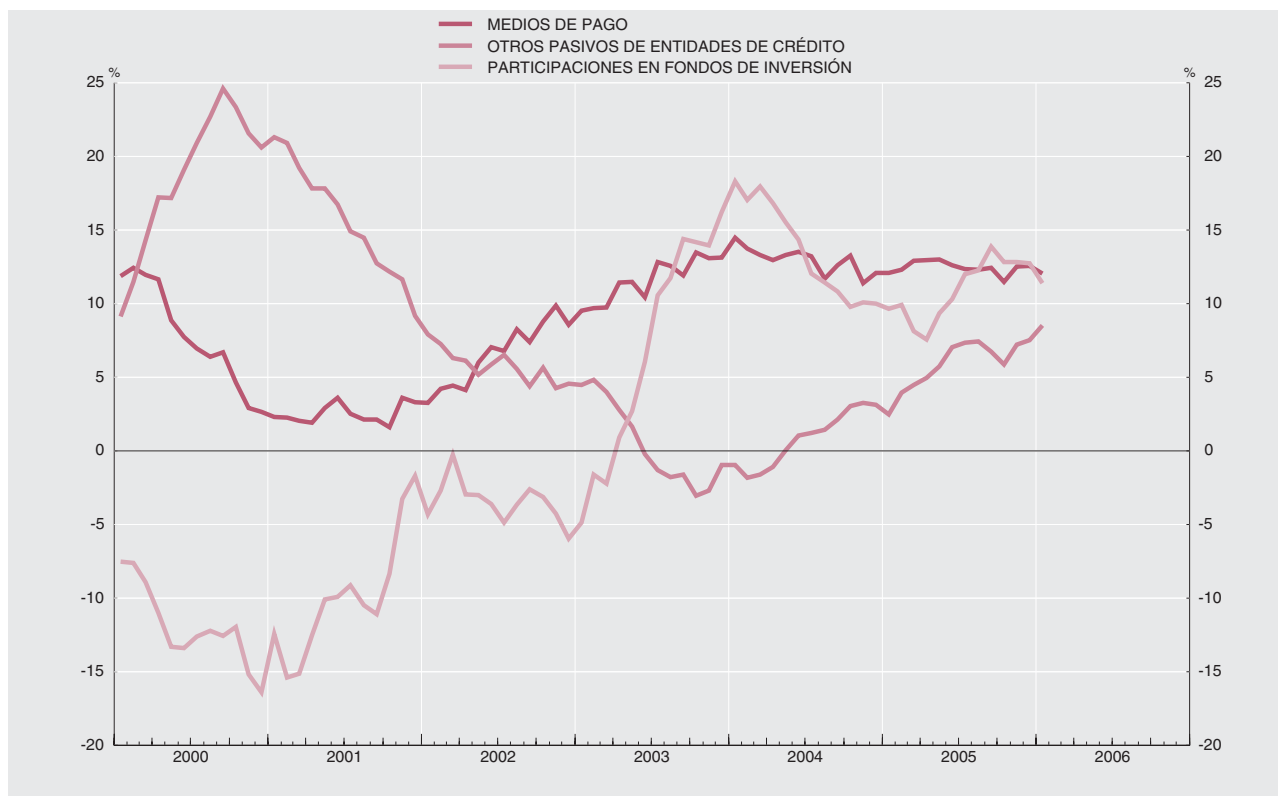
### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>03</b>	275 505	13,1	20,7	11,3	214 566	-0,9	-1,4	1,8	153 452	16,2	16,6	15,8
<b>04</b>	308 805	12,1	20,6	9,8	221 297	3,1	6,1	-13,1	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05</b>	P 347 657	12,6	17,4	11,2	237 982	7,5	7,3	9,4	190 333	12,8	6,4	19,5
<b>04 Oct</b>	299 960	13,3	21,8	11,1	219 048	3,1	6,0	-13,0	165 911	9,8	2,2	19,2
<b>Nov</b>	301 604	11,4	20,8	9,0	219 602	3,3	6,5	-14,0	167 659	10,1	3,5	18,1
<b>Dic</b>	308 805	12,1	20,6	9,8	221 297	3,1	6,1	-13,1	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05 Ene</b>	306 079	12,1	20,9	9,8	223 175	2,5	6,0	-15,9	170 511	9,7	6,8	12,9
<b>Feb</b>	309 406	12,3	20,3	10,2	225 066	4,0	6,7	-11,1	173 317	9,9	8,7	11,2
<b>Mar</b>	314 189	12,9	20,1	11,0	225 700	4,5	5,8	-3,1	173 768	8,1	6,1	10,2
<b>Abr</b>	315 941	13,0	19,5	11,2	227 099	4,9	6,7	-4,9	174 542	7,6	7,4	7,8
<b>May</b>	320 485	13,0	19,0	11,4	228 677	5,8	6,9	-0,8	177 716	9,4	8,4	10,4
<b>Jun</b>	332 982	12,6	19,3	10,8	231 771	7,0	6,7	9,2	180 227	10,3	9,9	10,7
<b>Jul</b>	336 507	12,4	18,8	10,6	232 087	7,3	7,0	9,4	183 238	12,0	10,2	14,0
<b>Ago</b>	330 281	12,3	18,8	10,5	233 403	7,4	7,4	7,5	185 218	12,2	10,0	14,7
<b>Sep</b>	335 048	12,4	19,5	10,5	231 637	6,8	7,1	4,9	187 971	13,9	10,6	17,3
<b>Oct</b>	P 334 469	11,5	17,6	9,8	231 895	5,9	6,0	4,7	187 176	12,8	9,7	16,2
<b>Nov</b>	P 339 436	12,5	18,1	11,0	235 506	7,2	6,7	10,8	189 165	12,8	8,0	18,0
<b>Dic</b>	P 347 657	12,6	17,4	11,2	237 982	7,5	7,3	9,4	190 333	12,8	6,4	19,5
<b>06 Ene</b>	P 342 958	12,0	16,5	10,8	242 177	8,5	8,0	11,9	189 970	11,4	1,6	21,8

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

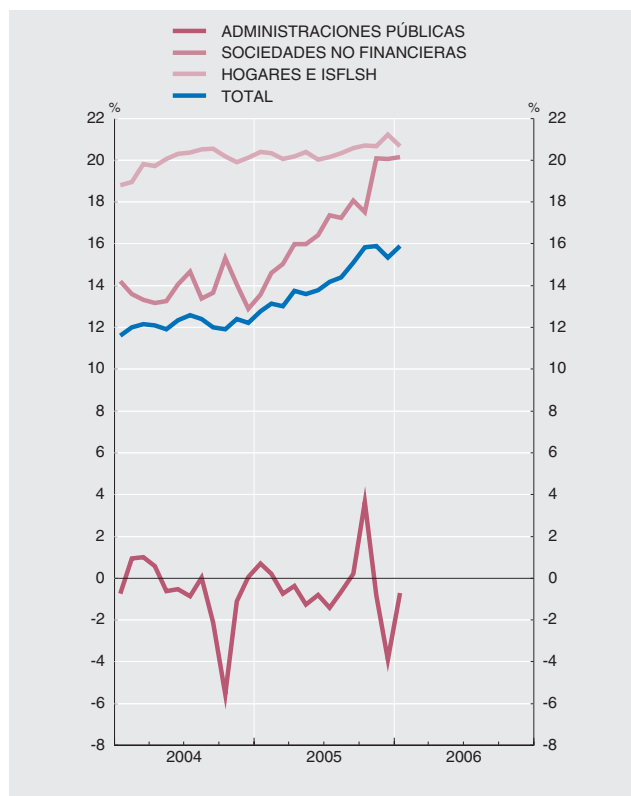
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

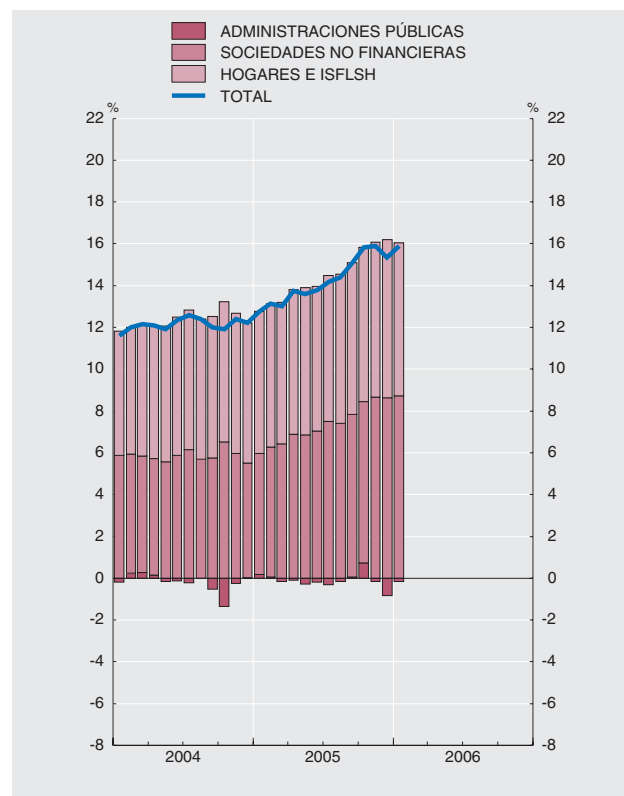
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual							Contribución a la tasa de total					
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
03	1 343 183	141 381	11,8	0,7	15,9	13,5	19,0	16,4	-7,8	15,3	0,2	11,6	5,6	6,0	9,9	-0,1	1,8
04	1 511 090	164 035	12,2	0,0	16,1	12,9	20,1	19,0	0,2	2,4	0,0	12,2	5,5	6,7	11,9	0,0	0,3
05	P 1 753 025	231 991	15,4	-3,9	20,6	20,1	21,2	23,1	-0,3	7,8	-0,8	16,2	8,6	7,5	15,3	-0,0	0,9
04 Oct	1 456 215	5 942	11,9	-5,5	17,5	15,3	20,2	18,9	-1,7	11,4	-1,3	13,2	6,5	6,7	11,9	-0,0	1,4
Nov	1 481 427	25 028	12,4	-1,1	16,6	14,0	19,9	18,2	-1,9	9,7	-0,3	12,7	6,0	6,7	11,5	-0,0	1,2
Dic	1 511 090	28 056	12,2	0,0	16,1	12,9	20,1	19,0	0,2	2,4	0,0	12,2	5,5	6,7	11,9	0,0	0,3
05 Ene	1 530 753	18 849	12,8	0,7	16,6	13,6	20,4	19,8	1,4	1,7	0,2	12,6	5,8	6,8	12,4	0,0	0,2
Feb	1 538 516	9 469	13,1	0,2	17,1	14,6	20,3	20,0	0,6	4,0	0,0	13,1	6,2	6,9	12,6	0,0	0,5
Mar	1 561 945	21 897	13,0	-0,7	17,3	15,0	20,1	20,0	0,7	4,6	-0,2	13,2	6,4	6,8	12,6	0,0	0,6
Abr	1 576 634	11 938	13,7	-0,4	17,8	16,0	20,2	20,5	2,6	5,2	-0,1	13,8	6,9	6,9	13,1	0,0	0,7
May	1 594 266	17 006	13,6	-1,3	17,9	16,0	20,4	20,6	1,1	5,5	-0,3	13,9	6,9	7,0	13,2	0,0	0,7
Jun	1 632 550	36 391	13,8	-0,8	18,0	16,4	20,0	20,9	1,0	4,1	-0,2	14,0	7,0	6,9	13,4	0,0	0,5
Jul	1 659 791	24 982	14,2	-1,4	18,6	17,4	20,1	21,2	1,5	5,9	-0,3	14,5	7,5	7,0	13,7	0,0	0,7
Ago	1 658 813	-1 118	14,4	-0,7	18,6	17,2	20,3	21,3	3,0	5,6	-0,1	14,5	7,4	7,1	13,8	0,0	0,7
Sep	1 679 643	20 466	15,1	0,2	19,2	18,1	20,6	22,0	-4,5	5,7	0,0	15,0	7,8	7,3	14,4	-0,0	0,7
Oct	P 1 694 889	17 485	15,8	3,6	18,9	17,5	20,7	22,0	-3,1	4,0	0,7	15,1	7,7	7,4	14,6	-0,0	0,5
Nov	P 1 727 297	30 173	15,9	-0,8	20,3	20,1	20,7	22,4	2,5	10,0	-0,2	16,1	8,7	7,4	14,9	0,0	1,2
Dic	P 1 753 025	24 452	15,4	-3,9	20,6	20,1	21,2	23,1	-0,3	7,8	-0,8	16,2	8,6	7,5	15,3	-0,0	0,9
06 Ene	P 1 783 308	30 300	15,9	-0,7	20,4	20,2	20,7	22,9	-0,8	7,6	-0,2	16,1	8,7	7,3	15,2	-0,0	0,9

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

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

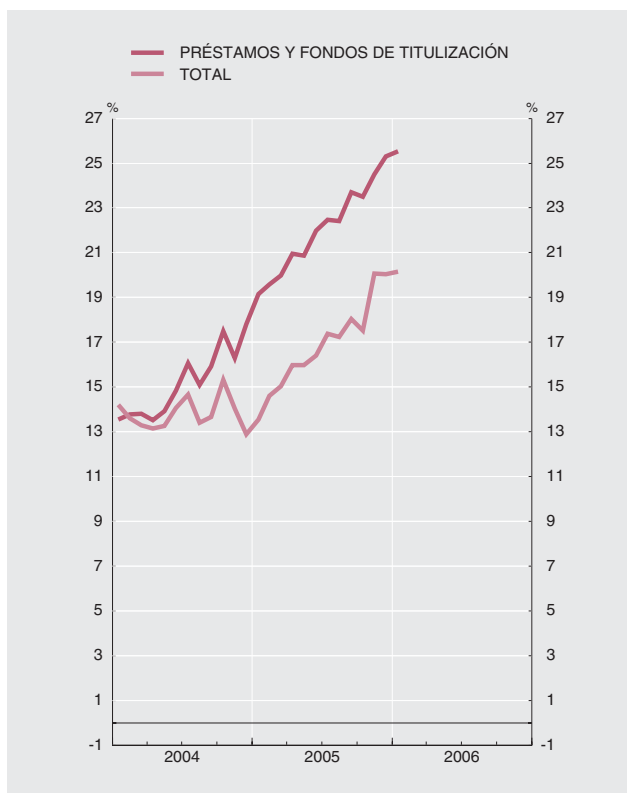
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

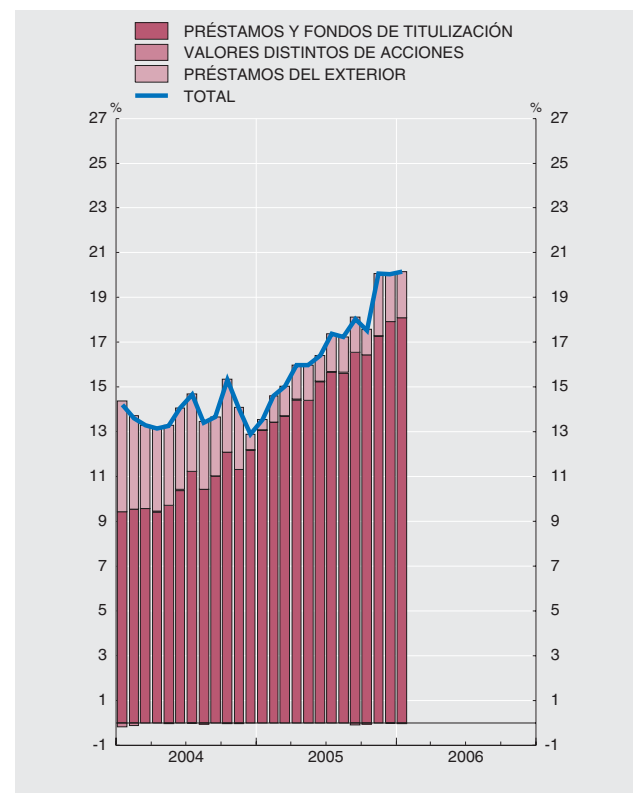
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>03</b>	572 705	67 431	13,5	391 850	13,6	9,4	10 971	-7,8	-0,2	169 884	15,3	4,3	13 581
<b>04</b>	650 918	73 852	12,9	461 003	17,8	12,2	10 992	0,2	0,0	178 923	2,4	0,7	15 432
<b>05</b>	791 787	130 538	20,1	577 242	25,3	17,9	10 955	-0,3	-0,0	203 590	7,8	2,1	5 930
<b>04 Oct</b>	640 315	15 485	15,3	448 011	17,5	12,1	11 546	-1,7	-0,0	180 758	11,3	3,2	13 240
<b>Nov</b>	639 387	-1 145	14,0	450 528	16,3	11,3	11 185	-1,9	-0,0	177 675	9,7	2,8	14 152
<b>Dic</b>	650 918	9 835	12,9	461 003	17,8	12,2	10 992	0,2	0,0	178 923	2,4	0,7	15 432
<b>05 Ene</b>	662 140	10 388	13,6	469 292	19,2	13,1	11 222	1,4	0,0	181 626	1,6	0,5	14 897
<b>Feb</b>	667 986	7 529	14,6	474 492	19,6	13,4	11 706	0,6	0,0	181 788	4,0	1,2	12 953
<b>Mar</b>	680 859	11 287	15,0	483 831	20,0	13,7	12 075	0,7	0,0	184 953	4,5	1,3	12 717
<b>Abr</b>	696 771	13 155	16,0	494 929	20,9	14,4	12 160	2,6	0,1	189 682	5,1	1,5	12 143
<b>May</b>	702 125	4 717	16,0	500 377	20,9	14,4	11 811	1,1	0,0	189 936	5,4	1,6	11 754
<b>Jun</b>	719 455	15 346	16,4	516 594	22,0	15,2	12 014	1,0	0,0	190 847	4,0	1,2	7 060
<b>Jul</b>	740 911	19 173	17,4	531 869	22,5	15,7	11 785	1,5	0,0	197 257	5,9	1,7	6 418
<b>Ago</b>	735 561	-5 484	17,2	526 645	22,4	15,6	11 729	3,0	0,1	197 188	5,6	1,6	6 364
<b>Sep</b>	748 597	12 608	18,1	539 542	23,7	16,5	11 254	-4,5	-0,1	197 801	5,6	1,6	6 970
<b>Oct</b>	761 151	14 776	17,5	552 893	23,5	16,5	11 193	-3,1	-0,1	197 065	4,0	1,1	9 652
<b>Nov</b>	778 445	15 027	20,1	560 480	24,5	17,3	11 468	2,5	0,0	206 497	10,0	2,8	9 178
<b>Dic</b>	791 787	12 016	20,1	577 242	25,3	17,9	10 955	-0,3	-0,0	203 590	7,8	2,1	5 930
<b>06 Ene</b>	805 084	13 299	20,2	588 674	25,5	18,1	11 127	-0,8	-0,0	205 282	7,6	2,1	5 775

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

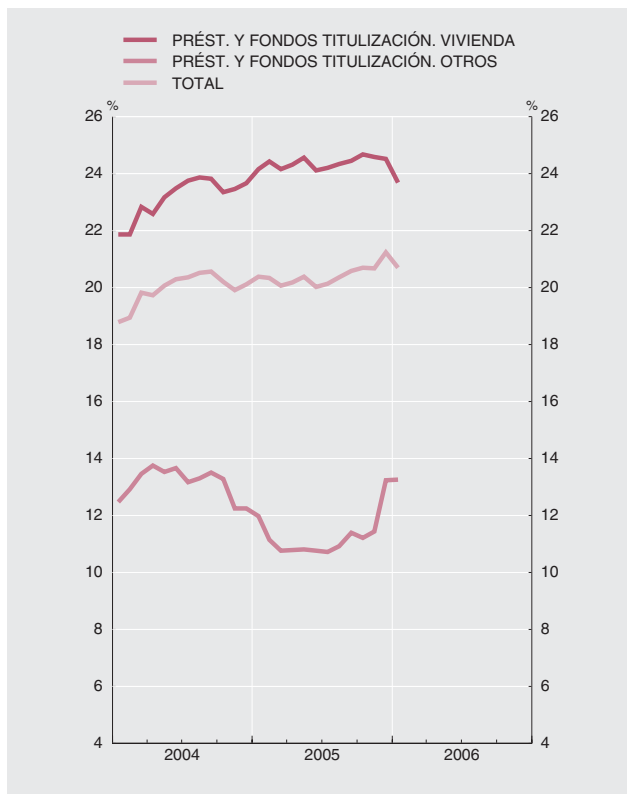
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

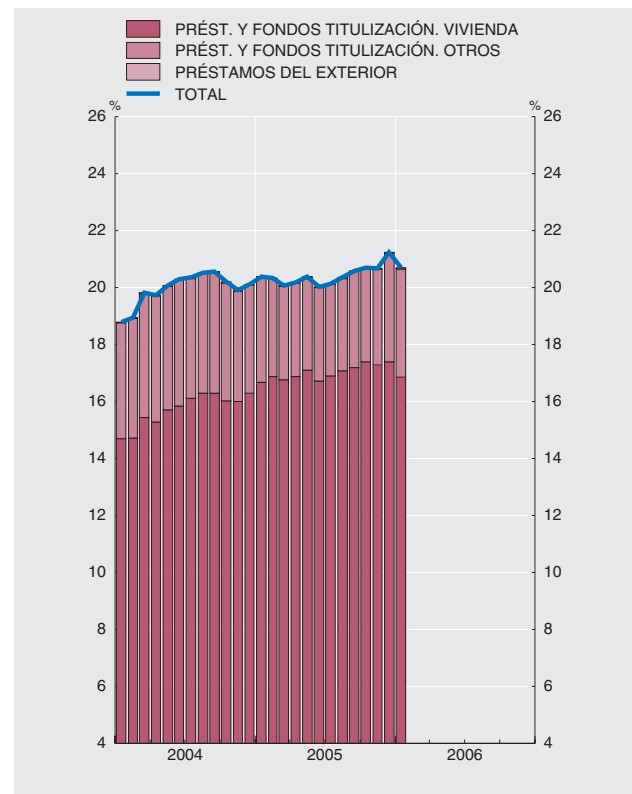
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>03</b>	447 712	71 594	19,0	308 195	21,6	14,5	138 796	13,7	4,5	722	17,7	0,0	32 237	6 070
<b>04</b>	537 250	90 026	20,1	381 050	23,6	16,3	155 339	12,2	3,8	860	19,2	0,0	47 225	8 819
<b>05</b>	P 650 909	114 048	21,2	474 400	24,5	17,4	175 508	13,2	3,8	1 001	16,3	0,0	28 419	3 019
<b>04 Oct</b>	519 451	7 645	20,2	366 156	23,3	16,0	152 455	13,3	4,1	840	18,5	0,0	45 005	8 009
<b>Nov</b>	531 030	11 612	19,9	373 499	23,4	16,0	156 676	12,2	3,9	854	19,5	0,0	46 081	8 358
<b>Dic</b>	537 250	6 308	20,1	381 050	23,6	16,3	155 339	12,2	3,8	860	19,2	0,0	47 225	8 819
<b>05 Ene</b>	543 340	6 111	20,4	386 991	24,1	16,7	155 477	12,0	3,7	871	17,6	0,0	46 673	8 754
<b>Feb</b>	550 139	6 822	20,3	393 386	24,4	16,9	155 873	11,1	3,4	881	17,6	0,0	46 815	8 225
<b>Mar</b>	559 129	9 045	20,1	401 580	24,2	16,8	156 658	10,8	3,3	892	17,5	0,0	49 823	8 119
<b>Abr</b>	569 734	10 610	20,2	409 201	24,3	16,9	159 631	10,8	3,3	902	17,8	0,0	51 203	8 014
<b>May</b>	580 004	10 281	20,4	418 030	24,5	17,1	161 061	10,8	3,3	914	17,1	0,0	54 343	7 764
<b>Jun</b>	593 109	13 196	20,0	425 435	24,1	16,7	166 749	10,8	3,3	924	15,8	0,0	34 300	3 385
<b>Jul</b>	602 752	9 668	20,1	435 624	24,2	16,9	166 190	10,7	3,2	939	15,9	0,0	33 893	3 592
<b>Ago</b>	607 883	5 124	20,3	440 930	24,3	17,1	165 999	10,9	3,2	953	16,3	0,0	34 035	3 514
<b>Sep</b>	616 709	8 891	20,6	447 953	24,4	17,2	167 789	11,4	3,4	967	16,5	0,0	32 608	3 833
<b>Oct</b>	P 626 526	9 834	20,7	456 410	24,7	17,4	169 144	11,2	3,3	972	15,7	0,0	32 451	3 452
<b>Nov</b>	P 640 388	13 893	20,7	465 231	24,6	17,3	174 180	11,4	3,4	977	14,4	0,0	34 007	3 197
<b>Dic</b>	P 650 909	10 573	21,2	474 400	24,5	17,4	175 508	13,2	3,8	1 001	16,3	0,0	28 419	3 019
<b>06 Ene</b>	P 655 309	4 415	20,7	478 567	23,7	16,9	175 731	13,3	3,8	1 012	16,2	0,0	28 018	2 917

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

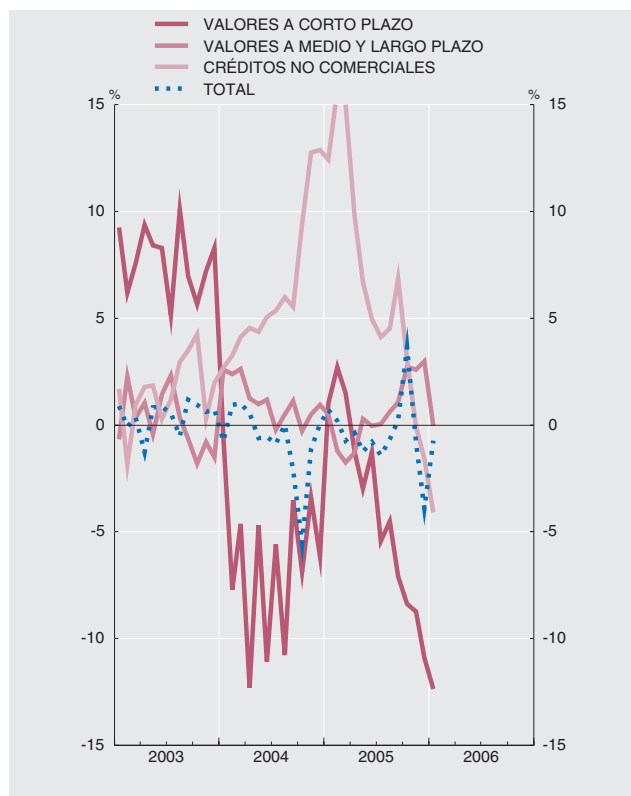
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

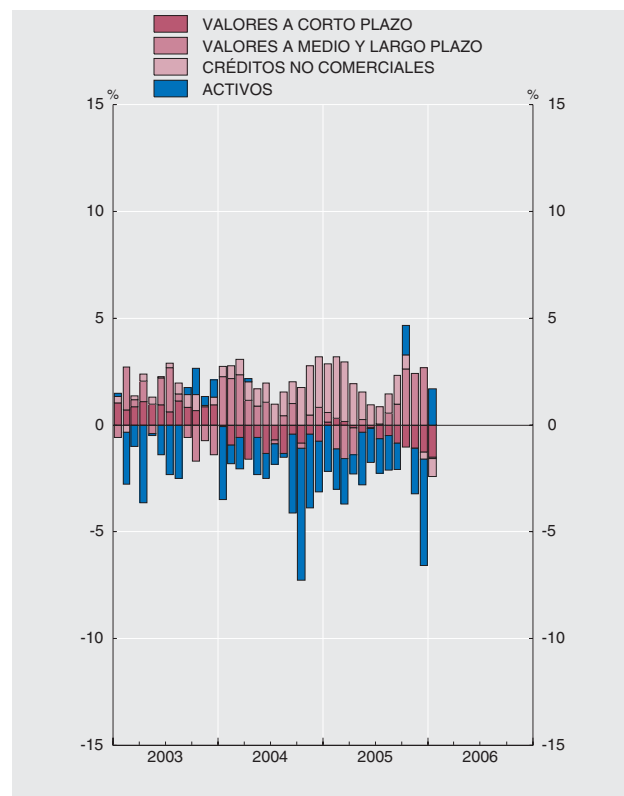
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>02</b>	320 409	-2 139	-0,7	6 597	- 59	6 352	185	1 785	6 950	1,7	0,2	2,2	0,3	15,2	0,0	2,0	0,1	-2,7	
<b>03</b>	322 766	2 356	0,7	-240	3 049	-4 431	1 142	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,5	2,0	-3,9	1,0	-1,4	0,4	0,8	
<b>04</b>	322 923	157	0,0	7 849	-2 456	2 694	7 611	-1 817	9 509	2,0	-6,2	0,9	12,9	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4	
<b>05</b>	A 310 328	-12 595	-3,9	3 515	-4 075	8 649	-1 059	-695	16 806	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0	
<b>04</b>	<i>Ago</i>	317 478	-3 185	0,0	-5 422	-2 834	-1 820	-768	55	-2 292	0,2	-10,8	0,5	6,0	0,9	-1,3	0,4	1,1	-0,2
	<i>Sep</i>	313 639	-3 839	-2,1	6 473	2 854	3 878	-259	-43	10 355	1,3	-3,5	1,1	5,5	18,1	-0,4	1,0	1,0	-3,7
	<i>Oct</i>	296 450	-17 189	-5,5	-4 711	-1 504	-5 616	2 408	11 558	0,5	-6,9	-0,3	9,4	27,6	-0,9	-0,2	1,7	-6,2	
	<i>Nov</i>	311 011	14 561	-1,1	6 745	2 149	3 996	600	-12 925	1,9	-3,4	0,5	12,7	15,3	-0,4	0,5	2,3	-3,4	
	<i>Dic</i>	322 923	11 913	0,0	1 336	-1 329	207	2 458	-389	-10 188	2,0	-6,2	0,9	12,9	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4
<b>05</b>	<i>Ene</i>	P 325 274	2 350	0,7	5 576	2 621	2 431	524	2 095	1 131	2,4	1,0	0,5	12,4	10,4	0,1	0,5	2,3	-2,2
	<i>Feb</i>	P 320 391	-4 883	0,2	-3 472	-3 059	-2 041	1 627	209	1 201	1,7	2,7	-1,2	15,5	8,7	0,3	-1,1	2,9	-1,9
	<i>Mar</i>	P 321 957	1 566	-0,7	633	1 207	-945	371	193	-1 125	1,1	1,5	-1,7	15,1	10,1	0,2	-1,6	2,8	-2,1
	<i>Abr</i>	P 310 129	-11 827	-0,4	-2 559	-3 320	2 693	-1 932	1 471	7 798	0,4	-1,2	-1,3	9,8	3,5	-0,1	-1,2	1,9	-0,9
	<i>May</i>	P 312 137	2 008	-1,3	2 827	1 968	2 995	-2 136	-316	1 136	1,0	-3,0	0,3	6,7	10,1	-0,4	0,3	1,3	-2,5
	<i>Jun</i>	P 319 986	7 849	-0,8	-447	-2 166	2 486	-766	150	-8 446	0,6	-1,3	-0,0	5,0	7,1	-0,1	-0,0	0,9	-1,6
	<i>Jul</i>	P 316 127	-3 859	-1,4	-6 341	1 337	-8 111	432	-3 422	939	0,2	-5,5	0,1	4,1	7,5	-0,6	0,0	0,8	-1,6
	<i>Ago</i>	P 315 369	-758	-0,7	-3 078	-2 349	-169	-560	-220	-2 100	0,8	-4,5	0,6	4,5	7,6	-0,5	0,6	0,9	-1,6
	<i>Sep</i>	P 314 337	-1 033	0,2	8 045	1 748	5 139	1 158	117	8 960	1,2	-7,1	1,1	6,8	5,0	-0,9	1,0	1,3	-1,2
	<i>Oct</i>	A 307 212	-7 125	3,6	-2 638	-1 876	-945	183	-10 050	14 537	1,7	-8,4	2,7	3,1	-4,6	-1,0	2,6	0,7	1,4
	<i>Nov</i>	A 308 464	1 253	-0,8	4 162	1 828	3 742	-1 408	-102	3 011	1,0	-8,7	2,6	-0,1	8,1	-1,1	2,4	-0,0	-2,1
	<i>Dic</i>	A 310 328	1 864	-3,9	807	-2 014	1 375	1 447	9 179	-10 236	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0
<b>06</b>	<i>Ene</i>	A 322 915	12 586	-0,7	-5 810	1 742	-6 375	-1 177	-9 835	-8 561	-2,0	-12,4	-0,1	-4,1	-7,4	-1,5	-0,0	-0,8	1,7

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

c.Excluidas las cuentas de recaudación.



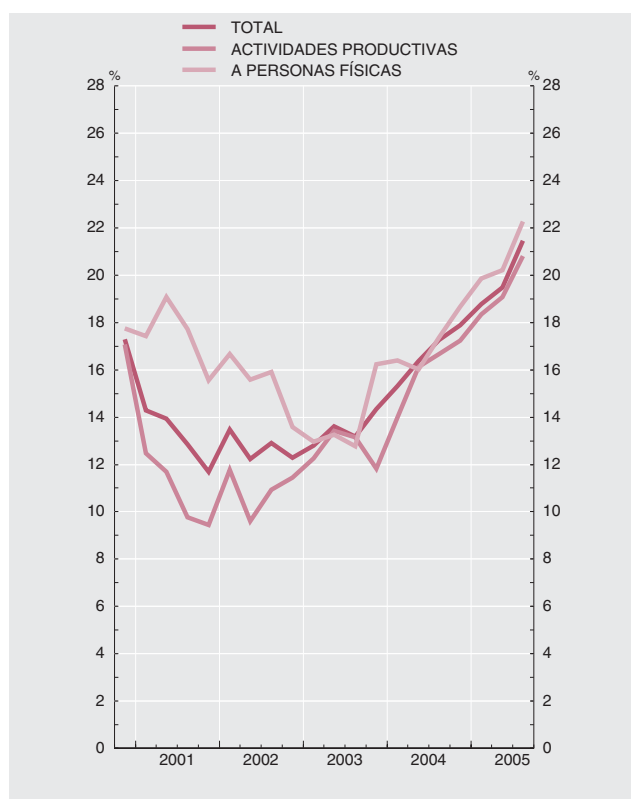
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

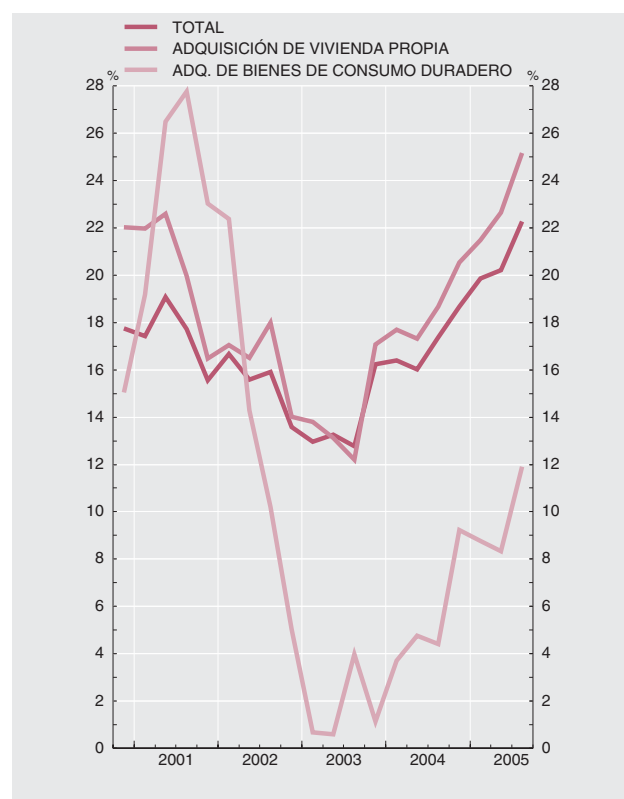
Millones de euros y porcentajes

	Financiación de actividades productivas						Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	
	Total (a)	Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero			Resto (b)
								Total	Adquisición	Rehabilitación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>02</b>	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
<b>03</b>	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 212
<b>04</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	441 443	333 826	317 268	16 557	38 379	69 238	3 677	17 594
<b>02 III</b>	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	316 697	234 668	224 849	9 819	35 072	46 957	2 339	9 820
<b>IV</b>	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
<b>03 I</b>	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	331 747	244 498	233 729	10 769	34 910	52 339	2 285	12 271
<b>II</b>	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	349 500	256 010	244 414	11 596	35 676	57 814	2 512	13 608
<b>III</b>	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	357 146	264 453	252 316	12 136	36 468	56 225	2 651	12 520
<b>IV</b>	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 212
<b>04 I</b>	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	386 179	288 736	275 107	13 629	36 201	61 242	3 108	14 930
<b>II</b>	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	405 486	301 537	286 744	14 793	37 374	66 575	3 183	17 777
<b>III</b>	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	419 230	315 021	299 447	15 574	38 075	66 134	3 426	16 355
<b>IV</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	441 443	333 826	317 268	16 557	38 379	69 238	3 677	17 594
<b>05 I</b>	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	462 910	351 757	334 224	17 532	39 375	71 778	3 548	15 649
<b>II</b>	Rt 077 710	542 523	19 459	99 000	89 710	334 354	512 464	391 135	371 669	19 466	42 494	78 836	4 200	18 522
<b>III</b>	1 125 369	565 606	20 144	101 351	94 322	349 789	537 597	415 345	394 810	20 534	44 609	77 644	4 355	17 812

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



### CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 89.53, 89.54 y 89.55 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

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

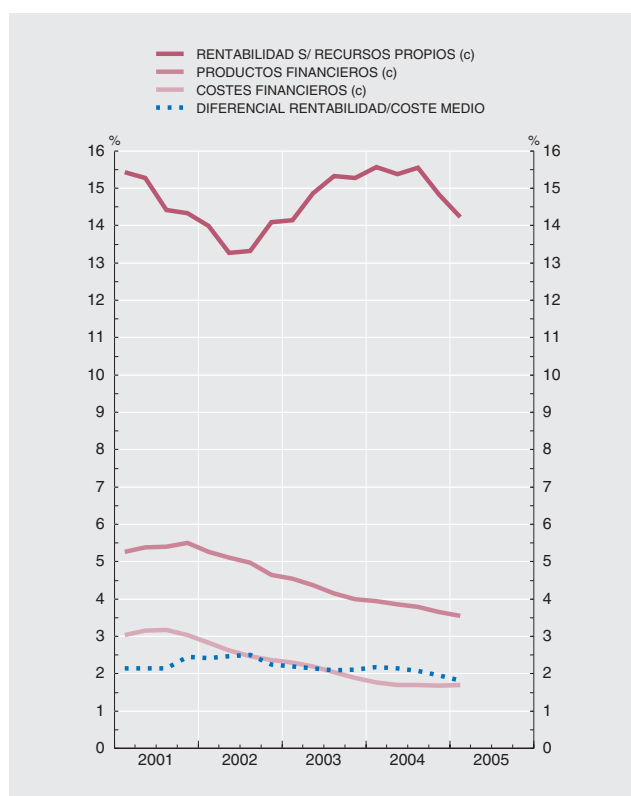
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

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

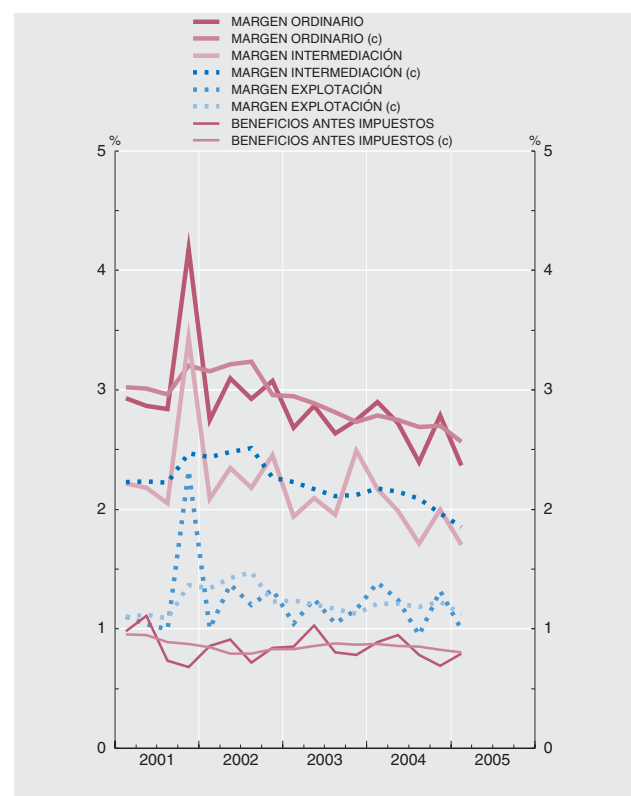
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14
							De personal	de explotación							
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)	
<b>02</b>	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-1,6	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3	
<b>03</b>	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-1,0	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1	
<b>04</b>	3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9	
<b>02 /</b>	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4	
<b>II</b>	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5	
<b>III</b>	4,6	2,4	2,2	0,7	2,9	1,7	1,0	1,2	-0,5	0,7	12,2	5,3	2,8	2,5	
<b>IV</b>	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-0,5	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3	
<b>03 /</b>	4,0	2,1	1,9	0,7	2,7	1,6	1,0	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,9	2,7	2,2	
<b>II</b>	4,0	1,9	2,1	0,8	2,9	1,6	1,0	1,3	-0,2	1,0	17,9	4,7	2,5	2,1	
<b>III</b>	3,7	1,7	2,0	0,7	2,6	1,6	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,0	4,4	2,3	2,1	
<b>IV</b>	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-0,4	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1	
<b>04 /</b>	3,8	1,7	2,2	0,7	2,9	1,5	0,9	1,4	-0,5	0,9	15,9	4,2	2,0	2,2	
<b>II</b>	3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,1	4,1	1,9	2,1	
<b>III</b>	3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,7	4,0	1,9	2,1	
<b>IV</b>	3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9	
<b>05 /</b>	3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9	1,8	

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 de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 89.61.

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

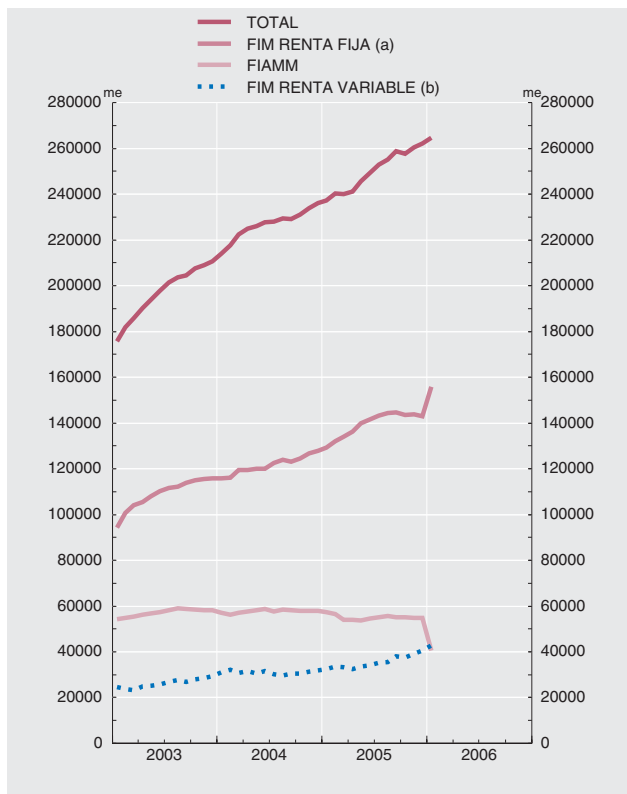
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

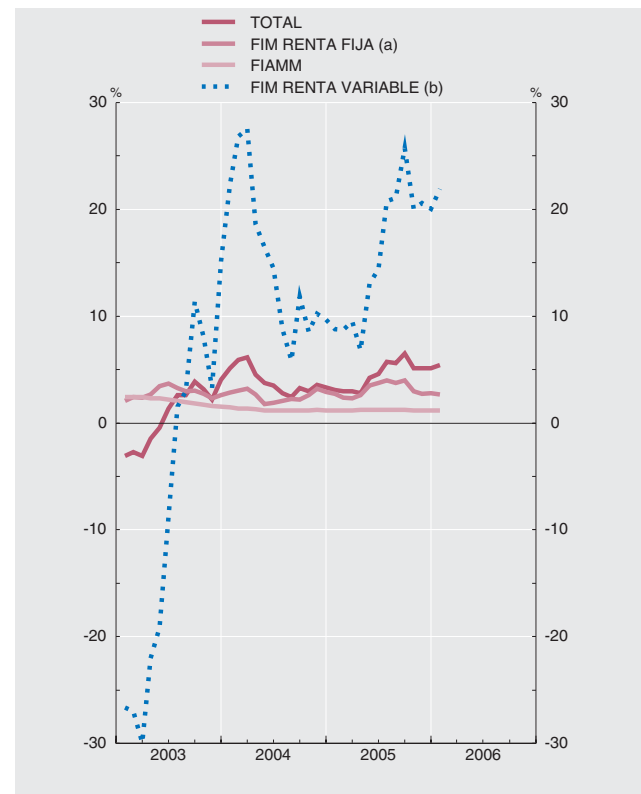
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio
			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	17	
<b>03</b>	210 627	35 894	28 077	4,0	58 054	4 688	3 830	1,5	115 819	23 077	20 129	2,6	29 401	3 334	-202	15,1	7 353
<b>04</b>	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
<b>05</b>	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
<b>04 Oct</b>	230 916	1 700	486	3,0	57 981	-148	-207	1,2	124 401	1 366	1 254	2,6	30 473	-79	-294	8,5	18 062
<b>Nov</b>	233 934	3 017	1 484	3,6	57 888	-93	-153	1,2	126 651	2 251	1 589	3,2	31 323	850	180	10,2	18 071
<b>Dic</b>	236 088	2 155	741	3,3	57 989	101	40	1,2	127 735	1 084	812	2,9	32 023	700	-90	9,7	18 341
<b>05 Ene</b>	237 309	1 220	171	3,1	57 368	-621	-684	1,2	129 162	1 427	1 029	2,7	32 489	466	-76	8,8	18 290
<b>Feb</b>	240 300	2 991	1 933	2,9	56 366	-1 002	-1 057	1,2	132 155	2 993	2 760	2,4	33 574	1 084	465	8,7	18 205
<b>Mar</b>	240 060	-240	30	3,0	54 000	-2 366	-2 419	1,2	133 898	1 743	1 741	2,3	33 335	-238	143	9,5	18 827
<b>Abr</b>	241 150	1 091	1 674	2,8	54 063	63	7	1,2	136 126	2 228	1 977	2,6	32 334	-1 001	-310	6,8	18 628
<b>May</b>	245 737	4 586	1 908	4,2	53 820	-243	-296	1,2	139 748	3 622	2 676	3,5	33 512	1 179	-338	13,0	18 657
<b>Jun</b>	249 193	3 456	1 493	4,6	54 626	806	751	1,2	141 550	1 803	1 137	3,7	34 116	603	-341	14,4	18 901
<b>Jul</b>	252 926	3 733	2 021	5,7	54 983	357	305	1,2	143 341	1 791	1 331	4,0	35 341	1 225	87	20,7	19 260
<b>Ago</b>	255 127	2 201	2 256	5,6	55 571	588	531	1,2	144 425	1 083	1 008	3,7	35 532	191	358	21,1	19 599
<b>Sep</b>	258 684	3 557	823	6,5	55 015	-556	-607	1,2	144 713	288	125	4,0	38 163	2 631	749	25,7	20 793
<b>Oct</b>	257 516	-1 168	774	5,1	55 136	121	75	1,2	143 442	-1 271	-348	3,0	37 353	-810	169	20,0	21 585
<b>Nov</b>	260 502	2 986	1 188	5,1	54 861	-275	-318	1,2	143 658	216	-208	2,7	39 218	1 865	860	20,6	22 766
<b>Dic</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06 Ene</b>	P 264 568	2 367	...	5,4	40 547	-14 204	...	1,2	155 704	12 657	...	2,6	42 740	2 067	...	21,9	25 577

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

b. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

c. Fondos globales.

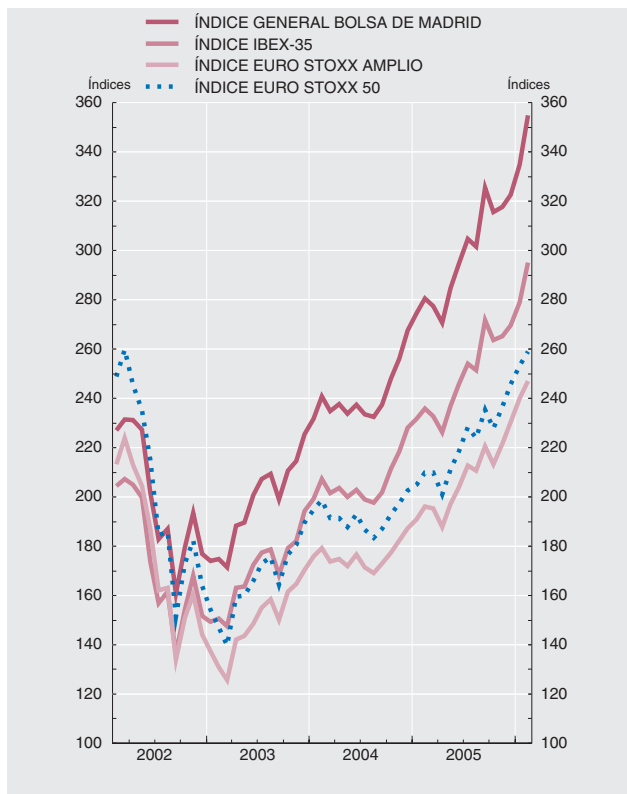
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

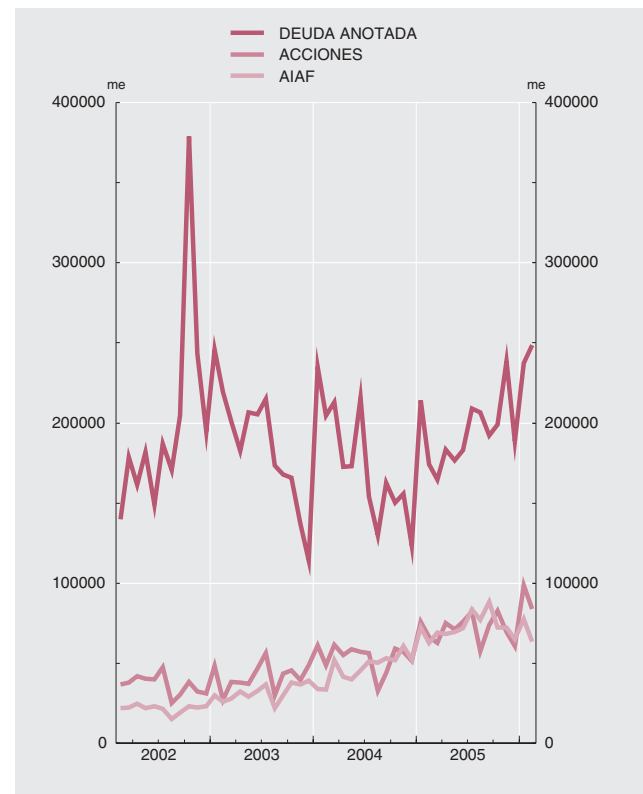
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)								
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	863,25	8 195,58	251,25	2 800,48	643 542	82 790	2 090 447	566 600	-	8 495	0	4 473	
<b>05</b>	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050	
<b>06</b>	A 1 233,67	11 406,32	347,39	3 730,85	182 842	14 811	485 612	141 041	-	2 140	-	940	
<b>04</b>	Nov	917,68	8 693,00	260,21	2 876,39	57 052	6 546	155 757	60 867	...	882	...	400
	Dic	959,06	9 080,80	267,38	2 951,24	51 572	6 405	123 480	52 341	...	1 101	...	358
<b>05</b>	Ene	983,75	9 223,90	272,56	2 984,59	76 049	6 420	214 225	72 492	...	747	...	409
	Feb	1 004,92	9 391,00	280,02	3 058,32	66 419	5 676	174 280	62 893	...	990	...	414
	Mar	994,40	9 258,80	278,89	3 055,73	62 722	7 491	164 770	69 095	...	916	...	422
	Abr	970,02	9 001,60	267,92	2 930,10	75 282	8 902	183 502	68 311	...	542	...	462
	May	1 020,21	9 427,10	281,26	3 076,70	71 094	8 654	176 431	69 387	...	499	...	376
	Jun	1 055,65	9 783,20	291,17	3 181,54	76 059	7 417	183 058	71 904	...	910	...	414
	Jul	1 092,02	10 115,60	303,84	3 326,51	82 379	7 739	209 001	83 492	...	779	...	412
	Ago	1 080,50	10 008,90	300,62	3 263,78	57 371	7 787	206 603	76 957	...	840	...	396
	Sep	1 166,48	10 813,90	314,81	3 428,51	73 796	7 603	192 091	88 115	...	1 914	...	433
	Oct	1 130,60	10 493,80	304,53	3 320,15	82 639	6 764	198 843	72 176	...	935	...	463
	Nov	1 138,53	10 557,80	316,42	3 447,07	69 451	9 853	238 405	72 176	...	972	...	441
	Dic	1 156,21	10 733,90	328,92	3 578,93	60 709	8 885	188 813	65 300	...	1 313	...	408
<b>06</b>	Ene	1 199,80	11 104,30	342,50	3 691,41	98 821	6 993	237 197	77 566	...	1 223	...	475
	Feb	P 1 271,16	11 740,70	352,80	3 774,51	84 021	7 818	248 415	63 475	...	917	...	466

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

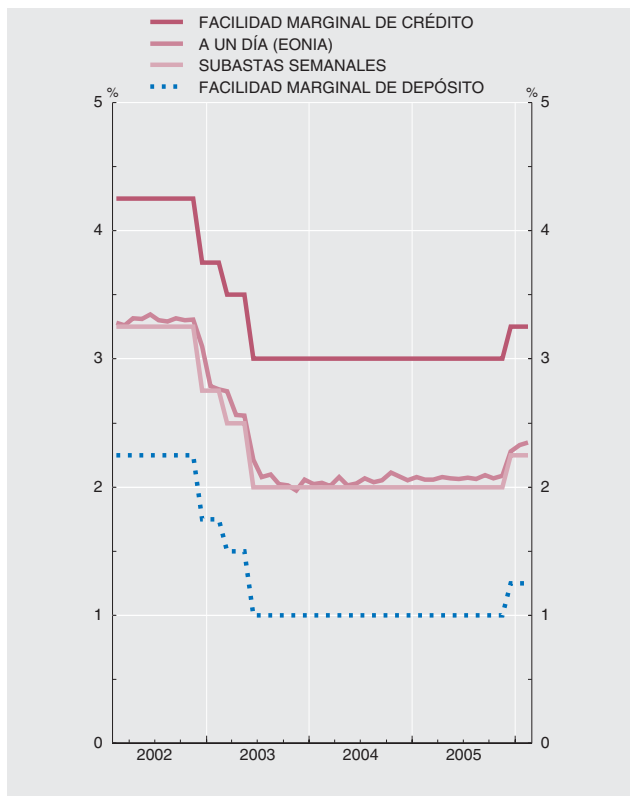
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

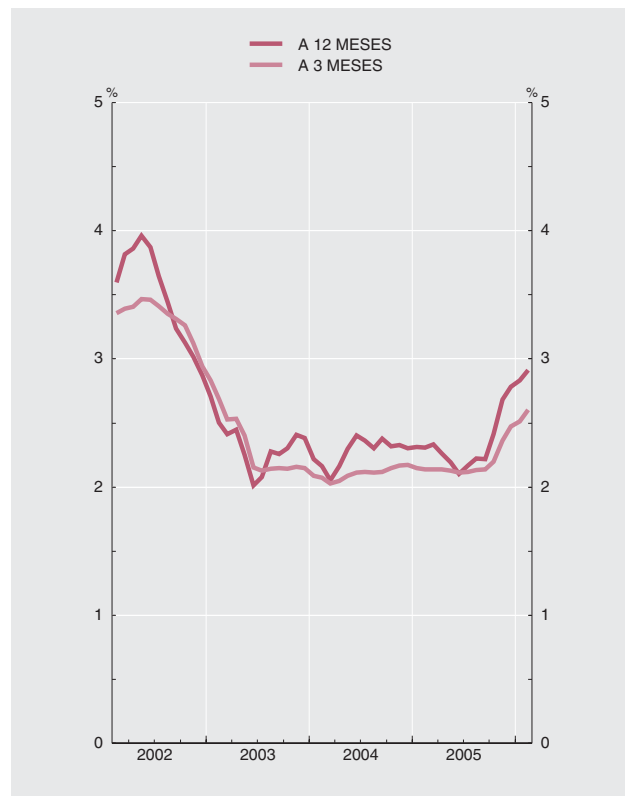
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	2,04	2,06	2,10	2,29	1,99	1,99	1,99	2,14
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
06	A -	2,57	3,25	1,25	2,34	2,42	2,55	2,69	2,87	2,33	2,40	2,55	2,88	2,26	2,32	2,43	2,75
04 Nov	2,00	2,05	3,00	1,00	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,08	2,09	2,16	2,34	2,06	2,04	2,06	-
04 Dic	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,05	2,15	2,17	2,30	2,02	2,05	2,06	-
05 Ene	2,00	2,09	3,00	1,00	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,07	2,10	2,14	2,33	2,04	2,04	2,05	2,17
05 Feb	2,00	2,08	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,31	2,06	2,08	2,13	2,30	2,02	2,03	2,04	2,17
05 Mar	2,00	2,09	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	2,05	2,09	2,13	2,33	1,98	2,03	2,03	2,22
05 Abr	2,00	2,08	3,00	1,00	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	2,07	2,09	2,13	2,24	2,01	2,00	2,03	2,18
05 May	2,00	2,08	3,00	1,00	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	2,07	2,08	2,12	2,19	2,02	2,02	2,02	-
05 Jun	2,00	2,06	3,00	1,00	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	2,06	2,08	2,10	2,11	2,02	2,01	2,01	2,01
05 Jul	2,00	2,07	3,00	1,00	2,07	2,11	2,12	2,14	2,17	2,06	2,09	2,11	2,15	2,03	2,00	2,01	2,04
05 Ago	2,00	-	3,00	1,00	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	2,07	2,09	2,13	2,23	2,04	2,03	2,04	2,12
05 Sep	2,00	2,09	3,00	1,00	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	2,09	2,09	2,13	2,25	2,09	2,04	2,04	2,13
05 Oct	2,00	2,17	3,00	1,00	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	2,07	2,11	2,19	2,44	2,02	2,04	2,08	-
05 Nov	2,00	-	3,00	1,00	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	2,09	2,21	2,36	2,68	1,95	2,11	2,23	2,62
05 Dic	2,25	2,45	3,25	1,25	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	2,28	2,40	2,47	2,78	2,22	2,28	2,32	2,69
06 Ene	2,25	2,47	3,25	1,25	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	2,32	2,37	2,50	2,84	2,27	2,27	2,40	2,73
06 Feb	2,25	2,57	3,25	1,25	2,35	2,46	2,60	2,73	2,91	2,34	2,44	2,60	2,92	2,25	2,36	2,47	2,78

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

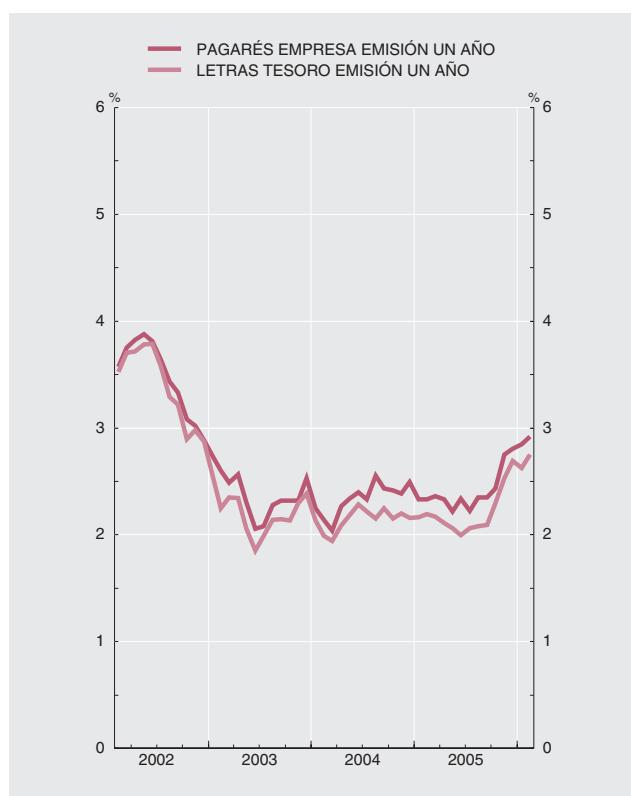
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

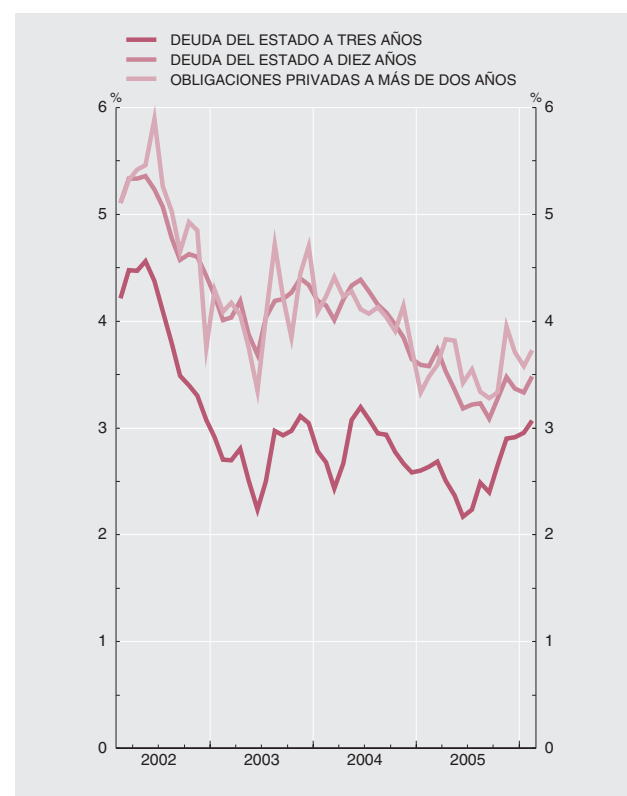
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
04	2,15	2,17	2,34	2,25	2,79	3,22	4,02	4,27	4,73	2,82	4,10	4,11	
05	2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55	
06	A 2,68	2,71	2,88	2,90	3,01	3,27	3,31	-	3,81	3,01	3,40	3,65	
04	Nov	2,20	2,25	2,39	2,38	2,63	-	3,79	-	4,41	2,67	3,85	4,14
	Dic	2,16	2,20	2,50	2,29	-	2,86	3,57	3,71	-	2,58	3,64	3,74
05	Ene	2,17	2,23	2,33	2,34	2,58	-	3,54	-	-	2,60	3,59	3,33
	Feb	2,19	2,20	2,33	2,34	-	2,85	-	3,70	-	2,64	3,58	3,48
	Mar	2,17	2,19	2,36	2,35	-	-	3,68	-	-	2,69	3,73	3,59
	Abr	2,11	2,12	2,33	2,30	-	3,07	-	-	-	2,50	3,53	3,83
	May	2,06	2,07	2,22	2,22	-	2,84	3,32	-	-	2,37	3,36	3,82
	Jun	2,00	1,98	2,34	2,17	2,14	-	-	-	3,92	2,17	3,19	3,42
	Jul	2,06	2,03	2,23	2,18	-	2,64	-	-	-	2,24	3,22	3,55
	Ago	2,08	2,10	2,35	2,25	-	-	-	-	-	2,49	3,23	3,34
	Sep	2,09	2,05	2,35	2,27	2,18	-	3,17	-	-	2,40	3,09	3,28
	Oct	2,29	2,30	2,43	2,44	-	-	-	-	3,77	2,65	3,27	3,33
	Nov	2,53	2,42	2,75	2,66	2,62	-	3,48	-	-	2,90	3,48	3,95
	Dic	2,69	2,63	2,81	2,84	-	3,03	-	-	-	2,91	3,37	3,71
06	Ene	2,62	2,66	2,85	2,87	2,93	-	3,31	-	-	2,95	3,33	3,58
	Feb	2,75	2,77	2,92	2,93	3,09	-	-	-	3,81	3,07	3,48	3,73

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



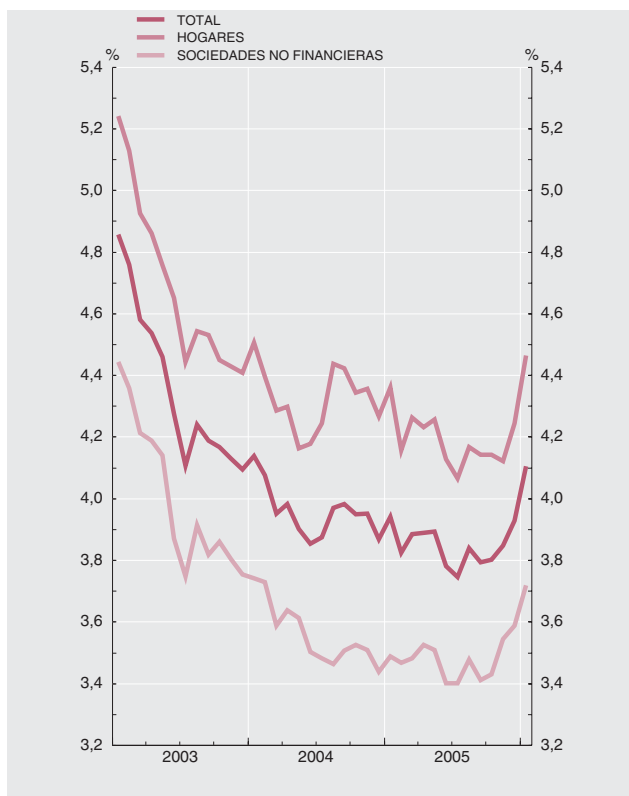
FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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

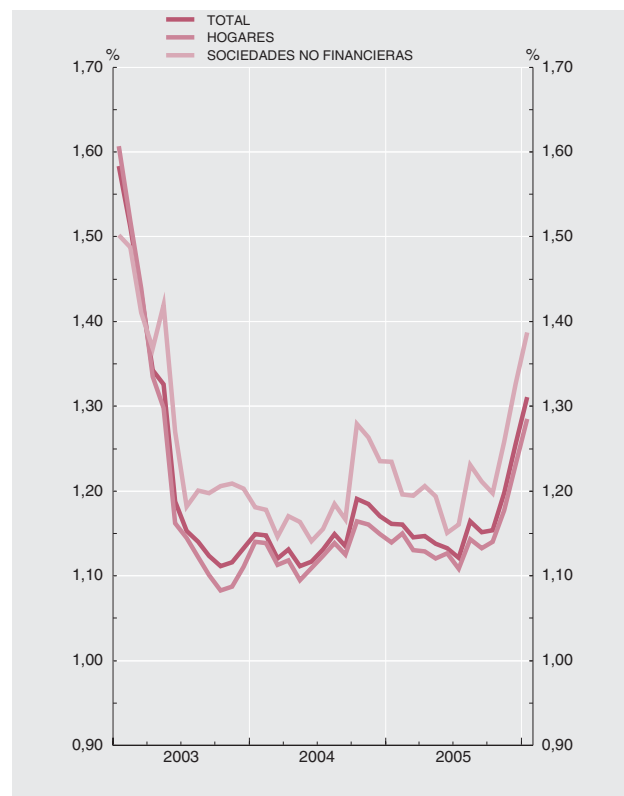
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y pre-aviso	Depósitos a plazo	Cesio-nes temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesio-nes temporales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
04	3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03
05	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06	A 4,11	4,47	3,67	6,55	3,72	4,27	3,27	1,31	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25	2,27
04	3,90	4,16	3,25	6,13	3,61	4,18	3,13	1,11	1,09	0,38	1,92	1,94	1,16	0,66	1,96	1,96
May	3,85	4,18	3,29	6,04	3,50	4,15	3,09	1,12	1,11	0,37	2,00	2,06	1,14	0,64	2,01	1,98
Jun	3,88	4,24	3,38	6,07	3,48	4,14	3,03	1,13	1,12	0,37	2,04	2,07	1,16	0,66	1,98	1,99
Jul	3,97	4,44	3,46	6,54	3,46	4,21	2,88	1,15	1,14	0,38	2,03	2,00	1,19	0,68	1,97	2,00
Ago	3,98	4,42	3,45	6,54	3,51	4,13	2,99	1,14	1,13	0,38	2,01	1,98	1,17	0,67	2,00	2,00
Sep	3,95	4,34	3,45	6,34	3,53	4,15	2,95	1,19	1,16	0,39	2,08	2,01	1,28	0,70	2,28	2,03
Oct	3,95	4,36	3,48	6,29	3,51	4,13	2,94	1,18	1,16	0,38	2,08	2,02	1,26	0,69	2,23	2,04
Nov	3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03
Dic																
05	3,94	4,36	3,43	6,53	3,49	4,21	2,89	1,16	1,14	0,39	2,02	2,04	1,23	0,73	2,05	2,09
Ene	3,83	4,16	3,44	5,85	3,47	4,09	2,91	1,16	1,15	0,40	2,04	2,09	1,20	0,70	2,03	2,05
Feb	3,89	4,26	3,42	6,26	3,48	4,04	2,98	1,15	1,13	0,39	2,03	2,06	1,19	0,70	2,03	2,00
Mar	3,89	4,23	3,41	6,18	3,53	4,03	3,01	1,15	1,13	0,39	2,02	2,08	1,21	0,72	2,02	2,03
Abr	3,89	4,26	3,42	6,25	3,51	4,06	2,99	1,14	1,12	0,38	2,02	2,08	1,19	0,73	1,97	2,01
May	3,78	4,13	3,35	5,99	3,40	4,00	2,99	1,13	1,13	0,40	2,04	2,08	1,15	0,67	2,01	2,01
Jun	3,75	4,07	3,29	5,99	3,40	3,95	2,99	1,12	1,11	0,40	2,00	2,07	1,16	0,71	2,02	2,01
Jul	3,84	4,17	3,29	6,38	3,48	4,01	2,92	1,16	1,14	0,40	2,05	2,09	1,23	0,73	2,11	2,02
Ago	3,79	4,14	3,28	6,32	3,41	3,88	2,97	1,15	1,13	0,40	2,04	2,11	1,21	0,73	2,05	2,04
Sep	3,80	4,14	3,31	6,27	3,43	3,91	2,98	1,15	1,14	0,39	2,07	2,01	1,20	0,73	2,03	2,01
Oct	3,85	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16	2,01
Nov	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
Dic																
06	P 4,11	4,47	3,67	6,55	3,72	4,27	3,27	1,31	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25	2,27

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS  
TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS  
TIPOS SINTÉTICOS



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

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

c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

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

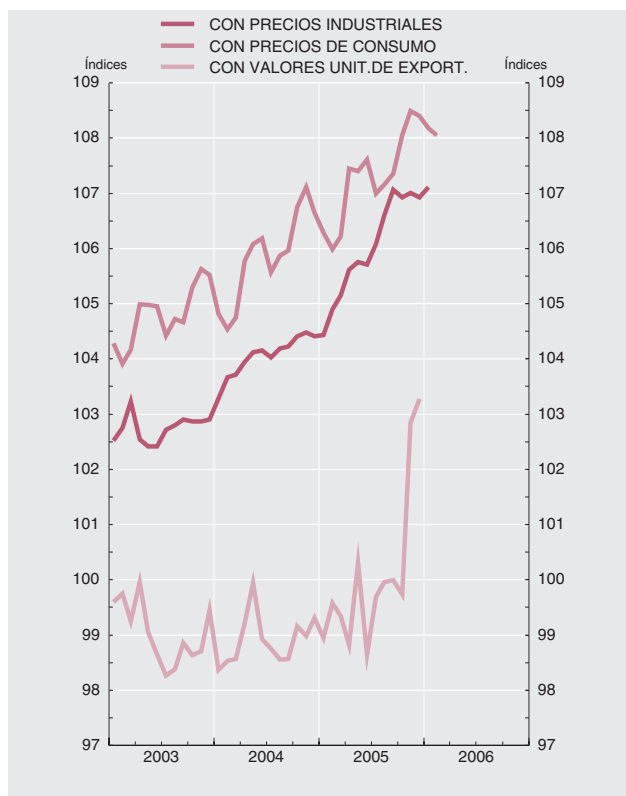
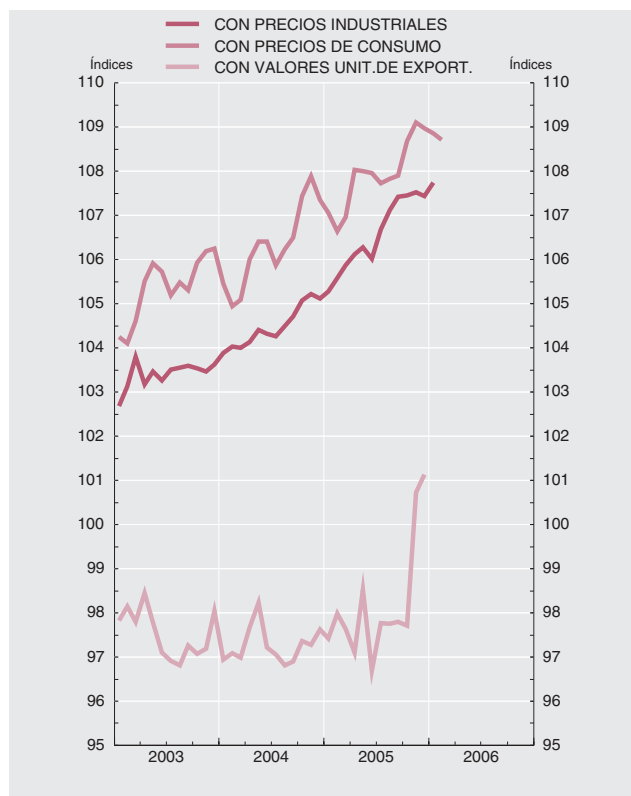
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 15)									Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales (10)	Con precios de consumo (11)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (12)	Con valores unitarios de las exportaciones (13)
	Con precios industriales (1)	Con precios de consumo (2)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios de consumo (7)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)				
<b>03</b>	103,4	105,4	103,3	97,5	100,1	103,2	105,2	103,2	97,4	102,7	104,8	102,6	99,0
<b>04</b>	104,5	106,3	107,0	97,3	99,9	104,5	106,4	107,0	97,3	104,1	105,8	106,2	98,9
<b>05</b>	106,6	107,9	110,4	98,2	100,1	106,5	107,8	110,4	98,1	106,0	107,3	109,7	100,1
<b>04 I</b>	104,0	105,2	105,7	97,0	100,0	104,0	105,2	105,7	97,0	103,6	104,7	104,9	98,5
<b>II</b>	104,3	106,3	106,0	97,7	99,7	104,6	106,6	106,2	98,0	104,1	106,0	105,4	99,4
<b>III</b>	104,5	106,2	107,4	96,9	99,8	104,7	106,4	107,6	97,1	104,1	105,8	106,8	98,6
<b>IV</b>	105,1	107,6	108,8	97,4	100,2	105,0	107,4	108,6	97,3	104,4	106,8	107,7	99,2
<b>05 I</b>	105,6	106,9	110,6	97,7	100,2	105,4	106,7	110,4	97,5	104,8	106,2	109,7	99,3
<b>II</b>	106,1	108,0	110,7	97,5	100,0	106,2	108,0	110,7	97,5	105,7	107,5	109,9	99,3
<b>III</b>	107,1	107,8	110,3	97,8	100,1	107,0	107,7	110,2	97,7	106,6	107,2	109,5	99,9
<b>IV</b>	107,5	108,9	110,2	99,8	100,0	107,4	108,9	110,1	99,8	106,9	108,3	109,6	101,9
<b>05 May</b>	106,3	108,0	...	98,5	100,0	106,2	108,0	...	98,5	105,8	107,4	...	100,3
<b>Jun</b>	106,0	108,0	...	96,7	99,8	106,2	108,2	...	96,9	105,7	107,6	...	98,6
<b>Jul</b>	106,7	107,7	...	97,8	100,2	106,5	107,6	...	97,6	106,1	107,0	...	99,7
<b>Ago</b>	107,1	107,8	...	97,8	100,1	107,0	107,7	...	97,7	106,6	107,2	...	100,0
<b>Sep</b>	107,4	107,9	...	97,8	100,0	107,5	107,9	...	97,8	107,1	107,4	...	100,0
<b>Oct</b>	107,5	108,7	...	97,7	100,1	107,4	108,6	...	97,7	106,9	108,0	...	99,7
<b>Nov</b>	107,5	109,1	...	100,7	100,1	107,5	109,0	...	100,7	107,0	108,5	...	102,8
<b>Dic</b>	107,4	109,0	...	101,1	100,0	107,4	109,0	...	101,1	106,9	108,4	...	103,3
<b>06 Ene</b>	107,7	108,9	...	...	100,1	107,6	108,7	...	...	107,1	108,2	...	...
<b>Feb</b>	...	108,7	...	...	100,1	...	108,6	...	...	...	108,0	...	...

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

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



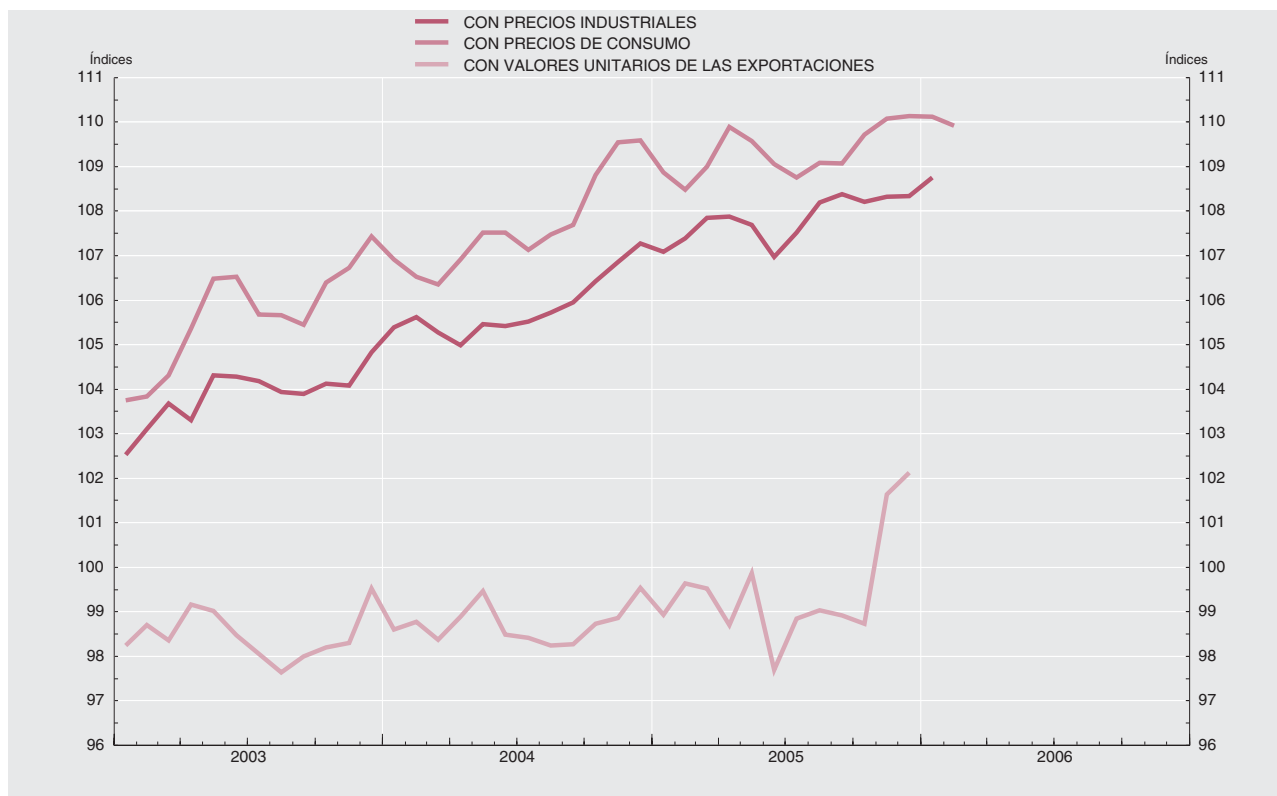
### 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>03</b>	103,9	105,6	104,6	98,5	100,0	103,9	105,6	104,6	98,5
<b>04</b>	105,8	107,7	109,5	98,7	100,8	105,0	106,9	108,7	98,0
<b>05</b>	107,8	109,3	112,8	99,5	100,9	106,9	108,3	111,8	98,6
<b>04 I</b>	105,4	106,6	108,3	98,6	100,9	104,5	105,7	107,4	97,7
<b>II</b>	105,3	107,3	108,2	98,9	100,3	105,0	107,0	107,9	98,7
<b>III</b>	105,7	107,4	109,8	98,3	100,5	105,2	106,9	109,2	97,8
<b>IV</b>	106,8	109,3	111,7	99,0	101,4	105,4	107,8	110,2	97,7
<b>05 I</b>	107,4	108,8	113,6	99,4	101,5	105,9	107,2	112,0	97,9
<b>II</b>	107,5	109,5	113,2	98,8	100,9	106,6	108,6	112,2	97,9
<b>III</b>	108,0	109,0	112,3	98,9	100,7	107,3	108,2	111,5	98,3
<b>IV</b>	108,3	110,0	112,0	100,8	100,6	107,7	109,4	111,4	100,3
<b>05 May</b>	107,7	109,6	...	99,9	101,0	106,6	108,5	...	98,9
<b>Jun</b>	107,0	109,1	...	97,7	100,3	106,6	108,7	...	97,4
<b>Jul</b>	107,5	108,7	...	98,8	100,6	106,9	108,1	...	98,2
<b>Ago</b>	108,2	109,1	...	99,0	100,8	107,3	108,2	...	98,3
<b>Sep</b>	108,4	109,1	...	98,9	100,6	107,7	108,4	...	98,3
<b>Oct</b>	108,2	109,7	...	98,7	100,6	107,5	109,1	...	98,1
<b>Nov</b>	108,3	110,1	...	101,6	100,5	107,8	109,5	...	101,1
<b>Dic</b>	108,3	110,1	...	102,1	100,6	107,7	109,5	...	101,6
<b>06 Ene</b>	108,8	110,1	...	...	100,8	107,9	109,3	...	...
<b>Feb</b>	...	109,9	...	...	100,7	...	109,2	...	...

### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTE: BE.

- a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.
- b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.
- c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.
- d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

DIC 2004	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Una valoración de la evolución reciente del precio del petróleo 29</p> <p>Las implicaciones del endeudamiento de los hogares sobre el consumo privado 47</p> <p>Proyecciones de población para la economía española 55</p> <p>Las series de <i>stock</i> de capital humano y tecnológico en los indicadores de convergencia real 63</p> <p>La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los precios de las importaciones: ¿Ha cambiado tras el inicio de la UEM? 73</p>
ENE 2005	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM 75</p> <p>Un indicador sintético de presión financiera para las empresas españolas 87</p> <p>Efectos de balance y riesgo soberano en las economías emergentes 97</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004 107</p>
FEB 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2004, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>Inmigración: desarrollos recientes y consecuencias económicas 39</p> <p>Los gastos en tecnología y la eficiencia, productividad y costes de las entidades bancarias españolas 51</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: cuarto trimestre de 2004 63</p> <p>El sector textil de la UEM ante la eliminación de contingentes en el comercio exterior 73</p>
MAR 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2004 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas 45</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 55</p>
ABR 2005	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Inflación, productividad y márgenes sectoriales 77</p> <p>El sistema impositivo español y su comparación con el europeo 85</p> <p>La recaudación impositiva en el último decenio 97</p> <p>La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido 111</p> <p>Evolución y retos de la economía china 135</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2005 151</p>
MAY 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>La dinámica de los precios de producción en la economía española 41</p> <p>Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias 53</p> <p>Indicadores de accesibilidad y esfuerzo en el mercado de la vivienda 63</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: primer trimestre de 2005 73</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2004 83</p>
JUN 2005	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2005 39</p> <p>La Contabilidad Nacional de España, Base 2000: principales cambios e implicaciones para los agregados macroeconómicos 57</p> <p>El relanzamiento de la estrategia de Lisboa 73</p> <p>Características de la innovación tecnológica en las empresas españolas 93</p> <p>La revisión de la serie 1995-2004 de la Balanza de Pagos de España 109</p> <p>El <i>stock</i> de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional 129</p> <p>Las sociedades de garantía recíprocas: actividad y resultados en 2004 149</p>
JUL-AGO 2005	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La evolución del endeudamiento de las Administraciones Públicas: 2000-2004 75</p> <p>El impacto de China en la inversión extranjera directa hacia América Latina 85</p> <p>Los depósitos auxiliares del Banco de España 95</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2005 105</p>

SEP 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre del año 2005 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 45</p> <p>Informe semestral de la economía latinoamericana 55</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios: segundo trimestre de 2005 85</p> <p>Las decisiones de gasto de las familias españolas y sus principales determinantes 95</p> <p>El grado de flexibilidad de los precios de consumo en la zona del euro 107</p> <p>Las entidades de tasación: actividad en 2004 115</p>
OCT 2005	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>Efectos del tipo de cambio sobre la inflación, la actividad y el comercio: evidencia para España y la zona del euro 87</p> <p>Heterogeneidad en los mercados de trabajo regionales 101</p> <p>Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario 113</p> <p>Impacto fiscal del anuncio de regímenes cambiarios en los países emergentes 125</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2004 135</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2005 147</p> <p>El análisis de la economía española 157</p>
NOV 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2004 y hasta el tercer trimestre de 2005 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 53</p> <p>Las estrategias de formación de precios de las empresas españolas 65</p> <p>Los diferenciales de inflación en la UEM: el caso de la economía española 79</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2005 93</p>
DIC 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución de las exportaciones en el área del euro: una comparación con Estados Unidos y el Reino Unido 29</p> <p>La evolución de los precios de los alimentos: ¿existen diferencias por tipo de establecimiento? 43</p> <p>Nuevos instrumentos de titulización de pasivos empresariales: características e implicaciones 53</p> <p>La investigación inédita de Pedro Martínez Méndez sobre el Tesoro y el Banco de España entre 1900 y 1936 67</p>
ENE 2006	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos 77</p> <p>Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM 87</p> <p>Las facilidades financieras del FMI: señalización frente al aseguramiento 105</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005 119</p>
FEB 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2005, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>Algunos rasgos estructurales del sector de servicios en España 41</p> <p>Diferencias salariales entre los sectores público y privado en las regiones españolas 57</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2006 67</p> <p>Canales de reciclaje internacional de los petrodólares 77</p> <p>Una valoración de los procesos de fusión en el sector financiero europeo 91</p>
MAR 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2005 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La construcción en España 45</p> <p>La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición 63</p> <p>La financiación del déficit exterior de la economía española 71</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 85</p> <p>Los efectos económicos de la política fiscal en España 115</p>

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
- 54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.<sup>a</sup> TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELLILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

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

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

- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).  
 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).  
 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).  
 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).  
 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).  
 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).  
 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).  
 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).  
 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).  
 35 M.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).  
 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).  
 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).  
 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).  
 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).  
 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).  
 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).  
 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).  
 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).  
 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).  
 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).  
 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).  
 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0511 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The determinants of unsecured borrowing: evidence from the British household panel survey.  
 0512 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The impact of unsecured debt on financial distress among British households.  
 0513 ADELA LUQUE: Skill mix and technology in Spain: evidence from firm-level data.  
 0514 J. DAVID LÓPEZ-SALIDO, FERNANDO RESTOY Y JAVIER VALLÉS: Inflation differentials in EMU: the Spanish case.  
 0515 ISAAC ALFON, ISABEL ARGIMÓN Y PATRICIA BASCUÑANA-AMBRÓS: How individual capital requirements affect capital ratios in UK banks and building societies.  
 0516 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: M&As performance in the European financial industry.  
 0517 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Does China have an impact on foreign investment to Latin America?  
 0518 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Do European business cycles look like one?  
 0519 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Banking integration in Europe.  
 0520 JORDI GALÍ, MARK GERTLER Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve.  
 0521 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Sticky-price models and the natural rate hypothesis.  
 0522 OLYMPIA BOVER: Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances.  
 0523 ENRIQUE ALBEROLA, LUIS MOLINA Y DANIEL NAVIA: Say you fix, enjoy and relax. The deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline.

- 0524 AGUSTÍN MARAVALL: An application of the TRAMO-SEATS automatic procedure; direct versus indirect adjustment.
- 0525 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y MARÍA SOLEDAD MARTÍNEZ-PERÍA: The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications for financial stability.
- 0526 J. IGNACIO GARCÍA-PÉREZ Y JUAN F. JIMENO: Public sector wage gaps in Spanish regions.
- 0527 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data.
- 0528 EMMANUEL DHYNE, LUIS J. ÁLVAREZ, HERVÉ LE BIHAN, GIOVANNI VERONESE, DANIEL DIAS, JOHANNES HOFFMANN, NICOLE JONKER, PATRICK LÜNNEMANN, FABIO RUMLER Y JOUKO VILMUNEN: Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data.
- 0529 TERESA SASTRE Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ: Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas.
- 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento.
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICHTS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.
- 0602 JUAN A. ROJAS Y CARLOS URRUTIA: Social security reform with uninsurable income risk and endogenous borrowing constraints.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.
- 0604 FRANCISCO DE CASTRO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach.
- 0605 RICARDO GIMENO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0406 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.

BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (\*\*).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (\*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*\*)).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (\*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*).

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>2</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

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

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