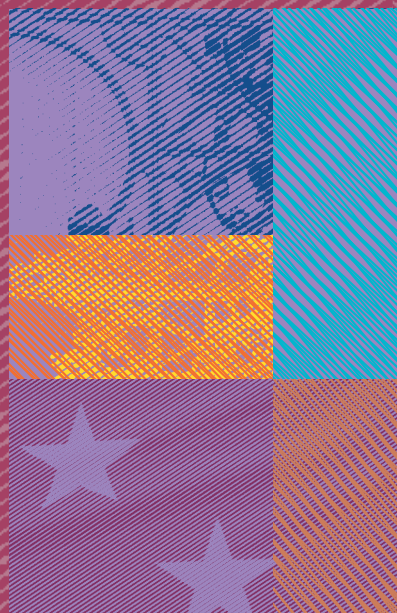


**BOLETÍN ECONÓMICO**

**10/2005**

**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, 2005  
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  |
| AIAF     | Asociación de Intermediarios de Activos Financieros  |
| BCE      | Banco Central Europeo  |
| BCN      | Bancos Centrales Nacionales  |
| BE       | Banco de España  |
| BOE      | Boletín Oficial del Estado   |
| CBE      | Circular del Banco de España   |
| CCAA     | Comunidades Autónomas  |
| CCLL     | Corporaciones Locales  |
| CECA     | Confederación Española de Cajas de Ahorros   |
| CEM      | Confederación Española de Mutualidades   |
| CFEE     | Cuentas Financieras de la Economía Española  |
| CNAE     | Clasificación Nacional de Actividades Económicas   |
| CNE      | Contabilidad Nacional de España  |
| CNMV     | Comisión Nacional del Mercado de Valores   |
| CNTR     | Contabilidad Nacional Trimestral de España   |
| DEG      | Derechos Especiales de Giro  |
| DGSFP    | Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones   |
| DGT      | Dirección General de Tráfico   |
| DGTFP    | Dirección General del Tesoro y Política Financiera   |
| EC       | Entidades de Crédito   |
| EFC      | Establecimientos Financieros de Crédito  |
| EONIA    | Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)                |
| EURIBOR  | Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate) |
| EUROSTAT | Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas   |
| EPA      | Encuesta de población activa   |
| FEDER    | Fondo Europeo de Desarrollo Regional   |
| FEGA     | Fondo Español de Garantía Agraria  |
| FEOGA    | Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola   |
| FIAMM    | Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario   |
| FIM      | Fondos de Inversión Mobiliaria   |
| FMI      | Fondo Monetario Internacional  |
| FMM      | Fondos del Mercado Monetario   |
| FOGASA   | Fondo de Garantía Salarial   |
| FSE      | Fondo Social Europeo   |
| IAPC     | Índice Armonizado de Precios de Consumo  |
| ICO      | Instituto de Crédito Oficial   |
| IFM      | Instituciones Financieras Monetarias   |

|          |  |
|----------|--|
| IGAE     | Intervención General de la Administración del Estado                     |
| IIC      | Instituciones de Inversión Colectiva                                     |
| INE      | Instituto Nacional de Estadística  |
| INEM     | Instituto Nacional de Empleo   |
| INVERCO  | Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones |
| IPC      | Índice de Precios de Consumo   |
| IPI      | Índice de Producción Industrial  |
| IPRI     | Índice de Precios Industriales   |
| IPSEBENE | Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos     |
| ISFLSH   | Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares              |
| IVA      | Impuesto sobre el Valor Añadido  |
| NEDD     | Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI                       |
| OBS      | Obra Benéfico Social   |
| OCDE     | Organización de Cooperación y Desarrollo Económico                       |
| OIFM     | Otras Instituciones Financieras Monetarias                               |
| OM       | Orden Ministerial  |
| OOAA     | Organismos Autónomos   |
| OOAAPP   | Otras Administraciones Públicas  |
| OPEP     | Organización de Países Exportadores de Petróleo                          |
| OSR      | Otros Sectores Residentes  |
| PDE      | Protocolo de Déficit Excesivo  |
| PEC      | Pacto de Estabilidad y Crecimiento                                       |
| PIB      | Producto Interior Bruto  |
| PIB pm   | Producto Interior Bruto a Precios de Mercado                             |
| PNB      | Producto Nacional Bruto  |
| RD       | Real Decreto   |
| SCLV     | Sistema de Compensación y Liquidación de Valores                         |
| SEC      | Sistema Europeo de Cuentas   |
| SME      | Sistema Monetario Europeo  |
| TAE      | Tasa Anual Equivalente   |
| TEDR     | Tipo Efectivo Definición Restringida                                     |
| UE       | Unión Europea  |
| UEM      | Unión Económica y Monetaria  |
| UE 15    | Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004                       |
| UE 25    | Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004                    |
| VNA      | Variación Neta de Activos  |
| VNP      | Variación Neta de Pasivos  |

## 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         | EEK (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 periodos. |
| 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

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

**Informe trimestral de la economía española**

1 Rasgos básicos 25

2 Entorno exterior del área del euro 33

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 38

4 La economía española 53

5 Evolución financiera 75

**Efectos del tipo de cambio sobre la inflación, la actividad y el comercio: evidencia para España y la zona del euro** 87

**Heterogeneidad en los mercados de trabajo regionales** 101

**Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario** 113

**Impacto fiscal del anuncio de regímenes cambiarios en los países emergentes** 125

**Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2004** 135

**Regulación financiera: tercer trimestre de 2005** 147

**El análisis de la economía española** 157

**Indicadores económicos** 1\*

**Artículos y publicaciones del Banco de España** 67\*

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

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

Señorías:

Comparezco, como viene siendo habitual, ante esta Comisión de Presupuestos del Congreso —en el marco de las deliberaciones que preceden a la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado— con la finalidad de contribuir con el punto de vista del Banco de España sobre la situación económica y los retos que se derivan de la misma. Comenzaré enmarcando el contexto exterior, prestando particular atención a la evolución de la zona del euro, ámbito en el que se establece la política monetaria relevante para España.

El hecho más destacado de la evolución reciente de la economía internacional ha sido el fuerte aumento del precio del petróleo, que desde principios del año 2004 se ha más que duplicado como consecuencia del fuerte crecimiento de su demanda (especialmente por parte de Estados Unidos y China) y de la limitada capacidad excedente de producción y refino. Así, durante el verano, el precio del barril de crudo ha alcanzado máximos históricos en términos nominales. En términos reales, sin embargo, el nivel de precios actual continúa siendo inferior a los niveles observados hace veinticinco años, a principios de la década de los ochenta.

Con todo, en 2005 la economía mundial ha continuado mostrando un elevado dinamismo en un contexto de inflación moderada, pudiendo alcanzar el PIB una tasa de crecimiento superior al 4% (aunque por debajo del 5,1% observado en 2004). Este ritmo de avance esconde, no obstante, diferencias bastante acusadas entre las distintas áreas económicas, dependiendo, en gran parte, del desigual grado de vulnerabilidad frente a los aumentos del precio de petróleo y de otras materias primas, del diverso grado de exposición al comercio mundial y, por supuesto, de factores específicos de cada zona. Así, la expansión sigue estando liderada por Estados Unidos y las economías emergentes de Asia (incluyendo China e India). Es de destacar la falta de dinamismo que ha mostrado la economía del área del euro, a la que luego me referiré más detenidamente.

Es importante destacar que el fuerte incremento del precio del crudo no está teniendo los intensos efectos sobre la actividad y la inflación que se observaron en episodios anteriores. Ello se debe, entre otras razones, a que el encarecimiento responde, en gran parte, al incremento de la demanda de petróleo en una situación de bonanza económica general, más que a recortes en la producción, como los que caracterizaron las alzas de 1973-1974, 1978-1980 y 1989-1990. Además, los cambios de los últimos años han dotado a la economía mundial de una mayor resistencia para afrontar las consecuencias adversas de la subida del precio del petróleo. Por su parte, los Gobiernos han evitado —en términos generales— la aplicación de políticas compensatorias del incremento del crudo, que tan malos resultados cosecharon en el pasado. Y, afortunadamente, la ausencia de efectos de segunda ronda sobre los salarios ha permitido contener las tensiones inflacionistas subyacentes, propiciando que las políticas monetarias hayan continuado siendo alentadoras del crecimiento.

A pesar de los resultados relativamente satisfactorios de la economía mundial en los primeros meses del año, los riesgos a la baja sobre el crecimiento se han ido acentuando en 2005. En primer lugar, los análisis más recientes disponibles apuntan a que el precio del petróleo permanecerá en los niveles elevados actuales por un período prolongado, y es incluso posible que se produzcan repuntes ocasionales, dada la limitada capacidad excedente de producción. En segundo lugar, los desequilibrios globales, y, en particular, el déficit exterior americano, han



seguido ampliándose, de tal forma que el riesgo de que puedan terminar afectando a la estabilidad de los mercados cambiarios y al crecimiento global se ha incrementado.

La zona del euro, por su parte, no ha sido capaz de beneficiarse en 2005 de la bonanza de la economía mundial. Durante la primera mitad del año, el crecimiento del área se ha mantenido en cotas muy moderadas, similares a las registradas en la última parte de 2004, y las perspectivas de crecimiento para el conjunto del año se han visto rebajadas progresivamente según han ido transcurriendo los meses. Las predicciones más recientes apuntan hacia un modesto crecimiento medio del PIB en torno al 1,3 % en 2005, reflejo de la notable debilidad que muestra la demanda interna.

Más a medio plazo, creo que las favorables condiciones monetarias y financieras existentes, junto con un crecimiento relativamente intenso del comercio mundial, deberían permitir el inicio de una recuperación sostenida de la actividad económica, hasta alcanzar tasas de alrededor del 2%, en línea con el crecimiento potencial. Esta recuperación estaría basada, en primera instancia, en las exportaciones y en la inversión. No obstante, este escenario está sujeto a riesgos a la baja relacionados con la evolución de los precios energéticos y con los desequilibrios globales existentes.

Por lo que respecta a los precios, la evolución del Índice Armonizado de Precios de Consumo en la zona del euro ha venido marcada por la trayectoria ascendente del componente energético. Así, la tasa interanual de inflación se ha situado por encima del 2%, y los últimos datos muestran una tendencia al repunte, que ha llegado al 2,5% en el avance del mes de septiembre. No parece, por tanto, posible que la inflación del área pueda volver pronto a tasas inferiores al 2%, dado el efecto combinado del aumento de los precios del petróleo y, en menor medida, de la depreciación del tipo de cambio.

No es fácil diagnosticar el alcance de este repunte. Hasta ahora no se ha encontrado evidencia concluyente de tensiones inflacionistas a medio plazo. La tasa interanual de variación del índice, que excluye los alimentos no elaborados y la energía, se ha mantenido en niveles moderados, en torno al 1,5%, lo cual indicaría que el encarecimiento de los precios energéticos no se estaría trasladando a otros componentes del índice agregado. Por su parte, las expectativas inflacionistas permanecen contenidas y los crecimientos salariales son moderados, en un contexto de debilidad de la demanda agregada y del mercado de trabajo. Sin embargo, los elevados niveles de los precios energéticos y sus posibles efectos de segunda ronda sobre los salarios representan importantes riesgos alcistas para la inflación en la zona del euro, que en el BCE vigilamos escrupulosamente.

En esta situación, acorde con las perspectivas de superación gradual de la fase actual de atonía de la actividad económica, el Consejo de Gobierno del BCE ha considerado que, a pesar de la presión que los precios del petróleo están ejerciendo sobre los precios, todavía la orientación de la política monetaria está en línea con el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo. Por todo ello, se ha decidido mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 2%, pero reforzando su actitud vigilante ante la eventual materialización de los riesgos que se están haciendo visibles en las últimas cifras de inflación.

El escaso dinamismo económico, a pesar de las favorables condiciones para el crecimiento que se derivan de los reducidos tipos de interés, de la saneada situación patrimonial de las empresas, de la evolución moderada de los costes laborales y de la vigorosa demanda exterior, subraya —más allá de factores coyunturales— la necesidad de acometer de forma decidida reformas estructurales que aumenten la capacidad de crecimiento potencial de la economía

europea. En julio, la Comisión presentó el programa comunitario sobre la estrategia de Lisboa, que contenía un conjunto de ocho medidas claves en tres áreas principales: fomentar el conocimiento y la innovación para el crecimiento, hacer de Europa un lugar más atractivo para invertir y trabajar, y crear más empleo y de más calidad. El programa comunitario ha de ser complementado ahora por planes nacionales de reforma, que los Estados miembros han de presentar en otoño. Resulta difícil exagerar la importancia de lograr avances concretos en estas áreas tanto a nivel nacional como europeo.

Finalmente, en este rápido repaso de la situación en la zona del euro no puedo dejar de referirme a la evolución presupuestaria de sus Estados miembros, caracterizada, como en años anteriores, por un insuficiente esfuerzo de consolidación fiscal y la persistencia de elevados déficits estructurales. Así, la evolución de las finanzas públicas en la UEM indica que no se cumplirán tampoco en 2005 los objetivos de déficit y deuda de los programas de estabilidad en la mayor parte de los países. De hecho, de acuerdo con la estimación de primavera de la Comisión Europea, un total de cuatro países estarán en situación de déficit excesivo en 2005. Tal como hemos venido señalando reiteradamente desde el BCE, resulta crucial que el nuevo marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento sea aplicado del modo más estricto posible y que los países muestren un mayor compromiso con su cumplimiento que en el pasado.

Desde el punto de vista de la economía española, los principales rasgos del panorama económico internacional que acabo de describir conforman un entorno de moderada fortaleza de los mercados externos y, sobre todo, de holgura de las condiciones monetarias y financieras, dadas su avanzada posición cíclica y las mayores tasas de inflación que viene registrando. Permítanme que trace, a continuación, un breve repaso de la situación coyuntural de la economía y de sus perspectivas para los próximos trimestres, que sirva para enmarcar el análisis y la valoración de los Presupuestos del año 2006.

En la primera mitad de 2005, el crecimiento del PIB español se elevó suavemente, siguiendo la tendencia ya observada a lo largo de 2004, hasta alcanzar un incremento interanual del 3,4% en el segundo trimestre. La información disponible sobre la evolución de la economía a lo largo del verano, todavía bastante incompleta, indica que el crecimiento ha continuado siendo alto, si bien parece haberse estabilizado. Quisiera recordar que estas estimaciones corresponden a la nueva Contabilidad Nacional, base 2000, que el INE publicó hace pocos meses y que han supuesto una significativa revisión al alza —de en torno a medio punto porcentual por año— del crecimiento español en el último quinquenio. Esta revisión refleja, principalmente, la incorporación en estas estimaciones de cifras actualizadas de población y empleo, que reflejan el fuerte impacto de la inmigración.

La expansión del producto sigue estando acompañada por una elevada capacidad de generación de empleo. Los datos de la Contabilidad trimestral han situado el incremento interanual del número de puestos de trabajo en el 3,1% en el segundo trimestre, siguiendo una tendencia de moderada aceleración, similar a la de la actividad. Es cierto también que, como ya he señalado en otras comparecencias, estas estimaciones indican que las ganancias de productividad del trabajo continúan siendo muy reducidas.

En la primera mitad de 2005, la demanda interna ha reforzado su elevado dinamismo, registrando incrementos cercanos al 5,5%. Es de destacar el avance de la inversión en equipo, que, tras la intensa reactivación mostrada a lo largo de 2004, se ha estabilizado en tasas de variación próximas al 10% durante el primer semestre. Las perspectivas de crecimiento de la demanda, las favorables condiciones de financiación y el buen comportamiento de los beneficios empresariales han contribuido a este auge inversor, al que se han unido otros compo-

nentes de la inversión, como la construcción no residencial, que ha incrementado su dinamismo en la primera mitad de 2005 debido a la realización de infraestructuras. Hay que señalar, sin embargo, que según los indicadores más actualizados el gasto en bienes de equipo habría moderado su impulso expansivo en los meses del verano.

El consumo de los hogares continúa avanzando a un ritmo significativamente superior al de su renta disponible, reflejando la importancia que está teniendo la revalorización de la riqueza de los hogares —tanto la financiera como, especialmente, la inmobiliaria— como elemento impulsor del gasto. En concreto, el consumo ha crecido a tasas cercanas al 5% en la primera mitad de 2005, aunque mantiene una senda de ligera desaceleración en relación con el final de 2004, que habría continuado a lo largo del verano. A su vez, la inversión residencial continúa creciendo a tasas del 6%, muy similares a las registradas el pasado año. Las favorables condiciones de financiación hipotecaria se unen a los efectos, ya mencionados, de la revalorización del patrimonio de los hogares para explicar la prolongación del intenso auge de la inversión en vivienda.

El empuje de la demanda interna se está viendo compensado, sin embargo, por la abultada detracción que ejerce la demanda exterior sobre la tasa de crecimiento del producto. Parte de este drenaje procede de la posición cíclica relativamente más avanzada que mantiene la economía española, en comparación con sus principales socios comerciales, y de la intensidad importadora de la inversión en equipo, pero también es consecuencia de las pérdidas de competitividad que se han ido acumulando en los últimos años. La contribución exterior alcanzó cotas fuertemente negativas en el primer trimestre de 2005, superando claramente los dos puntos del PIB, al unirse en ese período un comportamiento anormalmente débil de las exportaciones con el efecto de la recuperación de la inversión en equipo sobre las importaciones. A partir del segundo trimestre, a medida que las exportaciones de bienes y los ingresos por turismo se han ido recuperando, el efecto contractivo de la aportación exterior se ha mitigado algo, aunque esta continúa siendo muy abultada.

A este respecto, cabe señalar que la contribución de los diferenciales de inflación al deterioro de la competitividad no se ha aminorado. La tasa de inflación medida por los precios de consumo se ha incrementado en septiembre hasta el 3,7% (cuatro décimas más que en agosto), como consecuencia del encarecimiento de los alimentos y, sobre todo, de la energía, así como de la inercia de la inflación en los servicios. A todo ello se puede haber unido un aumento de una décima, atribuible a la subida de los impuestos indirectos que gravan el tabaco y el alcohol. El diferencial de inflación con el conjunto de la zona del euro se mantiene por encima de un punto porcentual, e incluso ha tendido a ampliarse con el rebrote vinculado a los precios del petróleo hasta alcanzar los 1,2 puntos, según los datos de avance del mes de septiembre. Los incrementos salariales pactados en convenios colectivos continúan situados en tasas similares a las registradas el año anterior, del 2,9%, dando lugar a un crecimiento en general moderado de las remuneraciones, que ha ayudado a contener los aumentos de costes laborales. No obstante, debe tenerse en cuenta que en los sectores más expuestos los precios están sujetos a fuertes presiones competitivas y que el crecimiento de costes, al igual que en el caso de los precios, sigue estando por encima del observado en otros países competidores.

En los últimos trimestres, por tanto, la economía española ha seguido avanzando en una etapa expansiva generadora de empleo, en la que destaca, entre los resultados positivos más recientes, la recuperación de la inversión productiva, aunque los datos más recientes introducen algunas dudas sobre la intensidad de su continuación. En cualquier caso, todavía no hay signos suficientemente sólidos de un cambio significativo en la composición del crecimiento, que se basa en exceso en el consumo y la construcción, mientras que la demanda externa

ejerce un abultado efecto contractivo, por lo que siguen estando presentes los riesgos que se derivan de las pérdidas de competitividad acumuladas y del rápido crecimiento de la deuda de los hogares, vinculado al continuado auge inmobiliario.

La fuerte ampliación del desequilibrio exterior que viene observándose desde el pasado año debe interpretarse como una indicación de que los riesgos asociados a las pérdidas de competitividad han comenzado a materializarse. Las importaciones, alentadas por el crecimiento de la demanda interna, siguen aumentando su grado de penetración en el mercado interior. Paralelamente, es muy probable que las exportaciones, a pesar de la tímida mejora registrada en el segundo trimestre, vuelvan a perder cuota en 2005, como ya sucedió el año pasado. En estas circunstancias, las actividades industriales más expuestas están teniendo dificultades para afrontar la creciente competencia externa, y tanto el déficit comercial como las necesidades de financiación han experimentado un aumento pronunciado.

Por otra parte, el elevado crecimiento del gasto de los hogares, especialmente en inversión residencial, sigue estando sustentado en un creciente endeudamiento crediticio, y el precio de la vivienda continúa aumentando a tasas elevadas, a pesar de encontrarse en niveles medios superiores a los que cabe explicar por la evolución de sus determinantes fundamentales. Según las cuentas financieras, las familias han continuado reduciendo su tasa de ahorro y han comenzado a ser demandantes netos de fondos.

No obstante, las previsiones de corto plazo siguen siendo de un dinamismo continuado. Las tendencias que se observan en la economía española en la actualidad son, en principio, compatibles con la estimación incorporada en el escenario macroeconómico que ha servido de base al Proyecto de Presupuestos de 2006 de un crecimiento del PIB centrado en el 3,3% en el conjunto de 2005, aunque puede que el empuje que siguen evidenciando los principales componentes de la demanda, a pesar de su reciente desaceleración, se traduzca en alguna décima más de crecimiento. El escenario previsto para el próximo año está rodeado de mayores incertidumbres, que provienen en parte del entorno exterior que he descrito al comienzo de mi intervención —particularmente de los aumentos del precio del petróleo, cuyo impacto se suele manifestar con desfases prolongados—, pero también de los riesgos internos que he señalado.

La expansión de la economía española seguirá contando, previsiblemente, con la influencia expansiva de los niveles extraordinariamente bajos de los tipos de interés y del aumento de la población activa, por lo que cabe esperar que a corto plazo se prolongue el escenario de dinamismo actual, en la línea prevista en el cuadro macroeconómico que acompaña a los Presupuestos. Sin embargo, si los desequilibrios que se vienen arrastrando siguen aumentando pueden llegar a suponer, como ya he dicho en ocasiones anteriores, un obstáculo para la sostenibilidad del crecimiento a medio plazo. Este es el principal reto que tiene planteado la política económica.

La consolidación del actual dinamismo económico en el medio plazo requiere un reequilibrio del patrón de gasto interno, que combine una cierta desaceleración del gasto de las familias en consumo e inversión residencial —lo que facilitaría la moderación del crecimiento del crédito y la absorción ordenada de la sobrevaloración de la vivienda— con un fortalecimiento de la inversión productiva. A su vez, por el lado de la oferta, es necesario que el crecimiento del empleo venga acompañado por un ritmo más vivo de crecimiento de la productividad y de una moderación de las alzas de precios y costes, que permitan una recuperación de la competitividad. Solo de esta manera será posible detener el deterioro del saldo exterior y reducir el fuerte efecto contractivo que la demanda exterior neta viene ejerciendo.

En estas condiciones, las políticas de demanda y, en particular, la política fiscal deben contribuir a encauzar el gasto interno hacia ritmos de crecimiento más moderados y acordes con el crecimiento potencial de la economía. No podemos olvidar que dentro de la Unión Monetaria, la política presupuestaria constituye el principal instrumento disponible para influir sobre la demanda agregada, y por lo tanto sobre la absorción interna de la economía y el déficit exterior. No obstante, como ya he señalado en otras ocasiones, las políticas de demanda no son suficientes si no están apoyadas por políticas de reforma estructural que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, fomenten las mejoras de competitividad y permitan mantener el crecimiento de la oferta de trabajo y la generación de empleo.

Las previsiones fiscales para 2005 apuntan a un superávit del saldo de las AAPP del 0,1% del PIB, en línea con los objetivos presupuestados al inicio del ejercicio. Un cierre de las cuentas públicas en este entorno permite cumplir con holgura los requerimientos fiscales que establecen los compromisos europeos en el ámbito del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, así como profundizar la trayectoria descendente de la deuda pública, cuya ratio en proporción al PIB podría situarse por debajo del 45% al concluir 2005. Estos buenos resultados no deben ocultar, sin embargo, que el esfuerzo fiscal ha experimentado una cierta ralentización este año y que la política presupuestaria ha adquirido un tono expansivo, que no habría contribuido en la medida que podría haberlo hecho a moderar las presiones de la demanda interna y a contener los riesgos presentes en la economía española. Dado el fuerte dinamismo que ha mostrado la recaudación tributaria, con registros que exceden las estimaciones que se manejaron cuando se elaboraron los Presupuestos, debería ser posible culminar este ejercicio con un superávit también superior al presupuestado, que se ajustase más a los requerimientos de la economía.

Los Presupuestos para el año 2006 presentan un objetivo de superávit para el conjunto de las AAPP del 0,2% del PIB. Si se tiene en cuenta que la posición cíclica será similar a la del presente ejercicio, el tono de la política fiscal, estimado a partir de los indicadores habituales, podría resultar moderadamente expansivo. La presupuestación de un crecimiento del gasto público del Estado significativamente por encima del incremento previsto del PIB nominal apunta en esta misma dirección. No parece, por tanto, que la política fiscal programada para 2006 vaya a corregir suficientemente la orientación expansiva. Es muy importante que si el dinamismo de los ingresos supera las previsiones de los Presupuestos, como ha ocurrido en 2005, ello se traduzca en un superávit más elevado y no en aumentos adicionales del gasto.

Las prioridades de las políticas de gasto que incorporan los Presupuestos parecen adecuadamente orientadas hacia áreas especialmente importantes para la mejora de la productividad, como el fomento de la innovación, el incremento de la inversión en infraestructuras, el aumento de recursos para la educación y el impulso de los servicios públicos de calidad, pero comportan incrementos significativos de las correspondientes dotaciones presupuestarias, a los que se añaden los compromisos de gasto que se han asumido en el ámbito de la vivienda, pensiones mínimas o financiación sanitaria. Sobre este último punto, resulta preocupante que el acuerdo alcanzado se base fundamentalmente en un mayor recurso a la financiación del Estado, frente a la utilización de las vías de financiación complementarias que ofrece el sistema de financiación autonómico vigente, y que no aborde la introducción de medidas de mejora de eficiencia en el gasto sanitario.

En la fase que atraviesa la economía española es muy importante que la política presupuestaria desempeñe un papel de contención efectiva de los riesgos que laten tras el fuerte dinamismo del gasto, por lo que sería altamente deseable, como ya he dicho, avanzar hacia un mayor

superávit de las cuentas públicas. La contribución fiscal debe provenir no solo de la mejora del saldo presupuestario, sino también del aumento de la eficiencia en la actuación del sector público, a través de la revisión de las políticas de gasto y de las figuras tributarias que pueden ayudar al perfeccionamiento de los incentivos. Las reformas impositivas anunciadas han de tener en cuenta estos objetivos y deben estar bien calibradas para no suponer un coste recaudatorio excesivo. En este sentido, no hay que olvidar que el dinamismo actual de los ingresos públicos puede incorporar algún componente transitorio que podría desaparecer en coyunturas menos favorables.

Estas consideraciones se refuerzan cuando se tienen en cuenta las perspectivas demográficas españolas. Estas apuntan a un intenso proceso de envejecimiento de la población, a pesar de los intensos flujos de inmigración que se vienen registrando en los últimos años. Es preciso que la política presupuestaria anticipe con suficiente antelación las presiones sobre el gasto público que generará una sociedad más envejecida, tanto en su componente de pensiones como en el de cobertura de las situaciones de dependencia, adoptando objetivos fiscales más ambiciosos y abordando las reformas necesarias en los sistemas de protección social.

El marco institucional en el que se desenvuelve la política fiscal tiene gran importancia para asegurar una evolución disciplinada de las finanzas públicas. En la actualidad se está discutiendo la reforma de las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, que suministran la base para limitar conductas indisciplinadas y distribuir por agentes el objetivo de política fiscal establecido. El aspecto más novedoso en el proyecto de reforma es la introducción de una mayor flexibilidad en la definición de las reglas de estabilidad presupuestaria, permitiendo que el Estado y las CCAA adapten su objetivo de déficit o superávit a la situación cíclica de la economía. Esta modificación de la Ley está orientada a permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos existentes, aunque no introduce los incentivos suficientes para la generación de los superávits adecuados en situaciones cíclicas favorables.

Por otra parte, el Proyecto de reforma refuerza la disciplina fiscal, al introducir requisitos específicos para los diferentes agentes del sector público. Estos requisitos están claramente definidos en el caso de la Administración Central, cuyo saldo, a efectos del cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria, pasará a computarse de forma independiente al de la Seguridad Social; sin embargo, en el caso de las CCAA no se establece una distribución transparente del esfuerzo fiscal que corresponde a cada una de ellas, lo que puede comportar el riesgo de que se produzcan desviaciones.

Por último, quiero hacer especial hincapié en las provisiones que incorpora la norma para mejorar la transparencia y la disponibilidad de información sobre las cuentas públicas, objetivo que ha resultado fallido en ocasiones anteriores, pero que considero de vital importancia como elemento de disciplina en estructuras fiscales en las que el gasto está fuertemente descentralizado, como ocurre en España.

En el plano de las reformas estructurales, el Gobierno ha tomado a lo largo de este último año una serie de iniciativas, dirigidas a impulsar la productividad y la innovación con el objetivo de establecer las bases para un crecimiento sólido en el largo plazo. Me refiero al Plan de Dinamización de la Economía, el Programa Ingenio 2010 y, próximamente, el Programa Nacional de Reformas Económicas. Estas iniciativas establecen una orientación adecuada para que la política económica aborde los retos que tiene planteados la economía española, en concreto la necesidad de impulsar la productividad y de establecer las bases para un crecimiento sólido en el largo plazo, que permita alcanzar mejoras sostenidas en el bienestar económico de la

sociedad española. Es necesario, sin embargo, una mayor concreción y profundización en los compromisos adquiridos y acometer simultáneamente otras reformas de mayor calado, que son de vital importancia en el caso del mercado de trabajo.

Estas reformas resultan imprescindibles para mantener el dinamismo en el empleo y promover la innovación en el tejido empresarial, particularmente en las empresas de las ramas de servicios y en las de dimensión reducida, que representan una parte muy importante del panorama empresarial de este país y que son las que acumulan el mayor desfase innovador y tecnológico. Para ello, el mercado de trabajo debe proporcionar la flexibilidad suficiente para que las empresas puedan organizar el uso de los factores de producción de forma eficiente, y han de continuar los procesos de liberalización de los mercados de bienes y servicios emprendidos en los últimos años.

Tiene también gran importancia que la descentralización de competencias que caracteriza a la estructura autonómica del Estado no genere discrepancias reguladoras que puedan suponer una erosión de la unidad del mercado nacional, como ya ha ocurrido en algunas parcelas, como la del comercio al por menor. Un desarrollo de esas características sería contradictorio con los procesos de integración europea y de globalización, y dañaría la posición competitiva de la economía española.

En relación con este tema, a nadie se le escapa la enorme trascendencia que tiene el debate de posibles reformas del marco institucional de las CCAA y, muy particularmente, de la propuesta del Estatuto de Autonomía de Cataluña. Dicha propuesta conlleva modificaciones de orden político, cultural y social, sobre cuya constitucionalidad y conveniencia se pronunciarán los órganos parlamentarios y jurisdiccionales competentes. Desde el punto de vista de la política económica, la redacción actual comporta, además, alteraciones en la distribución de competencias entre el Estado y las CCAA y en los sistemas de financiación de estas últimas, que pueden afectar no solo a la cohesión interna, sino también a la capacidad de las políticas públicas para mantener la integración del mercado y la eficiencia en el funcionamiento de la economía.

Se trata de decisiones de gran alcance, que pueden llegar a incidir sobre la posición a medio y largo plazo de la economía española en un escenario mundial caracterizado por una acendrada competencia y una apertura e integración cada vez mayores. Cambios institucionales de esta naturaleza pueden tener consecuencias económicas importantes y duraderas, debilitar la eficiencia y capacidad de crecer de la economía y afectar al bienestar del conjunto de los españoles. Por ello, debe cuidarse con especial atención que el diseño institucional permita gestionar de manera eficaz las políticas económicas, promueva un entorno que favorezca la iniciativa privada y la competencia, evite excesivos intervencionismos —así como incertidumbres y riesgos regulatorios— y, finalmente, sea coherente con la plena integración económica.

El Banco de España contempla con especial preocupación las propuestas de modificación del sistema de regulación y supervisión de las entidades de crédito que suponen una fragmentación de competencias, que podría interpretarse como contraria a la copiosa jurisprudencia del Tribunal Constitucional, particularmente en lo que se refiere a la estabilidad y solvencia del sistema financiero. Esta disgregación podría fragmentar el sistema financiero español y generar conflictos de interés en el gobierno y supervisión de las cajas de ahorro (al ganar competencias supervisoras los poderes públicos regionales, que ya están presentes en los órganos de gobierno de estas instituciones); asimismo, podría llegar a comprometer la eficacia de la supervisión financiera, y dificultaría avanzar en la dirección de convergencia y

coordinación en este ámbito, que demandan las autoridades europeas y los foros internacionales de estabilidad financiera.

En definitiva, según el panorama que he tratado de esbozar, a la política económica le corresponde una especial responsabilidad, en múltiples parcelas, a la hora de promover el establecimiento de unas bases adecuadas para que el dinamismo que está viviendo la economía española pueda proyectarse de manera sostenible hacia el futuro.

10.10.2005.



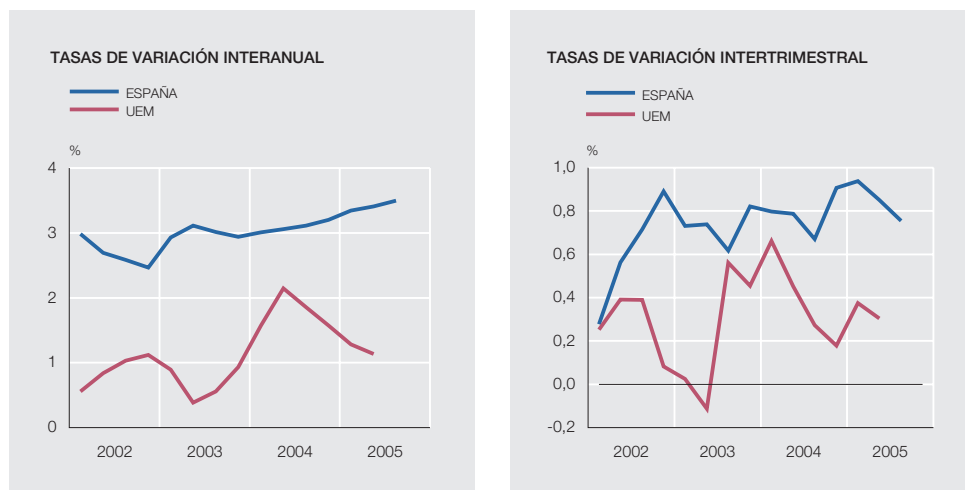


## 1 Rasgos básicos

Durante los meses de verano, la economía española se ha desenvuelto en un contexto muy similar al que caracterizó a la primera mitad del año. El entorno exterior ha conservado un tono globalmente expansivo, acompañado de estabilidad en los mercados financieros y cambiarios, a pesar de las importantes perturbaciones que han continuado afectando al mercado del petróleo. Por su parte, la zona del euro ha seguido mostrando un dinamismo muy inferior al del resto de áreas geográficas, lo que, unido a la relativa contención de los incrementos de precios, ha permitido mantener unas condiciones monetarias y financieras holgadas. En una perspectiva interna, estas condiciones han continuado propiciando el crecimiento sostenido del gasto de las familias y las empresas españolas, de forma que se estima que la demanda interna creció a tasas reales en torno al 5% en el tercer trimestre, frente al 5,6% del trimestre anterior. Esta desaceleración habría sido debida, por una parte, a una cierta flexión a la baja del crecimiento del consumo y, por otra, al perfil de la inversión en equipo, que, a pesar de haber registrado un avance intertrimestral elevado, habría descontado en su tasa interanual el efecto base del fuerte repunte que experimentó en el tercer trimestre de 2004. Este comportamiento de la demanda ha dado lugar a una desaceleración de las importaciones, que ha permitido compensar el menor avance del gasto interior con una aportación menos negativa de la demanda exterior neta.

Durante el tercer trimestre se ha producido, por tanto, una cierta recomposición del crecimiento hacia un menor avance de la demanda interna y una menor aportación negativa del sector exterior, si bien la divergencia entre ambas magnitudes sigue siendo muy acusada y los factores que la sustentan apenas se han modificado. Como resultado de este ajuste, se estima que el crecimiento interanual del PIB, en términos reales, ha sido del 3,5%, algo mayor que el alcanzado en el segundo trimestre, aunque implica una ligera moderación de la tasa de avance intertrimestral (véase gráfico 1). Desde la óptica del valor añadido, el crecimiento ha seguido basado en la actividad constructora y en los servicios, una composición que explica, al menos en parte, el carácter fuertemente creador de empleo de esta fase expansiva. De hecho, los datos de la EPA del tercer trimestre han confirmado que el proceso de creación de puestos de trabajo no ha perdido dinamismo. La tasa de inflación repuntó adicionalmente a lo largo del verano, reflejando el impacto directo del encarecimiento de la energía, de forma que en septiembre el incremento interanual del IPC alcanzó el 3,7% y el diferencial de inflación con la zona del euro se situó en 1,2 puntos porcentuales (pp). La información disponible para octubre, referida al IAPC, apunta a una ligera moderación de la tasa de inflación interanual, hasta el entorno del 3,5%.

Durante los meses de agosto y septiembre, el precio del petróleo experimentó un repunte adicional que lo llevó a cotizaciones próximas a los 70 dólares por barril, mientras que una sucesión de tormentas devastadoras afectaba de lleno al Golfo de México, poniendo en peligro la producción petrolera y de refino de la zona. Sin embargo, una vez superados los momentos más agudos de estos episodios, el precio de petróleo ha retornado a los niveles —sin duda, elevados— que había alcanzado en julio y se han reducido considerablemente las posiciones especulativas en este mercado. El impacto de estos aumentos sobre las tasas de inflación continúa estando acotado, pues apenas se ha trasladado a la inflación subyacente, y los incrementos salariales en las principales economías siguen siendo moderados. Por su parte, y al margen del efecto sobre la actividad local de las zonas afectadas, la actividad y el comercio mundiales mantienen ritmos de expansión muy elevados, aunque inferiores a los registrados en 2004, sin que se perciban signos adicionales de desaceleración.

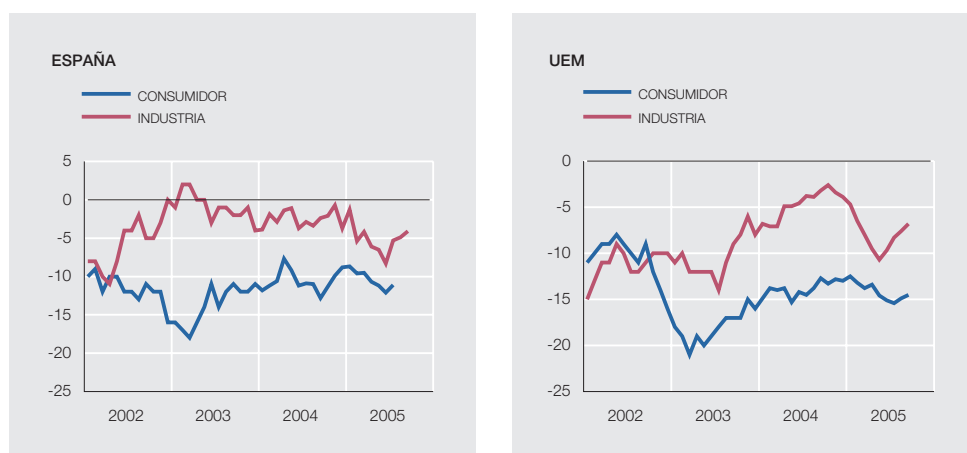


FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB experimentó una moderada reducción en el segundo trimestre, hasta el 3,3% anualizado, que posiblemente habría revertido en el tercero de no ser por el impacto negativo de los huracanes. La tasa de inflación ha repuntado, debido al encarecimiento del petróleo y de los productos refinados, pero no ya la subyacente, a pesar de lo cual se espera que la Reserva Federal endurezca adicionalmente el tono de su política monetaria con nuevas subidas de los tipos oficiales; no obstante, los tipos de interés a largo plazo apenas se han incrementado. Entre las economías asiáticas, en Japón se ha confirmado un primer semestre mucho mejor de lo previsto, alentado por la recuperación del consumo privado y de la inversión, mientras que las presiones deflacionistas parecen empezar a disminuir. Por su parte, las principales economías emergentes de Asia —China e India— han mantenido, e incluso reforzado en el segundo caso, sus elevadas tasas de crecimiento, al igual que el resto de la región. En Latinoamérica se ha observado también una recuperación tras el primer trimestre de 2005, con un buen comportamiento de las exportaciones, de forma que el crecimiento medio interanual se sitúa en el 5%. En general, la inflación se mantiene controlada, lo que ha facilitado un nuevo recorte de los tipos de interés en los principales países de la zona. Por último, entre los países europeos no pertenecientes a la zona del euro cabe destacar el caso del Reino Unido, donde los signos de desaceleración de la demanda interna, y en especial del consumo privado, son claros y han venido acompañados de una rápida moderación de los aumentos del precio de la vivienda. El Banco de Inglaterra bajó los tipos de interés en agosto y los ha mantenido constantes desde entonces, en previsión de posibles presiones inflacionistas derivadas fundamentalmente de los elevados precios del petróleo.

En este contexto, en el que la economía mundial ha seguido mostrando una elevada capacidad para absorber perturbaciones negativas, sin que estas afecten gravemente a su evolución, las perspectivas para los próximos trimestres apuntan hacia una suave desaceleración o incluso a un mantenimiento del elevado ritmo de crecimiento global. No obstante, los riesgos a la baja sobre este escenario son similares a los que se identificaban antes del verano, incluso algo más acentuados. Los precios del petróleo siguen en niveles muy elevados, en tanto que los precios de los mercados de futuros apenas incorporan una corrección de esos niveles. El lento proceso de ampliación de la capacidad de extracción y de refino puede prolongar este período de precios elevados, lo que aumenta la vulnerabilidad de la economía

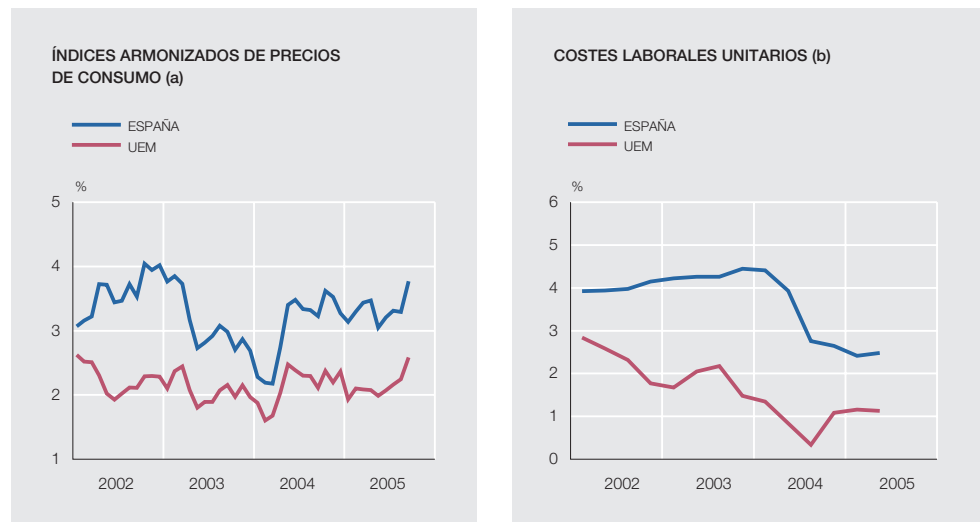


FUENTE: Comisión Europea.

mundial a nuevos sucesos imprevistos en este mercado o a una climatología adversa. Por otra parte, los desequilibrios por cuenta corriente entre las principales áreas económicas y, en particular, el déficit de Estados Unidos siguen en niveles similares, sin que se pueda descartar un ajuste brusco que implique movimientos cambiarios importantes y elevaciones sustanciales de los tipos de interés.

En la zona del euro, las cifras de la contabilidad correspondientes al segundo trimestre, publicadas por Eurostat, mostraron un crecimiento del PIB del 0,3% en relación con el trimestre anterior, y del 1,1% en comparación con el mismo período de 2004. Ambas tasas indican una desaceleración de la actividad, frente al mayor dinamismo alcanzado al comienzo del año, que tuvo su origen en una aportación más negativa de la demanda exterior neta y, en particular, en el repunte que experimentaron las importaciones. Dentro de la demanda interna se observó un mejor comportamiento de la inversión en construcción, mientras que el consumo privado mantuvo una atonía notable, similar a la del trimestre anterior. Los indicadores de actividad y empleo recibidos para el tercer trimestre, en su mayor parte de tipo cualitativo, han tendido a mejorar, lo que podría estar adelantando una cierta recuperación del PIB en ese período, para retornar a tasas de crecimiento próximas a las del comienzo del año (véase gráfico 2). Desde la óptica del gasto, la recuperación del tercer trimestre se concentró, fundamentalmente, en la inversión y en la demanda externa, y solo en menor medida en el consumo privado, cuya evolución está muy condicionada por el escaso crecimiento del empleo y el impacto negativo de las subidas de los precios energéticos sobre la capacidad adquisitiva de los hogares. Tampoco se ha reducido otro tipo de incertidumbres, relacionadas principalmente con las expectativas de rentas futuras de los consumidores, que han tendido a limitar el avance del gasto en los últimos años.

Durante el tercer trimestre, el IAPC general de la zona del euro experimentó una aceleración, que fue especialmente intensa en el mes de septiembre, cuando alcanzó una tasa interanual del 2,6%, frente a un incremento medio del 2% en la primera mitad del año. Esta aceleración ha sido consecuencia del encarecimiento de la energía, mientras que la inflación subyacente —que excluye, entre otros, los precios energéticos— había mostrado un perfil descendente desde el principio de 2005, situándose en torno al 1,4% en los primeros meses del verano, aunque en septiembre se ha incrementado al 1,5% (véase gráfico 3). La evolución divergente de ambos índices sería ilustrativa de que, a pesar del fuerte impacto directo que han tenido los mayores precios del petróleo sobre la inflación, este encarecimiento no estaría afectando todavía, de forma significativa, ni al proceso general de formación de los precios, ni al com-



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

a. Tasas de variación interanual.

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

portamiento de los salarios, que experimentan incrementos moderados en la mayor parte de los países miembros.

En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener sin cambios los tipos de interés oficiales, dejando en el 2% el tipo de las operaciones principales de financiación. El Consejo considera que, por el momento, la evolución de la inflación es compatible con un retorno gradual hacia tasas coherentes con la estabilidad de precios. No obstante, se reconoce que el riesgo de traslación de los actuales aumentos de precios a la inflación subyacente y a los incrementos salariales se ha acentuado, de manera que el Consejo ejercerá una labor de vigilancia intensa. En este contexto, los mercados descuentan un aumento de los tipos de interés oficiales a comienzos de 2006.

En cualquier caso, las condiciones financieras en la zona del euro siguen siendo holgadas y respaldan la expectativa de que, en un entorno exterior expansivo, el ritmo de crecimiento experimente una recuperación gradual y vaya aproximándose hacia el potencial. No obstante, existen incertidumbres importantes en torno a este escenario. Ya se ha mencionado el riesgo de que la inflación y los incrementos salariales puedan alejarse de pautas compatibles con la estabilidad de precios. Además, sin una contribución significativa y duradera del gasto de las familias, la sostenibilidad de la recuperación no está garantizada. A este respecto, las políticas económicas deben desempeñar un papel activo para fomentar el crecimiento y despejar las incertidumbres que están dañando la confianza de los hogares.

El mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas es un requisito indispensable para el crecimiento sostenido, y el marco de disciplina fiscal establecido en el ámbito europeo debería facilitar la consecución de ese objetivo, siempre y cuando se preserve su credibilidad. A este respecto, la situación actual de las finanzas públicas, con un número significativo de países de la UE en riesgo de incumplimiento de las reglas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es muy delicada. Por otra parte, la puesta en práctica de los programas de reformas estructurales, que se están definiendo en el contexto del relanzamiento de la estrategia de Lisboa, es también una pieza clave para superar los obstáculos al crecimiento que existen

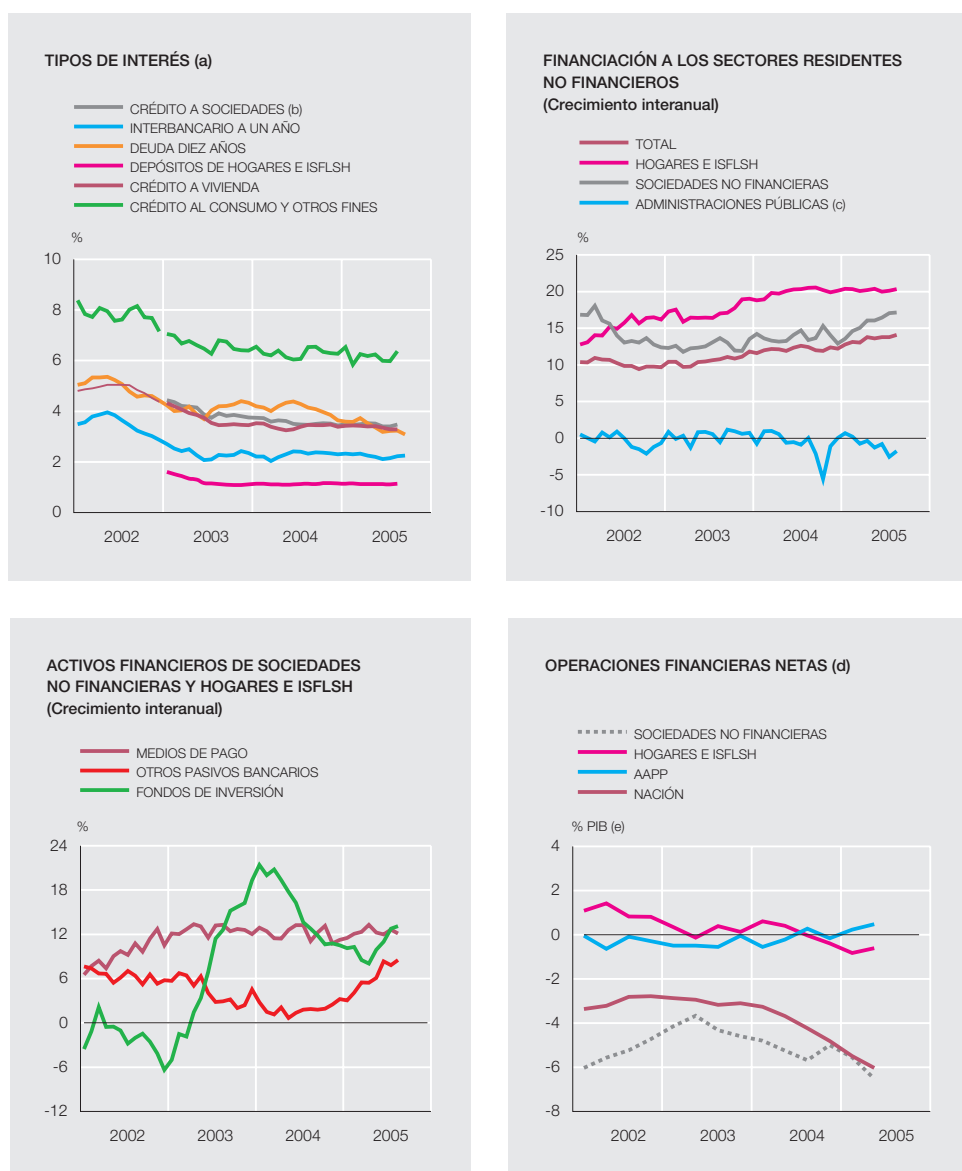
en las economías europeas, y que solo pueden ser abordados mediante un programa amplio y bien definido de actuaciones dirigidas a la mejora del funcionamiento de los mercados, al fomento de la innovación y al aumento del capital humano y tecnológico.

La economía española sigue registrando resultados muy positivos en términos de crecimiento y de creación de empleo, sin que la información recibida para el tercer trimestre haya modificado este diagnóstico. Como ya se ha señalado, se estima que el PIB real creció en ese período un 3,5%, en tasa interanual, mientras que el empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes, siguió aumentando a un ritmo elevado, del 3,2%. Además, se aprecia un cierto cambio de tendencia en la evolución de los principales componentes del gasto, pues el dinamismo de la demanda interna ha empezado a moderarse, manteniendo tasas considerablemente elevadas, mientras que el fuerte deterioro experimentado por la aportación del sector exterior apunta una corrección, aunque ello no ha sido suficiente para contener la ampliación de las necesidades de financiación de la nación.

Dentro de la demanda interna, el consumo privado redujo su tasa de variación real en unas décimas, en el tercer trimestre, tras haber crecido a ritmos próximos al 5% desde finales de 2004. Aun así, siguió avanzando claramente por encima de la renta disponible de las familias, cuyo poder de compra se ha visto negativamente afectado por el encarecimiento de los precios de consumo a lo largo del verano; en conjunto, la tasa de ahorro se ha reducido nuevamente. La fortaleza del consumo sigue estando explicada por los efectos sobre el gasto derivados de la revalorización de la riqueza, que son todavía muy importantes, ya que los incrementos del precio de la vivienda se mantienen en tasas de dos dígitos y las cotizaciones bursátiles han aumentado significativamente. Por otra parte, las favorables condiciones financieras continúan sustentando la inversión residencial, que apenas se ha desacelerado en relación con 2004, incrementándose en torno al 6%, según las últimas estimaciones de la CNTR (véase gráfico 4). En estas circunstancias, el ritmo de crecimiento del crédito destinado a financiar la compra de vivienda continúa situado en torno al 24%, mientras que la ratio de endeudamiento de las familias ha alcanzado un nivel próximo al 110% de la renta disponible. Su capacidad de financiación, además, continúa en registros negativos. Todo ello configura un panorama de mayor presión financiera sobre el sector, cuyo principal alivio radica en la favorable evolución de su riqueza neta total.

En el caso de la inversión productiva, el menor crecimiento interanual que ha experimentado en el tercer trimestre, a tenor de la evolución estimada para la inversión en equipo, no refleja tanto un debilitamiento contemporáneo del gasto como el descuento del fuerte aumento que experimentó un año antes. Entre los determinantes de la inversión, las expectativas de demanda son favorables, las condiciones financieras muy holgadas, como ya se ha señalado, y la rentabilidad de las empresas elevada, según se desprende de los datos de la CBT. No obstante, el deterioro de la posición competitiva que están experimentando las empresas de los sectores más expuestos, tanto en sus mercados exteriores como internos, podría afectar también a sus planes de inversión. Por otra parte, el endeudamiento del sector ha seguido aumentando, a medida que se recuperaba el gasto y se completaba el proceso de saneamiento de balances acometido por los grandes grupos empresariales, de manera que su necesidad de financiación alcanza porcentajes elevados del PIB. La posición financiera de las sociedades sigue siendo saneada, como confirman los principales indicadores disponibles, si bien el aumento continuado de sus pasivos eleva su exposición ante eventuales aumentos de los tipos de interés.

La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento alcanzó cotas muy negativas a finales de 2004, que se han mantenido a lo largo de la primera mitad de este año, mejorando en



FUENTE: Banco de España.

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

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

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

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

e. CNE Base 2000.

el tercer trimestre. Aunque las exportaciones de bienes han superado los descensos registrados al comienzo del año, su recuperación posterior no ha sido todo lo intensa que cabía esperar, dado el dinamismo del comercio mundial. El turismo, por su parte, ha tendido a recuperarse con más claridad en el período transcurrido de 2005, registrándose un notable incremento de las entradas de turistas, especialmente en los meses de verano. No obstante, el aumento de los ingresos sigue estando lastrado por el progresivo recorte del gasto por turista. Frente a la moderada recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, las importaciones han crecido intensamente, como consecuencia, en gran medida, de la propia recuperación de la inversión en equipo, que se está abasteciendo principalmente con produc-

tos importados. Como se ha mencionado, el desequilibrio exterior continúa aumentando, ya sea en términos de la cuenta corriente, ya de la necesidad de financiación. Sin duda, los mayores ritmos de crecimiento que experimenta la economía española, en relación con sus socios más cercanos, están contribuyendo a los resultados globalmente negativos del sector exterior, pero las pérdidas de cuota de exportación y la creciente penetración de las importaciones muestran la incidencia adicional del deterioro de la competitividad, asociado a los diferenciales acumulados de inflación y de crecimiento de los costes.

Como se ha señalado antes, no se han producido cambios significativos en el patrón de crecimiento del valor añadido, que sigue basado en la expansión de actividades muy generadoras de empleo, pero menos intensivas en capital. Los datos de la EPA del tercer trimestre indican que la creación de puestos de trabajo mantiene una gran fortaleza, pero sigue concentrada en actividades donde la productividad muestra poco dinamismo, como la construcción y los servicios, aunque en el último trimestre también se ha observado un mejor comportamiento en la industria. En este contexto de ganancias reducidas de productividad, los costes laborales por unidad de producto mantienen incrementos comparativamente elevados. Los incrementos salariales están anclados en los aumentos pactados en la negociación colectiva, que se sitúan en torno al 3% (2,9% hasta agosto de 2005); a los que hay que añadir los efectos de las cláusulas de revisión, que en 2005 han añadido más de 0,5 pp a ese incremento. Aunque estos aumentos negociados se vean luego moderados por los efectos composición, derivados de que los nuevos contratos tienen niveles salariales más bajos, el resultado final es un avance de los costes laborales unitarios que resulta excesivo, en comparación con nuestros competidores, y que limita la capacidad de expansión de los sectores con potencial exportador. Cabe señalar, además, que el repunte de la tasa de inflación en la segunda mitad de este año dará lugar a un nuevo y significativo efecto en 2006, por la activación de las cláusulas de salvaguarda de 2005, entorpeciendo la deseable contención de los incrementos de costes.

En cualquier caso, los diferenciales de costes son solo una parte de los factores que subyacen detrás del persistente diferencial de inflación que mantiene la economía española, ya sea frente a la zona del euro o frente a un conjunto más amplio de países. En los tres últimos meses, la tasa de inflación española se ha incrementado en 0,6 pp, prácticamente lo mismo que la de la UEM, dejando el diferencial de inflación en 1,2 pp en septiembre. También en España el principal responsable de la aceleración de los precios ha sido el componente energético, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estabilizada, en torno al 2,5%. No obstante, dentro de este último índice se observan comportamientos muy dispares entre los precios de los productos industriales (excluida la energía), que crecieron un 0,9% interanual en septiembre, y los precios de los servicios, que se elevaron un 3,7%. Estas diferencias son ilustrativas de los diferentes grados de competencia que persisten en los distintos mercados y que también contribuyen a agravar las pérdidas de competitividad a través del diferencial de inflación.

En definitiva, la coyuntura actual pone de manifiesto la importancia que para la economía española tiene abordar los factores que subyacen en la continuada acumulación de pérdidas de competitividad. En este sentido, la publicación del Programa Nacional de Reformas (PNR), que el Gobierno ha enviado a la Comisión Europea en cumplimiento de los compromisos asumidos por el Consejo Europeo, en el contexto de la reactivación del proceso de Lisboa, suministra un marco muy apropiado para articular las respuestas necesarias en términos de políticas de medio y largo plazo que fomenten simultáneamente el crecimiento del empleo y de la productividad, basadas en la profundización de la liberalización y eficiencia de los mercados. El PNR fija objetivos en términos de creación de empleo (la tasa de ocupación deberá situarse en el 66% en 2010) y de convergencia real (el PIB per cápita deberá igualar el



nivel medio de la UE 25 en ese mismo año), que deberán alcanzarse con mejoras significativas de eficiencia. Como el Banco de España ha señalado en numerosas ocasiones, el logro de estos objetivos resulta esencial para fortalecer las bases del crecimiento de la economía española.

La política fiscal es el otro pilar en el que deben basarse, no solo el esfuerzo de mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, sino también aquellas líneas de política económica orientadas al fomento del crecimiento y la productividad. En el terreno de la estabilidad macroeconómica, es importante que la política fiscal ayude a reconducir el avance de la demanda hacia ritmos más sostenibles en el medio plazo. En este sentido, el cierre provisional de las cuentas públicas en 2005 que contiene el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado —y que apunta hacia un superávit de, al menos, el 0,1% del PIB— podría suponer, si se sitúa finalmente en ese entorno, una ralentización del esfuerzo fiscal realizado este año, dado el dinamismo que sigue mostrando la recaudación tributaria.

Por su parte, la programación presupuestaria para el 2006 estima un superávit de la cuenta de las AAPP del 0,2% del PIB en ese año y un recorte sustancial de la ratio de deuda pública, que podría situarse próxima al 45%, cumpliéndose con holgura los requerimientos fiscales del PEC. No obstante, la mejora en el saldo de las cuentas públicas —de magnitud reducida— no permitiría obtener una mejora adicional del superávit estructural primario, por lo que no corregiría la orientación expansiva del último ejercicio, ni contribuiría a modular el comportamiento de la demanda interna. En este marco, cualquier aumento de la recaudación por encima de las previsiones incorporadas en los presupuestos debería destinarse a avanzar más decididamente en las cifras de superávit, y a alcanzar un tono de la política fiscal más en consonancia con las necesidades que se derivan de la situación que atraviesa la economía española.

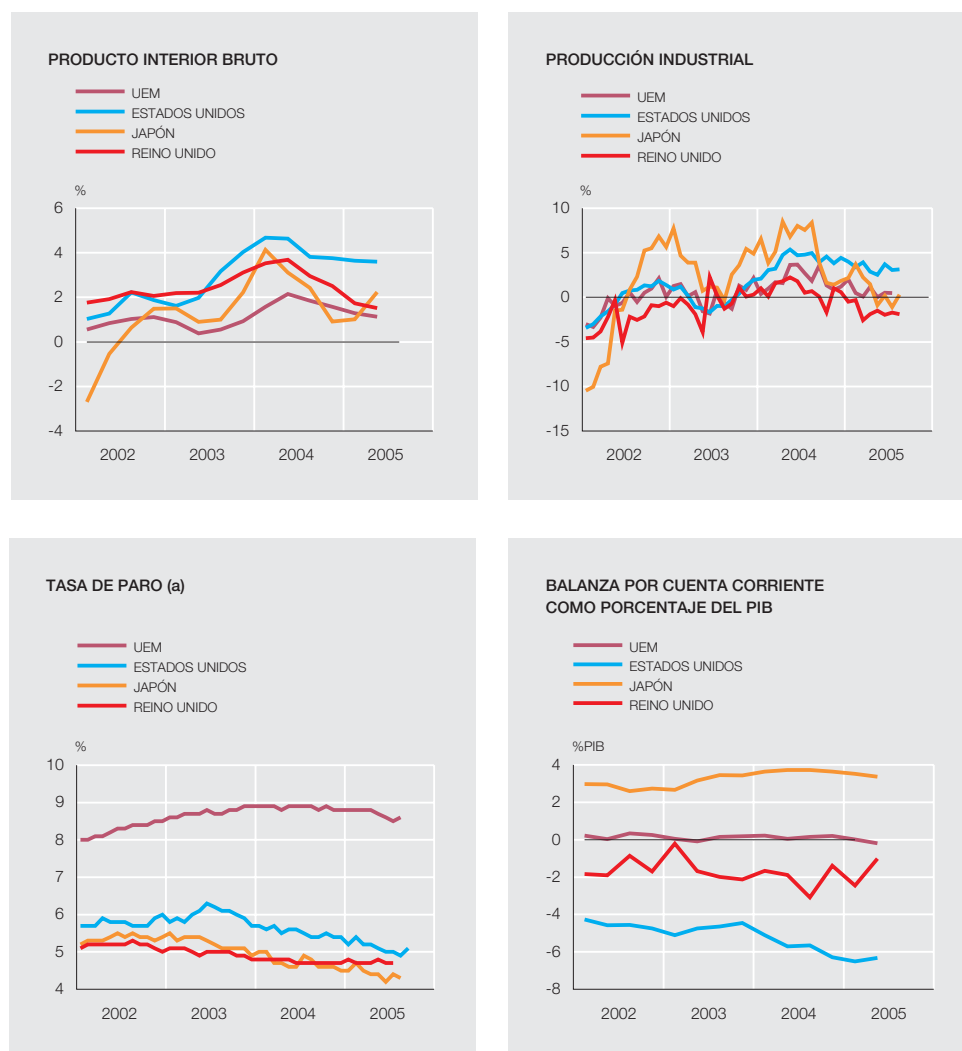
## 2 Entorno exterior del área del euro

El precio del petróleo y otros combustibles continuó acaparando la atención de los mercados internacionales durante el tercer trimestre de 2005. Así, los precios del petróleo, productos refinados y gas natural se elevaron hasta nuevos máximos —históricos, en el caso del crudo— en septiembre e inicios de octubre. Este aumento de precios se vio favorecido por el incremento de brotes de turbulencia geopolítica y laboral en importantes zonas productoras de petróleo durante julio y agosto, pero especialmente por los huracanes Katrina y Rita a fines de agosto y mediados de septiembre (67 dólares por barril de Brent). El precio del petróleo fue regresando a los niveles previos al huracán Katrina a mediados de octubre, aunque la paralización de una parte de la producción de gas y del refino de petróleo en los Estados Unidos hizo que el precio de estos productos se mantuviera fuertemente por encima de los de inicios del tercer trimestre. Por su parte, los precios de los contratos de futuros a más de seis años se estabilizaron, desde inicios de agosto, en un rango entre 55 y 60 dólares por barril de crudo WTI.

En los mercados financieros, la evolución del trimestre ha sido muy positiva; ahora bien, en las últimas semanas se han intensificado las expectativas de mercado sobre elevaciones adicionales de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos, por el aumento de los riesgos inflacionistas. Conforme a lo que descuentan los mercados, el objetivo de los fondos federales podría situarse a finales de año en el 4,25% y se producirían subidas adicionales en 2006. Por otra parte, los tipos de interés a largo plazo registraron en el mes de octubre un moderado incremento, hasta situarse en cotas superiores al 4,45%, frente al 4,25% del mes anterior, lo cual no ha sido suficiente para cambiar la pendiente de la curva de rendimientos, que sigue muy plana. Al mismo tiempo, han aumentado los diferenciales de los bonos corporativos de baja calificación y se han producido descensos en los principales mercados bursátiles. Por su parte, el dólar mantuvo parte de las ganancias registradas el mes anterior frente al euro y se apreció adicionalmente frente al yen japonés. Los mercados financieros emergentes mantuvieron, e incluso intensificaron, su buen comportamiento durante el trimestre, en un contexto de amplia liquidez global y sólidos fundamentos económicos. No obstante, en las primeras semanas de octubre, al igual que en los mercados desarrollados, se ha producido una cierta corrección, de carácter generalizado, en las bolsas y los *spreads* soberanos.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre marcó una aceleración frente al segundo (del 3,8% respecto al 3,3% trimestral anualizado). Se volvió a acelerar la demanda interna (del 2,1% al 3,5% en tasa trimestral anualizada) y la contribución del sector exterior volvió a ser positiva aunque mucho menor que el segundo trimestre.

Las exportaciones se desaceleraron intensamente respecto al segundo trimestre y también se moderó el crecimiento de la inversión empresarial. Aunque los indicadores iniciales del tercer trimestre (ventas al por menor, pedidos de duraderos, empleo) apuntaban a un crecimiento robusto, el paso de los huracanes trastocó considerablemente el panorama. La confianza del consumidor y el ISM de servicios cayeron, así como el empleo de septiembre, con lo que interrumpió su senda ascendente. Aun así, el buen dato del ISM de manufacturas y el de ventas al por menor, y la positiva opinión reflejada por el *Beige Book*, hacen pensar que el impacto de los huracanes será breve. En contrapartida, las fricciones en la oferta y el fuerte aumento de los precios energéticos aumentan necesariamente los riesgos inflacionistas, como se aprecia en el IPC de septiembre, que alcanzó una tasa interanual del 4,7%, la más elevada desde junio de 1991. Aun así, la subyacente se redujo del 2,1% al 2%. En cuanto al

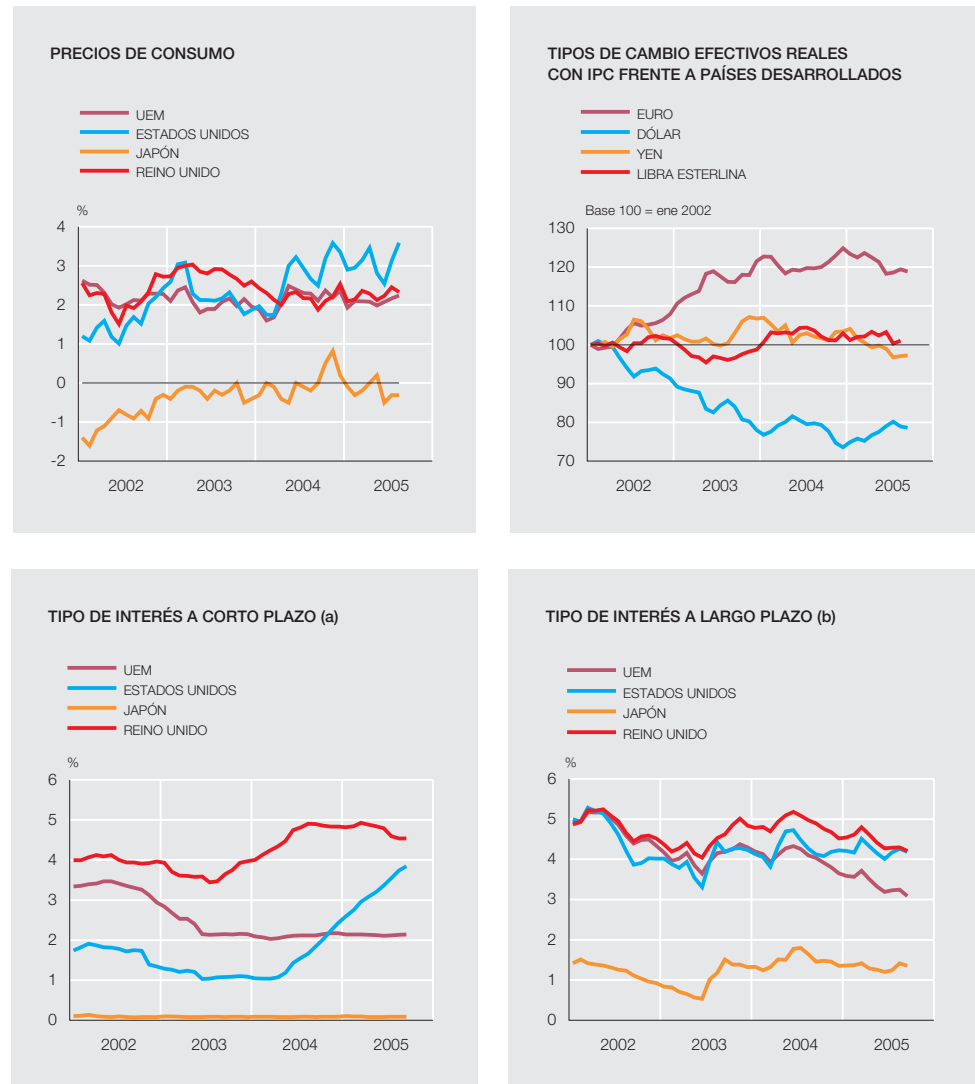


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

sector exterior, el déficit comercial de agosto volvió aumentar ligeramente, de 58 mm de dólares a 59, debido, en gran parte, al aumento de las importaciones en volumen y precio de productos energéticos.

En Japón, el PIB real mostró un dinamismo mayor de lo esperado en el segundo trimestre del año, al crecer un 2,1% interanual —frente al 1,3% en el primer trimestre—, lo que equivale a 3,3% en términos trimestrales anualizados. Este vigor se fundamentó en la positiva evolución de la inversión y del consumo privado, que compensó la aportación ligeramente negativa de la demanda externa. Los indicadores parciales del tercer trimestre confirmaron el tono positivo, aunque quizá con un menor impulso. Por el lado de la oferta, la producción industrial, los índices sintéticos de actividad y los pedidos de maquinaria avanzaron significativamente a lo largo del trimestre, a pesar del traspíe de los dos primeros en julio; además, la confianza de las grandes empresas manufactureras (según la encuesta Tankan) mejoró. En el mercado laboral destaca el aumento del empleo, pese a su estancamiento en septiembre. La tasa de paro se redujo levemente (hasta el 4,3%), al tiempo que caía la remuneración de los asalariados. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor se desaceleraron en los últimos

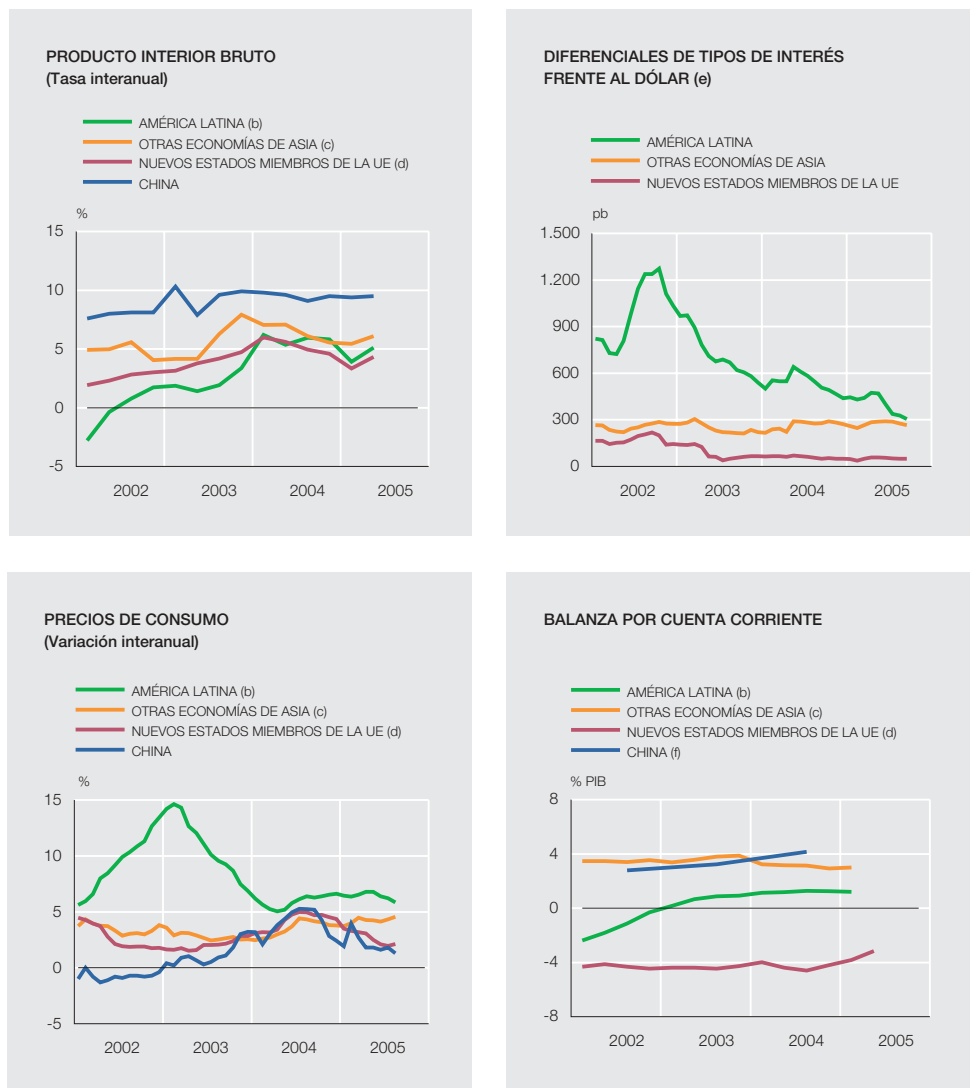


FUENTE: Banco de España.

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

meses, mientras que el sector exterior recuperó el tono en agosto, al mostrar las exportaciones un renovado vigor. Aun así, las importaciones crecieron todavía más, fundamentalmente por el encarecimiento del petróleo. Por último, las presiones deflacionistas en los precios de consumo se redujeron levemente en el trimestre, lo que se reflejó en un ligero aumento de la tasa subyacente, del -0,2% interanual en junio al -0,1% en septiembre. Las perspectivas de que la deflación desaparezca a lo largo de 2006 están detrás del actual debate en el Banco de Japón sobre un posible cambio de la política monetaria, hacia una menor expansión y una diferente instrumentación de la misma.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre se desaceleró, en términos interanuales, del 1,7% al 1,5%, mientras que se mantuvo en el 2% en tasa trimestral anualizada. La demanda interna se desaceleró del 2,5% al 1,3% interanual, y aún más el consumo privado, del 2,7% al 1,5%. La mejora de la demanda neta exterior, basada en un aumento de las exportaciones, contrarrestó parcialmente la desaceleración de la demanda interna. El avance del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento del 1,6% interanual (1,6% también en tasa trimestral anualizada). Los indicadores más recientes mostrarían un relativo debilitamiento respecto al segundo tri-



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.

d. Letonia, Lituania, Estonia, República Checa, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.

f. Datos anuales.

mestre, aunque con signos de ligera revitalización en manufacturas. Los precios de consumo, medidos por la tasa armonizada, aumentaron su tasa interanual del 2,4% en agosto al 2,5%, pese a lo cual el Banco de Inglaterra decidió mantener inalterada la tasa de intervención, tras la bajada del mes de agosto.

En los nuevos Estados miembros de la UE, el crecimiento del PIB repuntó en el segundo trimestre de 2005, gracias a la mejoría del saldo exterior y, en la mayoría de los casos, a la recuperación de la demanda interna. Los indicadores correspondientes al tercer trimestre dan muestras de que se mantiene el buen tono de actividad en la región. Además, la inflación ha continuado moderándose en los últimos meses, gracias a la favorable evolución de los precios de los alimentos y, en la mayoría de los países con tipos de cambio flexibles, a la apreciación

de sus monedas, aunque recientemente ha repuntado ligeramente por el aumento de los precios de la energía. El buen comportamiento de los precios ha permitido seguir reduciendo los tipos de interés oficiales en algunos países, como Hungría o Polonia. La situación de las finanzas públicas en lo que va de año permite ser optimista respecto al cumplimiento de los objetivos fiscales para 2005, con la notable excepción de Hungría, que recientemente ha revisado sustancialmente al alza los objetivos de déficit para este año y el que viene. Por último, cabe señalar que el 3 de octubre se iniciaron formalmente las negociaciones de adhesión a la UE con Turquía y Croacia.

En China continúa el fuerte dinamismo de su economía, cuyo PIB real creció un 9,4% interanual en el tercer trimestre, una décima inferior al segundo trimestre. En cuanto a los indicadores de actividad en el trimestre, la producción industrial y las ventas al por menor mostraron una ligera moderación en agosto, pero la inversión en activos fijos siguió siendo muy fuerte. Tras el encarecimiento del petróleo, las importaciones se reactivaron con fuerza en agosto y en septiembre, hasta el 23,5% interanual, a la vez que las exportaciones se desaceleraron en septiembre respecto a las elevadas tasas de crecimiento de agosto, hasta el 25,9% interanual. En cuanto a la inflación, el descenso del precio de los alimentos favoreció que la inflación medida por el IPC se redujera hasta el 0,9% interanual en septiembre, cinco décimas menos que en julio. Tras la reforma anunciada el pasado 21 de julio, el banco central amplió hasta el 3% las bandas de fluctuación diaria de las divisas distintas del dólar a las que está vinculado el renminbi. A pesar de la reforma, el tipo de cambio se ha mantenido básicamente estable y las reservas exteriores del banco central crecieron a tasas superiores al 50% interanual en agosto, hasta alcanzar los 753 mm de dólares, un 46% de PIB.

En América Latina, tras un inicio de año titubeante, la actividad tomó una senda de firmeza en el segundo trimestre, alcanzando un crecimiento del 5% interanual para el conjunto del área. Los indicadores del tercer trimestre han tendido a respaldar la reactivación de la actividad. Aunque la demanda externa esté incrementando su contribución negativa al crecimiento, el comportamiento de las exportaciones sigue siendo muy bueno, con ritmos de crecimiento superiores al 20% en el agregado del área. En este contexto, los datos de inflación en la mayoría de los países, y en particular en Brasil y México, fueron favorables, lo que facilitó el inicio de bajadas de tipos de interés en ambos, y también en Colombia. Por el contrario, Chile prosiguió el paulatino endurecimiento de su política monetaria, mientras que en Argentina la tasa de inflación interanual superó el 10% en septiembre, subrayando las dificultades para controlar las presiones inflacionistas que enfrentan las autoridades.

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

La zona del euro no parece haber sido capaz de beneficiarse plenamente de la situación relativamente favorable de la economía mundial en 2005. Durante los tres primeros trimestres, el crecimiento del área se ha mantenido en cotas modestas, similares a las registradas en la última parte de 2004, y las perspectivas de crecimiento para el conjunto del año se han visto rebajadas progresivamente según han ido transcurriendo los meses. Las predicciones más recientes apuntan hacia un modesto crecimiento medio del PIB en torno al 1,3% en 2005, reflejo de la notable debilidad que muestra la demanda interna. Por su parte, la información disponible para el tercer trimestre de 2005 sugiere unas perspectivas a corto plazo ligeramente más optimistas que antes del verano, que serían compatibles con un escenario central en el que la actividad económica —apoyada por las favorables condiciones monetarias y financieras existentes y el crecimiento relativamente intenso del comercio mundial— se recuperaría de forma sostenida, hasta alcanzar pronto tasas alrededor del 2%, en línea con el crecimiento potencial. No obstante, la trayectoria vacilante que muestran algunos indicadores económicos, en particular los relacionados con el consumo privado, junto con el mantenimiento del precio del petróleo en niveles muy elevados, introducen incertidumbres sobre la evolución previsible de la actividad y hacen que este escenario esté sometido todavía a riesgos fundamentalmente a la baja.

Por lo que respecta a la inflación, el IAPC en la zona euro ha acusado el fuerte aumento de los precios del crudo —que durante el verano alcanzó máximos históricos en términos nominales— y de las gasolinas —que se vieron particularmente afectadas por las restricciones de capacidad de refino a raíz de los dos huracanes en Estados Unidos—. De este modo, la tasa interanual de inflación se situó en el 2,6% en septiembre, impulsada fundamentalmente por su componente energético. Pese a que esta aceleración contiene elementos claramente transitorios, es improbable que la inflación del área se reduzca por debajo del 2% hasta bien entrado 2006. Más a medio plazo, continúa sin existir evidencia clara de que se estén gestando tensiones inflacionistas subyacentes, tal como muestra la evolución moderada del componente más estable de los precios de consumo y de los salarios (véase recuadro 1). El previsible mantenimiento en niveles elevados de los precios energéticos —de los cuales no existe todavía indicación de una reducción en el corto plazo—, su posible traslación a otros componentes del índice agregado en mayor medida de lo que se ha venido observando hasta el momento y los posibles efectos de segunda vuelta sobre los salarios se dibujan como los principales riesgos, esta vez al alza, para la inflación en la zona del euro.

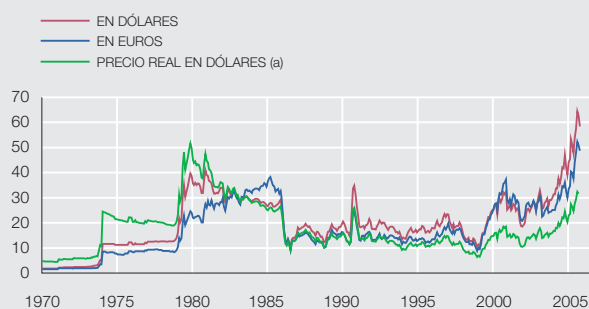
En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que los tipos de interés oficiales, que permanecen inalterados en el 2% desde junio de 2003, siguen siendo todavía apropiados. No obstante, el BCE ha señalado —en consonancia con la interpretación que los mercados han venido haciendo de los datos más recientes— que los riesgos para la inflación en el área se han ido incrementando, lo cual requiere reforzar la vigilancia de la política monetaria. Por lo que respecta a las políticas fiscales, no puede descartarse que algunos Estados miembros incumplan este año los compromisos presupuestarios establecidos en el marco del procedimiento de déficit excesivo y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que supondría un nuevo reto para el mantenimiento de la credibilidad del marco de disciplina fiscal vigente en la UEM. Por último, es previsible que los planes de reforma nacionales, que deben ser presentados por los países en el marco de la nueva estrategia de Lisboa este otoño, contengan como parte esencial políticas de mercado de trabajo que permitan avances en la tasa de ocupación (véase recuadro 2).

Desde mayo de 2003, el precio del petróleo ha seguido una senda marcadamente alcista, que le ha llevado a alcanzar máximos históricos, con valores próximos a los 67 dólares en el caso del barril de Brent (véase gráfico 1). En términos reales, sin embargo, los precios observados en el reciente período se han mantenido alejados de los que se alcanzaron a principios de los años ochenta, si bien a lo largo de 2005 han mostrado un acusado perfil creciente. Tras esta escalada se encuentran factores muy dispares, como el vigor de las demandas energéticas de países emergentes, como China e India, o la tensión política en Oriente Próximo y, más recientemente, los efectos de los huracanes Katrina y Rita en el Golfo de México, que han dañado la capacidad de refino y de producción de petróleo en Estados

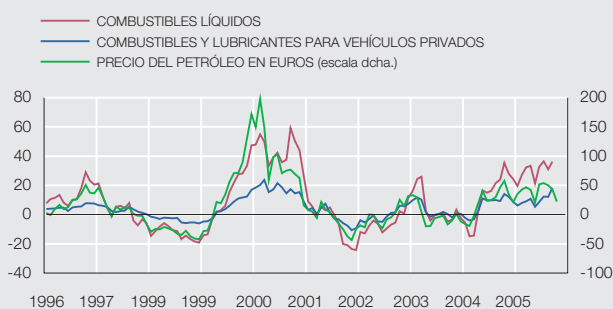
Unidos. En este contexto, este recuadro analiza hasta qué punto el aumento de la factura energética se está transmitiendo a los precios y salarios en el área del euro.

Como se observa en el gráfico 2, las alzas del precio del petróleo han tenido un efecto directo sobre el componente energético del IAPC. Así, los combustibles líquidos han estado creciendo en lo que va de 2005 a una tasa media interanual de 30%, y los combustibles y lubricantes para vehículos privados lo han hecho a una tasa media del 10,1%. Además, este encarecimiento del crudo no solo ha afectado a las partidas que están más estrechamente relacionadas con el petróleo. Energías sustitutivas, como el gas y —en menor medida— la

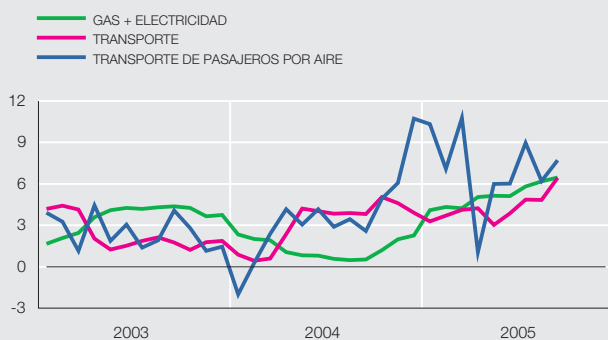
### 1. PRECIO DEL PETRÓLEO



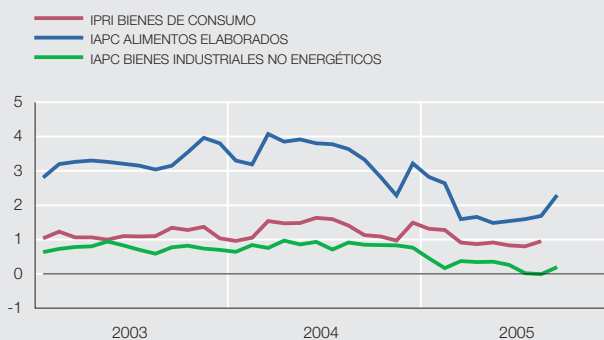
### 2. COMPONENTE ENERGÉTICO (b)



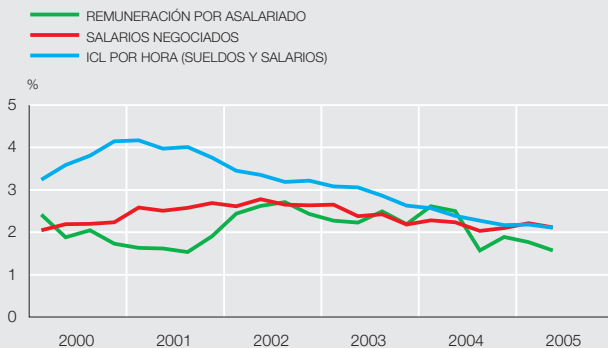
### 3. EFECTOS INDIRECTOS (b)



### 4. EFECTOS INDIRECTOS (cont.) (b)



### 5. SALARIOS (b)



### 6. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



FUENTES: EUROSTAT, OCDE y *Consensus Economics Forecasts*.

a. Deflactado por el IPC de Estados Unidos.

b. Tasas de variación interanual.

c. La inflación esperada se deriva de los bonos indicados de Francia con vencimiento en 2012.

d. Las previsiones de *Consensus* a largo plazo solo se publican en los meses de abril y octubre.



electricidad, también han experimentado mayores tasas de crecimiento (véase gráfico 3). Esta aceleración de los precios del componente energético permite explicar 1,2 pp del aumento del IAPC registrado entre mayo de 2003 y septiembre de 2005 (que ha sido de 0,8 pp). Asimismo, el crecimiento de los precios de la energía aporta 1,2 pp a la tasa de inflación actual, que en septiembre se ha situado en el 2,6%.

Sin embargo, a pesar de los innegables efectos directos sobre las partidas citadas anteriormente, el impacto de la subida del precio del crudo no es tan perceptible en otros componentes del IAPC, los cuales, dados los efectos indirectos derivados del encarecimiento de un importante factor de producción como es el petróleo (y sus derivados), también cabía esperar que reflejaran la subida del precio del crudo. Únicamente las partidas relacionadas con el transporte dentro del componente de servicios han reflejado dichas presiones inflacionistas, como se puede apreciar en el gráfico 3. El resto de componentes ha mostrado un comportamiento moderado. Así, la tasa media de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos está siendo en 2005 menor que la registrada en 2004 (véase gráfico 4). Esta moderación, en todo caso, se corresponde con la evolución mostrada por los precios de producción de los bienes de consumo, cuyo crecimiento medio en lo que va de año ha sido solo del 1%, tres décimas menos que en 2004.

Por último, resulta de especial relevancia estudiar la aparición de los llamados efectos de segunda vuelta, es decir, la posibilidad de que el alza de los precios del petróleo se haya incorporado a las expectativas de inflación, y de ahí a las negociaciones salariales, lo que podría generar una espiral precios-salarios. De momento, la evidencia disponible no parece corroborar esa hipótesis. Así, el indicador de crecimiento de los salarios negociados viene mostrando una notable estabilidad desde comienzos de 2004 (véase gráfico 5), al igual que el índice de costes laborales. La remuneración por asalariado, por su

parte, sigue experimentando crecimientos muy moderados, que en los últimos cuatro trimestres no han superado el 2% interanual (1,6% en el segundo trimestre de 2005).

Ante esta limitada respuesta de las tasas de inflación a la escalada de los precios del crudo, cabe preguntarse por los factores que han podido contribuir a ello. En el caso de la UEM, uno de los factores más destacados ha sido la debilidad de la actividad económica en el período de referencia. Así, la atonía de la demanda interna ha podido obligar a los productores a limitar el crecimiento de sus precios, a pesar de los mayores costes de producción. Además, el estancamiento del mercado de trabajo en los últimos años ha facilitado la ausencia de los efectos de segunda vuelta. Asimismo, cabe pensar que la credibilidad alcanzada por la autoridad monetaria europea en su lucha contra la inflación ha favorecido la contención de las expectativas de inflación y, por tanto, del crecimiento salarial.

No obstante, el precio del crudo sigue en niveles muy altos, en un ambiente de gran incertidumbre acerca de la capacidad futura de producción de petróleo —dada la insuficiente inversión realizada en este sector en los últimos años—, por lo que no se pueden descartar subidas adicionales, a lo que habría que añadir la presión adicional que las limitaciones en la capacidad de refino imponen sobre los precios de los productos derivados. Por otra parte, desde el mes de junio se viene observando una ligera tendencia al alza en algún indicador de expectativas de inflación (véase gráfico 6), que obliga a una vigilancia estrecha de su evolución futura a corto plazo y de su posible impacto sobre las próximas negociaciones salariales, puesto que persiste el riesgo de que los efectos de segunda vuelta hagan finalmente su aparición. Hasta ahora, la debilidad de la economía de la UEM ha moderado la transmisión de los incrementos de precios del componente energético, pero, si el crudo se mantiene en los elevados niveles actuales durante mucho tiempo, existe el riesgo de que la probable recuperación de la actividad del área avive las presiones inflacionistas.

### 3.1 Evolución económica

Según la Contabilidad Nacional de la UEM relativa al segundo trimestre de 2005, el PIB del área del euro creció un 0,3% en términos intertrimestrales, una décima de punto porcentual menos que en el primer trimestre del año (véase cuadro 1). Con respecto al mismo período del año anterior, el PIB se ha desacelerado hasta el 1,1%. Por lo que se refiere a la composición del crecimiento, la demanda interna, excluidas existencias, elevó su aportación al aumento del PIB hasta tres décimas de punto porcentual, gracias a la recuperación de la formación bruta de capital fijo, en la medida en que la mejora de la inversión en construcción compensó la pérdida de ritmo del equipo. Por su parte, el consumo privado prolongó su debilidad al crecer un escaso 0,1%, y el consumo público también mantuvo su ritmo de expansión en el 0,4%. La aportación de la demanda exterior neta fue negativa (de 0,1 pp), como consecuencia de la mayor recuperación de las importaciones que de las exportaciones. Por último, la variación de existencias aportó 0,1 pp al crecimiento del PIB (véase gráfico 8).

El desglose por países de la Contabilidad Nacional muestra que el crecimiento de las dos economías de mayor peso en el área fue prácticamente nulo, mientras que en Italia y en

La reciente publicación de la Encuesta de Población Activa europea, que incluye los datos correspondientes al año 2004, brinda la oportunidad de llevar a cabo una evaluación actualizada de los desarrollos observados en los mercados de trabajo del área desde una perspectiva de medio y largo plazo, y en particular de valorar los progresos realizados en el cumplimiento de los objetivos de la Agenda de Lisboa.

El Consejo Europeo celebrado en marzo de 2000 en esa ciudad definió un objetivo estratégico consistente en convertir a la UE en «la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo». Para que esta aspiración pueda hacerse realidad, la intensificación del grado de utilización del factor trabajo constituye un ingrediente esencial. En reconocimiento de ello, la cumbre de Lisboa y la celebrada un año más tarde en Estocolmo optaron por la fijación de una serie de metas referidas a las tasas de ocupación de diversos colectivos de la población. Así, se trazó como objetivo que, para el conjunto de los individuos en edad de trabajar de la UE, la tasa de ocupación se sitúe en el 67% en 2005 y en el 70% en 2010. En el caso de la población femenina, se aspira a que esa variable

alcance el 57% y el 60%, respectivamente, en cada una de esas fechas, mientras que, entre el colectivo de trabajadores mayores de 55 años, la meta fijada para el final de la década es del 50%.

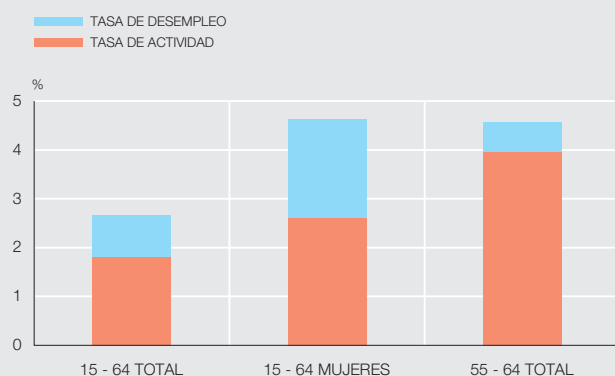
En el caso concreto del conjunto de países que integran el área del euro, los avances registrados hacia estos objetivos han sido modestos y desiguales. Así, en el caso de la población femenina, una simple extrapolación hacia el futuro de los avances cosechados hasta la fecha revela que el objetivo para el final de la década parece factible. Por el contrario, el ritmo de avance de la tasa de ocupación en el caso de los trabajadores de mayor edad y del conjunto de la población en edad de trabajar no parece compatible con la consecución de las metas fijadas para 2010.

La tasa de ocupación de un colectivo de población alcanza un valor tanto más elevado cuanto más alta es la proporción de la población de ese colectivo que participa de forma activa en el mercado de trabajo (esto es, la tasa de actividad) y menor la proporción de quienes participan en el mercado pero no pueden encontrar un empleo (o tasa de paro). Como se puede observar, la contribución del aumento

### 1. TASAS DE OCUPACIÓN, ACTIVIDAD Y DESEMPLEO EN LA UEM (a)

|                                   | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 (b) | 2010 (b) |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|----------|----------|
| <b>TOTAL ENTRE 15 Y 64 AÑOS</b>   |      |      |      |      |      |      |          |          |
| Tasa de ocupación                 | 60,2 | 61,3 | 62,1 | 62,4 | 62,6 | 62,8 | 67,0     | 70,0     |
| Tasa de actividad                 | 67,1 | 67,5 | 67,5 | 68,1 | 68,6 | 69,1 |          |          |
| Tasa de desempleo                 | 10,4 | 9,2  | 8,1  | 8,4  | 8,8  | 9,1  |          |          |
| <b>MUJERES ENTRE 15 Y 64 AÑOS</b> |      |      |      |      |      |      |          |          |
| Tasa de ocupación                 | 49,8 | 51,2 | 52,2 | 52,9 | 53,6 | 54,3 | 57,0     | 60,0     |
| Tasa de actividad                 | 57,1 | 57,7 | 57,9 | 58,7 | 59,7 | 60,5 |          |          |
| Tasa de desempleo                 | 24,3 | 21,4 | 18,8 | 19,5 | 20,3 | 20,8 |          |          |
| <b>TOTAL ENTRE 55 Y 64 AÑOS</b>   |      |      |      |      |      |      |          |          |
| Tasa de ocupación                 | 33,7 | 34,2 | 34,7 | 36,1 | 37,8 | 38,4 |          | 50,0     |
| Tasa de actividad                 | 37,3 | 37,3 | 37,5 | 38,8 | 40,8 | 41,6 |          |          |
| Tasa de desempleo                 | 9,4  | 8,4  | 7,4  | 7,0  | 7,3  | 7,8  |          |          |

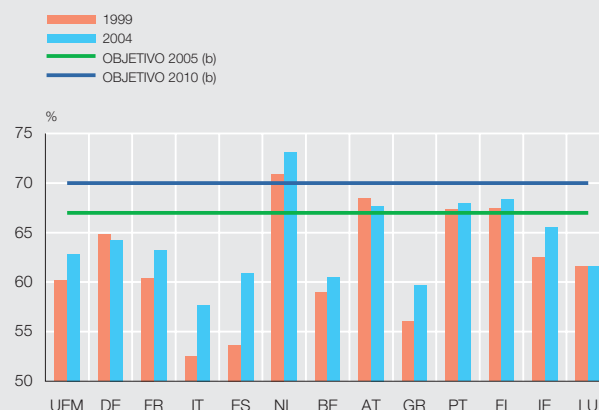
### 2. CONTRIBUCIONES A LOS CAMBIOS EN LA TASA DE OCUPACIÓN 1999 - 2004



FUENTE: Comisión Europea

- a. La relación que vincula a las tres variables es la siguiente: tasa de ocupación = tasas de actividad \* (1-tasa de desempleo).  
b. Objetivos de la Agenda de Lisboa para la UE 15

### 3. TASA DE OCUPACIÓN TOTAL ENTRE 15 Y 64 AÑOS



de la tasa de actividad al incremento de las tasas de ocupación dentro de cada uno de los tres colectivos para los que se han fijado objetivos ha sido sustancial. Sin embargo, aunque el descenso de la tasa de paro ha ayudado también en todos los casos a la aproximación a esos objetivos, solo en el caso de las mujeres la aportación realizada por este componente ha tenido una magnitud sustancial.

Además, los datos de la Encuesta revelan que las tasas de ocupación son tanto mayores cuanto más elevado sea el nivel educativo alcanzado. En particular, este está asociado a una participación más intensa dentro del mercado de trabajo y a una menor tasa de paro. Ello muestra la importancia de la mejora de la formación, tanto en la etapa anterior al inicio de la vida laboral como durante el curso de esta, al objeto de elevar las tasas de empleo del área.

Por países, desde la puesta en marcha de la Agenda, la tasa de ocupación del conjunto de población en edad de trabajar ha aumentado de forma generalizada, salvo en Alemania y Austria, en donde la contribución negativa derivada del ascenso de las tasas de paro no pudo ser contrarrestada por el incremento de las tasas de actividad. En el extremo opuesto, la proporción de personas empleadas ha registrado en el último lustro un aumento muy sustancial (superior a 5 pp) en España e Italia, lo que se ha debido en proporciones similares a las aportaciones de las tasas de actividad y de desempleo.

Los nichos de población dentro de los cuales es mayor el margen para el aumento de las tasas de empleo han sido correctamente identificados en las denominadas Orientaciones Integradas aprobadas, el pasado mes de julio, por el Consejo ECOFIN para el período 2005-2008. Junto con otras recomendaciones de política económica, el documento contiene una serie de directrices en materia de política de empleo destinadas a hacer frente a los obstáculos que

dificultan una aproximación más rápida a los objetivos de Lisboa y Estocolmo. Así, por ejemplo, en el caso de los trabajadores de mayor edad, el texto alienta a los Estados miembros a adoptar las acciones necesarias que estimulen la prolongación de la vida laboral y reduzcan los incentivos que ofrecen los sistemas impositivos y de prestaciones sociales para el acceso prematuro a la jubilación anticipada. Por lo que respecta a la población laboral femenina, se promueve la provisión de servicios de guardería y de cuidados a las personas dependientes, con el fin de favorecer la conciliación de la vida personal y laboral. Finalmente, se propugna la puesta en marcha de iniciativas que permitan reducir las tasas de desempleo entre los trabajadores más jóvenes.

Asimismo, las directrices enfatizan la necesidad de introducir medidas que acrecienten la adaptabilidad de los participantes en el mercado de trabajo ante los continuos cambios que experimenta el entorno económico. Este ritmo creciente de transformación requiere la puesta en práctica de mecanismos que faciliten la adaptación ocupacional y la movilidad geográfica de los trabajadores, así como la adecuación a las nuevas tecnologías del puesto de trabajo. En particular, ello exige acciones tan dispares como la adecuación de la legislación de protección en el empleo, la provisión de formación continuada o el fomento de la creación de empresas. De modo más general, en el ámbito de las políticas educativas las directrices abogan por una mejor identificación de las cualificaciones que el mercado de trabajo requiere en cada momento y por el establecimiento de estrategias amplias de formación continuada.

Por último, se aconseja a los Estados miembros que implementen políticas encaminadas a apoyar la incorporación al mercado de trabajo de los individuos más desfavorecidos, a través de mecanismos tales como la mejora de los instrumentos de ayuda para la búsqueda de empleo o la provisión de formación específica.

España la expansión del PIB fue relativamente elevada. En Alemania, el estancamiento del PIB obedeció a la persistente debilidad del consumo privado, que experimentó de nuevo un retroceso, y al deterioro de la demanda exterior neta, como consecuencia de la pérdida de pujanza de las exportaciones y del dinamismo de las importaciones. En cambio, la formación bruta de capital fijo registró una tasa de variación positiva, tras dos trimestres consecutivos de contracción. En Francia, el PIB se ralentizó hasta el 0,1%, debido al crecimiento negativo del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, que cayeron respecto al primer trimestre. Por su parte, tanto las importaciones como, sobre todo, las exportaciones registraron una notable aceleración, de forma que se redujo la contribución negativa del saldo exterior. Italia, en cambio, que creció un 0,7%, se recuperó de su recesión técnica gracias al repunte de todos los componentes de la demanda interna y de las exportaciones. Tan solo la variación de existencias restó dinamismo al producto. Finalmente, en España el PIB aumentó un 0,9%, igual que en los dos trimestres anteriores. La pujanza del producto obedeció al dinamismo del consumo y de la inversión, mientras que el saldo exterior neto detrajo casi un punto porcentual al crecimiento.

|   | 2004  |       |        |       | 2005  |       |             |             |
|---|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
|   | I TR  | II TR | III TR | IV TR | I TR  | II TR | III TR (a)  | IV TR (b)   |
| PIB                                     |       |       |        |       |       |       |             |             |
| Crecimiento interanual                  | 1,6   | 2,1   | 1,9    | 1,6   | 1,3   | 1,1   |             |             |
| Crecimiento intertrimestral             | 0,7   | 0,5   | 0,3    | 0,2   | 0,4   | 0,3   |             |             |
| Previsiones de la Comisión Europea (c)  |       |       |        |       |       |       | (0,2 ; 0,6) | (0,4 ; 0,8) |
| IPI (d)                                 | 1,1   | 2,9   | 2,5    | 1,1   | 0,9   | 0,7   | 1,5         |             |
| Sentimiento económico                   | 98,6  | 99,8  | 100,6  | 100,9 | 99,0  | 96,3  | 98,0        |             |
| Confianza industrial                    | -7,0  | -5,0  | -3,7   | -3,7  | -6,7  | -10,3 | -7,7        |             |
| PMI manufacturas                        | 52,8  | 54,4  | 53,9   | 51,4  | 51,4  | 49,3  | 51,0        |             |
| Confianza servicios                     | 11,3  | 11,7  | 12,0   | 11,0  | 10,7  | 9,0   | 10,7        |             |
| PMI servicios                           | 56,0  | 55,2  | 54,4   | 52,9  | 53,1  | 53,1  | 53,8        |             |
| Tasa de paro                            | 8,9   | 8,9   | 8,9    | 8,8   | 8,8   | 8,7   | 8,6         |             |
| Confianza consumidores                  | -14,3 | -14,3 | -14,0  | -13,0 | -13,3 | -14,3 | -15,0       |             |
| IAPC (d) (e)                            | 1,7   | 2,4   | 2,1    | 2,4   | 2,1   | 2,1   | 2,6         |             |
| IPRI (d) (e)                            | 0,4   | 2,4   | 3,3    | 3,6   | 4,2   | 4,0   | 4,0         |             |
| Precio del petróleo en dólares (e)      | 33,8  | 35,3  | 43,3   | 39,7  | 53,3  | 54,0  | 62,6        | 58,4        |
| Préstamos al sector privado (d) (e)     | 5,4   | 6,1   | 6,5    | 7,2   | 7,5   | 8,0   | 8,6         |             |
| Rendimiento bonos a diez años UEM       | 4,2   | 4,4   | 4,2    | 3,8   | 3,7   | 3,4   | 3,3         | 3,3         |
| Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM  | -0,11 | 0,28  | 0,14   | 0,36  | 0,67  | 0,80  | 0,98        | 1,18        |
| Tipo de cambio dólar/euro (e)           | 1,222 | 1,216 | 1,241  | 1,362 | 1,296 | 1,209 | 1,204       | 1,195       |
| Apreciación / depreciación del euro (e) | -3,2  | -3,8  | -1,7   | 7,8   | -4,8  | -11,2 | -11,6       | -12,3       |
| Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)  | 1,9   | 3,7   | 1,5    | 9,9   | 4,3   | 8,9   | 17,7        | 12,3        |

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 19 de octubre de 2005.

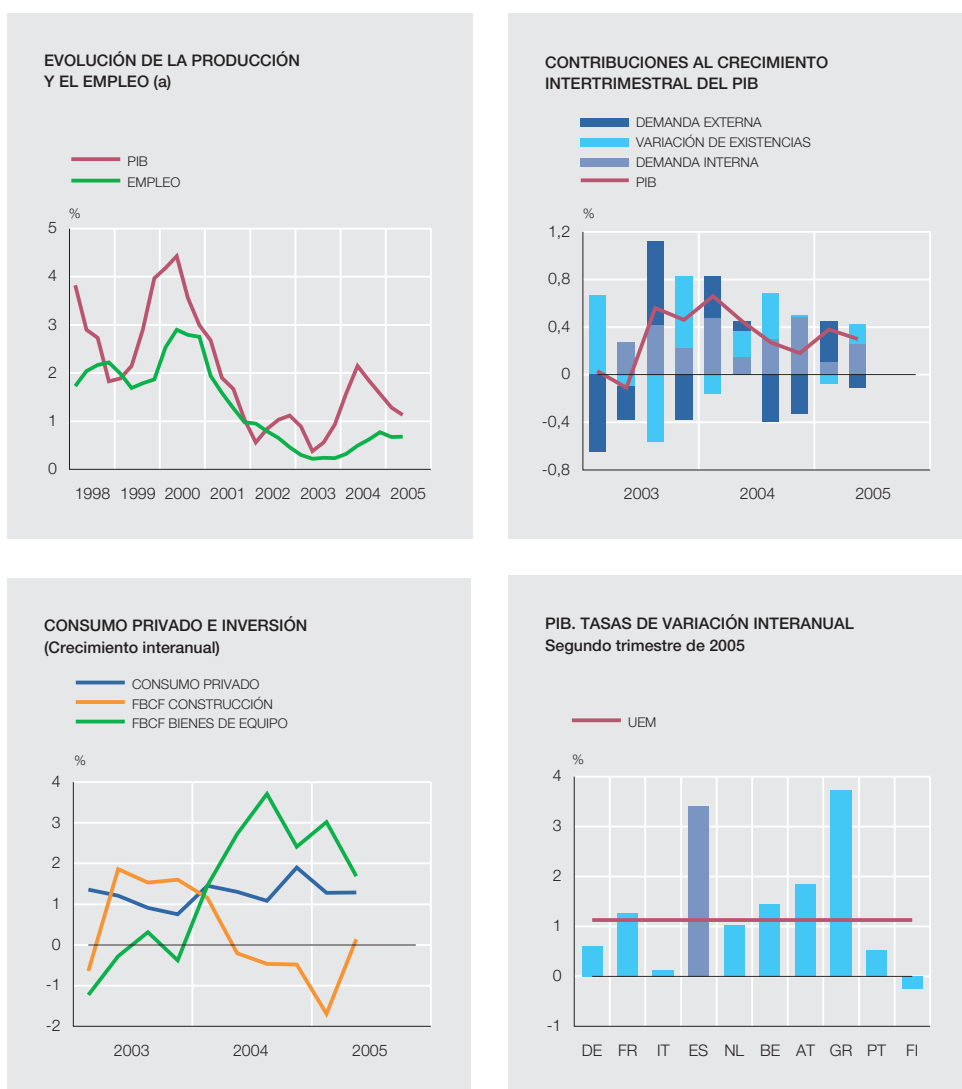
c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

d. Crecimiento interanual.

e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

Por ramas de producción, el valor añadido de la economía del área creció en el segundo trimestre un 0,4%, al mismo ritmo que en el primero. Por sectores, la construcción, tras contraerse en el primer trimestre, registró una tasa de crecimiento positiva. En cambio, la industria y los servicios se desaceleraron, aunque moderadamente. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo registró un aumento del 0,2%, tasa similar a la observada en los trimestres precedentes, lo que supuso el mantenimiento de un ritmo de avance del 0,7% en términos interanuales. En un contexto de ligera desaceleración del PIB, ello implicó un menor crecimiento de la productividad aparente del trabajo. No obstante, se mantuvo el moderado crecimiento de los costes laborales unitarios, que resultó inferior al incremento del deflactor del PIB, de forma que los márgenes empresariales registraron una expansión adicional (véase gráfico 11).

La información más reciente relativa a la evolución de los indicadores en el tercer trimestre señala una ligera mejora del ritmo de avance del PIB en relación con el experimentado en el segundo trimestre. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial (excluida la construcción) creció un 0,8% en el período julio-agosto en relación con el segundo trimestre, y todos los indicadores cualitativos de actividad aumentaron respecto al trimestre anterior. Así, tanto el índice de confianza industrial y de construcción de la Comisión Europea (CE) como el índice de gestores de compras de la industria manufacturera elaborado por Reuters mejoraron significativamente, situándose el segundo en registros superiores a 50, coherentes con una expansión de la actividad (véase gráfico 9). También los indicadores de actividad en la rama de servicios —el de la Comisión Europea y el de los directores de com-

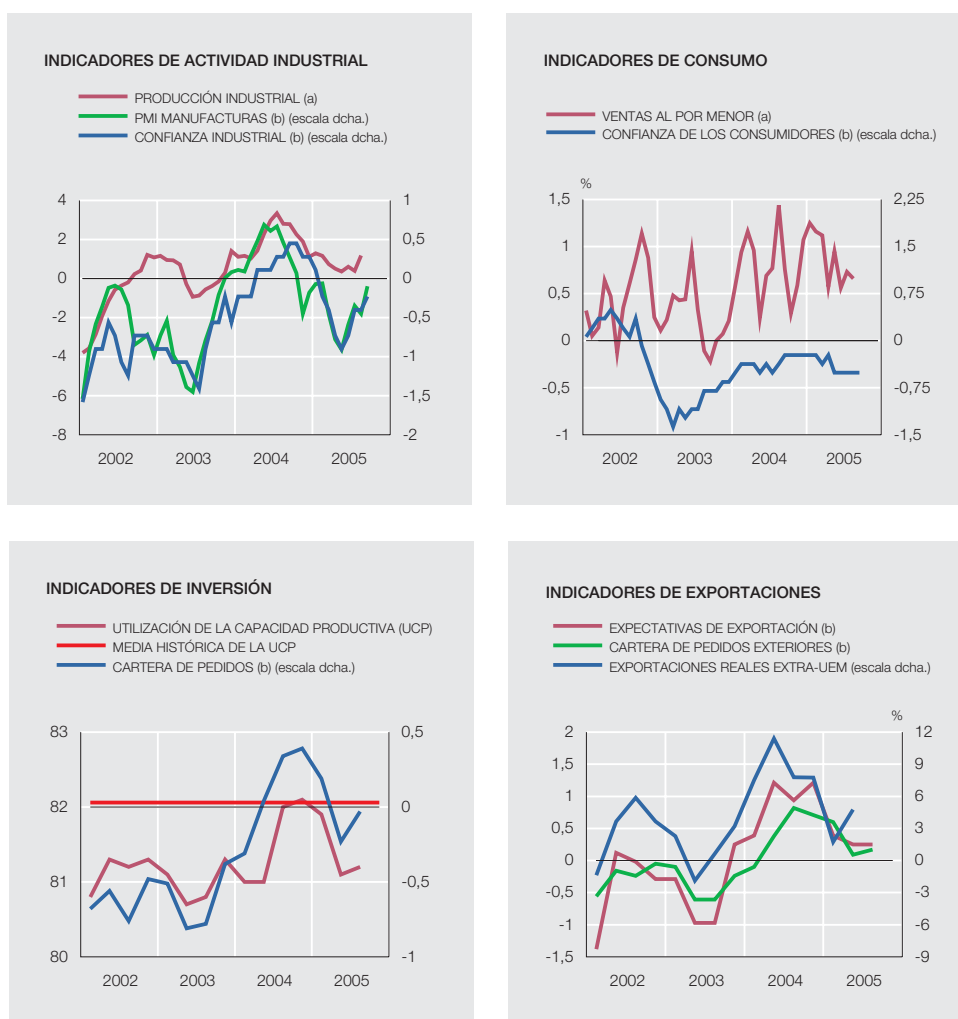


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

pras— registraron un avance apreciable en el mismo período (véase cuadro 1). En cuanto al empleo, los indicadores provenientes de las encuestas de opinión recogieron, asimismo, cierta mejora en el tercer trimestre en la industria, y en mayor medida en la construcción y los servicios (véase gráfico 10). Por su parte, la tasa de paro alcanzó el 8,6% en agosto, tasa algo inferior a la registrada a principios de año.

En la vertiente de la demanda, los indicadores disponibles no reflejan todavía un repunte decidido del consumo en el tercer trimestre, aunque son coherentes con un aumento moderado de la inversión. Así, mientras que las ventas minoristas se han situado en promedio de julio y agosto por encima del nivel del segundo trimestre y las matriculaciones de automóviles aumentaron, los indicadores de confianza relacionados con el consumo mostraron una evolución negativa en ese período. En particular, la confianza de los consumidores se ha mantenido estable desde mayo en un nivel inferior al de su media histórica. Por lo que respecta a los indicadores referidos a la inversión, los empresarios mejoraron su valoración de la cartera de pedidos industriales y aumentó ligeramente el grado de utilización de la capacidad productiva. Por su parte, los datos de exportaciones procedentes de balanza de



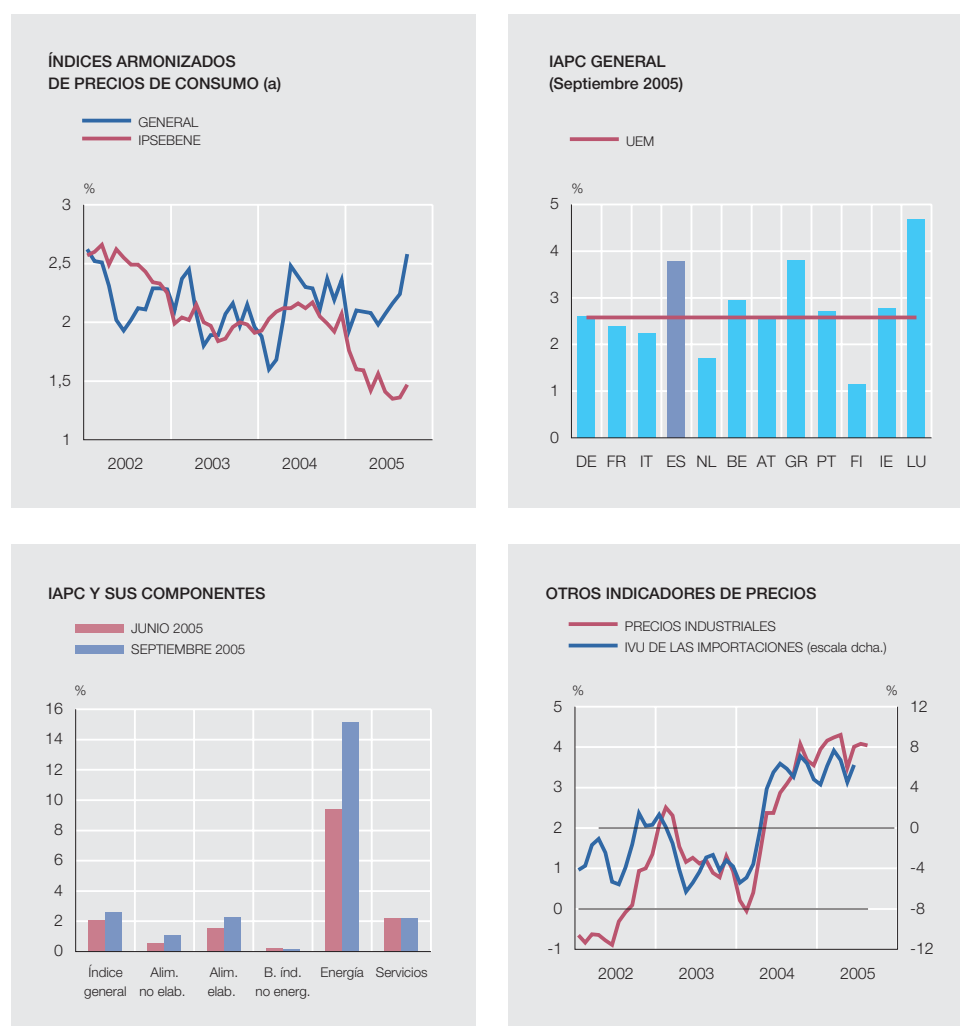
FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

b. Series normalizadas.

pagos de los meses de julio y agosto señalan el mantenimiento del dinamismo de esta variable. Por otro lado, el indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la CE se mantuvo estable en los meses de verano y el indicador mensual de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior subió. Por último, según la encuesta de confianza industrial, la valoración del nivel de existencias coincidió en el trimestre con su media histórica, lo que apuntaría a una contribución prácticamente nula de los inventarios al producto.

En síntesis, la información disponible acerca de la evolución de la actividad en la UEM en el tercer trimestre del año parece sugerir un mantenimiento o ligera mejora del ritmo de crecimiento del PIB. Ello estaría en línea con la estimación de la Comisión Europea, que sitúa el incremento del producto en el tercer trimestre en un rango del 0,2% al 0,6% (véase cuadro 1). No obstante, permanece la incertidumbre que rodea la evolución futura del consumo, en un contexto en el que el impulso de la demanda externa y la mejora de la confianza empresarial no acaban de traducirse todavía en mayor creación de empleo y donde el fuerte encarecimiento de los productos energéticos está deteriorando la capacidad de gasto de las familias.

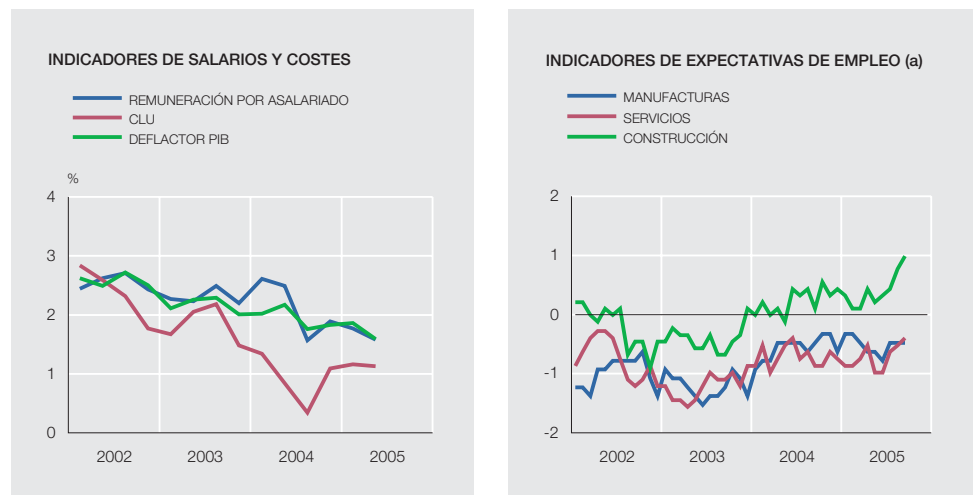


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

Los indicadores de inflación recogieron los efectos del encarecimiento de la energía producido en el transcurso del verano. Así, el IAPC aumentó en términos interanuales el 2,6% en septiembre, cinco décimas más que en junio, debido fundamentalmente a la mayor contribución del componente energético. También el precio de los alimentos se aceleró a lo largo del tercer trimestre, como resultado, en gran parte, de la subida del precio del tabaco en Alemania (véase gráfico 10). La estabilidad del resto de componentes ha supuesto que la inflación subyacente, medida en términos de la evolución del IPSEBENE, que excluye los alimentos no elaborados y la energía del índice general, solo repuntó entre junio y septiembre una décima, hasta el 1,5%. Por países, destaca la fuerte aceleración de los precios en Alemania, Irlanda, Luxemburgo y Portugal en los meses de verano. Por su parte, en agosto el aumento interanual de los precios industriales fue del 4%, igual que el registrado en junio. Tras esta estabilidad se encuentra la aceleración del componente energético, que fue contrarrestada por el menor crecimiento de los precios de los bienes intermedios, en línea con la moderación del precio de las materias primas.

Como se recoge en el recuadro 1, existen riesgos al alza en el curso futuro de los precios derivados de la evolución del precio de petróleo y de su transmisión a la formación de pre-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

cios y salarios de la economía. Hasta ahora, la debilidad económica de la zona euro, la atonía del mercado de trabajo, la elevada competencia exterior y la credibilidad de los objetivos de política monetaria han supuesto que los efectos del aumento del petróleo sobre el crecimiento de los salarios sean limitados. Cualquier intento de los trabajadores de compensar sus pérdidas de poder adquisitivo mediante el incremento de sus demandas salariales reforzaría automáticamente las presiones inflacionistas.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado desde enero hasta julio de 2005 ascendió a 12,6 mm de euros, en comparación con el superávit de 27,8 mm de euros del mismo período de 2004. Esta reducción fue principalmente el resultado de un menor superávit de la balanza de bienes, como consecuencia del mayor aumento de las importaciones que de las exportaciones. En cambio, se observaron en el mismo período entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera por una cuantía superior a las salidas netas en la rúbrica de inversiones directas, de forma que, en la parte transcurrida del año, la balanza básica registró un saldo positivo de 62,3 mm de euros, frente al saldo negativo de 16,8 mm de euros que por este concepto se observó en el mismo período de 2004.

En el terreno de la política fiscal, el déficit presupuestario rebasará en 2005 el límite del 3% del PIB establecido en el Tratado de la Unión Europea en varios países de la UEM, de acuerdo con la información disponible (véase cuadro 2). En concreto, es muy probable que el déficit alemán supere esa cota, mientras que no se puede descartar que ocurra otro tanto en el caso francés. A tenor de las conclusiones del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003 y de la Comunicación de la Comisión de diciembre de 2004, el plazo para la corrección del déficit excesivo expira, en ambos países, en el presente ejercicio. De esta forma, en el caso de que las previsiones de otoño de la Comisión Europea confirmen que se producirá tal incumplimiento, será preciso abordar la reactivación del procedimiento. A este respecto, resulta evidente la necesidad de que las decisiones que se adopten sean coherentes con la versión revisada del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de asegurar la credibilidad de su capacidad disciplinadora efectiva. En los meses de julio y septiembre, el Consejo adoptó sendas decisiones acerca de la existencia de un déficit excesivo en Italia y Portugal, situación que deberá ser



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

CUADRO 2

| % del PIB        | 2002 | 2003 | 2004 (b) | 2005 (c) | 2005 (d) |
|------------------|------|------|----------|----------|----------|
| Bélgica          | 0,1  | 0,3  | 0,0      | -0,2     | 0,0      |
| Alemania         | -3,7 | -3,8 | -3,7     | -3,3     | -3,0     |
| Grecia           | -4,2 | -5,2 | -6,6     | -4,5     | -3,7     |
| España           | -0,3 | 0,3  | -0,1     | 0,0      | 0,1      |
| Francia          | -3,2 | -4,2 | -3,6     | -3,0     | -2,9     |
| Irlanda          | -0,5 | 0,2  | 1,4      | -0,6     | -0,8     |
| Italia           | -2,7 | -3,0 | -3,2     | -3,6     | -2,7     |
| Luxemburgo       | 2,3  | 0,5  | -0,6     | -1,5     | -1,0     |
| Holanda          | -1,9 | -3,3 | -2,1     | -2,0     | -2,6     |
| Austria          | -0,4 | -1,3 | -1,0     | -2,0     | -1,9     |
| Portugal         | -2,7 | -3,0 | -3,0     | -4,9     | -6,2     |
| Finlandia        | 4,3  | 2,3  | 2,1      | 1,7      | 1,8      |
| PRO MEMORIA: UEM |      |      |          |          |          |
| Saldo primario   | 1,2  | 0,6  | 0,5      | 0,6      |          |
| Saldo total      | -2,5 | -2,9 | -2,7     | -2,7     | -2,3     |
| Deuda pública    | 69,5 | 70,8 | 70,8     | 71,7     | 70,6     |

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

- a. En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
b. Previsiones según notificaciones del procedimiento de déficit excesivo.  
c. Previsiones de primavera de 2005 de la Comisión Europea.  
d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y junio de 2005.

corregida, a más tardar, en 2007 y 2008, respectivamente. En consonancia con la nueva formulación del Pacto, el plazo para la reconducción del déficit por debajo del límite del 3% del PIB ha sido alargado más allá del año posterior al que se identifica el déficit excesivo, en razón del elevado tamaño del ajuste necesario y de la mala situación económica por la que atraviesan ambas economías.

Por lo que respecta a los planes presupuestarios para 2006, en Francia se prevé que el déficit se sitúe en el 2,9% del PIB, lo que se apoya en un supuesto de crecimiento económico algo más favorable del apuntado en las previsiones disponibles. Cabe destacar que el presupuesto del Estado para el próximo ejercicio no incluye la adopción de medidas temporales (que se estima que en 2005 han contribuido a mejorar el saldo del conjunto de las Administraciones Públicas en casi medio punto porcentual). Además, con el fin de aliviar el déficit de la Seguridad Social, los presupuestos de este subsector contemplan aumentos de los pagos por medicamentos, actos médicos y hospitalización realizados por los pacientes. Por otro lado, la prevista rebaja impositiva sobre las rentas de las familias ha sido pospuesta hasta 2007, con el fin de evitar el impacto de la pérdida resultante de ingresos fiscales sobre el saldo presupuestario. En Italia, los presupuestos para 2006, que contemplan un déficit del 3,8% del PIB, combinan algunas medidas destinadas a estimular la economía (tales como un aumento de deducciones en las bases del impuesto sobre la renta, una rebaja de las cotizaciones sociales y un aumento de la inversión pública) con acciones orientadas hacia la consolidación fiscal (en concreto, a contener la remuneración de los empleados públicos). Finalmente, en Alemania existe todavía un elevado grado de incertidumbre acerca del curso futuro de la política presupuestaria, pues los partidos coaligados en el gobierno recientemente constituido no han alcanzado aún un acuerdo en este sentido.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

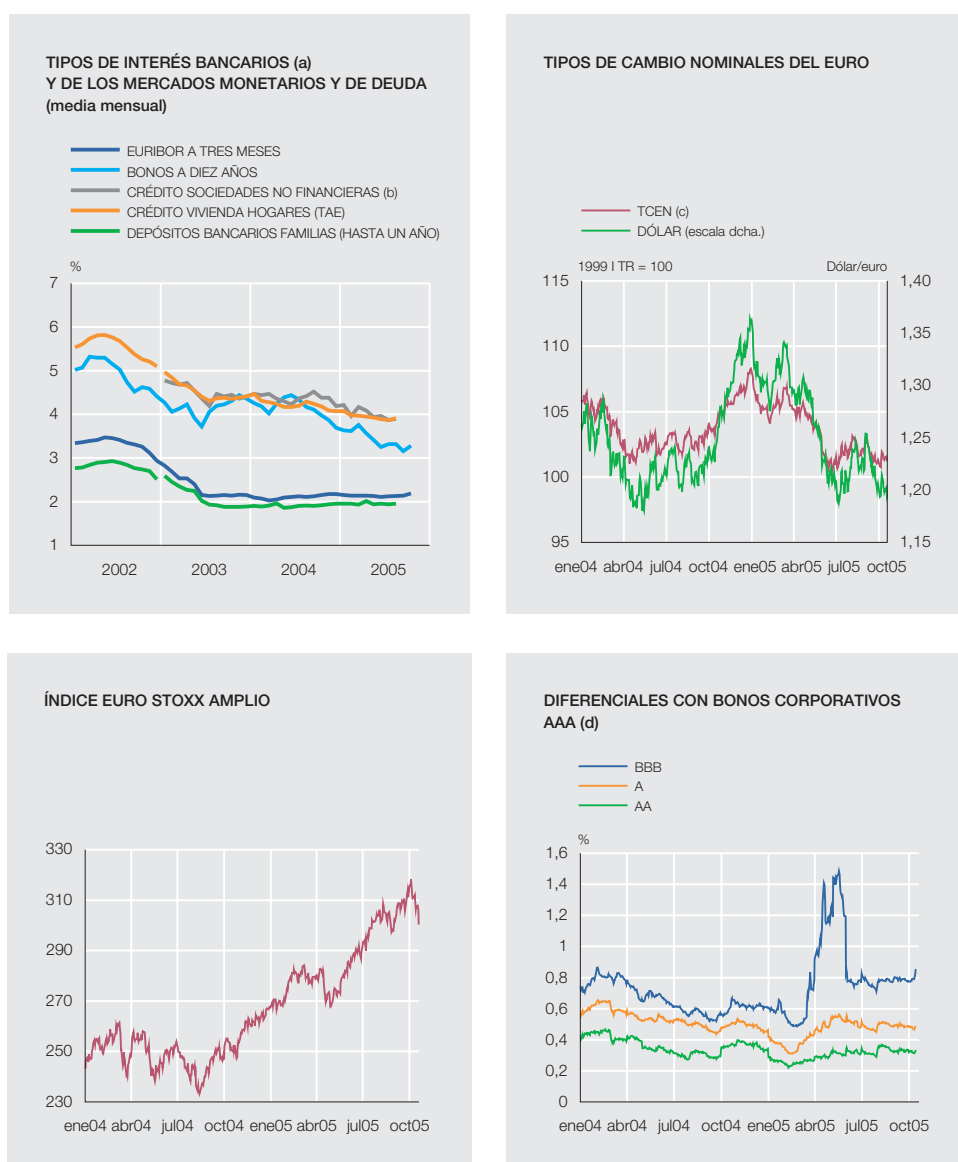
a. Estimación con datos del mercado de swaps.

b. Estimados con datos del EURIBOR.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En sus reuniones celebradas a lo largo del tercer trimestre del año, el Consejo de Gobierno del BCE ha valorado que la orientación de la política monetaria continuaba siendo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Paralelamente, ha considerado que el nivel de los tipos de interés proporciona un apreciable estímulo a la actividad. En consecuencia, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se han mantenido en el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase gráfico 12). No obstante, el BCE ha indicado que los riesgos alcistas para la estabilidad de precios han aumentado y llevará a cabo una actitud de extrema vigilancia sobre la posible traslación del precio del petróleo a los precios de producción y salarios, que puedan amenazar el objetivo de estabilidad de precios.

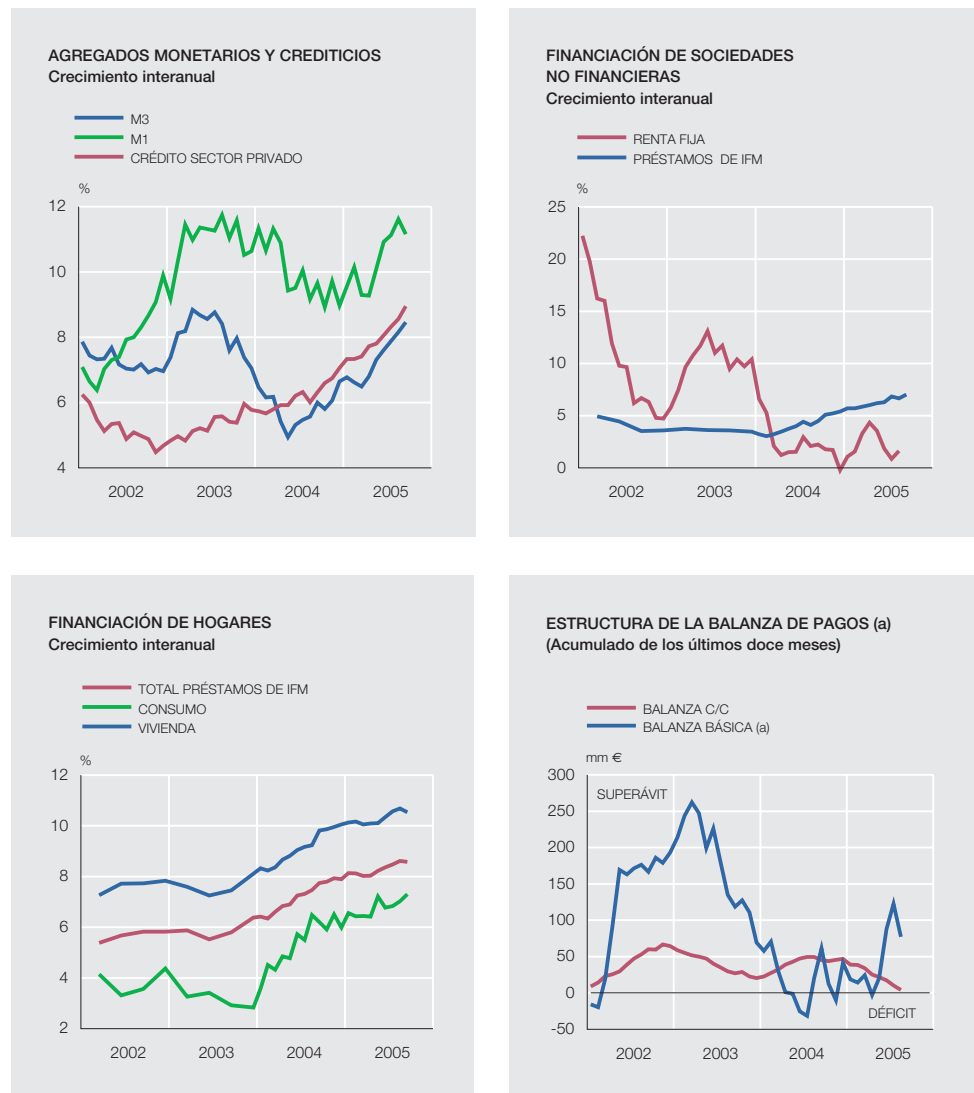
Los malos datos de inflación de septiembre que se fueron publicando repercutieron en un aumento de los tipos de interés del mercado monetario en los plazos más largos, de manera que, a mediados de octubre, el perfil de la curva de los tipos de interés *forward* a un mes



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a. Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
- b. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
- c. Índice del tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

descontaba movimientos al alza de los tipos de interés oficiales de un cuarto de punto para principios de 2006 (véase gráfico 12). En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas a un plazo de diez años alcanzaron a mediados de octubre un nivel algo superior al observado a finales del segundo trimestre, próximo al 3,3%. La mayor intensidad del avance de la rentabilidad de la deuda a diez años en Estados Unidos en el período considerado ha dado lugar a una ampliación del diferencial positivo que mantenía el tipo de interés a largo plazo estadounidense con respecto al europeo, hasta los 1,2 pp. Según la información disponible hasta agosto, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo se mantuvieron estables, en términos generales, si bien el tipo de interés de los préstamos otorgados a las familias para la adquisición de vivienda siguió mostrando una tendencia levemente decreciente, hasta situarse en el 3,9% en agosto (véase gráfico 13).



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

En los mercados de divisas, el euro detuvo, entre julio y octubre, su tendencia a la depreciación frente al dólar que se había observado desde principios de año, estabilizándose el tipo de cambio bilateral en torno a 1,20 dólares por euro. Con respecto al yen y a la libra esterlina, el euro también mostró gran estabilidad en los últimos tres meses, por lo que, en términos efectivos nominales, la moneda europea apenas varió durante el período considerado (véase el gráfico 13).

En los mercados de renta variable de la UEM, la tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles continuó en el tercer trimestre, alimentada por buenos resultados empresariales y por la mejora de las expectativas de beneficios en el sector empresarial. En octubre, las cotizaciones experimentaron una ligera corrección, de forma que las ganancias acumuladas desde principios del año 2005 se situaron en torno al 12%. La evolución de los subíndices correspondiente a los distintos sectores fue dispar en el tercer trimestre. El aumento de las cotizaciones fue mayor en el sector energético y en los de bienes de consumo y de materias primas, mientras que fueron escasos los avances en los sectores de tecnología y telecomunicaciones. La evo-

lución de las cotizaciones en los mercados de renta variable se vio acompañada de un moderado aumento de la volatilidad respecto a la registrada en el segundo trimestre.

En los meses de verano, el agregado monetario M3 se aceleró de nuevo, hasta alcanzar el 8,5% en septiembre, nueve décimas de punto porcentual por encima de la tasa registrada en junio (véase gráfico 14). Análogamente, el crecimiento del crédito al sector privado adquirió mayor pujanza, de manera que su tasa de variación interanual alcanzó en agosto el 8,9%, ocho décimas más que en junio. Por agentes demandantes, tanto los préstamos otorgados a las sociedades no financieras como los concedidos a las familias adquirieron mayor fortaleza. Dentro de estos últimos, los otorgados para la compra de bienes de consumo se aceleraron desde junio, hasta alcanzar un ritmo de avance del 7,3% en septiembre, mientras que los destinados a adquisición de vivienda mantuvieron un ritmo de aumento estable, en torno al 10,5%. Entre los países de mayor tamaño, el crédito aumentó con respecto a junio en Alemania e Italia, y se aceleró, aunque en menor medida, en Francia. En España, tanto los préstamos otorgados a las sociedades no financieras como los concedidos a los hogares experimentaron un crecimiento muy elevado, muy superior al registrado en promedio en el área del euro.

## 4 La economía española

Coincidiendo con la publicación de la CNTR del segundo trimestre de 2005, el INE ha publicado las series de la nueva Contabilidad Nacional, base 2000, desde el año 1995, ampliando de esta manera la revisión que se había efectuado inicialmente para el período 2000-2004. En comparación con la anterior Contabilidad, en base 1995, y como sucedió para el período 2001-2004, los nuevos datos suponen una revisión al alza del crecimiento de la economía española, especialmente acusada en los años 1999 y 2000, en los que la tasa de avance del PIB se ha incrementado en 0,5 pp y 0,6 pp, respectivamente.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 el crecimiento del PIB se elevó en una décima, hasta alcanzar un 3,4% en tasa real interanual, en línea con el perfil de suave aceleración observado en los trimestres precedentes. En términos intertrimestrales, su avance fue del 0,9%, igual al registrado en los dos trimestres anteriores. Por componentes, se mantuvo el elevado dinamismo de la demanda nacional, cuya aportación a la expansión del producto fue de 6 pp, mientras que se redujo ligeramente la contribución negativa de la demanda externa al crecimiento del PIB.

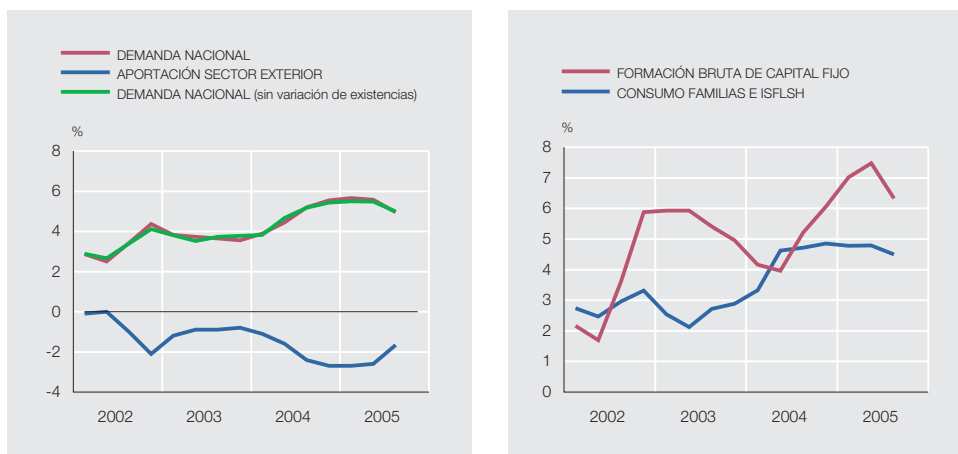
La información coyuntural disponible indica que en el tercer trimestre de 2005 el PIB puede haber elevado nuevamente su ritmo de expansión, hasta el 3,5%, sustentado, como en los últimos trimestres, en el dinamismo de la demanda interna, al tiempo que la demanda exterior neta ha continuado contribuyendo de manera muy negativa al incremento del producto. No obstante, se estima una moderación en la expansión de la demanda interna y una menor detracción al crecimiento por parte del sector exterior (véase gráfico 15). Los componentes de la demanda interna que experimentaron dicha desaceleración fueron el consumo privado y la inversión en bienes de equipo; asimismo, tanto las exportaciones como las importaciones perdieron tono respecto al segundo trimestre.

En cuanto a la evolución de la actividad por ramas, las estimaciones apuntan hacia un mantenimiento del fuerte dinamismo de los servicios y de la construcción en el tercer trimestre, mientras que el valor añadido de la industria manufacturera parece haber seguido experimentando tasas de crecimiento muy moderadas, que alcanzan apenas el 1%, y el de las ramas agrarias y pesqueras se ha visto afectado negativamente por la sequía. Los principales indicadores de empleo parecen apuntar hacia una estabilización en tasas de expansión elevadas. De hecho, la EPA del tercer trimestre ha mostrado un avance de los ocupados del 5,1%, algo superior al del segundo trimestre. En este contexto, la productividad aparente del trabajo ha tendido a estabilizar su ritmo de crecimiento en el conjunto de la economía, mientras que en la economía de mercado se mantuvo en torno a tasas muy reducidas (0,4%).

La remuneración por asalariado creció a tasas muy moderadas en la primera mitad de 2005, y se estima que en la segunda parte se aproximará a ritmos más cercanos a los que muestran los indicadores salariales, dando lugar, en conjunción con el bajo crecimiento de la productividad, a una aceleración de los costes laborales unitarios. Por último, la tasa de inflación, medida por el IPC, se incrementó en el tercer trimestre hasta el 3,4% —llegando al 3,7% en septiembre—, como consecuencia, fundamentalmente, del encarecimiento de la energía. El indicador adelantado del IAPC del mes de octubre apunta a un incremento interanual del 3,5%.

### 4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2005, el crecimiento del consumo final de los hogares, en términos reales, se mantuvo en el 4,8%, tasa similar a la del período precedente. Los indicadores dis-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

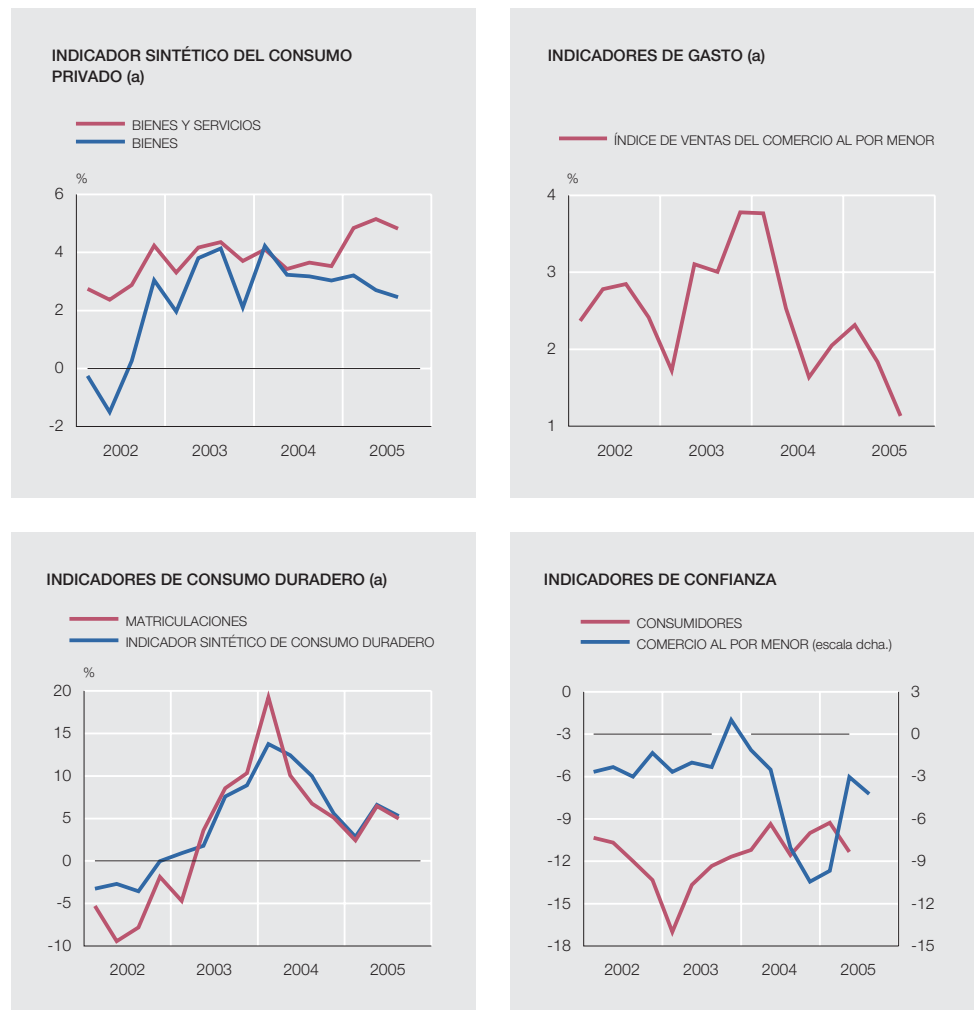
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

ponibles para el tercer trimestre, con información todavía incompleta, parecen señalar una cierta moderación del elevado dinamismo del consumo privado (véase gráfico 16). No obstante, el gasto en consumo privado parece mantener un ritmo de expansión significativo, muy por encima del que experimenta la renta disponible, al que siguen contribuyendo la revalorización de la riqueza real de los hogares —financiera e inmobiliaria— y el mantenimiento de unas favorables condiciones de financiación.

Como se observa en el gráfico 16, el indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios muestra un perfil de suave desaceleración en el tercer trimestre, más acusada en el caso del consumo de servicios y de bienes duraderos. Entre los indicadores más directamente relacionados con el gasto de las familias, cabe destacar la evolución del índice general de ventas del comercio al por menor, que se ralentizó en julio y agosto, mientras que el indicador de confianza del comercio minorista retrocedió ligeramente en los meses de verano. Las matriculaciones de automóviles siguieron creciendo a un ritmo significativo, si bien inferior al registrado en el segundo trimestre.

En cuanto a los principales determinantes del consumo privado, las estimaciones apuntan hacia una ralentización de la renta real disponible, tras el notable impulso que registró en 2004. La ligera aceleración de la remuneración de asalariados y del excedente bruto se está viendo contrarrestada por la aportación más contractiva de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta, como consecuencia, principalmente, de la mayor recaudación impositiva, una vez superados los efectos derivados de la reforma del IRPF de 2003. Por el contrario, la riqueza de las familias ha continuado incrementándose a un ritmo elevado, apoyada tanto en el aumento de las cotizaciones bursátiles a lo largo del año —un 16% en el caso del índice IBEX 35— como en la revalorización de los activos inmobiliarios. En un contexto caracterizado, además, por el bajo coste de la financiación, esto ha supuesto que la tasa de ahorro haya registrado una disminución adicional.

En el segundo trimestre de 2005, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,6% interanual, nueve décimas menos que en el trimestre anterior. La información coyuntural disponible, todavía muy incompleta, que proviene de los datos de ejecución presupuestaria del Estado, apunta hacia una estabilidad en el ritmo de avance de este agregado.



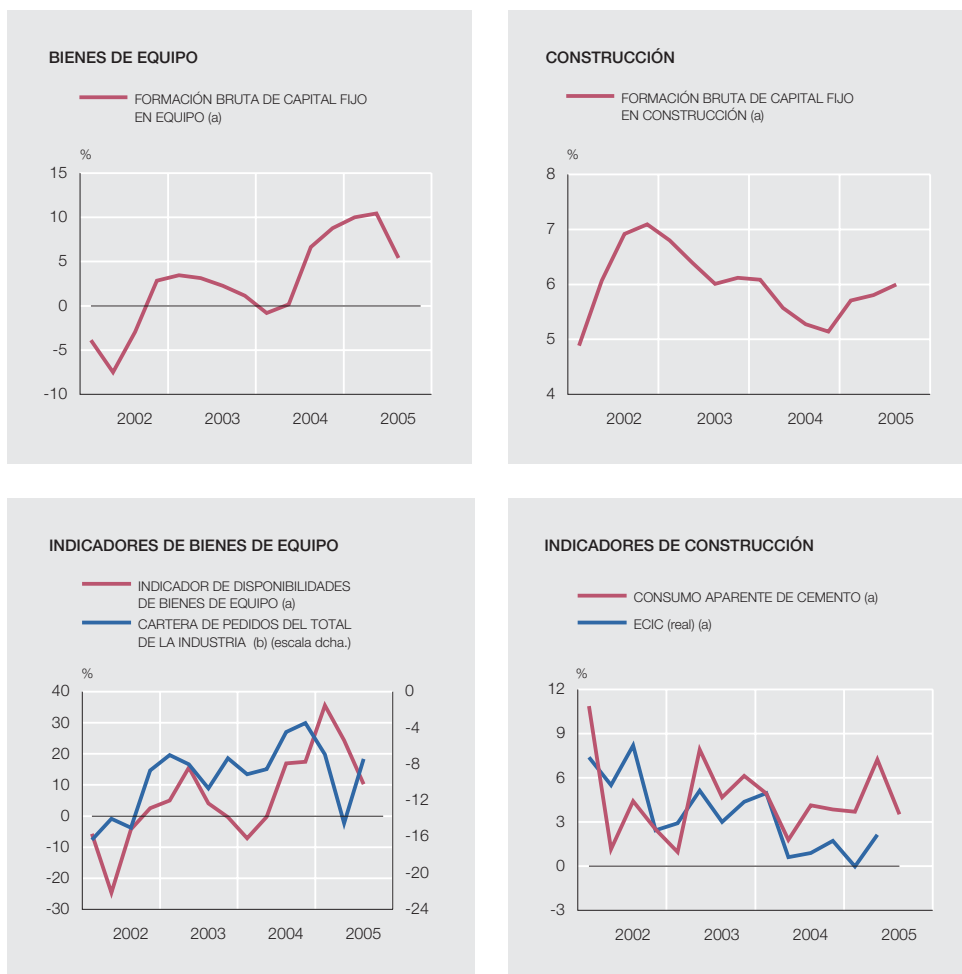
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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

La formación bruta de capital fijo siguió acelerándose en el segundo trimestre de 2005, al crecer un 7,5% en tasa interanual, medio punto más que en el primer trimestre. Esta evolución fue el resultado del mayor dinamismo registrado en todos sus componentes: la inversión en bienes de equipo mantuvo su considerable fortaleza y aumentó un 10,4%, en términos reales; la construcción creció un 5,8% y la inversión en otros productos, un 8,7%. A tenor de la última información disponible, se espera un menor crecimiento interanual de la inversión en equipo en el tercer trimestre de 2005. Esta estimación refleja, principalmente, la evolución del indicador de disponibilidades de este tipo de bienes, y se debe, en parte, a un simple efecto de base, ya que en el tercer trimestre de 2004 la inversión en equipo creció de modo excepcionalmente intenso (véase gráfico 17). Otros indicadores ofrecen señales positivas: en concreto, la cartera de pedidos de los productores de estos bienes y el indicador de confianza industrial han mejorado entre los meses de julio y septiembre. Asimismo, la utilización de la capacidad productiva en el total de la industria ha aumentado, a la vez que ha disminuido el porcentaje de empresas que considera excesiva su capacidad instalada.

La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances, que abarca hasta el segundo trimestre de 2005, ha reflejado una ligera ralentización de la actividad, a pesar de lo cual se mantienen algunos elementos positivos, como son el crecimiento





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

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

de la cifra de negocios, la evolución del empleo, la moderación de las remuneraciones medias, el crecimiento contenido de los gastos financieros y el alza de los ingresos de esta naturaleza (por la entrada de dividendos de filiales en el extranjero, fundamentalmente). Estas circunstancias explican el mantenimiento de altas rentabilidades y el buen comportamiento del resultado neto total, lo que está en consonancia con el impulso inversor.

La inversión en construcción registró en el segundo trimestre de 2005 un avance del 5,8%, una décima superior al observado en el período anterior. De acuerdo con la información coyuntural más reciente, este dinamismo ha continuado en el tercer trimestre. Los indicadores de consumos intermedios, como el consumo aparente de cemento y la producción de materiales de construcción, presentaron, en el promedio de los meses de julio y agosto, una intensidad algo inferior a la observada en el segundo trimestre. Sin embargo, el indicador de confianza, que había retrocedido en el segundo trimestre, se recuperó en el tercero, manteniéndose algo por debajo de los niveles alcanzados a finales de 2004, mientras que los indicadores de empleo mostraron una evolución algo más favorable en el tercer trimestre.

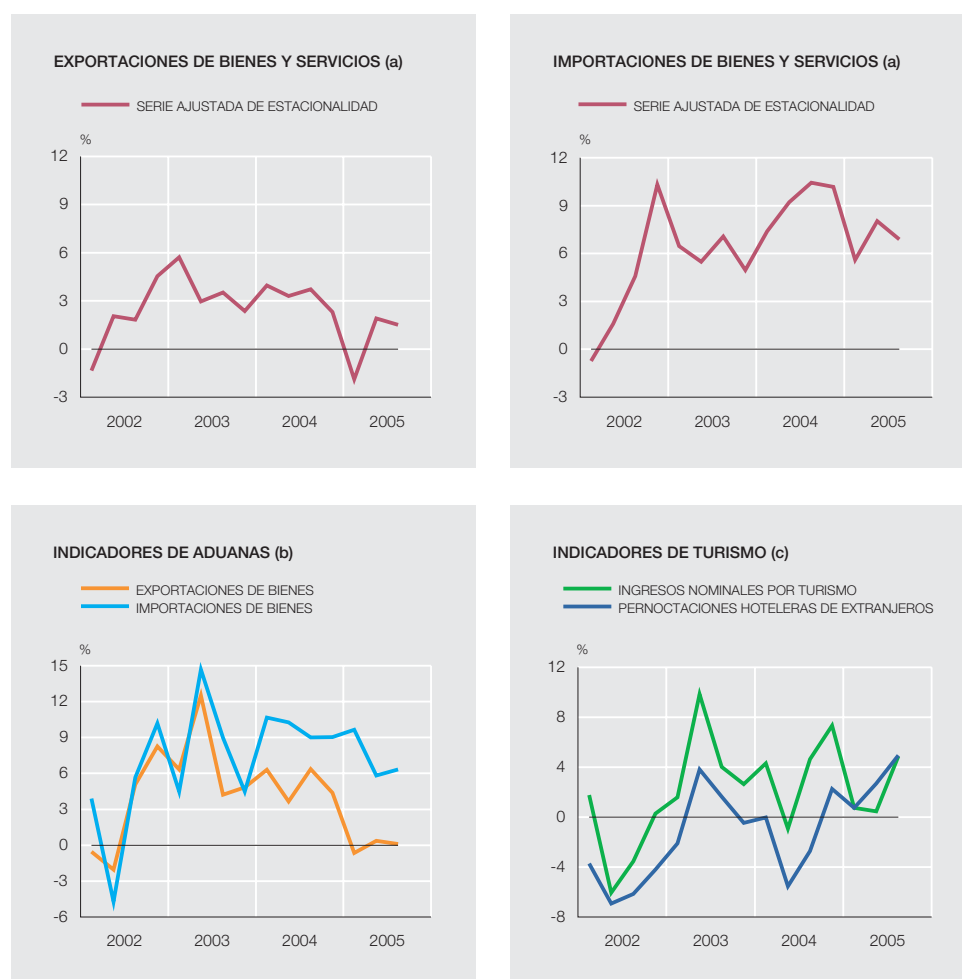
Diferenciando por tipo de obra, se observa una moderación de los elevados ritmos de crecimiento de la edificación residencial y una cierta reactivación de la edificación no residencial,

que venía exhibiendo una considerable atonía hasta el primer trimestre de 2005. En efecto, la superficie a construir, obtenida a partir de los visados de proyectos de obra nueva de edificación residencial, ha acumulado un incremento en los siete primeros meses del año muy por debajo del que alcanzó en 2004, de forma que anticipa un perfil de desaceleración para la obra realizada a lo largo de 2005. En el caso de la edificación destinada a otros usos, la superficie a construir, por el contrario, se está mostrando mucho más dinámica en el período enero-julio que en el conjunto de 2004. Respecto a la obra civil, tanto la Encuesta de Coyuntura de la Industria de la Construcción (ECIC) como los indicadores estimados a partir de los presupuestos de licitación oficial señalan que el valor real de la obra ejecutada se mantiene en niveles similares a los del año pasado. A pesar de que en el conjunto de 2005 el volumen ejecutado de obra civil de las AAPP podría ser superior al del ejercicio anterior, el perfil de crecimiento estimado a lo largo del año es claramente descendente.

De acuerdo con lo estimado por la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento continuó siendo marcadamente negativa, aunque se recuperó ligeramente respecto al trimestre precedente. En este período, se interrumpió la tendencia a la desaceleración de las exportaciones reales de bienes y servicios, que registraron un crecimiento real del 1,9% (frente al -1,9% del trimestre anterior), a la vez que los flujos reales de importaciones recuperaron un mayor dinamismo, con una tasa de avance del 8% (5,6% en el primer trimestre). En cualquier caso, la recuperación de las exportaciones no impidió que se siguiera perdiendo cuota en los mercados internacionales. La información, aún incompleta, referida al tercer trimestre indica que la aportación de la demanda exterior neta en ese período pudo ser menos contractiva, en un contexto de menor crecimiento tanto de las exportaciones como, en mayor medida, de las importaciones.

Las exportaciones de bienes ganaron pulso durante el segundo trimestre de 2005, con un crecimiento interanual del 2,6%, en términos reales, tras la contracción del 2% observada en el trimestre anterior (véase gráfico 18). Sin embargo, las cifras más recientes de comercio exterior publicadas por el Departamento de Aduanas, correspondientes a los meses de julio y agosto, muestran un retroceso en términos reales del 1,4%, en tasa interanual, apuntando a una pérdida de dinamismo de las ventas al exterior en el tercer trimestre. Por áreas geográficas, en julio y agosto la desaceleración de las exportaciones fue generalizada, aunque afectó en mayor medida a las dirigidas a la UE, que registraron una caída del 3,8% en términos reales, en un contexto de aceleración de sus precios. El comportamiento de las ventas al resto del mundo, cuya demanda había venido mostrando un mayor dinamismo, fue más favorable (4,3%), a pesar de la pequeña apreciación del euro en este período.

En el segundo trimestre de 2005, las exportaciones reales de servicios turísticos continuaron muy débiles, disminuyendo un 1,5%, según las estimaciones de la CNTR, en línea con la evolución todavía negativa que mostró el indicador nominal de Balanza de Pagos. Sin embargo, los principales indicadores reales de turismo, como las pernoctaciones hoteleras de extranjeros o el gasto real de los turistas, que se desprenden de EGATUR, apuntaron ya un comportamiento moderadamente positivo del turismo en ese período. De hecho, el Departamento de Balanza de Pagos del Banco de España, el INE y el Instituto de Estudios Turísticos han reconocido recientemente que los datos de ingresos por turismo del primer semestre del año están infravalorados, por lo que se revisarán al alza en los próximos meses. La recuperación se ha afianzado en el tercer trimestre, período en el que se concentra la mayor parte de las entradas de turistas extranjeros. En julio y agosto, el gasto total real de los turistas se incrementó un 6,3%, mientras que las pernoctaciones en establecimientos hoteleros y el número de turistas elevaron su ritmo de avance hasta el 4,6% y el 7%, respectivamente, en el conjunto del trimestre, adelantando una recuperación de los ingresos por turismo. Por otra



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

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

parte, las exportaciones de servicios no turísticos, de acuerdo con la CNTR, reflejaron cierta aceleración durante el segundo trimestre de 2005 (1,4%), aunque menos intensa que la mostrada por el indicador nominal de Balanza de Pagos. Dentro de esta partida destacó la favorable evolución de los ingresos por servicios financieros e informáticos.

Según se desprende de los datos de la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 las importaciones reales de bienes mostraron una aceleración de 1,5 pp, hasta situar su tasa de crecimiento en el 8,5%, como consecuencia del mayor incremento de la demanda final. Los datos de Aduanas correspondientes a julio y agosto muestran, sin embargo, una desaceleración de las importaciones, con un crecimiento del 4,3% en términos reales. Estos datos auguran una pérdida de dinamismo de las importaciones reales de bienes en el tercer trimestre, que tiene su fundamento en el menor avance de la demanda final y, en particular, de los componentes con un mayor contenido importador, como son las exportaciones y la formación de bruta de capital fijo.

Por último, en términos de la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 las importaciones reales de servicios se recuperaron notablemente: las compras exteriores de servicios no turísticos

abandonaron las tasas negativas del trimestre anterior, hasta reflejar un avance prácticamente nulo, mientras que se prolongó el fuerte dinamismo de los pagos por servicios turísticos (26,9%), lo que resulta coherente con la fortaleza del consumo de los hogares y la apreciación acumulada por el euro.

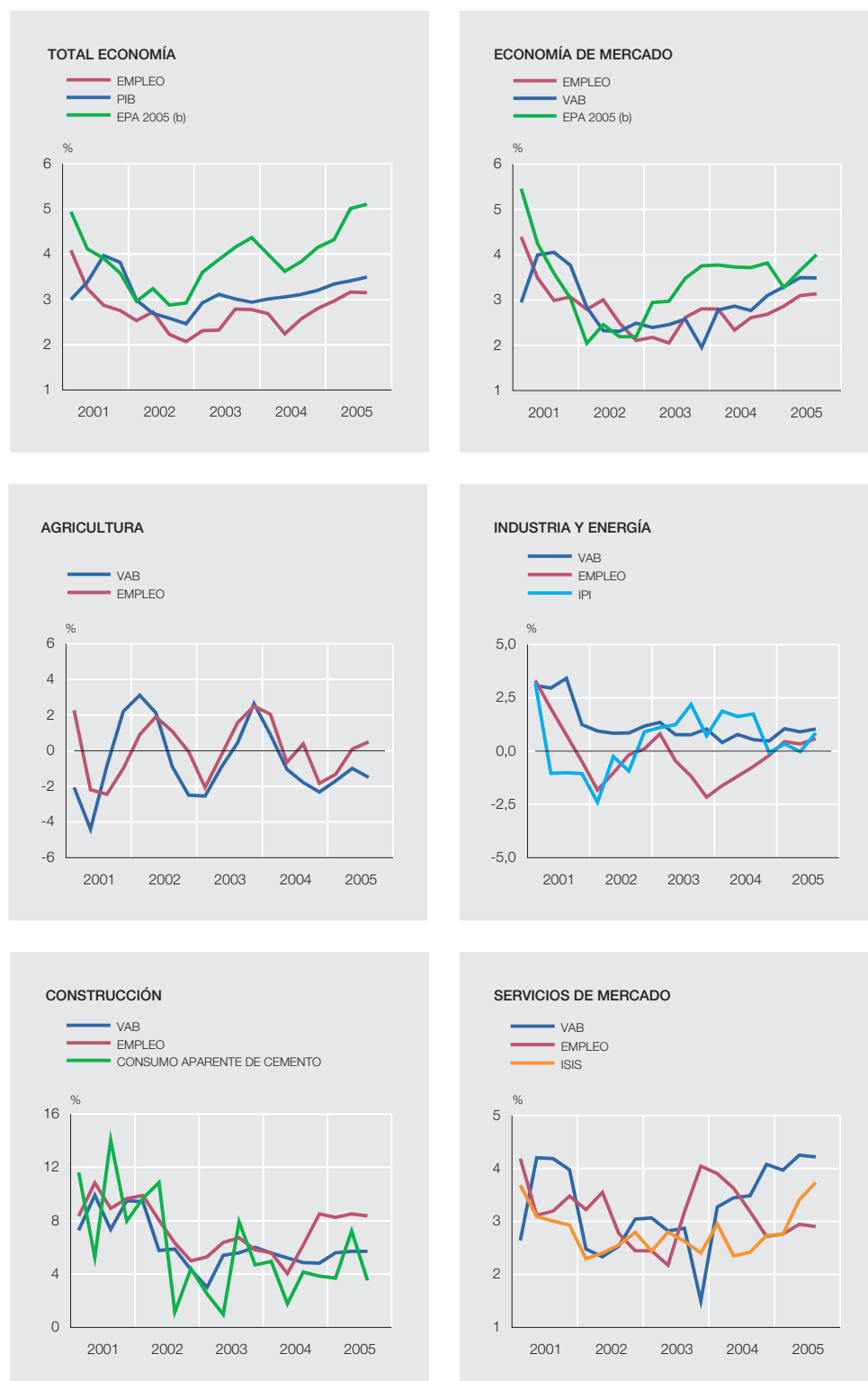
#### 4.2 Producción y empleo

Desde la perspectiva de la oferta, se estima que, en el segundo trimestre de 2005, la actividad de la economía de mercado experimentó un nuevo impulso, de magnitud similar al que mostró en los primeros meses del año, hasta alcanzar un ritmo de crecimiento del 3,5%, ligeramente superior al del conjunto de la economía. Esta aceleración es atribuible, principalmente, al comportamiento de la rama de servicios, aunque la construcción también experimentó cierta mejora. La información disponible indica que en el tercer trimestre la actividad en la economía de mercado podría haber estabilizado su ritmo de crecimiento.

La actividad de las ramas agraria y pesquera siguió condicionada por el régimen de precipitaciones registrado en el último año hidrológico, en el que únicamente se alcanzó un 63% del volumen promedio histórico de lluvias. Como consecuencia de ello, la producción de los principales cultivos agrícolas se redujo —de forma especialmente acusada en el caso de los cereales—, con la excepción de las frutas, que ya habían experimentado un severo recorte en 2004. Este comportamiento negativo de los productos vegetales se vio matizado parcialmente por la evolución de la producción animal, que mostró signos de revitalización. En términos de la CNTR, el valor añadido de estas ramas se contrajo un 1% en el segundo trimestre y las previsiones apuntan a que el descenso se intensificó durante el tercer trimestre del año (véase gráfico 19).

El conjunto de las ramas industriales y energéticas experimentó una pérdida de vigor en el segundo trimestre del año, debido al escaso dinamismo de la industria, que se resintió, en parte, del débil pulso de las exportaciones españolas de bienes. La atonía de la actividad industrial en este segundo trimestre se puso de manifiesto en la fabricación de bienes de equipo e intermedios; por su parte, los bienes de consumo experimentaron un comportamiento positivo en su conjunto, por la evolución de los productos no alimenticios —incluyendo los automóviles—. La información coyuntural de que se dispone apunta al mantenimiento de estos rasgos en el tercer trimestre, si bien los datos del índice de producción industrial (IPI) están sujetos a cierto grado de incertidumbre, pues, tras un mes de julio con tasas de avance negativas, el IPI tuvo un comportamiento muy favorable en el mes de agosto, mes en el que este indicador suele mostrar una elevada erradicidad. Los indicadores de cifras de negocios y entradas de pedidos tuvieron un comportamiento similar al del IPI, mientras que el empleo se aceleró en este trimestre, según la EPA, al mostrar un crecimiento del 1,1%, frente al 0,3% del trimestre anterior. La evolución de los indicadores de opinión fue positiva, ya que tanto el indicador de confianza en la industria como el índice PMI reflejaron una mejoría de la situación en relación con el segundo trimestre.

De acuerdo con los datos de la CNTR, el valor añadido de la rama de construcción mantuvo su elevado dinamismo en el segundo trimestre de 2005, incrementando en unas décimas su avance, hasta el 5,7%, el más elevado de los últimos dieciocho meses. Tanto la construcción de viviendas como el resto de construcciones registraron sendos impulsos en su actividad, siendo más acusado en el segundo caso. De acuerdo con el comportamiento inercial que caracteriza a la actividad de esta rama, se estima que en el tercer trimestre el crecimiento siguió situado en tasas elevadas. A pesar de que se han observado síntomas de desaceleración en algunos indicadores de consumos intermedios (como el consumo de cemento), la información procedente de la EPA indica una leve aceleración del empleo en el sector en ese trimestre.



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

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

b. Series enlazadas en el SE de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

La actividad de la rama de servicios mantuvo en el segundo trimestre de 2005 el tono alcanzado en el primero, con una tasa de avance del 4%, según la CNTR. Sin embargo, este dato oculta una evolución muy dispar entre sus componentes. Así, mientras que el VAB de los servicios no de mercado se desaceleró en 0,8 pp hasta el 3,2%, los servicios de mercado cobraron fuerza en este segundo trimestre, tras la pausa que experimentaron en los tres primeros meses del año, presentando una tasa del 4,3% de crecimiento interanual, 0,3 pp superior a la del primer trimestre. De acuerdo con la información coyuntural disponible, este mayor vigor de la actividad de los servicios de mercado no tuvo continuidad en el tercer trimestre. El número de ocupados en la actividad, según la EPA, creció un 4,3%, levemente por debajo del crecimiento en el segundo trimestre y los afiliados a la Seguridad Social se moderaron en este período (una vez descontado el efecto de la reciente regularización de inmigrantes); los indicadores de actividad del sector servicios (IASS) se ralentizaron en julio y agosto, una vez deflactados y corregidos de los efectos de calendario; y los indicadores de opinión —el indicador de confianza del sector, elaborado por la Comisión Europea, y el índice PMI— disminuyeron en el conjunto del trimestre. Dentro de las distintas ramas que componen los servicios de mercado, la hostelería ha presentado un perfil más dinámico en el tercer trimestre, tras su pérdida de tono en el período anterior, según se desprende de la estadística de pernoctaciones en establecimientos hoteleros. El sector de actividades inmobiliarias y empresariales también registró una aceleración en los meses de verano, aunque mucho más moderada. Por el contrario, las actividades de comercio y transporte y, sobre todo, de comercio y reparación se debilitaron, debido, en este segundo caso, por una parte, a la menor actividad en las ventas de vehículos y, por otra, a la pérdida de tono del comercio al por menor.

El empleo<sup>1</sup> en el total de la economía siguió acelerándose en el segundo trimestre de 2005, de acuerdo con lo estimado por la CNTR, con un ritmo de avance interanual del 3,2% —dos décimas más que en el trimestre anterior—. Como el perfil de crecimiento del PIB fue menos acusado, se produjo un ligero deterioro de la productividad aparente del trabajo, que se redujo, entre abril y junio, hasta el 0,2%, con lo que se mantiene la senda de tasas de expansión modestas que viene observándose en los últimos tres años. En cuanto a la información coyuntural más reciente, entre los principales indicadores de empleo<sup>2</sup> la EPA ha mostrado un crecimiento de los ocupados del 5,1% en el tercer trimestre del año, ligeramente por encima del observado en el segundo trimestre.

Según muestran los datos de la CNTR, en el segundo trimestre el empleo mostró una evolución de relativa estabilidad en las distintas ramas, excepto en la agricultura, donde el avance mínimo registrado supuso una ruptura del proceso de destrucción de empleo que se venía produciendo. En la industria se moderó en una décima el crecimiento interanual del número de ocupados, hasta el 0,2%; en los servicios de mercado, el empleo continuó mostrando un avance sostenido (del 2,9%, tras acelerarse en una décima); en los servicios no de mercado la ocupación se mantuvo estable en el 3,4%; por último, en la construcción, que siguió siendo la rama más dinámica en cuanto a la creación del empleo, se observó un repunte de 0,2 pp, que situó el crecimiento de este período en el 8,5%. La ocupación en la economía de mercado aumentó un 3,1%, desde el 2,9% con el que se inició el año. No obstante, al haber sido algo mayor el avance experimentado por el VAB, la ganancia de la productividad aparente del trabajo permaneció relativamente estabilizada, en contraposición al deterioro observado en el total de la economía. Los datos de la EPA indican, como se ha ido comentando, que en el tercer trimestre el empleo se aceleró en la construcción y siguió avanzando a ritmos elevados en los servicios, mientras que experimentó una cierta recuperación en la agricultura y la industria.

1. En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. 2. Las tasas de los indicadores comentadas en el texto se refieren a datos brutos.

El avance del empleo total de Contabilidad Nacional en el segundo trimestre del año siguió reflejándose con mayor intensidad en el colectivo de asalariados, que crecieron un 3,4% en tasa interanual —tres décimas más que en el trimestre anterior—, mientras que el componente no asalariado se ralentizó —en medio punto porcentual— hasta el 1,4%. Por su parte, los datos de la EPA también mostraron una aceleración del empleo por cuenta ajena más intensa que en Contabilidad Nacional, que se ha mantenido en tercer trimestre, en contraposición con el moderado retroceso experimentado por el empleo no asalariado. Esto se ha reflejado en un aumento de la tasa de asalarización, hasta el 82,1%. Por el contrario, en la estadística de afiliaciones, la creación del empleo autónomo viene mostrando un mayor empuje que en el caso de los trabajadores por cuenta ajena desde el segundo trimestre del año, lo que está ligado al proceso de regularización de inmigrantes, pues el 34% de los regularizados hasta septiembre pertenecen al régimen especial de empleados del hogar y, por tanto, no se contabilizan como afiliaciones por cuenta ajena.

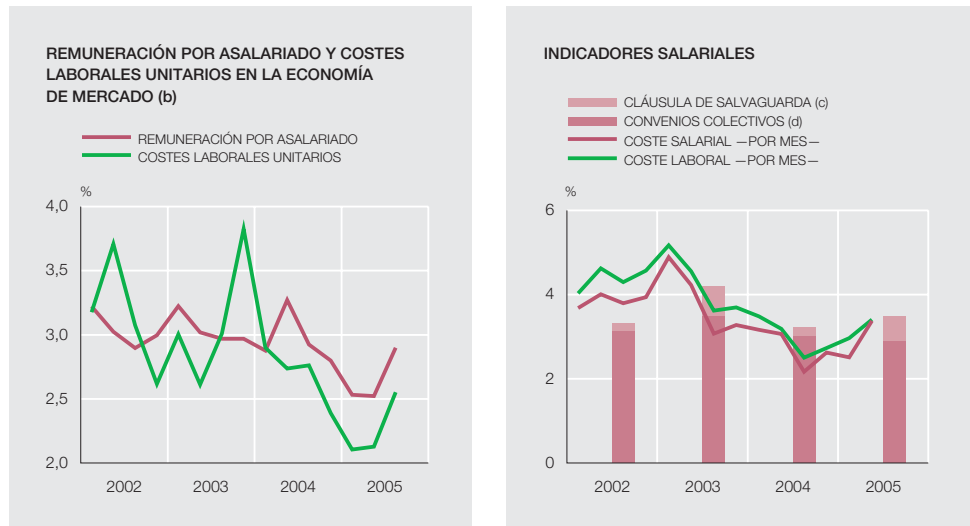
Atendiendo a la duración del contrato, los datos de la EPA (corregidos de los cambios metodológicos introducidos al comienzo de 2005) indican que, en el tercer trimestre los asalariados temporales volvieron a mostrar un comportamiento muy dinámico, mientras que el ritmo de crecimiento del empleo indefinido se mantuvo estable. En concreto, el empleo temporal avanzó a una tasa del 13,1% en el trimestre, en línea con el incremento mostrado el trimestre pasado, y muy superior a la de los asalariados indefinidos (del 3,1% en este mismo período). Esta evolución determinó un aumento de la contribución del empleo temporal al crecimiento del empleo asalariado y un incremento de la ratio de temporalidad, que se elevó hasta el 34,4%, más de dos puntos por encima de su nivel hace un año.

Respecto a la duración de la jornada, las estimaciones de la EPA vienen mostrando variaciones interanuales de la contratación a tiempo parcial muy elevadas, que resultan difíciles de interpretar aun cuando se corrijan por los cambios metodológicos mencionados. Así, la tasa interanual de crecimiento de los ocupados a tiempo parcial corregida de estos cambios, fue del 17% en el tercer trimestre, que, no obstante, resulta inferior a las registradas en el primer semestre del año. Por su parte, el incremento del número de ocupados a tiempo completo mostró un repunte importante en este trimestre, si bien mantuvo tasas de crecimiento notablemente más reducidas (del 4% desde el 2,7% del segundo trimestre). Como resultado de este desarrollo, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial se elevó hasta el 11,6%, 1,3 pp por encima de su nivel hace un año, si bien disminuyó 1,2 pp respecto al trimestre precedente.

De acuerdo con la información homogénea procedente de la EPA, en el tercer trimestre la población activa creció un 2,9% lo que supone una desaceleración significativa respecto al trimestre pasado (cuando creció un 3,4%). Detrás de esta evolución se encuentra un menor incremento de la tasa de participación, que se cifró en el 57,4% en el tercer trimestre, 0,7 pp más que en igual período del año anterior. El número de desempleados descendió un 15,5% respecto al tercer trimestre del año anterior, lo que supuso una acusada intensificación del ritmo de caída que viene mostrando el desempleo. Como resultado de ello, la tasa de paro se situó en el 8,4%, nueve décimas por debajo de su nivel en el trimestre pasado y casi dos puntos porcentuales por debajo de la de hace un año. La evolución del desempleo según la EPA es más positiva que la del paro registrado, cuyo ritmo de caída se moderó en el tercer trimestre, hasta el -1,5%, después del -3,6% del trimestre anterior.

#### **4.3 Costes y precios**

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2004 la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía registró una tasa de avance del 2,7%, continuando así la tendencia a una ligera desaceleración iniciada en trimestres precedentes



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

a. Tasas de variación interanuales.

b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

c. Cláusula de salvaguarda del año anterior.

d. Incremento acumulado.

(véase gráfico 20). En la economía de mercado, el crecimiento de la remuneración por asalariado se estabilizó en el 2,5% —la tasa más reducida desde el año 2000—, como resultado de la combinación de un ritmo menor de expansión en la agricultura y en la industria, y un ligero repunte en la construcción y los servicios de mercado. En contraste con la CNTR, la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) reflejó, en el segundo trimestre, una aceleración de 0,4 pp del coste laboral por trabajador y mes, al crecer un 3,4% en tasa interanual. En esta ocasión, el componente salarial ha sido el responsable de la evolución alcista del agregado, ya que experimentó un notable incremento de su tasa interanual, desde el 2,5% del primer trimestre hasta el 3,4%, mientras que los costes no salariales recortaron su tasa de avance, hasta el 3,5%.

La información sobre los incrementos de las tarifas salariales pactados en los convenios colectivos en los primeros ocho meses de 2005 refleja un aumento salarial del 2,93%, similar al pactado el año precedente, antes de considerar el efecto de la cláusula de salvaguarda. Estos convenios afectan a más de seis millones de trabajadores, número algo superior al observado en el mismo período de 2004. Los convenios revisados —que afectan al 87,5% de los asalariados— registran un incremento salarial del 2,85% hasta julio, mientras que en los de nueva firma el aumento de las tarifas es casi medio punto superior, aunque afectan únicamente a 740.000 trabajadores. En cuanto al efecto de la cláusula de salvaguarda, la estimación actual de la correspondiente al año 2004 es de 0,6 pp, superior a los 0,2 pp del año precedente, dado que también lo fue la desviación de la inflación respecto a la referencia oficial (véase recuadro 3). La presencia de estas cláusulas en los convenios firmados entre enero y julio de 2005 es del 77%.

En el segundo trimestre de 2005, a pesar de la ralentización de la remuneración por asalariado, el incremento del coste laboral por unidad de valor añadido permaneció estable, dado que el valor añadido por ocupado se desaceleró ligeramente. Como resultado de esta evolución, el excedente unitario aumentó un 7%, manteniéndose de esta forma el proceso de ampliación de márgenes que ya se observaba en trimestres anteriores. La evolución en la economía de



Como es sabido, el sistema de negociación colectiva en España se caracteriza por la existencia generalizada de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. En episodios en los que la inflación observada se desvía al alza respecto a la previsión oficial o a la referencia adoptada en el convenio, dichas cláusulas inducen un ajuste retrasado de los salarios a la inflación observada. La inclusión de este tipo de cláusulas constituye uno de los elementos básicos de los Acuerdos Interconfederales para la Negociación Colectiva (AINC) que han venido suscribiendo los agentes sociales desde el año 2002.

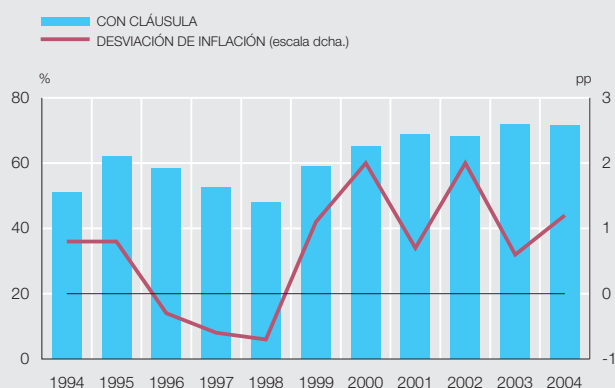
El primer cuerpo del gráfico adjunto muestra el uso mayoritario de las cláusulas de salvaguarda que se hace en el sistema de negociación colectiva –en 2004, el porcentaje de convenios afectados ascendió al 72% del total–, así como la existencia de una relación positiva entre el número de trabajadores afectados por estas cláusulas y el diferencial entre la tasa de inflación observada y la previsión oficial. Los AINC firmados por los agentes sociales desde 2002 también han contribuido al aumento que se observa en la presencia de estas cláusulas en los últimos años.

Se pueden distinguir dos efectos de la presencia de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación sobre los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva. En primer lugar, las cláusulas

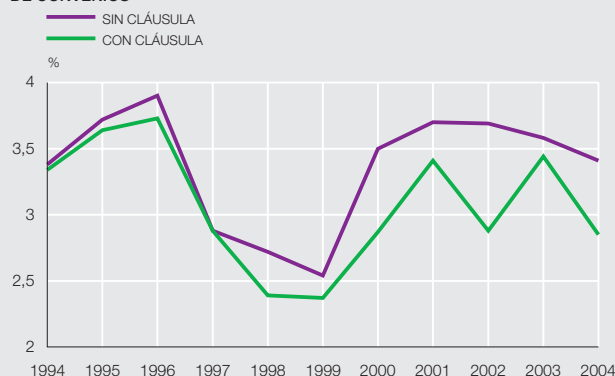
tienen un efecto indirecto sobre el incremento salarial pactado ex-ante, en la medida en que su presencia permita pactar un incremento salarial diferente –normalmente, más reducido– al que se pactaría sin ellas. En segundo lugar, una vez conocida la tasa de inflación, las cláusulas de salvaguarda firmadas se activan en función de la desviación de la inflación observada y los diferentes umbrales de inflación acordados en cada convenio, produciendo un ajuste al alza de los incrementos salariales.

En los cuerpos 2 y 3 del gráfico se intenta aislar el impacto de cada uno de estos efectos en los incrementos salariales finalmente observados (o ex-post). Como se ve en el gráfico, los convenios con cláusula suelen implicar incrementos salariales iniciales inferiores a los pactados en los convenios sin cláusula. En el 2004, último año para el que se tiene información completa, los convenios con cláusula acordaron un incremento salarial medio del 2,85%, frente al 3,41% acordado en los que no la contenían. A lo largo del tiempo, este diferencial ha variado entre 0,1 pp y 0,6 pp, aunque siempre ha mostrado un signo positivo a favor de los convenios sin cláusula. Este resultado indica que la presencia de cláusulas de salvaguarda en los convenios actúa como un seguro para los trabajadores frente a las desviaciones de inflación y permite, por tanto, acordar incrementos salariales iniciales más moderados.

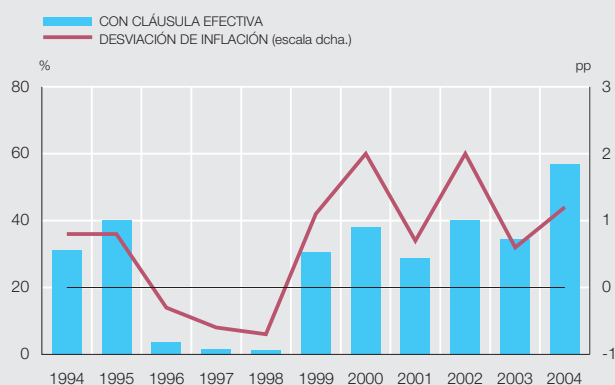
### 1. PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON CLÁUSULA



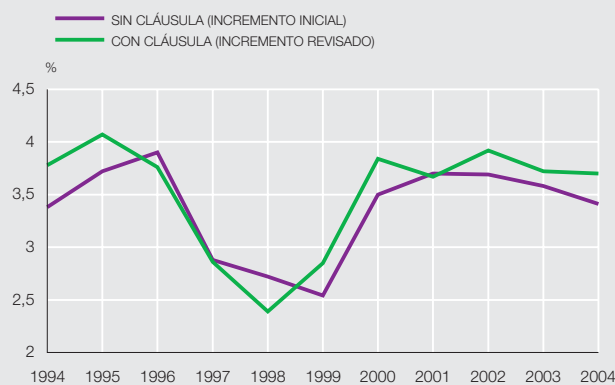
### 2. INCREMENTOS SALARIALES INICIALES PACTADOS EN EL TOTAL DE CONVENIOS



### 3. ACTIVACIÓN DE CLÁUSULAS



### 4. INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS EN EL TOTAL DE CONVENIOS



FUENTES: INE, Ministerio de Economía y Hacienda, y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

Por su parte, en la tercera parte del gráfico se observa que desde 1999 hay un porcentaje creciente de cláusulas de salvaguarda que se han activado, una vez conocida la tasa de inflación, debido a las importantes desviaciones de la inflación observada respecto de la prevista, próximas o superiores a 1 pp. Además, los umbrales a partir de los cuales las cláusulas se hacen efectivas parecen haber descendido en los últimos años. Como se observa en el gráfico, en el año 2002, con una desviación de 2 pp entre la inflación prevista y la observada, solo se activó el 59% de las cláusulas, mientras que dos años después, con una desviación de 1,2 pp, entró en funcionamiento el 79% de las cláusulas.

El cuerpo final del gráfico muestra que, una vez que se tiene en cuenta la activación de las cláusulas de salvaguarda, los convenios con cláusula dan lugar a incrementos salariales superiores a los convenios que no habían incluido dicha cláusula. En el año 2004, el incremento salarial final de los convenios con cláusula fue del 3,7%. Es decir, la desviación de inflación de 1,2 pp respecto al objetivo oficial del 2% produjo un ajuste al alza de 0,85 pp en los convenios que habían firmado cláusula de salvaguarda, lo que si-

tuó su incremento final 0,3 pp por encima del acordado en los convenios sin cláusula. El signo de este diferencial ha sido históricamente positivo —entre 0,1 pp y 0,4 pp—, con la excepción del período 1996-1998, años en los que el cumplimiento de la previsión oficial de inflación hizo que las cláusulas de salvaguarda no se activaran.

En conjunto, los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva de 2004 se han visto incrementados en 0,6 pp, debido al impacto de las cláusulas de salvaguarda y, dada la evolución prevista de la tasa de inflación en los meses finales de 2005, se estima que este efecto sea, al menos, de 0,8 pp este año. Por tanto, aunque la presencia de cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos permite, en general, moderar los incrementos salariales iniciales, supone posteriormente un ajuste automático de los salarios ante la inflación pasada. Este mecanismo de indicación salarial puede, en un contexto como el actual, en el que es fundamental limitar al máximo la traslación a precios y salarios de los incrementos del precio del petróleo, entorpecer el necesario ajuste de los salarios —y de la economía, en general— a esta perturbación.

mercado fue similar, en un contexto de estabilidad de los costes y de ligera aceleración de los precios.

El incremento del ritmo de avance del deflactor del valor añadido en el segundo trimestre se explica por la evolución de los servicios y la agricultura, dado que en la construcción y en la industria y energía los precios se mantuvieron estables o se ralentizaron respecto al primer trimestre (véase gráfico 21). En cambio, el coste laboral unitario se desaceleró en la rama de industria y energía, y en la agricultura, mientras que presentó mayores incrementos en la construcción y en los servicios de mercado. A pesar de estas diferencias, la ampliación de los márgenes fue común a todas las ramas de actividad, excepto la agricultura. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento, manteniéndose el crecimiento de los deflactores por encima del de los costes laborales unitarios, si bien se espera que este diferencial se reduzca de manera progresiva en los próximos trimestres.

La tasa de avance del deflactor de la demanda final disminuyó en cinco décimas, hasta el 3,7%, en el segundo trimestre de 2005, debido, en parte, al menor crecimiento del deflactor de las importaciones, mientras que el deflactor del PIB se mantuvo estable en tasas del 4,2%. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado se desaceleró dos décimas, hasta el 3,2%, en el segundo trimestre, incremento similar al del IPC en ese período. Sin embargo, en el tercer trimestre se observó un nuevo impulso de la tasa de inflación, medida por este indicador, que se situó en el 3,7% interanual en el mes de septiembre. Por su parte, el IPSEBENE alcanzó un crecimiento del 2,5% (véase gráfico 22). Como viene siendo habitual en los últimos doce meses, los precios energéticos volvieron a ser el componente más inflacionista, con un crecimiento medio del 12,7%, al que contribuyeron las subidas de los precios del gas natural y de la distribución del gas butano en julio y agosto. Además, los precios de los carburantes intensificaron la trayectoria alcista iniciada a principios de año. En el tercer trimestre, el precio medio del petróleo se incrementó en diez dólares por barril en relación con el período anterior.



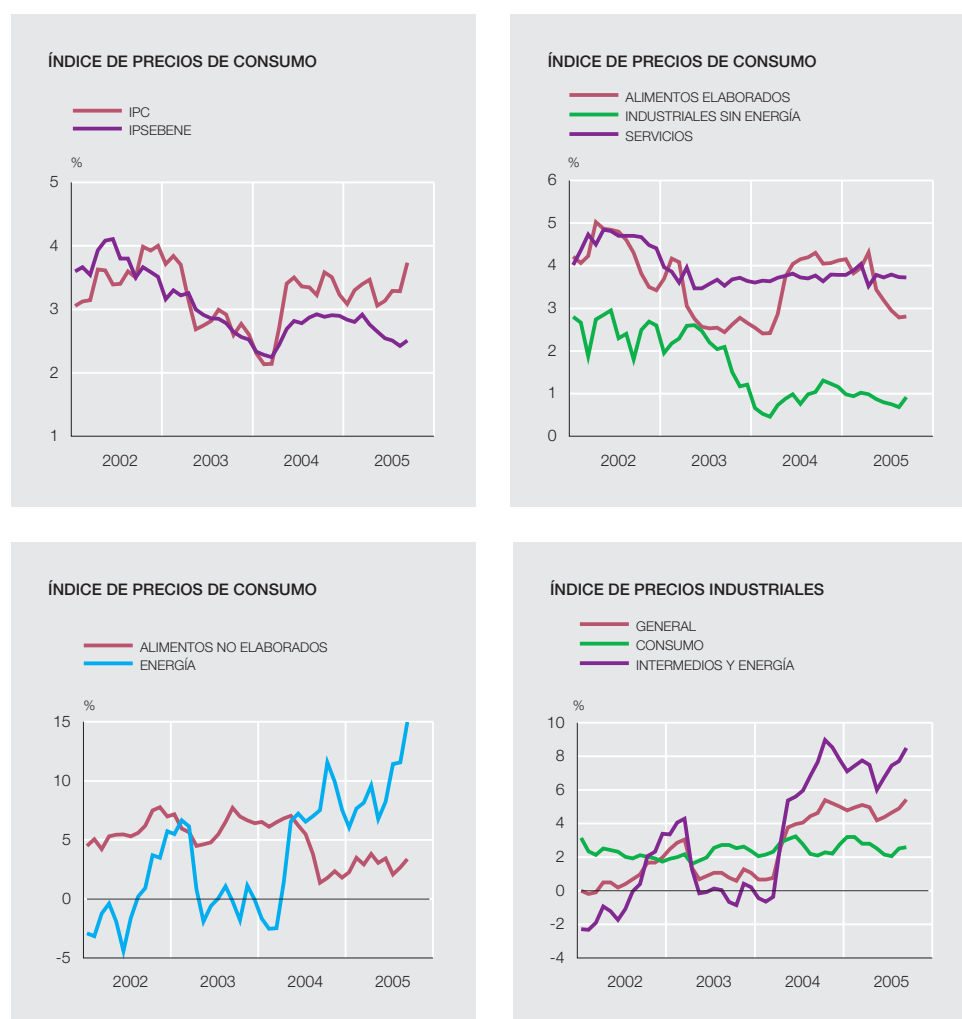
FUENTES: INE y Banco de España.

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

Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados ralentizaron su avance interanual medio en siete décimas, hasta alcanzar un 2,7% en el tercer trimestre.

En cuanto a la evolución del IPSEBENE por componentes, los precios de los alimentos elaborados redujeron su crecimiento en ocho décimas en el tercer trimestre de 2005, hasta situar su avance interanual medio en el 2,8%, en gran medida por la moderación del crecimiento de los precios del aceite y del tabaco. El incremento de los precios de los servicios se mantuvo en un 3,7%, en un contexto de alzas muy moderadas de los precios de hoteles y viajes organizados, mientras que se aceleraron los precios de algunos servicios de transporte —fundamentalmente, el aéreo—, que empezaron a acusar el encarecimiento del crudo. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron una décima, hasta alcanzar un incremento interanual medio del 0,8% en el tercer trimestre, en parte como resultado de la reducción de los precios de vestido y calzado, posiblemente asociada a la creciente importación de productos procedentes de países asiáticos.

En el tercer trimestre del año, la inflación española medida por el IAPC aumentó dos décimas, hasta el 3,5% de media, situándose en el 3,8% en septiembre. Como ya se ha señalado, en el conjunto de la UEM la inflación se incrementó hasta el 2,6% en ese mes, de modo que el diferencial de inflación se elevó ligeramente, hasta 1,2 pp (véase gráfico 23). Por componentes, las alzas de precios fueron más elevadas en España en el caso de los servicios, donde el

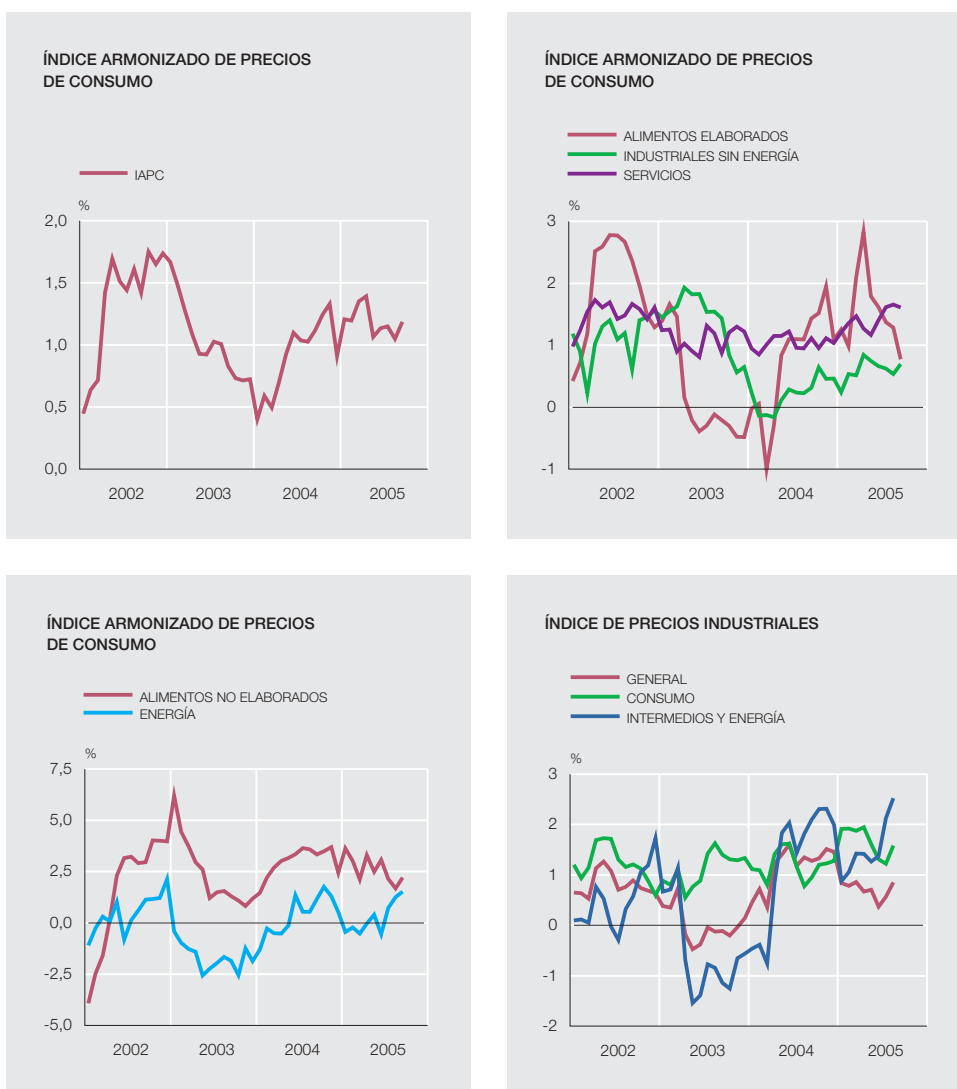


FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

diferencial con la UEM aumentó hasta 1,6 pp en el conjunto del tercer trimestre, y más moderadas en los componentes de bienes industriales no energéticos y alimentos. El indicador adelantado del IAPC de octubre apunta hacia una desaceleración de los precios de consumo, hasta un 3,5% interanual.

El índice de precios industriales (IPRI) se aceleró en septiembre hasta una tasa de crecimiento interanual del 5,4%. La trayectoria alcista que mantiene desde mayo ha venido determinada por la evolución de los precios de los productos energéticos, que se incrementaron un 17,9% en tasa interanual. Además, el índice general sin energía también experimentó una leve aceleración, hasta el 2,8%, debida al comportamiento de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo no duradero. Los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo duradero muestran una trayectoria más moderada. En cuanto al resto de indicadores de precios, los percibidos por los agricultores mostraron un comportamiento más volátil en los últimos meses, con una clara tendencia a mayores incrementos, como reflejo de los aumentos de los precios en origen ante las perspectivas de unas cosechas peores. Por último, los precios hoteleros se aceleraron ligeramente en julio.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

#### 4.4 La actuación del Estado

El pasado 27 de septiembre, el Gobierno presentó en el Congreso el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2006, cuyo objetivo es alcanzar un superávit del 0,2% del PIB en dicho año, en línea con lo establecido en el Programa Plurianual de Estabilidad Presupuestaria 2006-2008. Asimismo, se prevé que el saldo de Contabilidad Nacional (CN) del sector Administraciones Públicas cierre el año corriente con un superávit de, al menos, un 0,1% del PIB, frente al pequeño déficit (0,1% del PIB) del año 2004<sup>3</sup>. Por subsectores, la Administración Central registrará, según esta previsión, un déficit del 0,5% del PIB en el año 2005, mientras que las Comunidades Autónomas cerrarán el año con un déficit del 0,1% del PIB y las Corporaciones Locales mantendrán una posición de equilibrio. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit en sus cuentas del 0,7% del PIB (véase recuadro 4).

3. Recuérdese, no obstante, que en el año 2004 se produjo la asunción por parte del Estado de deuda de RENFE, en el marco del proceso de reestructuración del sistema ferroviario, por un volumen del 0,7% del PIB. Esta operación se registró como transferencias de capital pagadas por el Estado y repercutió, por tanto, en el déficit de CN, aunque no tuvo repercusión en las cifras de caja.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 7.405 millones de euros hasta julio de 2005, superior en 463 millones de euros (un 6,7%) al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución ligeramente menos favorable que hasta abril. Sin embargo, el resultado hasta julio contrasta vivamente con la fuerte disminución del superávit que se obtiene al comparar el presupuesto inicial de 2005 con la liquidación del año anterior<sup>1</sup> (véase cuadro adjunto). Los ingresos no financieros se aceleraron levemente en los últimos meses y situaron su crecimiento en el 7,2%, mientras que los pagos registraron una aceleración mayor, hasta alcanzar un 7,3% de incremento, como consecuencia de la evolución de las prestaciones por incapacidad temporal y de las pensiones no contributivas.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una ligera aceleración y aumentaron un 7,3% hasta julio, algo por encima de lo observado en el conjunto del año 2004 (6,9%). El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 4% hasta septiembre de 2005, en parte como consecuencia del proceso de regularización

de trabajadores extranjeros. Si se descuentan las 468.633 altas producidas hasta el pasado 30 de septiembre a raíz del mencionado proceso, el crecimiento del número de afiliados en los nueve primeros meses de 2005 habría conservado su dinamismo, ya que se situaría en el 2,9%, en línea con la tasa registrada en el año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una tenue desaceleración y se incrementó un 6,7% hasta julio, ligeramente por debajo de lo presupuestado y bastante inferior al 7,2% observado en el conjunto del año anterior. Sin embargo, el número de pensiones contributivas aumentó un 1%, algo por encima de lo observado en los últimos meses y de lo esperado. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se aceleró hasta el 13,5% en julio, en línea con lo observado el año anterior.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 8% hasta junio, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 15,1% en el primer semestre del 2005, frente a la congelación que establecía la previsión presupuestaria.

1. Esa disminución se debe a que, como en años anteriores, la recaudación por cuotas se halla muy subestimada en las previsiones presupuestarias.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

#### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

m€ y %

|                                    | Liquidación |        |             | Liquidación |        | Liquidación |             |
|------------------------------------|-------------|--------|-------------|-------------|--------|-------------|-------------|
|                                    | 2004        | 2005   | % variación | ENE-ABR     | 2004   | 2005        | % variación |
|                                    | 1           | 2      | 3=2/1       | 4           | 5      | 6           | 7=6/5       |
| 1 INGRESOS NO FINANCIEROS          | 88.571      | 90.040 | 1,7         | 7,0         | 50.762 | 54.433      | 7,2         |
| 1.1 Cotizaciones sociales (c)      | 82.675      | 83.915 | 1,5         | 7,1         | 47.489 | 50.973      | 7,3         |
| 1.2 Transferencias corrientes      | 4.618       | 4.874  | 5,5         | -2,5        | 2.899  | 2.906       | 0,2         |
| 1.3 Otros (d)                      | 1.278       | 1.251  | -2,1        | 56,6        | 374    | 554         | 48,2        |
| 2 PAGOS NO FINANCIEROS             | 79.105      | 84.100 | 6,3         | 6,4         | 43.820 | 47.029      | 7,3         |
| 2.1 Personal                       | 1.909       | 1.998  | 4,7         | 11,8        | 1.072  | 1.186       | 10,6        |
| 2.2 Gastos en bienes y servicios   | 1.556       | 1.566  | 0,6         | 12,9        | 784    | 857         | 9,2         |
| 2.3 Transferencias corrientes      | 75.226      | 80.060 | 6,4         | 6,2         | 41.816 | 44.884      | 7,3         |
| Prestaciones                       | 75.225      | 80.059 | 6,4         | 6,2         | 41.816 | 44.883      | 7,3         |
| Pensiones contributivas            | 64.453      | 68.905 | 6,9         | 6,9         | 36.140 | 38.569      | 6,7         |
| Incapacidad temporal               | 5.830       | 5.925  | 1,6         | 8,3         | 2.883  | 3.271       | 13,5        |
| Resto                              | 4.942       | 5.229  | 5,8         | -4,2        | 2.793  | 3.042       | 8,9         |
| Resto de transferencias corrientes | 1           | 1      | -3,1        | —           | 0      | 1           | —           |
| 2.4 Otros (e)                      | 414         | 476    | 15,0        | -26,5       | 148    | 102         | -31,1       |
| 3 SALDO NO FINANCIERO              | 9.466       | 5.940  | -37,2       | 9,0         | 6.942  | 7.405       | 6,7         |

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta julio de 2005.

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

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,9% hasta septiembre, frente al incremento del 9,6% en el conjunto del año 2004. Esta desaceleración estuvo determinada por la evolución del número de beneficiarios, que creció un 2,8% hasta julio, frente al 5,6% de crecimiento medio en 2004. Dicha evolución se produjo, a su vez, como con-

secuencia de la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 1,2% hasta septiembre de 2005, frente al 1,6% de crecimiento en el conjunto del año anterior. El efecto de esta disminución del paro sobre el número de beneficiarios fue mayor que el del aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 59,8% hasta julio de 2005.

Según la metodología de la CN, las cuentas del Estado registraron hasta septiembre un superávit acumulado de 8.108 millones de euros (0,9% del PIB), notablemente por encima del superávit de 585 millones (0,1% del PIB) del mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Ello es debido al fuerte crecimiento de los recursos (14,2%), mientras que se ha observado una cierta contención en los empleos, que aumentarán un 4,6%. En ambos casos, pero especialmente en el de los recursos, las tasas de crecimiento observadas hasta septiembre son superiores a la previsión para el conjunto del año ofrecida por el Avance de Liquidación de 2005, incluido en el Proyecto de Presupuestos del Estado de 2006. Dicho avance adelanta un déficit del Estado de 3.073 millones de euros (un 0,3% del PIB).

En términos de caja, el Estado registrará en el año 2005 un ligero déficit (220 millones de euros) según el Avance de Liquidación, mejorando sustancialmente el déficit previsto en el documento presupuestario inicial (que cifró el déficit en 6.935 millones de euros). Esta diferencia se produce como consecuencia de los mayores ingresos en la recaudación impositiva (especialmente, en los impuestos directos) y en los otros ingresos, y de unos pagos inferiores a los presupuestados (por efecto de menores intereses y, probablemente, de la utilización solo parcial del Fondo de Contingencia).

La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un superávit de 3.599 millones de euros, frente al déficit de 2.513 millones registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Esta evolución está en línea con la registrada hasta junio, observándose una desaceleración similar tanto en ingresos como en pagos durante el tercer trimestre. Así, los ingresos registraron un aumento del 15,7% hasta septiembre, frente al 17% observado hasta junio, en tanto que los pagos aumentaron un 7,8%, frente al 9% de la primera mitad del año.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 3, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas. Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que tanto los impuestos directos como los otros ingresos se aceleraron ligeramente durante el tercer trimestre, mientras que los impuestos indirectos (debido al IVA) se ralentizaron. Tanto el IRPF como el impuesto sobre sociedades mantuvieron elevados ritmos de recaudación. En el primer caso, sostenidos por las retenciones sobre rentas del trabajo y por las retenciones sobre las ganancias en fondos de inversión (con un crecimiento superior al 30% hasta septiembre) y, en el segundo caso, por los beneficios empresariales. En ambos casos, la recaudación debería moderarse notablemente en el último trimestre para que se cumpliera la previsión del Avance de Liquidación, que apunta a crecimientos en el conjunto del año 2005 del 12% en el IRPF y del 10,6% en el impuesto sobre sociedades. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA se desaceleró notablemente, hasta registrar un crecimiento del 14%, al corregirse parcialmente el retraso acumulado en

m€ y %

|  | Liquidación<br>2004 | Variación<br>porcentual<br>2004/2003 | Avance de<br>Liquidación<br>2005 | Variación<br>porcentual<br>2005/2004 | Liquidación<br>ENE-JUN<br>Variación<br>porcentual<br>2005/2004 | Liquidación     |                 |                         |
|--|---------------------|--------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|--|-----------------|-----------------|-------------------------|
|  |                     |                                      |                                  |                                      |  | 2004<br>ENE-SEP | 2005<br>ENE-SEP | Variación<br>porcentual |
|  | 1                   | 2                                    | 3                                | 4 = 3/1                              | 5  | 6               | 7               | 8 = 7/6                 |
| <b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>                     | 114.950             | 4,8                                  | 122.166                          | 6,3                                  | 17,0   | 79.592          | 92.093          | 15,7                    |
| Impuestos directos                                   | 58.692              | 3,9                                  | 65.933                           | 12,3                                 | 22,0   | 39.189          | 47.896          | 22,2                    |
| <i>IRPF</i>  | 30.412              | -7,3                                 | 34.951                           | 14,9                                 | 21,8   | 22.591          | 27.372          | 21,2                    |
| <i>Sociedades</i>                                    | 26.025              | 18,8                                 | 28.793                           | 10,6                                 | 31,0   | 14.907          | 18.888          | 26,7                    |
| <i>Otros (a)</i>                                     | 2.255               | 27,1                                 | 2.189                            | -2,9                                 | -11,7  | 1.691           | 1.636           | -3,3                    |
| Impuestos indirectos                                 | 41.368              | 5,8                                  | 43.100                           | 4,2                                  | 18,9   | 30.959          | 34.672          | 12,0                    |
| <i>IVA</i>   | 29.124              | 7,3                                  | 30.158                           | 3,6                                  | 27,0   | 21.715          | 25.116          | 15,7                    |
| <i>Especiales</i>                                    | 9.751               | -0,4                                 | 10.175                           | 4,3                                  | -4,6   | 7.388           | 7.456           | 0,9                     |
| <i>Otros (b)</i>                                     | 2.493               | 15,0                                 | 2.767                            | 11,0                                 | 12,9   | 1.855           | 2.100           | 13,2                    |
| Otros ingresos                                       | 14.890              | 5,9                                  | 13.133                           | -11,8                                | -2,7   | 9.445           | 9.526           | 0,9                     |
| <b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>                        | 114.891             | 1,0                                  | 122.386                          | 6,5                                  | 9,0  | 82.105          | 88.494          | 7,8                     |
| Personal   | 19.488              | 5,6                                  | 20.677                           | 6,1                                  | 7,4  | 13.919          | 14.861          | 6,8                     |
| Compras  | 3.510               | 17,1                                 | 3.419                            | -2,6                                 | -11,6  | 2.383           | 2.223           | -6,7                    |
| Intereses  | 16.751              | -15,3                                | 18.291                           | 9,2                                  | 21,2   | 13.689          | 15.421          | 12,7                    |
| Transferencias corrientes                            | 61.136              | 5,3                                  | 64.002                           | 4,7                                  | 7,6  | 43.049          | 46.002          | 6,9                     |
| Fondo de contingencia                                | ...                 | ...                                  | ...                              | ...                                  | ...  | ...             | ...             | ...                     |
| Inversiones reales                                   | 7.104               | -5,7                                 | 8.776                            | 23,5                                 | 12,0   | 4.712           | 5.446           | 15,6                    |
| Transferencias de capital                            | 6.901               | -0,6                                 | 7.221                            | 4,6                                  | 4,4  | 4.352           | 4.541           | 4,3                     |
| <b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>                   | 59                  | ...                                  | -220                             | ...                                  | ...  | -2.513          | 3.599           | ...                     |
| PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL                   |                     |                                      |                                  |                                      |  |                 |                 |                         |
| Recursos no financieros                              | 113.330             | 2,5                                  | 120.856                          | 6,6                                  | 13,8   | 78.082          | 89.193          | 14,2                    |
| Empleos no financieros                               | 122.652             | 9,0                                  | 123.929                          | 1,0                                  | 4,4  | 77.497          | 81.085          | 4,6                     |
| <b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b> | -9.322              | ...                                  | -3.073                           | ...                                  | ...  | 585             | 8.108           | ...                     |
| En porcentajes del PIB                               | -1,1                |                                      | -0,3                             |                                      |  | 0,1             | 0,9             |                         |

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.  
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

la ejecución de devoluciones. Esta corrección debería continuar en los últimos meses, acercándose la recaudación hacia un crecimiento del 7,3%, según lo previsto en el Avance de Liquidación. Los impuestos especiales han mantenido un tono débil a lo largo del año, influidos, sobre todo, por la congelación del impuesto sobre hidrocarburos y la moderación en el consumo de este tipo de productos. Tras las subidas recientes en los tipos impositivos de los alcoholes y bebidas derivadas, y del tabaco, el Avance de Liquidación prevé una mayor recaudación por impuestos especiales, hasta un crecimiento del 4,3% en el conjunto del año. Finalmente, los otros ingresos se aceleraron ligeramente, con una tasa de variación del 0,9% hasta septiembre, debido a que el aumento de las tasas y transferencias corrientes compensó las caídas en los ingresos patrimoniales y las transferencias de capital. El Avance de Liquidación prevé una desaceleración adicional en la última parte del año, debida, sobre todo, al capítulo de tasas (para el que se adelanta una caída del 0,3% en el conjunto del año, frente a un crecimiento del 38,1% registrado hasta septiembre).

Por lo que respecta a los pagos, la desaceleración ocurrida en el tercer trimestre vino marcada por la observada en los pagos corrientes. Así, tanto los pagos de personal como los



intereses y las transferencias corrientes moderaron su ritmo de crecimiento, mientras que las compras (único capítulo que registra tasas negativas) aumentaron su tasa de avance en estos meses. En todos los casos, estas mismas tendencias deberían continuar en la última parte del año, según se desprende de las cifras proporcionadas por el Avance de Liquidación para el cierre del año. En concreto, cabe destacar que la desaceleración adicional de las transferencias corrientes vendrá influida por el pago excepcional de 2.500 millones a la Comunidad Autónoma de Andalucía, para la cancelación de deuda pendiente, que tuvo lugar en los últimos meses del año 2004. Por último, en los pagos de capital se exhibieron mayores incrementos en este trimestre, como consecuencia del fuerte crecimiento del capítulo de inversiones reales (15,6%), cuyo dinamismo se explica, en parte, porque el Estado ha incorporado a sus cuentas las inversiones relativas a la red ferroviaria convencional desde enero del año 2005, en el marco de la reestructuración del sistema ferroviario. Al contrario que con los pagos corrientes, el Avance de Liquidación prevé una aceleración de estos pagos en la última parte del año.

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

En los siete primeros meses de 2005, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 33.283 millones de euros, un 86% superior al contabilizado un año antes. Este resultado fue consecuencia, fundamentalmente, de la notable ampliación del déficit por cuenta corriente (67,2%) y, en menor medida, del leve descenso que experimentó el superávit por operaciones de capital (-5%), que se situó en 4.388 millones de euros. Las principales partidas de la cuenta corriente se deterioraron, especialmente el déficit comercial, aunque también se amplió el saldo negativo en las rentas y descendieron los saldos positivos del turismo y de las transferencias corrientes; por el contrario, el déficit de servicios no turísticos reflejó cierta mejora.

En el período enero-julio, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 10.906 millones de euros respecto al nivel alcanzado en el mismo período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 38.163 millones de euros; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 40%, con lo que se intensificó el notable deterioro que ya se observó durante el ejercicio anterior. La debilidad que mostraron en este período los flujos reales de exportaciones, frente al vigor que mantuvieron las importaciones —en un contexto de ampliación del diferencial de crecimiento económico con nuestros principales socios comerciales y de prolongación de las pérdidas de competitividad de los últimos años—, unido al fuerte encarecimiento de la factura energética, propiciaron este significativo incremento del déficit comercial. No obstante, el ritmo de ampliación del déficit comercial ha mostrado cierta ralentización a partir del segundo trimestre, como consecuencia de la ligera recuperación de las exportaciones en este período y de una mayor moderación de las importaciones.

En cuanto a la balanza de servicios, en el conjunto de los siete primeros meses de 2005 se registró un superávit de 11.050 millones de euros, 587 millones inferior al contabilizado en las mismas fechas del año anterior: este deterioro se explica por el descenso de 1.057 millones de euros que experimentó el superávit turístico (-7,2%), ya que el déficit de servicios no turísticos mejoró en 470 millones de euros. Los ingresos turísticos, tras el comportamiento negativo que mostraron a principios de ejercicio, acumulan una tasa ligeramente positiva hasta julio (del 1,3%), gracias a la senda de recuperación que mantienen desde el mes de mayo. Con todo, cabe matizar que, como han reconocido el Departamento de Balanza de Pagos del Banco de España, el INE y el Instituto de Estudios Turísticos (dependiente del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo), los ingresos por turismo del primer semestre están infraestimados y se revisarán al alza, de manera que su tasa de crecimiento en ese período podría estar próxima al 3%, frente al -0,5% estimado inicialmente. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 25,4% en el período acumulado hasta julio.

| m€       |                                  | ENERO-JULIO |         |
|----------|----------------------------------|-------------|---------|
|          |                                  | 2004        | 2005    |
| INGRESOS | Cuenta corriente                 | 150.327     | 153.494 |
|          | <i>Mercancías</i>                | 87.310      | 89.284  |
|          | <i>Servicios</i>                 | 38.050      | 39.619  |
|          | — <i>Turismo</i>                 | 19.771      | 20.028  |
|          | — <i>Otros servicios</i>         | 18.279      | 19.591  |
|          | <i>Rentas</i>                    | 14.888      | 14.281  |
|          | <i>Transferencias corrientes</i> | 10.080      | 10.310  |
|          | Cuenta de capital                | 5.127       | 4.737   |
|          | Cuentas corriente + capital      | 155.454     | 158.231 |
| PAGOS    | Cuenta corriente                 | 172.855     | 191.166 |
|          | <i>Mercancías</i>                | 114.566     | 127.447 |
|          | <i>Servicios</i>                 | 26.413      | 28.569  |
|          | — <i>Turismo</i>                 | 5.182       | 6.495   |
|          | — <i>Otros servicios</i>         | 21.231      | 22.074  |
|          | <i>Rentas</i>                    | 22.882      | 25.028  |
|          | <i>Transferencias corrientes</i> | 8.993       | 10.122  |
|          | Cuenta de capital                | 507         | 348     |
|          | Cuentas corriente + capital      | 173.361     | 191.514 |
| SALDOS   | Cuenta corriente                 | -22.527     | -37.672 |
|          | <i>Mercancías</i>                | -27.257     | -38.163 |
|          | <i>Servicios</i>                 | 11.637      | 11.050  |
|          | — <i>Turismo</i>                 | 14.589      | 13.532  |
|          | — <i>Otros servicios</i>         | -2.952      | -2.482  |
|          | <i>Rentas</i>                    | -7.994      | -10.746 |
|          | <i>Transferencias corrientes</i> | 1.087       | 187     |
|          | Cuenta de capital                | 4.620       | 4.388   |
|          | Cuentas corriente + capital      | -17.907     | -33.283 |

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró un notable deterioro durante el período enero-julio, hasta situarse en 10.746 millones de euros, lo que supone un incremento de 2.752 millones en relación con el observado en idénticas fechas del ejercicio anterior. Los ingresos mostraron un comportamiento negativo (-4,1%) —como consecuencia del descenso que registraron los correspondientes al sector privado no financiero—, frente al aumento del 9,4% que exhibieron los pagos, debido, fundamentalmente, al notable impulso que mostraron los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias. En este período continuaron descendiendo los flujos de inversiones directas del exterior en España, como consecuencia, en parte, de la disminución de las inversiones de no residentes en inmuebles, que representan más del 40% de las entradas directas en el período; sin embargo, las inversiones de cartera y el resto de inversiones procedentes del exterior crecieron notablemente. En cuanto a los flujos de inversiones de España en el exterior, las inversiones directas experimentaron un ligero avance, a la vez que las inversiones de cartera mostraron un fuerte impulso.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 187 millones de euros, en el período enero-julio, lo que supone un descenso de 900 millones en relación con el nivel observado en idéntico período de 2004. Los ingresos apenas se incrementaron un 2,3%, a pesar de la favorable evolución que registraron los flujos procedentes de la UE en concepto de

FEOGA-Garantía; sin embargo, retrocedieron los dirigidos al sector público en el renglón de Fondo Social Europeo. Los pagos, por su parte, aumentaron a un ritmo muy superior (el 12,6%), como consecuencia, sobre todo, del notable incremento que registraron los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso PNB y Recurso IVA; del mismo modo, los pagos por remesas de emigrantes conservaron un tono elevado (7,3%), aunque han ralentizado el fuerte avance del ejercicio anterior.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 4.388 millones de euros en los siete primeros meses de 2005, registrando un descenso de 232 millones de euros en relación con idéntico período del año anterior: este deterioro se explica por el notable retroceso que experimentaron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión y del FEDER, mientras que los fondos estructurales en concepto de FEOGA-Orientación mostraron una evolución positiva.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

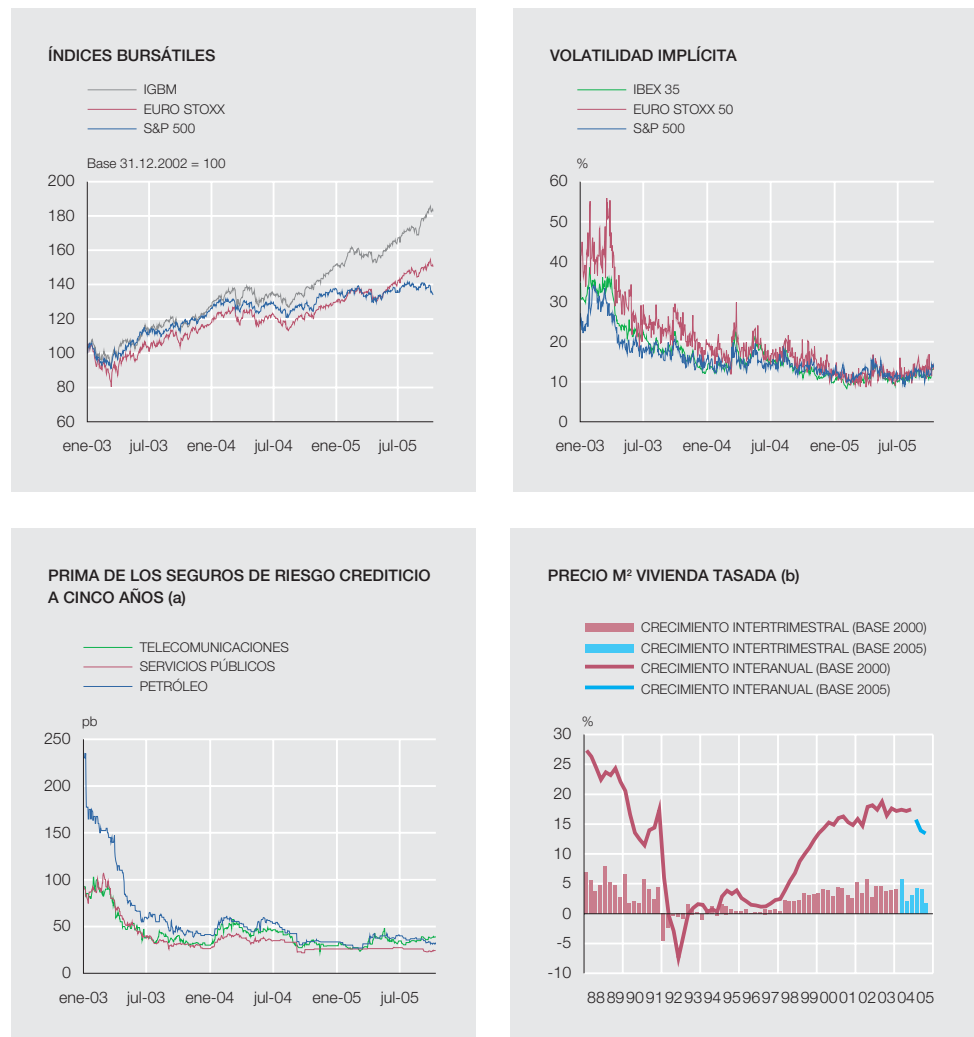
Durante el tercer trimestre de 2005 las condiciones financieras de los hogares y las sociedades españolas vinieron determinadas en gran medida por el contexto de bajos tipos de interés. En septiembre, el EURIBOR a un año se situó en un nivel medio del 2,22%, 12 puntos básicos (pb) por encima del dato de junio, y en los plazos más cortos no se observaron movimientos, por lo que se recuperó la pendiente positiva de la curva de rendimientos entre la referencia de un mes y un año. Durante el mismo período la rentabilidad del bono español a diez años se redujo 11 pb, y alcanzó el 3,09%, lo que representa un mínimo histórico. Estos desarrollos, junto con el mantenimiento de las primas de riesgo de las empresas españolas en registros moderados, determinaron una nueva contracción en el coste de la financiación con valores de renta fija (véase gráfico 24). Por su parte, el precio de la financiación bancaria de empresas y familias no experimentó variaciones significativas durante julio y agosto, permaneciendo en valores reducidos.

En los mercados bursátiles nacionales las cotizaciones continuaron mostrando, entre julio y septiembre, una trayectoria ascendente, que llevó a que el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulara una revalorización del 9,3% (20,9% desde comienzos de año), superando a las del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM (6,2%) y sobre todo a la del S&P 500 de las de EEUU (0,1%). Esta evolución, que estuvo liderada por el sector de petróleo y energía, vino acompañada de un mantenimiento de la volatilidad de los precios en valores reducidos y de un notable avance de los beneficios de las empresas cotizadas.

En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda libre tasada, de acuerdo con la estadística del Ministerio de la Vivienda de base 2005, creció un 13,4% durante el tercer trimestre en relación con el mismo período del año anterior. La nueva tasa supone una reducción de 0,5 pp con respecto al dato de junio y de más de 4 pp en relación con el registro medio del año pasado, si bien continúa todavía situada en niveles muy elevados.

En este contexto, el volumen de la financiación a los hogares y las sociedades mantuvo entre abril y junio una senda de rápida expansión, con unos ritmos de avance en el entorno del 20% y por encima del 16%, respectivamente. La información provisional disponible del tercer trimestre apunta a una continuidad de estas mismas pautas. Esta evolución de los pasivos de empresas y familias está en la raíz de un nuevo incremento de las necesidades de financiación de la nación, que, en términos acumulados de cuatro trimestres, se elevaron hasta el 6% del PIB. Los recursos necesarios para financiar el actual patrón de crecimiento de la economía, por otro lado, están siendo canalizados mediante la intermediación de las entidades de crédito españolas, lo que añade una presión adicional sobre sus sistemas de control y gestión de riesgos.

En el caso de las familias, el dinamismo de la deuda siguió estando liderado por la evolución del crédito para adquisición de vivienda, que creció a una tasa próxima al 24%. Este elevado crecimiento determinó un nuevo deterioro de los indicadores de presión financiera sobre el sector durante el segundo trimestre de 2005. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) continuaron incrementándose, al tiempo que descendió la capacidad de ahorro tras descontar las obligaciones financieras de la deuda. Por su parte, la capacidad de financiación de los hogares se mantuvo en valores negativos, equivalentes al -0,6% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). No obstante, la evolución ascendente del precio de la vivienda y el avance de



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

a. Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociado unas primas menores (en torno al 10%).

b. Nueva estadística a partir de 2004.

las cotizaciones bursátiles permitieron que el patrimonio neto de los hogares siguiera aumentando.

En el caso de las sociedades no financieras, se produjeron, igualmente, aumentos en las ratios agregadas de deuda y de carga financiera por intereses en relación con los resultados. Por su parte, el saldo deudor de las operaciones financieras creció, en términos acumulados de doce meses, hasta situarse en el segundo trimestre en el 6,5% del PIB frente al 5,6% de marzo, al tiempo que la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, se incrementó en 0,7 puntos porcentuales (pp) y alcanzó el 9,6% del PIB. Sin embargo, de acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral (CBT), estos desarrollos se vieron atenuados por la evolución favorable de la rentabilidad de las empresas, que llevó a que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y sobre el empleo se mantuvieran en valores moderados.

Las condiciones financieras han continuado, por tanto, contribuyendo a impulsar el gasto de familias y empresas. Como contrapunto, se ha producido un deterioro adicional de algunos

| % del PIB (a)  |       |      |      |      |       |        |       |      |       |
|--|-------|------|------|------|-------|--------|-------|------|-------|
|  | 2000  | 2001 | 2002 | 2003 | 2004  |        |       | 2005 |       |
|  |       |      |      |      | II TR | III TR | IV TR | I TR | II TR |
| Economía nacional                                    | -2,9  | -3,7 | -2,8 | -3,1 | -3,7  | -4,2   | -4,8  | -5,5 | -6,0  |
| Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH         | -2,8  | -4,6 | -3,9 | -4,5 | -4,8  | -5,7   | -5,4  | -6,4 | -7,1  |
| <i>Sociedades no financieras</i>                     | -4,4  | -6,0 | -4,7 | -4,6 | -5,2  | -5,7   | -5,0  | -5,6 | -6,5  |
| <i>Hogares e ISFLSH</i>                              | 1,6   | 1,4  | 0,8  | 0,1  | 0,4   | 0,0    | -0,4  | -0,8 | -0,6  |
| Instituciones financieras                            | 0,8   | 1,5  | 1,4  | 1,4  | 1,4   | 1,2    | 0,7   | 0,6  | 0,6   |
| Administraciones Públicas                            | -0,9  | -0,5 | -0,3 | 0,0  | -0,2  | 0,3    | -0,2  | 0,2  | 0,5   |
| PRO MEMORIA:   |       |      |      |      |       |        |       |      |       |
| Brecha de financiación sociedades no financieras (b) | -14,4 | -9,5 | -9,7 | -9,5 | -9,2  | -9,0   | -7,6  | -8,9 | -9,6  |

FUENTE: Banco de España.

a. CNE Base 2000.

b. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

indicadores de presión financiera, que, en el caso de los hogares, ha tendido a elevar los riesgos relativos a la evolución en el medio plazo del consumo y la inversión residencial que se han señalado en informes anteriores.

El balance de riesgos para la inversión productiva privada derivado de la situación financiera de las sociedades es, en cambio, más equilibrado, ya que el aumento del endeudamiento ha venido acompañado de una mejoría de la rentabilidad de las empresas y de señales que apuntan a una posible finalización del proceso de saneamiento de los balances de las grandes compañías. En todo caso, esta valoración no debe ocultar que el continuado incremento de los pasivos empresariales eleva la exposición del sector a desarrollos adversos en el contexto macroeconómico y en el coste de financiación.

## 5.2 El sector hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo muy holgadas durante el tercer trimestre del año. En agosto, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a la vivienda se situaron en el 3,3%, el mismo nivel que en junio, mientras que el coste de la financiación bancaria para consumo y otros fines alcanzó el 6,4% (40 pb por encima del nivel de mediados de año). Según los datos de la última Encuesta de Préstamos Bancarios disponible, las entidades preveían mantener entre julio y septiembre unas condiciones de oferta crediticia similares a las existentes durante los tres meses anteriores, en un contexto en el que esperaban una relativa estabilidad de la demanda de fondos.

Las condiciones financieras holgadas siguieron contribuyendo a sostener el crecimiento de la deuda de los hogares, que durante el segundo trimestre continuó avanzando a un ritmo interanual elevado, en el entorno del 20%, nivel que se viene observando desde mediados de 2004. Esta evolución estuvo liderada de nuevo por el crédito para adquisición de vivienda, cuya tasa de variación se mantuvo alrededor del 24%, lo que representa un flujo equivalente al 9,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp más que en marzo. Los fondos destinados a consumo y otros fines mostraron un avance más moderado, próximo al 11%. La información provisional hasta agosto sobre la financiación del sector muestra una continuidad de las mismas pautas observadas los meses precedentes.

La consideración de la disponibilidad de un hogar como un objetivo básico (cuando no un derecho), dentro de las sociedades occidentales, unida a las externalidades positivas asociadas a la tenencia de viviendas en propiedad, ha llevado a que tradicionalmente su adquisición haya estado fiscalmente incentivada en un gran número de países, entre los que se encuentra España.

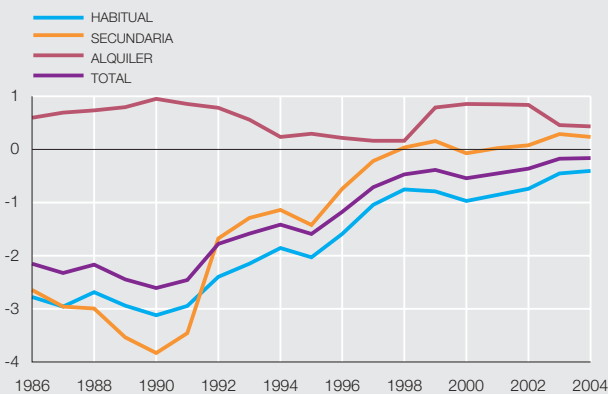
En este recuadro se presenta una estimación del incentivo neto que ha supuesto la fiscalidad sobre la demanda de viviendas en España, durante el período 1986-2004, teniendo en cuenta la estructura (renta, número de declarantes, recurso a la financiación ajena) de los hogares demandantes de viviendas en España. Asimismo, se consideran no solo las adquisiciones de vivienda habitual, sino también las de viviendas secundarias para uso propio y para el alquiler, con su tratamiento fiscal específico en cada caso. De esta forma es posible obtener una medida agregada que tenga en cuenta las características del mercado de la vivienda en España y su evolución. La información necesaria se obtiene de distintas fuentes —destacando en particular la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), recientemente implantada por el Banco de España, y los censos de viviendas— y la medida utilizada es la cuña fiscal, o diferencia existente entre el coste de uso de los inmuebles calculado antes y después de introducir impuestos y deducciones.

El gráfico adjunto muestra la evolución de dicha cuña fiscal a lo largo de los últimos 19 años, tanto en porcentaje del precio de la vivienda como del coste de uso antes de impuestos. A la hora de interpretar dicha medida se debe tener en cuenta que, en el ejercicio realizado, no se ha considerado la posible traslación de los incentivos fiscales al precio de la vivienda. Por otra parte, no se consideran tampoco ni los impuestos asociados a la construcción y promoción de inmuebles, ni las ayudas públicas directas a la adquisición de viviendas de protección oficial.

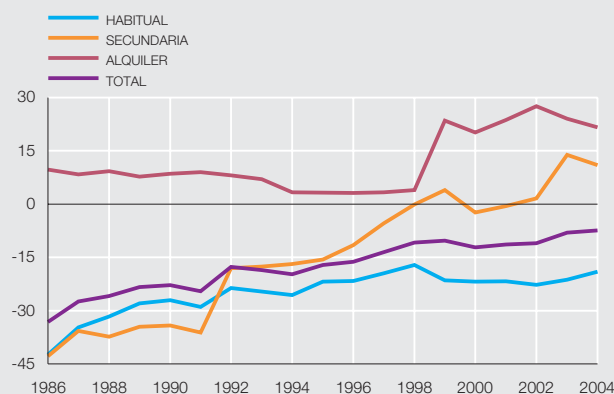
En cualquier caso, la observación del gráfico muestra que la cuña fiscal global permaneció negativa durante todo el período considerado, indicando que el efecto conjunto de impuestos y subvenciones al comprador supuso una subvención neta y, por tanto, un incentivo a la demanda de viviendas frente a otros activos alternativos. Como cabía esperar, esto es particularmente cierto en el caso de las viviendas adquiridas como residencia habitual. Por el contrario, el valor positivo de la cuña fiscal para las viviendas adquiridas para su arrendamiento refleja que la existencia de impuestos asociados a su compra no se ve compensada, en este caso, con deducciones significativas en el IRPF. En relación con el régimen fiscal de las compras de viviendas secundarias para uso propio, se observa un cambio fundamental en el año 1992, en el que desaparecen las deducciones por la inversión y pago de intereses por la financiación ajena asociada a las mismas. No obstante, el tratamiento de este tipo de adquisiciones siguió siendo relativamente favorable, en la medida en que la renta imputada gravada en el IRPF se mantuvo generalmente por debajo de la verdadera renta que se podría obtener alquilando el inmueble en el mercado.

A lo largo del período considerado, la cuña fiscal total ha mostrado una tendencia decreciente en términos del precio de la vivienda. Esta evolución responde fundamentalmente, aunque no exclusivamente, al descenso en los tipos de interés nominales. Así, tipos más bajos suponen una menor rentabilidad implícita de la vivienda, por lo que las ventajas que se derivan del tratamiento fiscal favorable de dicha rentabilidad son también menores. Adicionalmente, en el caso de la vivienda habitual se produce una disminución del efecto de la deducción por intereses en el IRPF. De esta manera, la fiscalidad continúa primando la vivienda sobre otros activos alternativos, aunque su efecto sobre la fase alcista del precio de los inmuebles en la que todavía se encuentra inmersa la economía española no parece que haya sido significativo.

1. EN % DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



2. EN % DEL COSTE DE USO ANTES DE IMPUESTOS



FUENTE: Banco de España.

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

CUADRO 6

| % del PIB (a)  |      |      |      |       |      |       |
|--|------|------|------|-------|------|-------|
|  | 2001 | 2002 | 2003 | 2004  | 2005 |       |
|  |      |      |      | IV TR | I TR | II TR |
| <b>HOGARES E ISFLSH:</b>                                 |      |      |      |       |      |       |
| Operaciones financieras (activos)                        | 7,5  | 8,3  | 9,3  | 10,0  | 9,7  | 9,8   |
| Medios de pago   | 1,1  | 3,6  | 4,2  | 3,9   | 4,2  | 4,2   |
| Otros depósitos y valores de renta fija (b)              | 3,4  | 1,7  | -0,1 | 2,0   | 1,8  | 2,5   |
| Acciones y otras participaciones (c)                     | -0,2 | 0,6  | 0,6  | 0,1   | -0,2 | -0,5  |
| Fondos de inversión                                      | 0,8  | 0,2  | 2,3  | 1,5   | 1,3  | 1,4   |
| FIAMM  | 1,2  | 0,7  | 0,6  | -0,2  | -0,1 | 0,0   |
| FIM  | -0,5 | -0,5 | 1,7  | 1,6   | 1,2  | 1,3   |
| Reservas técnicas de seguros                             | 2,6  | 2,5  | 1,8  | 1,8   | 1,9  | 2,0   |
| <i>De las cuales:</i>                                    |      |      |      |       |      |       |
| De vida  | 1,4  | 1,4  | 0,7  | 0,7   | 0,7  | 0,8   |
| De jubilación  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 0,9   | 0,9  | 1,0   |
| Resto  | -0,1 | -0,3 | 0,5  | 0,7   | 0,6  | 0,1   |
| Operaciones financieras (pasivos)                        | 6,1  | 7,5  | 9,1  | 10,4  | 10,5 | 10,4  |
| Créditos de instituciones financieras residentes (d)     | 5,4  | 7,2  | 9,2  | 10,8  | 11,0 | 11,4  |
| Créditos para adquisición de vivienda (d)                | 4,7  | 5,1  | 7,0  | 8,7   | 9,2  | 9,5   |
| Créditos para consumo y otros fines (d)                  | 0,6  | 2,1  | 2,2  | 2,0   | 1,8  | 1,9   |
| Resto  | 0,7  | 0,3  | 0,0  | -0,4  | -0,5 | -1,0  |
| <b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>                        |      |      |      |       |      |       |
| Operaciones financieras (activos)                        | 14,6 | 14,5 | 16,2 | 14,0  | 16,2 | 17,5  |
| Medios de pago   | 1,6  | 1,6  | 0,8  | 1,0   | 1,2  | 1,2   |
| Otros depósitos y valores de renta fija (b)              | 0,9  | 1,6  | 1,4  | 0,8   | 0,7  | 1,0   |
| Acciones y otras participaciones                         | 5,4  | 6,6  | 7,5  | 4,2   | 4,9  | 4,6   |
| <i>De las cuales:</i>                                    |      |      |      |       |      |       |
| Frente al resto del mundo                                | 3,9  | 4,8  | 4,5  | 2,6   | 3,4  | 3,1   |
| Resto  | 6,8  | 4,7  | 6,5  | 8,0   | 9,4  | 10,7  |
| Operaciones financieras (pasivos)                        | 20,7 | 19,2 | 20,8 | 19,0  | 21,8 | 24,1  |
| Créditos de instituciones financieras residentes (d)     | 5,8  | 5,4  | 6,4  | 8,5   | 9,6  | 10,8  |
| Préstamos exteriores                                     | 3,8  | 2,7  | 2,7  | 0,5   | 0,9  | 0,8   |
| Valores de renta fija (b)                                | 0,0  | -0,4 | -0,2 | 0,0   | 0,0  | 0,0   |
| Acciones y otras participaciones                         | 4,9  | 5,9  | 5,2  | 2,7   | 2,7  | 2,4   |
| Resto  | 6,2  | 5,5  | 6,7  | 7,3   | 8,6  | 10,1  |
| <b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b> |      |      |      |       |      |       |
| Financiación (e)   | 15,3 | 14,0 | 15,9 | 16,1  | 17,3 | 18,0  |
| Hogares e ISFLSH   | 12,6 | 16,2 | 19,0 | 20,1  | 20,1 | 20,0  |
| Sociedades no financieras                                | 17,4 | 12,4 | 13,5 | 12,9  | 15,0 | 16,5  |

FUENTE: Banco de España.

a. CNE Base 2000.

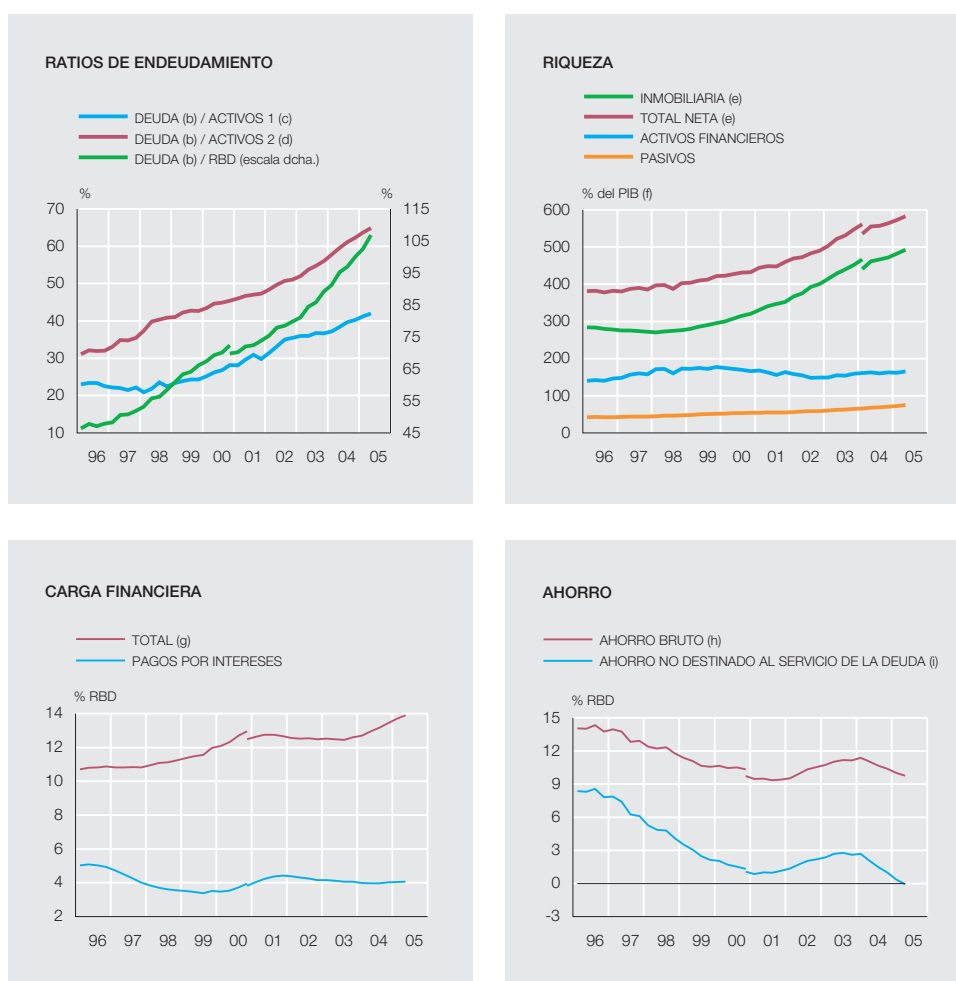
b. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

c. Excluye los fondos de inversión.

d. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.





FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la Contabilidad Nacional sectorial corresponden, hasta 2000, a la CNE Base 1995. A partir de 2000, se utiliza una estimación provisional coherente con la CNE Base 2000.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.

c. Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica de «Otros».

d. Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.

e. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m<sup>2</sup>. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2004.

f. CNE Base 2000.

g. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

h. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

i. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

Las inversiones financieras de los hogares entre abril y junio supusieron el 9,8% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6). Los activos líquidos y de menor riesgo (efectivo y depósitos) aumentaron su peso, hasta totalizar un 6,7% del PIB, frente al 6% de marzo. Por su parte, los importes materializados en reservas técnicas de seguros y en fondos de inversión se mantuvieron relativamente estables, situándose en el 2% y el 1,4% del PIB, respectivamente. Por último, se produjo una desinversión neta en acciones equivalente al 0,5% del PIB, a pesar de la evolución favorable de los mercados bursátiles.

Como resultado de la evolución de los flujos de activos financieros y pasivos, la capacidad neta de financiación de las familias mantuvo, según las Cuentas Financieras de junio, un valor negativo equivalente al -0,6% del PIB en términos acumulados de doce meses, signo que

contrasta con la posición acreedora que tradicionalmente ha presentado el sector de hogares. No obstante, dicha cifra es en 0,2 pp inferior a la de marzo.

La trayectoria expansiva de la financiación determinó un nuevo ascenso del endeudamiento de las familias en términos de la RBD, hasta alcanzar un 106% en el segundo trimestre (véase gráfico 25). De igual forma, la carga financiera asociada a la deuda, a pesar de la estabilidad de los tipos de interés, aumentó hasta situarse prácticamente en el 14% de la RBD. Esto último, unido al descenso del ahorro bruto, llevó a un retroceso adicional de la capacidad de ahorro del sector, tras descontar las obligaciones financieras asociadas a los pasivos contraídos. A pesar de ello, la información procedente de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares muestra una estabilidad del porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro o que manifiestan algún grado de dificultad para llegar a final de mes (en el entorno del 39% y del 55%, respectivamente).

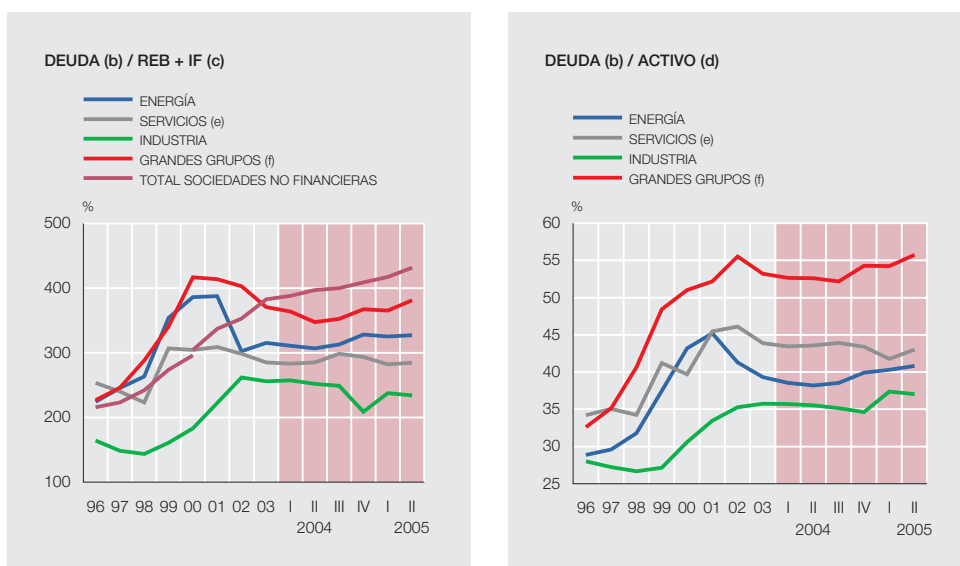
Por su parte, la riqueza neta del sector continuó creciendo durante el segundo trimestre, impulsada por la evolución de las cotizaciones bursátiles y, sobre todo, del precio de los inmuebles. Como resultado del aumento del valor de estos últimos, siguió incrementándose el esfuerzo teórico necesario para la adquisición de una vivienda.

### **5.3 El sector de sociedades no financieras**

Las condiciones de financiación de las sociedades mantuvieron también un elevado grado de holgura durante el tercer trimestre. Así, en el mes de agosto, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las nuevas operaciones de préstamo a las empresas permanecieron en niveles reducidos, entre un 2,9% y un 4%, dependiendo del volumen de la operación, valores similares a los de junio. Asimismo, según la última Encuesta de Préstamos Bancarios, las entidades preveían que, entre julio y septiembre, iban a aplicar unas condiciones de oferta crediticia similares a las existentes entre abril y junio, en un contexto en el que esperaban que la demanda de fondos por parte de las compañías continuara acelerándose. Por otra parte, la reducción de la rentabilidad de la deuda pública y el mantenimiento de las primas de riesgo en niveles moderados permitieron un descenso adicional, aunque ligero, de los costes de financiación con valores de renta fija, al tiempo que la subida de los índices bursátiles tendió a facilitar la obtención de fondos en los mercados de renta variable.

En este contexto, las operaciones de pasivo de las sociedades alcanzaron, entre abril y junio, un volumen elevado, superior al 24,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, 2,3 pp por encima del dato de marzo (véase cuadro 6). Por instrumentos, la principal fuente de financiación continuaron siendo los recursos ajenos. Dentro de estos, los créditos de instituciones financieras residentes concentraron el grueso de los fondos, con un flujo equivalente al 10,8% del PIB, mientras que los procedentes de préstamos de no residentes permanecieron en valores similares a los del primer trimestre (0,8%) y la emisión neta de valores de renta fija fue prácticamente nula. Por su parte, los materializados en acciones y otras participaciones mostraron un retroceso de 0,3 pp, hasta el 2,4% del PIB, a pesar de la mejoría de las condiciones de financiación en los mercados bursátiles. En términos de tasas de variación, el crecimiento interanual de la deuda alcanzó en junio un valor superior al 16%, lo que representa un aumento de 1,5 pp en relación a marzo. La información provisional más reciente no revela cambios significativos en este perfil de aceleración.

El importe de las inversiones financieras de las sociedades no financieras también creció, aunque de forma más moderada, hasta el 17,5% del PIB en términos acumulados de doce meses, 1,3 pp por encima del dato de marzo. El desglose por instrumentos muestra que la mayor variación se produjo en la rúbrica que recoge el crédito comercial (incluido en la partida «Resto» del cuadro 6), cuyo volumen se situó en el 10,7% del PIB (1,3 pp por en-



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). Hasta 2000 las rentas del sector corresponden a la CNE Base 1995. Desde 2000, se utiliza una estimación provisional de las rentas coherente con la CNE Base 2000.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

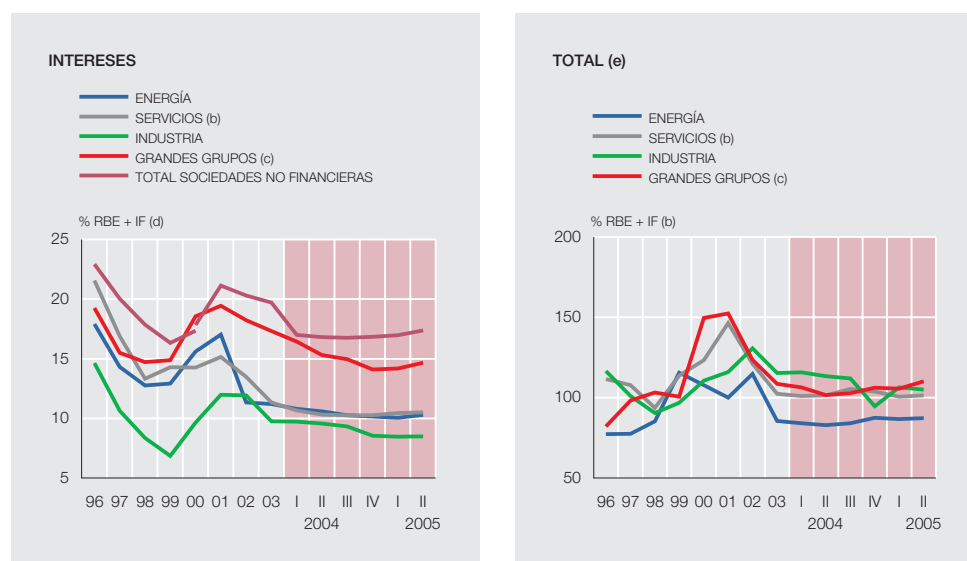
e. Excluye *holdings*.

f. Agregado de todas las empresas pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

cima de la cifra anterior). Por su parte, las adquisiciones de acciones descendieron 0,3 pp, hasta representar el 4,6% del PIB, evolución que se explica totalmente por la evolución de los títulos emitidos por no residentes, mientras que los fondos materializados en otros depósitos y valores de renta fija aumentaron en una cuantía similar y alcanzaron el 1% del PIB.

Como resultado de la evolución de las operaciones de activo y pasivo, se produjo un avance notable de las necesidades de financiación de las sociedades hasta el 6,5% del PIB en junio, en términos acumulados de doce meses, cifra que es 0,9 pp más elevada que la observada en marzo (véase cuadro 5). Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, aumentó hasta el 9,6%.

Fruto de la rápida expansión de los recursos ajenos de las empresas, el endeudamiento agregado del sector continuó creciendo, hasta suponer, en junio, un 430% del resultado económico bruto más los ingresos financieros (véase gráfico 26). Asimismo, aumentaron los pagos por intereses en relación con los beneficios, aunque permanecen en niveles moderados gracias a la estabilidad de los costes de financiación (véase gráfico 27). Una evolución similar se observó en el caso de las sociedades pertenecientes a los grandes grupos industriales. Por su parte, el Resultado Ordinario Neto de las empresas colaboradoras con la CBT alcanzó una tasa de crecimiento del 10,7% durante el primer semestre, cifra que, aunque inferior al 21,2% que se registró en el mismo período del año anterior, fue suficiente para elevar las rentabilidades del activo neto (8,2%)



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). Hasta 2000 las rentas del sector corresponden a la CNE Base 1995. Desde 2000, se utiliza una estimación provisional de las rentas coherente con la CNE Base 2000.

b. Excluye *holdings*.

c. Agregado de todas las empresas pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica.

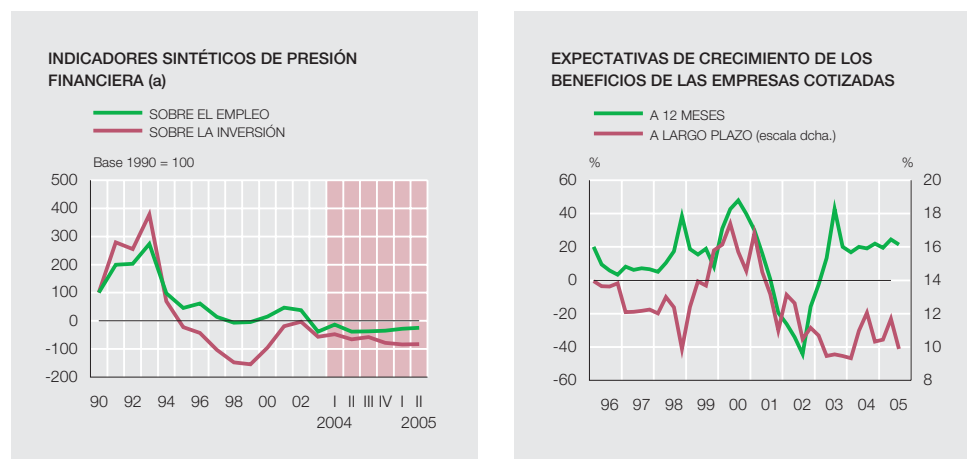
d. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

e. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

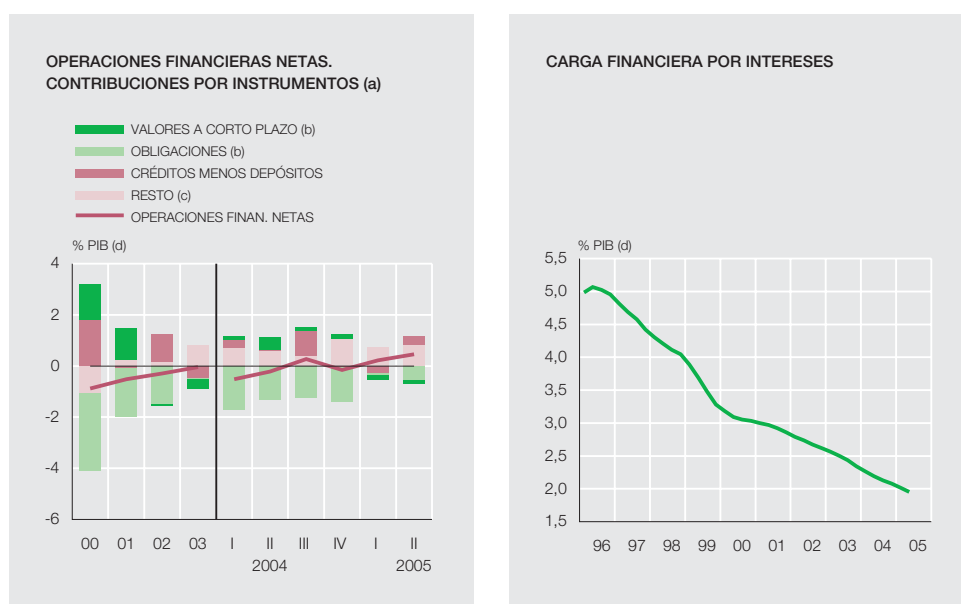
## OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 28



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Indicadores estimados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.  
b. Solo recoge operaciones de pasivo.  
c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones.  
d. CNE Base 2000.

y de los recursos propios (12%) y para mantener los indicadores sintéticos de presión financiera sobre inversión y sobre empleo en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 28).

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas mostraron ligeros descensos durante el tercer trimestre, aunque en el caso de las de corto plazo se mantuvieron en valores elevados.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

En el segundo trimestre de 2005 el saldo de las operaciones financieras de las AAPP fue nuevamente positivo, lo que se tradujo en una mejora adicional del ahorro financiero del sector en términos acumulados de doce meses, que se situó en el 0,5% del PIB, frente al 0,2% de marzo (véase gráfico 29).

Por instrumentos, las AAPP realizaron, en términos acumulados de doce meses, una emisión neta positiva de valores tanto a corto como a largo plazo, al tiempo que aumentaron el saldo de sus depósitos en relación con el mismo período del año anterior. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron reduciéndose, como resultado tanto del descenso de los costes de financiación como del perfil decreciente de la ratio de deuda sobre PIB.

#### 5.5 El resto del mundo

En el segundo trimestre de 2005, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó deteriorándose, hasta alcanzar el 6% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 5,5% de marzo (véase cuadro 5). Por sectores, esta evolución resultó de las mayores necesidades de financiación de las empresas no financieras y los hogares, que no fueron compensadas por la recuperación del ahorro de las AAPP.

| % del PIB (a)                         |      |      |      |       |      |       |
|---------------------------------------|------|------|------|-------|------|-------|
|                                       | 2001 | 2002 | 2003 | 2004  | 2005 |       |
|                                       |      |      |      | IV TR | I TR | II TR |
| OPERACIONES FINANCIERAS NETAS         | -3,7 | -2,8 | -3,1 | -4,8  | -5,5 | -6,0  |
| OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)     | 11,0 | 13,0 | 12,9 | 12,0  | 13,2 | 12,9  |
| Oro y DEG                             | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0  | 0,0   |
| Efectivo y depósitos                  | -2,6 | 3,3  | 0,7  | 3,4   | 3,3  | 2,6   |
| Valores distintos de acciones         | 6,9  | 4,1  | 6,5  | 1,7   | 2,4  | 3,4   |
| <i>De los cuales:</i>                 |      |      |      |       |      |       |
| <i>Entidades de crédito</i>           | 1,9  | 0,5  | 3,5  | 1,0   | 0,6  | 1,9   |
| <i>Inversores institucionales (b)</i> | 5,2  | 3,1  | 3,1  | 0,0   | 1,2  | 1,0   |
| Acciones y otras participaciones      | 4,4  | 5,0  | 4,7  | 5,7   | 5,8  | 5,1   |
| <i>De las cuales:</i>                 |      |      |      |       |      |       |
| <i>Sociedades no financieras</i>      | 3,9  | 4,8  | 4,5  | 2,6   | 3,4  | 3,1   |
| <i>Inversores institucionales (b)</i> | 0,4  | -0,1 | 1,1  | 1,0   | 1,0  | 0,6   |
| Créditos                              | 2,3  | 0,6  | 0,9  | 1,3   | 1,6  | 1,8   |
| OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)     | 14,6 | 15,8 | 16,0 | 16,8  | 18,7 | 18,9  |
| Depósitos                             | 2,5  | 4,0  | 6,9  | 1,7   | 2,2  | 0,5   |
| Valores distintos de acciones         | 2,9  | 4,3  | 5,3  | 12,2  | 12,6 | 15,1  |
| <i>Instituciones financieras</i>      | 1,4  | 3,1  | 6,4  | 9,6   | 11,3 | 14,1  |
| <i>Resto de sectores nacionales</i>   | 1,5  | 1,2  | -1,1 | 2,6   | 1,4  | 1,0   |
| Acciones y otras participaciones      | 4,4  | 4,0  | 1,1  | 1,9   | 2,1  | 1,8   |
| <i>De las cuales:</i>                 |      |      |      |       |      |       |
| <i>Sociedades no financieras</i>      | 3,8  | 3,3  | 1,3  | 0,9   | 1,3  | 0,9   |
| Créditos                              | 4,2  | 3,3  | 3,2  | 1,5   | 2,1  | 2,0   |
| Otros neto (c)                        | 0,7  | 0,2  | -0,5 | -0,5  | -0,5 | -0,5  |

FUENTE: Banco de España.

a. CNE Base 2000.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó, en el segundo trimestre, el 12,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp menos que en marzo (véase cuadro 7). Por instrumentos, las adquisiciones de acciones y otras participaciones en el extranjero continuaron concentrando un porcentaje elevado de los flujos, con un importe equivalente al 5,1% del PIB. Por su parte, los fondos materializados en efectivo y depósitos descendieron en 0,7 pp, hasta el 2,6% del PIB, mientras que los valores distintos de acciones aumentaron 1 pp y supusieron el 3,4% del PIB.

Por su parte, los nuevos pasivos contraídos frente al resto del mundo alcanzaron un volumen equivalente al 18,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,2 pp por encima del dato registrado en marzo. Por instrumentos, el grueso de las entradas de capital se canalizó a través de las emisiones de valores distintos de acciones realizadas por las instituciones financieras, cuyo importe ascendió al 14,1% del PIB, 2,8 pp más que en el primer trimestre de 2005. Esto evidencia el papel central que están desempeñando estas entidades en la captación en el exterior de los recursos necesarios para financiar el creciente déficit exterior de la economía.

**ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)**

CUADRO 8

**Datos del cuarto trimestre**

| % del PIB (b)                                | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005 (c) |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Economía nacional                            | -26,1 | -27,1 | -30,0 | -36,0 | -42,1 | -43,8    |
| Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH | -9,6  | -10,6 | -11,2 | -13,6 | -12,5 | -9,3     |
| Sociedades no financieras                    | -16,6 | -17,7 | -18,0 | -21,1 | -20,7 | -17,9    |
| Hogares e ISFLSH                             | 6,9   | 7,0   | 6,8   | 7,5   | 8,3   | 8,6      |
| Instituciones financieras                    | 7,3   | 7,4   | 5,6   | -1,3  | -6,6  | -11,4    |
| Instituciones de crédito (d)                 | -11,9 | -14,1 | -14,3 | -21,7 | -22,9 | -23,2    |
| Inversores institucionales (e)               | 20,1  | 23,3  | 23,4  | 26,4  | 26,6  | 27,2     |
| Resto de instituciones financieras           | -0,9  | -1,8  | -3,4  | -6,0  | -10,4 | -15,5    |
| Administraciones Públicas                    | -23,7 | -23,9 | -24,4 | -21,1 | -23,0 | -23,1    |

FUENTE: Banco de España.

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

b. CNE Base 2000.

c. Datos del segundo trimestre.

d. Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

e. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

Finalmente, la evolución de los flujos con el resto del mundo, junto con las variaciones en el precio de los activos financieros y el tipo de cambio, determinaron un nuevo aumento de la posición deudora de la economía española frente al exterior, que se situó en junio en el 43,8% del PIB (véase cuadro 8). Por sectores, tuvo lugar un deterioro de la posición de las instituciones financieras, que no pudo ser compensado por la mejoría de la de las sociedades no financieras y los hogares.

28.10.2005.

EFFECTOS DEL TIPO DE CAMBIO SOBRE LA INFLACIÓN, LA ACTIVIDAD Y EL COMERCIO:  
EVIDENCIA PARA ESPAÑA Y LA ZONA DEL EURO



## Efectos del tipo de cambio sobre la inflación, la actividad y el comercio: evidencia para España y la zona del euro

Este artículo ha sido elaborado por Ana Buisán y Pilar L' Hotellerie, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción<sup>1</sup>

La participación de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y la adopción de la moneda común no han reducido el interés por analizar los efectos del tipo de cambio sobre la economía. Este sigue siendo un aspecto muy relevante tanto desde el punto de vista de la UEM, en su conjunto, como desde el punto de vista de los países miembros. Por una parte, la transmisión de la política monetaria única depende del impacto que tenga el tipo de cambio en las diferentes economías que integran la UEM, lo que refuerza la necesidad de disponer de una evaluación precisa y comparable de ese impacto.

Desde la perspectiva de los países miembros, existen varias razones por las que cabría esperar que la pertenencia a la Unión Monetaria haya dado lugar a una reducción de la sensibilidad de la economía al tipo de cambio. Una de ellas es la propia incorporación a un entorno de estabilidad de precios, ligado a la credibilidad de la política monetaria única, en el que cabe esperar que las perturbaciones cambiarias tengan una intensidad y una frecuencia menores. Además, la transición hacia regímenes de menor inflación y con una mayor claridad en la orientación de las políticas monetarias hacia la estabilidad de precios puede hacer que las empresas transmitan en menor medida las variaciones de sus costes a los precios finales. Por otra parte, tras la entrada en la UEM el comercio que se realiza con otros miembros de la zona ha dejado de estar bajo la influencia directa del tipo de cambio, mientras que la proporción del comercio con países no pertenecientes a la zona que está denominado en euros es creciente; ambos factores deberían reducir la sensibilidad general a las variaciones del tipo de cambio. Sin embargo, el hecho de que en la Unión Monetaria los movimientos del tipo de cambio dejen de estar vinculados, en buena medida, a las condiciones concretas de un país miembro reduce drásticamente las posibilidades que tienen las autoridades de ese país de utilizar el tipo de cambio como vía de corregir apreciaciones reales que tengan su origen en pérdidas de competitividad precio y coste.

En este sentido, otro aspecto que ha ganado importancia es el análisis de la posible existencia de efectos asimétricos del tipo de cambio. Dichas asimetrías se refieren, en particular, a la posibilidad de que el impacto de una apreciación real sobre los flujos de exportación pueda perdurar aun cuando el movimiento del tipo de cambio real haya revertido totalmente, dando lugar a un fenómeno de histéresis en los flujos de exportación. En países como los integrados en la UEM, en los que el tipo de cambio ya no puede utilizarse como instrumento para compensar las pérdidas de competitividad derivadas de diferenciales de inflación, la existencia de ese tipo de asimetrías puede agravar los ajustes necesarios, en términos de crecimiento y de empleo, en caso de que se produzcan tales pérdidas de competitividad.

En este artículo se combinan los resultados de diversos trabajos analíticos realizados en el Banco de España con la utilización de algunos modelos estimados recientemente para hacer un repaso del estado actual del conocimiento sobre la transmisión de las variaciones del tipo de cambio a la inflación y sus efectos en la economía real, poniendo especial énfasis en determinar si se detectan cambios en la intensidad de esos impactos tras el establecimiento de la Unión Monetaria. Los resultados para España se comparan, en la medida

---

1. Trabajo presentado en la Reunión de Economistas de Bancos Centrales, celebrada en el BPI en el otoño de 2004, sobre el tema *Tipos de cambio y política monetaria*.

de lo posible, con los de la zona del euro, en un intento de llegar a conclusiones más generales sobre la forma en la que la Unión Monetaria puede haber modificado la transmisión del tipo de cambio.

### **La transmisión del tipo de cambio a los precios**

En muchas ocasiones, cuando se habla de la transmisión del tipo de cambio a los precios (el *pass-through*, según la expresión anglosajona) se hace referencia a la proporción en que los movimientos del tipo de cambio de un país se traducen en variaciones de sus precios de importación. No obstante, tanto el impacto sobre los precios de exportación como la ulterior transmisión de los precios de importación a las variaciones de los precios industriales y de consumo son cuestiones igualmente relevantes para comprender plenamente el impacto del tipo de cambio sobre la inflación y la formación de precios.

Entre la evidencia disponible para los países desarrollados sobre las distintas fases del proceso de transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios finales, varios trabajos han detectado una reducción de la intensidad de la transmisión durante la década de los noventa. La propia resistencia a la baja de las tasas de inflación en los países de la zona del euro, a pesar de la prolongada apreciación del tipo de cambio que tuvo lugar hasta el año 2004, también parece apuntar hacia una transmisión menos intensa de los cambios de esta variable. No obstante, resulta difícil encontrar evidencia clara de un cambio estructural en la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios en las economías de la zona del euro en torno al inicio de la UEM.

Para el caso de la economía española, el modelo macroeconómico trimestral utilizado en el Banco de España (MTBE)<sup>2</sup> permite analizar la transmisión del tipo de cambio a los precios a través de las ecuaciones de los deflatores de las importaciones y las exportaciones, que incluyen una variable de precios relativos —o de competitividad— entre sus determinantes, y de las correspondientes al deflactor del consumo privado y al deflactor de la inversión productiva privada, que incorporan como determinantes a los precios de importación. El modelo no contempla el canal de transmisión que va a través de los precios de importación de los consumos intermedios a los precios industriales, ya que únicamente se modeliza el deflactor del valor añadido. El único efecto del tipo de cambio sobre el componente interno de la inflación es a través de efectos de segunda vuelta sobre los salarios.

En el modelo trimestral, una transmisión incompleta de los precios de fuera de la zona del euro a los precios de importación solo es posible en el corto plazo, ya que en el largo plazo los precios de importación están totalmente determinados por los precios exteriores —con coeficiente unitario— y no se ven afectados por las condiciones internas de fijación de los precios. Un coeficiente inferior a la unidad indicaría que los importadores tienen en cuenta las condiciones del mercado interno al fijar los precios de los productos importados (lo que se conoce como *pricing-to-market*); no obstante, esta posibilidad ha sido contrastada y rechazada<sup>3</sup>. Los precios de las importaciones del resto del mundo entran en la ecuación de los precios de consumo, tanto en el corto como en el largo plazo, con coeficientes bastante bajos, que son algo más elevados en el caso del deflactor de la inversión.

En el cuadro 1 se presentan los resultados de simular una apreciación permanente del tipo de cambio del euro del 5% (que se traduce en una apreciación del 2% del componente nominal de los índices de competitividad españoles). La transmisión total a los precios de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro se completa en torno al tercer año,

---

2. Véase Estrada, Fernández, Moral y Regil (2004). 3. Gordo y Sánchez Carretero (1997) llegaron también a esa conclusión.

**RESULTADOS DE LA SIMULACIÓN DE UNA APRECIACIÓN DEL TIPO  
DE CAMBIO DEL EURO DEL 5%**

CUADRO 1

|                                       | AÑO 1   | AÑO 2 | AÑO 3 |
|---------------------------------------|---|-------|-------|
| <b>PRECIOS</b>                        | Desviaciones porcentuales sobre los niveles del escenario de referencia         |       |       |
| Deflactor del consumo                 | -0,26   | -0,55 | -0,77 |
| Deflactor del PIB                     | -0,08   | -0,38 | -0,61 |
| Remuneración por asalariado           | -0,14   | -0,39 | -0,59 |
| Deflactor de las exportaciones        | -0,69   | -1,36 | -1,57 |
| Deflactor de las importaciones        | -1,49   | -1,82 | -1,96 |
| <b>PIB Y SUS COMPONENTES</b>          | Desviaciones porcentuales sobre los niveles del escenario de referencia         |       |       |
| PIB                                   | -0,29   | -0,53 | -0,55 |
| Consumo                               | -0,01   | -0,07 | -0,10 |
| Inversión                             | -0,31   | -0,70 | -0,80 |
| Exportaciones                         | -0,93   | -1,04 | -0,87 |
| Importaciones                         | -0,40   | -0,09 | 0,11  |
| <b>CONTRIBUCIÓN A LA PERTURBACIÓN</b> | Porcentajes del PIB, desviaciones absolutas respecto al escenario de referencia |       |       |
| Demanda exterior neta                 | -0,16   | -0,29 | -0,30 |
| <b>MERCADO DE TRABAJO</b>             | Desviaciones porcentuales sobre los niveles del escenario de referencia         |       |       |
| Empleo total                          | -0,19   | -0,47 | -0,57 |
| <b>PRECIOS EXTERIORES (en euros)</b>  | Desviaciones porcentuales sobre los niveles del escenario de referencia         |       |       |
| Tipo de cambio efectivo               | -2,00   | -1,99 | -2,02 |
| Tipo de cambio euro/dólar             | -5,00   | -5,00 | -5,00 |
| Precios exteriores (en euros)         | -2,00   | -1,99 | -2,02 |
| Precios del petróleo (en euros)       | -5,00   | -5,00 | -5,00 |
| <b>PRECIOS</b>                        | Transmisión de los movimientos del tipo de cambio efectivo (%)                  |       |       |
| Deflactor del consumo                 | 13  | 28    | 38    |
| Deflactor del PIB                     | 4   | 19    | 30    |
| Remuneración por asalariado           | 7   | 20    | 29    |
| Deflactor de las exportaciones        | 35  | 68    | 78    |
| Deflactor de las importaciones        | 75  | 91    | 97    |

FUENTE: Banco de España.

mientras que la transmisión a los precios de exportación es mucho más lenta, y solo alcanza el 80% en el tercer año. Los precios de consumo reflejan el 13% de la variación del tipo de cambio efectivo el primer año y casi el 40% el tercero. Estas tasas de transmisión para la economía española son más elevadas que las estimaciones disponibles para el conjunto de la zona del euro, que apuntan a una transmisión máxima a los precios de importación del 70%, una vez transcurridos tres años, y a un impacto de hasta el 20% en el caso de los precios de consumo. Sin conceder demasiada importancia a las diferencias cuantitativas, es lógico que un comportamiento de *pricing-to-market* sea más importante en el caso de la zona del euro que en el de España, que puede considerarse una economía abierta y pequeña a estos efectos.

Para contrastar si se han producido cambios en la transmisión, se han realizado algunas re-estimaciones recursivas y secuenciales de los coeficientes de corto plazo relevantes del modelo trimestral<sup>4</sup>. En el cuadro 2 se presentan los resultados de este ejercicio, que revelan una

4. En el MTBE las relaciones de largo plazo se estiman por separado y por bloques, y no se dispone de datos suficientes para efectuar una reestimación secuencial.

**MTBE: RESULTADOS DE LAS REESTIMACIONES SECUENCIALES  
DE LOS COEFICIENTES DE CORTO PLAZO RELACIONADOS  
CON LOS TIPOS DE CAMBIO**

CUADRO 2

|   | 1980-1990 | 1990-2000 | 1993-2003 |
|---|-----------|-----------|-----------|
| <b>DEFLACTOR DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES DEL RESTO DEL MUNDO</b> |           |           |           |
| Precios exteriores  | 0,35      | 0,31      | 0,32      |
| Precios exteriores (-2)   | 0,17      | 0,17      | 0,12      |
| Precios de la energía   | 0,23      | 0,21      | 0,19      |
| <b>DEFLACTOR DE LAS IMPORTACIONES DE SERVICIOS</b>                  |           |           |           |
| Precios exteriores  | 0,11      | 0,40      | 0,48      |
| <b>DEFLACTOR DEL CONSUMO</b>  |           |           |           |
| Deflactor de las importaciones de bienes del resto del mundo        | 0,04      | 0,02      | 0,04      |
| <b>DEFLACTOR DE LA INVERSIÓN PRIVADA</b>                            |           |           |           |
| Deflactor de las importaciones de bienes del resto del mundo        | 0,03      | 0,05      | 0,05      |

FUENTE: Banco de España.

ligera tendencia hacia una menor transmisión en el caso de los precios de importación de los bienes. Por el contrario, el impacto se intensifica claramente en el caso de los precios de importación de los servicios. El efecto de los precios de importación en el deflactor del consumo no parece haberse modificado, pero el impacto de estos precios sobre el deflactor de la inversión es creciente. Por otra parte, la magnitud del efecto de una apreciación del tipo de cambio sobre los principales indicadores de precios de la economía española no se ve sustancialmente afectada cuando se utilizan los coeficientes estimados para el período más reciente (véase cuadro 3).

Como elemento de contraste, algunos ejercicios cuantitativos realizados con modelos VAR, estimados para dos subperíodos (1983-1993 y 1994-2003), proporcionan resultados compatibles con la hipótesis de una transmisión prácticamente completa del tipo de cambio en el largo plazo a precios de importación. No obstante, los valores estimados apuntan a una reducción de la transmisión a los precios de importación en el período más reciente, que se concentra, fundamentalmente, en el corto plazo (primer trimestre) y persiste posteriormente. La transmisión a los precios industriales y de consumo también es menor en el segundo período.

Campa y González Mínguez (2002) analizan la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios utilizando una aproximación muy diferente. En su trabajo, que cubre todos los países de la zona del euro, estiman la transmisión a los precios de importación por ramas de actividad. El ejercicio se lleva a cabo con índices de valor unitario de las importaciones procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro, desagregados por ramas. Los resultados originales de su investigación indicaban que, en un contexto de mercados internacionales de bienes muy integrados, se produce una transmisión incompleta en el corto plazo, que, en promedio, se sitúa entre el 60% y el 70%. En el largo plazo, no puede rechazarse la hipótesis de una transmisión del 100% para la mayor parte de los sectores, siendo las tasas de transmisión muy similares por países. El trabajo concluye que los efectos divergentes que los tipos de cambio causan en los precios industriales y de consumo de las economías de la zona del euro reflejan las diferencias en el grado de apertura a las importaciones de fuera de la zona, más que las relativas a la composición por productos de las importaciones o a las tasas de transmisión.

**COMPARACIÓN DE SIMULACIONES SOBRE PRECIOS DE UNA APRECIACIÓN PERMANENTE DEL TIPO DE CAMBIO: AÑOS NOVENTA SOBRE AÑOS OCHENTA (a)**

CUADRO 3

|                                | AÑO 1 | AÑO 2 | AÑO 3 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| PRECIOS                        |       |       |       |
| Deflactor del consumo          | 0,92  | 0,97  | 0,99  |
| Deflactor del PIB              | 0,94  | 0,96  | 0,98  |
| Remuneración por asalariado    | 0,92  | 0,97  | 0,99  |
| Deflactor de las exportaciones | 1,00  | 1,00  | 1,00  |
| Deflactor de las importaciones | 0,97  | 0,98  | 0,98  |

FUENTE: Banco de España.

a. Efectos de simular una apreciación del tipo de cambio del euro del 5%. El dato recoge la ratio entre la magnitud del efecto de la simulación obtenida utilizando el modelo estimado con la muestra de la década de los noventa y la obtenida utilizando la muestra de los ochenta.

La actualización de las estimaciones de los efectos sobre precios de importación con datos hasta el año 2004<sup>5</sup> confirma, en general, los resultados anteriores; en particular, no se detectan señales de una transmisión menos intensa. No obstante, también existe un rechazo más nítido de la hipótesis de transmisión completa en el largo plazo. Además, los casos en los que no es posible rechazar una transmisión completa en el largo plazo coinciden con economías que tradicionalmente han registrado tasas de inflación elevadas (España, Italia y Portugal) y en actividades relacionadas con las materias primas, como cabría esperar a priori. En el caso de España, el coeficiente de transmisión estimado es de 0,84 en el corto plazo (un mes) y 1,04 en el largo plazo (cuatro meses), lo que viene a respaldar el resultado, ya señalado, de que la transmisión a los precios de importación es más elevada en España que en el conjunto de la zona del euro.

La reestimación de las ecuaciones de Campa y González Mínguez (2004) se ha utilizado también para contrastar la posible existencia de un cambio estructural en la transmisión del tipo de cambio durante el período muestral y, en particular, la posibilidad de que se haya producido una ruptura en torno al momento en que se fijaron de manera irrevocable los tipos de cambio de las monedas integradas en el euro. No obstante, no se encuentra evidencia significativa acerca de la existencia de un cambio estructural, ni en torno a la época en la que se fijaron las paridades ni en otro momento.

**Efectos reales del tipo de cambio**

En esta sección se examinan los resultados relativos a la sensibilidad de las exportaciones y del producto ante movimientos del tipo de cambio en España y en la zona del euro. Se presentan también algunas estimaciones recursivas de las elasticidades con respecto a la competitividad, para comprobar si existe o no evidencia de cambios en esas elasticidades coincidiendo con la creación de la UEM. Asimismo, se analiza la posibilidad de que movimientos (apreciaciones) transitorios del tipo de cambio puedan dar lugar a descensos de las exportaciones de carácter más permanente (lo que se conoce como un fenómeno de histéresis).

**EFFECTOS EN EL PRODUCTO Y LAS EXPORTACIONES**

Según el MTBE, los efectos de una apreciación permanente del 5% sobre la actividad se transmiten inicialmente a través del impacto de la competitividad sobre las exportaciones (véase cuadro 1). La apreciación tiene un efecto muy considerable en las ventas de la economía española al exterior, a pesar de que la moderación de los precios de exportación atenúa la reacción a la baja del volumen de exportación. La caída de las exportaciones y el aumento

5. Véase Campa y González Mínguez (2004).

**ESPAÑA: PERTURBACIONES EQUIVALENTES  
A UNA APRECIACIÓN DEL TCEN DEL EURO DEL 5% (a)**

CUADRO 4

|   |      |
|---|------|
| Apreciación del tipo de cambio efectivo nacional (%)  | 1,9  |
| Aumento de los tipos de interés a CP (puntos básicos) | 250  |
| Aumento de los tipos de interés a LP (puntos básicos) | 167  |
| Apreciación del tipo de cambio dólar/euro (%)         | 23,1 |
| Aumento del precio del petróleo (%)                   | 57,1 |
| Aumento del precio del resto de materias primas (%)   | 54,5 |
| Reducción de los mercados de exportación (%)          | -1,7 |
| Descenso de los precios de los competidores (%)       | -2,1 |

FUENTE: Banco de España.

a. Cada fila indica la magnitud de la perturbación necesaria para producir un efecto a largo plazo en el PIB, similar al que causaría una apreciación del tipo de cambio del euro del 5%.

de las importaciones, como consecuencia de la bajada de sus precios, dan lugar a una detracción significativa del crecimiento del producto y de la inversión productiva, que, en una segunda vuelta, reduce la demanda de trabajo, la renta disponible, la demanda privada y el propio PIB.

Una forma de evaluar la importancia de una apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro en la economía española es compararla con otras perturbaciones que tengan un efecto similar. En el cuadro 4 se resumen distintas perturbaciones que tienen un efecto sobre el PIB, en el tercer año, similar al de una apreciación del euro de un 5%. Se puede observar que esta perturbación es equivalente a un notable endurecimiento de la política monetaria (250 puntos básicos) o a un alza significativa del precio del petróleo (de alrededor del 50%); expresado en términos de crecimiento de los mercados exteriores, la apreciación tiene las mismas consecuencias sobre el PIB que una caída de las importaciones mundiales del 1,7%.

También en este caso se han llevado a cabo algunas reestimaciones recursivas y secuenciales de los coeficientes relevantes del modelo trimestral para detectar posibles modificaciones en la intensidad de los efectos del tipo de cambio sobre las variables reales<sup>6</sup>. En el cuadro 5 se presenta la comparación de los efectos de una apreciación utilizando el modelo estimado con la muestra de la década de los noventa con los que se obtienen con el modelo estimado con la muestra de los años ochenta. Como puede observarse, la reducción de los efectos a corto plazo es muy significativa, lo que refleja, principalmente, una elasticidad más baja de las importaciones de fuera de la zona del euro con respecto a esta variable.

Buisán y Caballero (2003) y Buisán, Caballero y Jiménez (2004) han analizado de forma más detenida los efectos sobre el comercio exterior de los cambios en sus principales determinantes, extendiendo el análisis no solo a España, sino a todos los países de la UEM. En el caso de España, la respuesta a más largo plazo de las exportaciones de manufacturas a la competitividad es más intensa que en la mayoría de los restantes países de la zona del euro. Las diferencias entre los distintos países europeos en cuanto a las elasticidades de largo plazo al precio parecen venir explicadas, en términos generales, por diferencias en la especialización productiva de cada país y, en algunos casos, por aspectos idiosincrásicos. Los autores con-

6. También en este caso, el ejercicio solo se realizó para los coeficientes de corto plazo.

**COMPARACIÓN DE SIMULACIONES SOBRE VOLÚMENES  
DE UNA APRECIACIÓN PERMANENTE DEL TIPO DE CAMBIO.  
AÑOS NOVENTA SOBRE AÑOS OCHENTA (a)**

CUADRO 5

|               | AÑO 1 | AÑO 2 | AÑO 3 |
|---------------|-------|-------|-------|
| PIB           | 0,64  | 0,81  | 0,91  |
| Consumo       | 0,24  | 0,63  | 0,79  |
| Inversión     | 0,79  | 0,78  | 0,88  |
| Exportaciones | 0,87  | 0,99  | 1,03  |
| Importaciones | 1,40  | 1,21  | 0,81  |
| Empleo total  | 0,62  | 0,77  | 0,88  |

FUENTE: Banco de España.

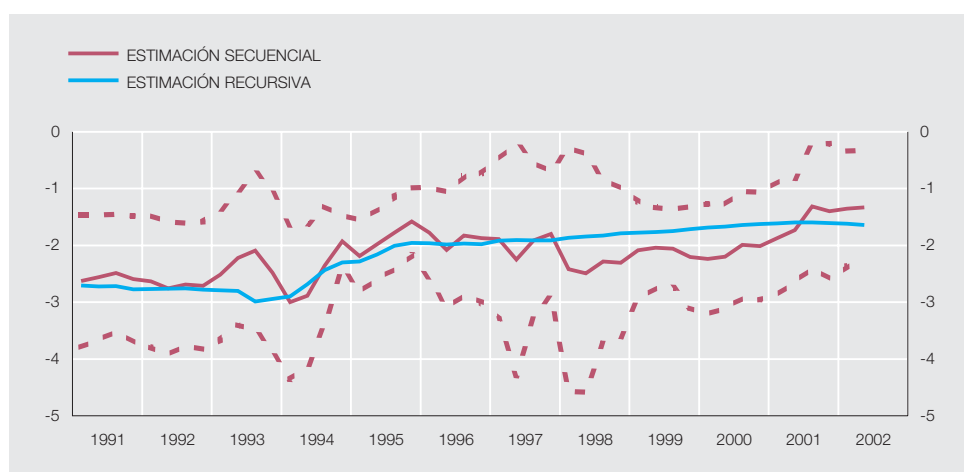
a. Efectos de simular una apreciación del tipo de cambio del euro del 5%. El dato recoge la ratio entre la magnitud del efecto de la simulación obtenida utilizando el modelo estimado con la muestra de la década de los noventa y la obtenida utilizando la muestra de los ochenta.

cluyen que, en un contexto en el que la especialización del sector manufacturero sigue cambiando de forma desigual en los distintos países, es previsible que la sensibilidad de las exportaciones a la competitividad precio continúe siendo diferente entre ellos. Además, cabe esperar una rebaja de las elasticidades a medida que los países mejoren su competitividad por medios distintos al liderazgo en los costes y en los precios de venta.

Para contrastar estadísticamente la posible existencia de una modificación en la respuesta de las exportaciones a las variaciones del tipo de cambio, se han efectuado estimaciones recursivas y secuenciales de la ecuación de exportación para España presentada en Buisán, Caballero y Jiménez (2004). En el gráfico 1 se representa el coeficiente de largo plazo de la ecuación de demanda de exportaciones a la variable de competitividad, estimado de forma recursiva y con una muestra secuencial de diez años. En él se observa un cambio en dicha elasticidad a principios de la década de los noventa, coincidiendo con las devaluaciones del tipo de cambio que se produjeron entonces. Como consecuencia de este cambio, las exportaciones se volvieron menos sensibles a los movimientos de los precios relativos.

En el caso de España, los cambios en la elasticidad de la demanda de exportaciones a la competitividad no parece que puedan ser atribuidos a cambios en la estructura productiva. Gordo, Gil y Pérez (2003) analizan la evolución de la especialización productiva y comercial en los países de la UE, entre 1988 y 2001, sin encontrar transformaciones significativas. Únicamente algunas economías pequeñas, como Irlanda, Finlandia y Suecia, modificaron su estructura de producción durante ese período. Estos países aumentaron las diferencias con respecto a sus socios de la UE especializándose en industrias con mayores requerimientos tecnológicos. Sin embargo, algunas economías centrales, especialmente Alemania, tuvieron la experiencia contraria. En España se observa un desplazamiento progresivo hacia actividades de tecnología media-alta, pero las industrias de tecnología alta siguen presentando una dimensión reducida, en comparación con las de otros países de la UE, y, hasta el final del período analizado, no se ha observado un aumento significativo de la presencia española en la producción europea de esos sectores.

En este sentido, Buisán, Learmonth y Sebastián (2005a) estiman un sistema de oferta y demanda de exportaciones de manufacturas utilizando datos desagregados para doce ramas indus-



FUENTE: Banco de España.

a. Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza del 95% de la estimación secuencial.

triales para la zona del euro, el Reino Unido y Estados Unidos, y no encuentran una relación clara entre la elasticidad precio de la demanda y los requerimientos tecnológicos por sector. Por ejemplo, los productos de baja tecnología, como «vestido y calzado» y «manufacturas materiales», no presentan las elasticidades precio relativamente altas que cabría esperar. No obstante, el hecho de que no pueda identificarse esa relación podría ser debido a que el nivel de desagregación de los sectores incluidos en la muestra sea insuficiente.

Además del aumento en su contenido tecnológico, hay otras razones que podrían explicar una elasticidad menor de las exportaciones con respecto a la competitividad. Entre ellas está el aumento de la proporción de intercambios comerciales con países geográfica y culturalmente próximos, en la medida en que refleja una relación comercial más sostenible y fundamentada en unos menores costes de transporte, comunicaciones y transacción. En el caso de los países de la zona del euro, la creación y la desviación del comercio interno, tras la adopción del euro, podrían contribuir a explicar un menor efecto del tipo de cambio sobre la actividad, ya que los movimientos del tipo de cambio afectan de forma menos directa a una parte de los intercambios comerciales de esos países. Por otra parte, el fenómeno de la deslocalización de la producción puede reducir la capacidad de reacción del comercio ante las variaciones de los precios relativos, ya que dependerá más de la estrategia de producción industrial que del coste. En lo que respecta a España, la elevada y creciente importancia del comercio con los países europeos explicaría también por qué los movimientos del tipo de cambio tienen un efecto menor sobre la actividad.

#### HISTÉRESIS EN LAS EXPORTACIONES

Finalmente, este apartado recoge la evidencia empírica disponible en el Banco de España sobre posibles efectos asimétricos en la reacción de los volúmenes de exportación a variaciones en el tipo de cambio real. Dichas asimetrías dotarían de un carácter permanente al impacto de una apreciación real sobre los flujos de exportación. Por ejemplo, las dificultades de los exportadores para restablecer las líneas comerciales perdidas por la apreciación, en un contexto de notable competencia exterior, podrían suponer que no recobraran sus cuotas de mercado, aun cuando el tipo de cambio efectivo real volviera a su nivel inicial. Este fenómeno se denomina histéresis, es decir, la posibilidad de que una perturbación temporal genere efectos permanentes en los valores de equilibrio de largo plazo de alguna variable. En España y en el



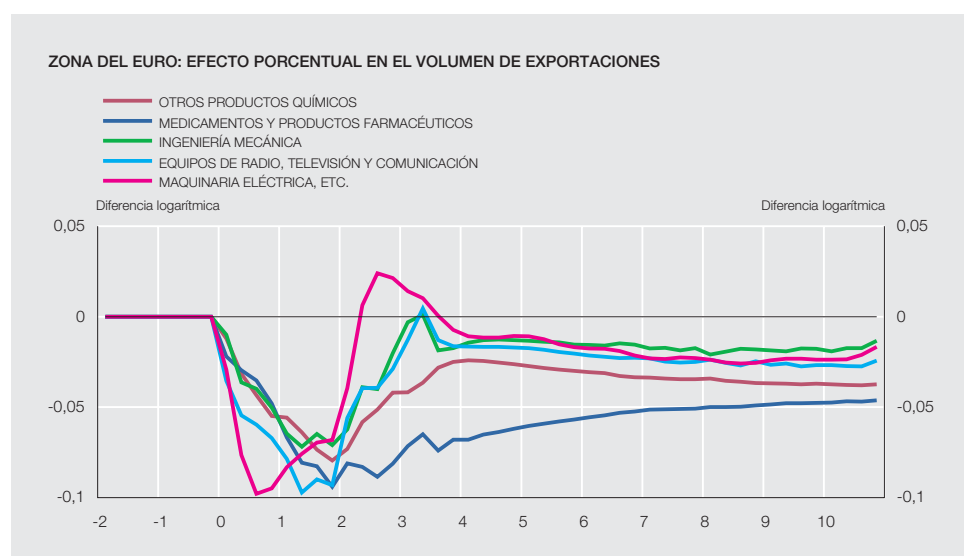
resto de países de la UEM, donde el tipo de cambio ya no puede utilizarse como instrumento para compensar las pérdidas de competitividad derivadas de diferenciales de costes y precios, la existencia de estas asimetrías ocasionaría mayores costes de ajuste, en términos de crecimiento y de empleo, ante situaciones de deterioro de la competitividad.

Buisán, Caballero, Campa y Jiménez (2004) contrastan la presencia de histéresis que resultaría de la existencia de costes de entrada y salida en el mercado de exportación. En concreto, la histéresis se derivaría del hecho de que empresas que salieron del mercado ante una apreciación podrían no volver a entrar, aunque el tipo de cambio recuperara su nivel original, debido a que los costes de entrada existentes disminuyen la rentabilidad de la inversión. Para ello presentan un modelo de oferta y demanda de exportaciones de manufacturas para algunos países de la zona del euro, donde la función de oferta tiene en cuenta la presencia de costes irreversibles, mediante la inclusión de los dos primeros momentos de la distribución de los tipos de cambio. Los resultados de este trabajo no apuntan a que la histéresis en la oferta de exportaciones sea un fenómeno significativo para determinar la oferta de exportaciones a nivel agregado. De hecho, la existencia de histéresis se rechaza estadísticamente para la mayoría de los países. Esta falta de evidencia es coherente con la encontrada anteriormente en la bibliografía, e indica que, aunque la histéresis puede ser un fenómeno importante en las decisiones de exportación de empresas individuales, su efecto agregado es desigual. Posiblemente, la existencia de distintos niveles de costes de entrada y de salida en cada sector exportador signifique que una variación concreta del tipo de cambio agregado lleva a determinadas empresas a entrar en el mercado y a otras a salir de él, siendo el efecto neto sobre las exportaciones agregadas imperceptible. Otro de los motivos de esta falta de evidencia puede ser el hecho de que se esté tratando de captar un efecto no lineal con una especificación lineal.

Buisán, Learmonth y Sebastiá (2005b) contrastan la posible presencia del fenómeno de histéresis en los flujos comerciales utilizando datos desagregados correspondientes a doce ramas industriales. Empleando la misma metodología que Buisán, Caballero, Campa y Jiménez (2004), obtienen resultados más coherentes con la existencia de histéresis. No obstante, la adopción de un enfoque desagregado presenta el inconveniente de que las series temporales disponibles para contrastar un fenómeno de largo plazo son mucho más cortas, lo que introduce una limitación importante de este análisis. Los autores constatan la existencia de histéresis tanto en la zona del euro como en el Reino Unido, obteniendo que una apreciación transitoria del tipo de cambio efectivo tiene un efecto permanente en los volúmenes y en los precios de exportación. Esto es particularmente cierto en la zona del euro, donde los volúmenes de exportación de cinco sectores son entre un 1% y un 4% más bajos que en el escenario de referencia tras producirse una apreciación del 10% (véase gráfico 2). Estos resultados implicarían que, tras la apreciación del 20% experimentada por el tipo de cambio de la zona del euro entre el año 2001 y el 2004, las exportaciones podrían no recuperarse de la forma en que sugerirían las ecuaciones estándar de demanda de exportaciones; en cualquier caso, de acuerdo con los resultados de este trabajo, la reducción permanente sería pequeña.

## Conclusiones

En este artículo se examina la evidencia disponible sobre los efectos del tipo de cambio en España y en la zona del euro. En el caso de España, no se dispone de resultados que indiquen un cambio significativo en la sensibilidad de la economía a las variaciones del tipo de cambio tras el inicio de la Unión Monetaria; por el contrario, se mantiene el resultado de que la transmisión a los precios es completa en el largo plazo. No obstante, el peso de la parte de la economía expuesta directamente a esas variaciones ha disminuido, lo que en la práctica ha reducido el riesgo derivado de la exposición. Tampoco para otros países de la zona del euro se encuentra, en general, evidencia de cambio estructural en el efecto de transmisión a precios en torno al inicio de la UEM; antes bien, se confirman los resultados previos sobre la intensidad de estos efectos.



FUENTE: Banco de España.

En una perspectiva temporal más amplia, se observa una cierta evidencia de reducción de la transmisión a corto plazo del tipo de cambio a los precios en la década de los noventa con respecto a los años ochenta, así como evidencia más clara de una menor sensibilidad de los flujos reales de exportaciones (e importaciones) al tipo de cambio. Las variaciones de las elasticidades pueden asociarse a la creciente integración de la economía española en la Unión Europea. Los cambios en la composición de los productos hacia una mayor especialización de las exportaciones y las importaciones, el carácter diferente de las relaciones comerciales con los países del entorno y una integración vertical cada vez mayor de estas relaciones —como consecuencia de la globalización y la deslocalización— podrían contribuir, en mayor o menor medida, a explicar esta menor sensibilidad de la economía a los tipos de cambio.

También se ha examinado la histéresis —o persistencia— de los efectos del tipo de cambio real sobre las exportaciones. En este caso, la evidencia es más desigual. Los resultados agregados se inclinan en contra de la existencia de esta clase de efectos, mientras que los resultados por ramas de actividad muestran su presencia en algunas de ellas. Probablemente, la especificación de relaciones lineales agregadas entre variables macroeconómicas no sea la más apropiada para captar efectos de este tipo, que se pierden en el proceso de agregación.

19.10.2005.

## BIBLIOGRAFÍA

- BUISÁN, A., D. LEARMONTH y M. SEBASTIÁ (2005a). *An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation*, Documentos Ocasionales, n.º 0503, Banco de España.
- (2005b). *An industry approach to test the presence of hysteresis in the euro area, the US and the UK*, mecanografiado.
- BUISÁN, A., y J. C. CABALLERO (2003). *Análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM*, Documentos de Trabajo, n.º 0322, Banco de España.
- BUISÁN, A., J. C. CABALLERO y N. JIMÉNEZ (2004). *Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda*, Documentos de Trabajo, n.º 0406, Banco de España.
- BUISÁN, A., J. C. CABALLERO, J. M. CAMPA y N. JIMÉNEZ (2004). *La importancia de la histéresis en las exportaciones de manufacturas de los países de la UEM*, Documentos de Trabajo, n.º 0410, Banco de España.

- CAMPA, J. M., y J. M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ (2002). *Differences in exchange rate pass-through in the euro area*, Documentos de Trabajo, n.º 0219, Banco de España.
- (2004). «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?», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.
- 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.
- GORDO, E., M. GIL y M. PÉREZ (2003). *Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE*, Documentos Ocasionales, n.º 0303, Banco de España.
- GORDO, E., y M. C. SÁNCHEZ CARRETERO (1997). «El papel del tipo de cambio en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», *La política monetaria y la inflación en España*, Banco de España, pp. 783-830.



Este artículo ha sido elaborado por Mario Izquierdo y Aitor Lacuesta, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

En este artículo se analiza la evolución de las principales magnitudes de los mercados de trabajo a nivel regional durante los últimos años, prestando especial atención a las apreciables diferencias que se observan en las tasas de actividad, empleo y desempleo entre las distintas Comunidades Autónomas (CCAA). Por ejemplo, en 2004 la Comunidad de Madrid presentaba una tasa de actividad del 61% y una tasa de desempleo por debajo del 8%, mientras que la tasa de actividad en Extremadura era diez puntos menor y la de desempleo más del doble de la madrileña<sup>1</sup>.

Para valorar la magnitud de estas divergencias, se examina la evolución de la dispersión regional de las tasas de actividad, empleo y desempleo a lo largo de los últimos quince años, comparándola con la existente entre países europeos y entre regiones de algunos países europeos. Asimismo, se realiza un análisis de convergencia a largo plazo, usando las técnicas básicas de la literatura de crecimiento, para estimar la velocidad de convergencia entre las regiones. Finalmente, el artículo repasa una serie de factores que pueden explicar la magnitud y la persistencia de los diferenciales observados entre las regiones españolas, centrándose en particular en las razones que pueden explicar el hecho de que la heterogeneidad en las tasas de actividad y de empleo se concentre en las mujeres, en el papel que desempeña el mecanismo de negociación colectiva o en el que cabe atribuir a otros factores, como pueden ser el funcionamiento del mercado de la vivienda o el sistema de prestaciones, cuyo efecto se canaliza a través de su impacto sobre la movilidad interregional de los trabajadores.

### **Diferencias regionales en las principales variables del mercado laboral**

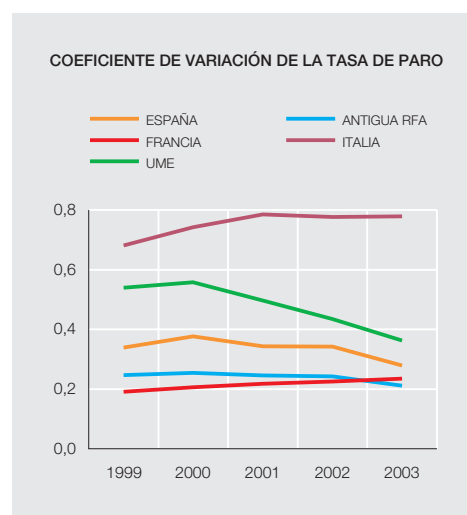
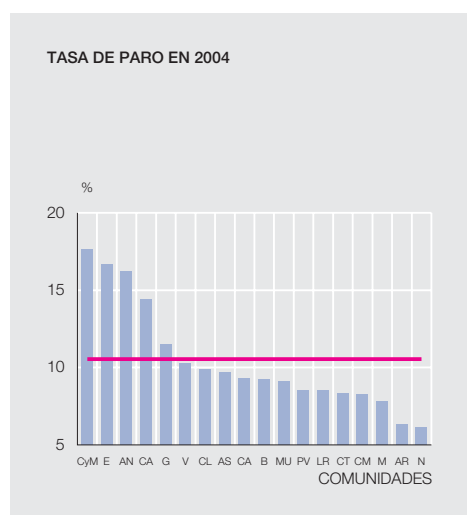
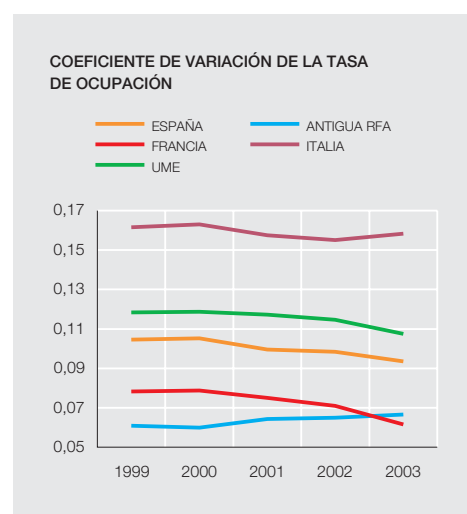
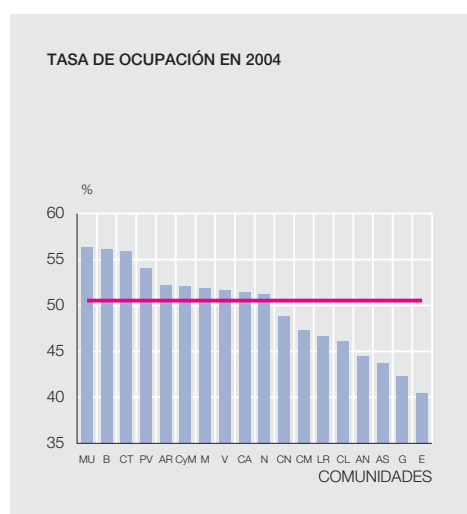
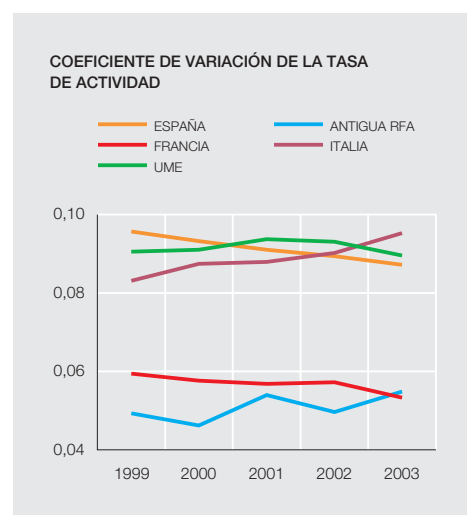
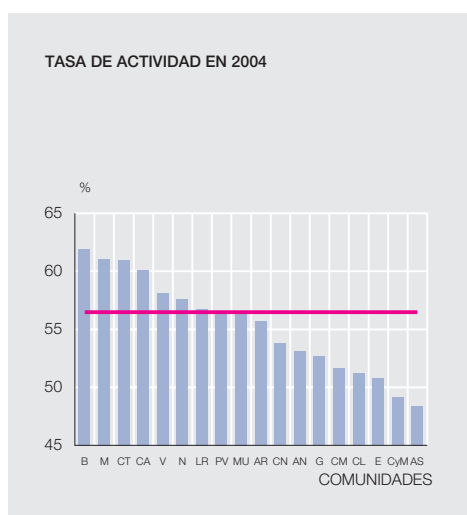
Como se ha comentado en la Introducción, las diferencias existentes entre las distintas regiones españolas en cuanto a tasas de actividad, empleo y paro son muy significativas. El gráfico 1 muestra el nivel de estas tres tasas en cada una de las CCAA en 2004, así como la media nacional. En la parte superior de este gráfico se puede apreciar claramente cómo existen diferencias muy relevantes entre las regiones en términos de tasas de actividad. En regiones como Baleares, Madrid, Cataluña o Canarias, la tasa de actividad es más elevada que la media —con niveles superiores al 60%—, mientras que en CCAA como Asturias, Extremadura, Castilla-La Mancha y Castilla y León (y en las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla) se sitúa en torno al 50%.

En términos de la tasa de empleo se observan diferencias de magnitud similar. En los paneles centrales del gráfico 1, donde se presentan las tasas de empleo regionales en 2004, se observa cómo Murcia, Baleares, Cataluña y País Vasco son las CCAA con tasas de empleo más elevadas, superando el 54%, mientras que Extremadura, Galicia y Asturias tienen tasas de entre el 40% y el 44%. Finalmente, en cuanto a las tasas de desempleo, las diferencias, en términos relativos, son aún más apreciables. Como se observa en la parte inferior del gráfico, en 2004 la tasa de desempleo se acercó al 6% en Navarra o Aragón, y rondaba el 8% en Madrid, Cataluña o La Rioja, a la vez que superaba claramente el 15% en Andalucía o Extremadura.

Aunque estas diferencias en las tasas regionales son por sí mismas muy notables, resulta útil calcular un indicador de dispersión que permita cuantificarlas y comparar su magnitud con la

---

1. Según las series de la EPA recientemente revisadas por el INE para el período 1996-2004.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en base a la información de la Encuesta testigo de la EPA en el primer trimestre de 2005.

b. Véase cuadro 2 para las siglas utilizadas de las distintas CCAA.

que se observa entre regiones de otros países o entre grupos de países. Los paneles derechos del gráfico 1 muestran los coeficientes de variación<sup>2</sup> de las tasas de actividad, empleo y paro para las regiones de España y los comparan con los de las regiones francesas, italianas, los Estados de la antigua Alemania Occidental y los doce países que forman la Unión Económica y Monetaria (UEM). La evolución del coeficiente de variación de la tasa de actividad, en las regiones y países mencionados, durante los últimos cinco años muestra que la dispersión entre las regiones españolas es claramente superior a la que se aprecia entre los Estados alemanes o las regiones francesas, pero muy similar a la existente entre las regiones italianas o los doce países miembros de la UEM<sup>3</sup>. Además, como se deduce de este gráfico, el grado de dispersión apenas ha variado en los distintos países. Los coeficientes de variación de las tasas de empleo y de desempleo describen una situación similar al caso de la tasa de actividad, si bien la dispersión entre las regiones españolas, siendo claramente superior a la existente entre las regiones francesas o los Estados alemanes, se sitúa algo por debajo de la de los países de la UEM y de la existente entre las regiones italianas. En conjunto, por tanto, las diferencias entre las regiones españolas se sitúan en niveles elevados, muy por encima de las observadas en países europeos como Alemania, cuando en la comparación solo se tienen en cuenta los Estados occidentales o Francia. El nivel de dispersión regional en España es similar al que se aprecia en Italia, donde las diferencias estructurales entre regiones, como en el caso de España, son muy notables, o entre los países de la UEM, donde, aparte de las diferencias en las estructuras económicas, los mercados de trabajo tienen un marco institucional propio.

### ***Evolución temporal de la dispersión regional***

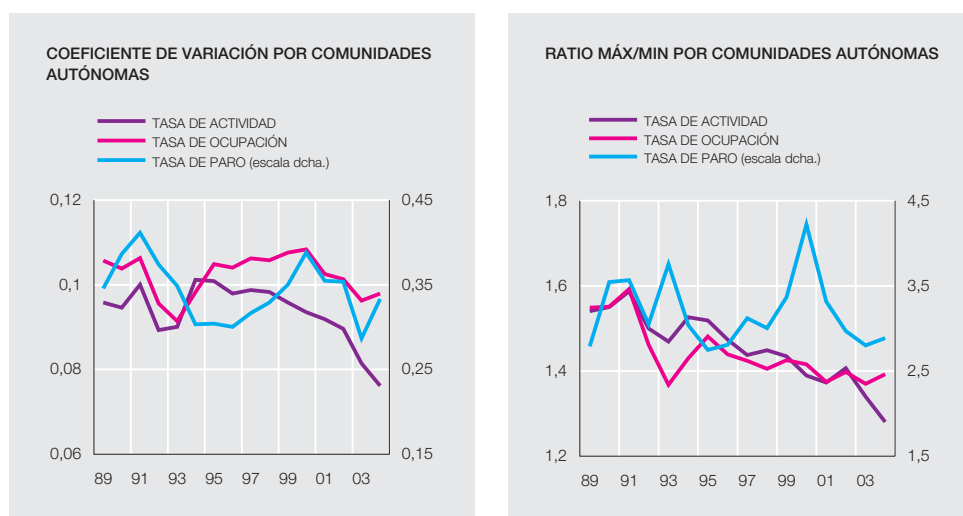
En la sección anterior se ha puesto de manifiesto que las diferencias entre los mercados laborales de las diferentes regiones españolas han sido de una magnitud considerable en los últimos cinco años. Conviene analizar la evolución temporal de estas diferencias para precisar en qué medida son un fenómeno coyuntural de duración limitada o si tienen un carácter estructural, lo que estaría indicando la existencia de diferencias permanentes en el funcionamiento de los mercados de trabajo regionales y la ausencia de mecanismos de ajuste que permitan reducir esas diferencias.

En el gráfico 2 se reproduce la evolución del coeficiente de variación<sup>4</sup> de las tasas de actividad, empleo y paro durante los últimos 15 años, observándose una estabilidad muy elevada, que indica la persistencia de los diferenciales regionales comentados previamente. En el caso de la tasa de actividad, la estabilidad se prolonga durante la primera parte de la muestra, iniciando un suave descenso a partir de 1997, consecuencia del mantenimiento de la desviación estándar en un contexto de incrementos continuos de la tasa media de actividad. Esta tendencia descendente se ha acentuado en los dos últimos años.

Sin embargo, la reducción en la dispersión regional en la última parte de la muestra es menos perceptible en las tasas de empleo y paro. En el caso de la tasa de empleo, el coefi-

---

2. El coeficiente de variación es la ratio entre la desviación estándar de una serie y su media. Esta ratio no se ve influida por la escala de la serie y, como los niveles de las tasas en diferentes regiones son distintos, es más apropiado su uso que el de la desviación estándar. Un coeficiente mayor indicaría mayor dispersión. El cálculo del coeficiente de variación se realiza sin ponderar las distintas regiones por el peso de su población, porque el interés del artículo es el análisis de las diferencias entre regiones independientemente de su tamaño. 3. Se ha hecho el mismo cálculo para EEUU, mostrando niveles incluso inferiores a los de los Estados alemanes o las regiones francesas. Ponderando el coeficiente de variación por la población de las regiones, o utilizando la ratio entre la tasa máxima y mínima, los resultados son equivalentes. 4. La evolución del coeficiente de variación sirve para aproximar la existencia de convergencia entre regiones. La literatura económica denomina esta convergencia como sigma-convergencia. Nótese que, usando el coeficiente de variación o la ratio entre el máximo y el mínimo como medida de dispersión, un país en el que una región tiene una tasa de paro del 3% y otra del 6% tendría la misma desigualdad regional que otro que tuviera tasas del 9% y del 18%. En este caso se da importancia a la desigualdad respecto a la media. Si la desigualdad se calculara a partir de la desviación estándar, en el ejemplo anterior el primer país tendría una desigualdad mayor que el segundo. Las dos medidas podrían dar resultados diferentes en un entorno de cambios en el nivel medio de la tasa.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Series enlazadas en el Servicio de Estudios en base a la Encuesta testigo de la EPA en el primer trimestre de 2005.

ciente de variación muestra una leve tendencia ascendente a partir de 1993, que se invierte en los últimos años, aunque sin dar lugar a un descenso apreciable en el conjunto del período analizado. Asimismo, el coeficiente de variación de la tasa de paro presenta un comportamiento cíclico muy marcado, con incrementos en los períodos de aumento de la tasa de paro media, y de reducción en las épocas de caída del desempleo. En conjunto, de nuevo la dispersión se situaba en 2004 en niveles muy similares a los existentes hace quince años.

En el panel derecho del gráfico 2 se representa la evolución de la dispersión regional utilizando una medida alternativa al coeficiente de variación —la ratio entre las tasas máximas y mínimas—, que ofrece un panorama muy similar. En definitiva, a lo largo del período analizado, la dispersión relativa de las tasas de actividad, empleo y desempleo entre las CCAA ha mostrado una estabilidad muy notable, si bien en los últimos años se aprecia un proceso de moderada reducción de los elevados diferenciales existentes.

Un análisis complementario de la persistencia de diferencias regionales a lo largo del tiempo consiste en estimar lo que se conoce como ecuaciones de convergencia —habituales en la literatura sobre crecimiento económico—, en las que la variación de la variable correspondiente en cada región se relaciona con su nivel inicial. Este análisis permite, además, estimar la velocidad de convergencia, que en este caso indica la velocidad a la que se estarían reduciendo las divergencias regionales iniciales en las tasas de actividad, empleo y desempleo, respectivamente<sup>5</sup>. El cuadro 1 muestra los coeficientes de la siguiente regresión para diferentes períodos de tiempo:

$$\Delta \ln \text{Tasa}_{t,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln \text{Tasa}_{t-1}$$

5. En una situación en que las CCAA peor posicionadas crecen más que las mejor posicionadas, el coeficiente  $\alpha_1$  sería negativo. Esto se denomina beta-convergencia y es una condición necesaria pero no suficiente para que se reduzca el coeficiente de variación de las tasas [Barro y Sala i Martín (1991)].



|   | VARIACIÓN 1989-2004 |                    |                      | VARIACIÓN 1989-1994  |                     |                    |
|---|---------------------|--------------------|----------------------|----------------------|---------------------|--------------------|
|   | TASA DE ACTIVIDAD   | TASA DE OCUPACIÓN  | TASA DE PARO         | TASA DE ACTIVIDAD    | TASA DE OCUPACIÓN   | TASA DE PARO       |
| Nivel inicial                               | -0,43<br>(0,117) ** | -0,28<br>(0,129) * | -0,43<br>(0,205) *   | -0,00<br>(0,072)     | -0,18<br>(0,065) ** | 0,19<br>(0,130)    |
| Constante                                   | 1,82<br>(0,450) **  | -0,07<br>(0,114)   | 0,99<br>(0,478) *    | -0,59<br>(3,394)     | 0,05<br>(0,027)     | 3,12<br>(1,451) ** |
| Observaciones                               | 18                  | 18                 | 18                   | 18                   | 18                  | 18                 |
| R cuadrado                                  | 0,44                | 0,21               | 0,21                 | 0,01                 | 0,31                | 0,11               |
| Tiempo en reducir el diferencial a la mitad | 29,17               | 42,78              | 28,81                |                      |                     |                    |
|   | VARIACIÓN 1994-2000 |                    |                      | VARIACIÓN 2000-2004  |                     |                    |
|   | TASA DE ACTIVIDAD   | TASA DE OCUPACIÓN  | TASA DE PARO         | TASA DE ACTIVIDAD    | TASA DE OCUPACIÓN   | TASA DE PARO       |
| Nivel inicial                               | -0,04<br>(0,080)    | 0,19<br>(0,132)    | -0,39<br>(0,108) *** | -0,14<br>(0,054) *** | -0,05<br>(0,058)    | -0,32<br>(0,167) * |
| Constante                                   | 6,37<br>(3,699)     | -0,00<br>(0,052)   | -0,29<br>(1,766)     | 11,72<br>(2,745) *** | 0,06<br>(0,027) **  | 4,14<br>(1,658) ** |
| Observaciones                               | 18                  | 18                 | 18                   | 18                   | 18                  | 18                 |
| R cuadrado                                  | 0,01                | 0,11               | 0,43                 | 0,28                 | 0,05                | 0,18               |
| Tiempo en reducir el diferencial a la mitad |                     |                    |                      |                      |                     |                    |

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En la primera columna se presenta la regresión correspondiente al crecimiento de la tasa de actividad para el período 1989-2004. Se puede comprobar que existe una convergencia en tasas de actividad estadísticamente significativa al 1%. Sin embargo, de mantenerse la relación mostrada en el cuadro 1, tendrían que transcurrir 29 años para que se efectúe la mitad del ajuste total<sup>6</sup>. Es decir, existe convergencia entre las tasas de actividad regionales, pero a una velocidad bastante reducida.

Los resultados para las tasas de empleo y paro, que se presentan en la segunda y en la tercera columna del citado cuadro, son similares. En el caso de la tasa de empleo, la convergencia es menor y resulta estadísticamente significativa solo al 5%. De mantenerse esta relación, tendrían que transcurrir 43 años para que se realice la mitad del ajuste total. Finalmente, en relación con la regresión correspondiente al crecimiento de la tasa de paro, si bien el coeficiente estimado para todo el período es similar al de la tasa de actividad, solo es estadísticamente significativo al 5%, debido al diferente comportamiento de la convergencia, dependiendo de la posición cíclica. De mantenerse la relación mostrada en el cuadro 1, habrían de transcurrir, como en el caso de la tasa de actividad, 29 años para que se verifique la mitad del ajuste total. Aunque estos resultados deben ser interpretados con cautela, dado que se estiman solo con 18 observaciones, son ilustrativos de la lenta convergencia que se estaría produciendo entre las regiones españolas.

6. Se asume que todas las CCAA llegan al mismo estado estacionario, por lo que para calcular el número de períodos que se tardaría en recorrer la mitad de camino hacia el estado estacionario se sigue la siguiente fórmula:

$$\alpha_1 = (1 - e^{-\beta T})$$

$$t^* = \frac{\ln 2}{\beta}$$

|                                     | VARONES              |                      |                 | MUJERES              |                      |                 |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|-----------------|----------------------|----------------------|-----------------|
|                                     | TASA DE<br>ACTIVIDAD | TASA DE<br>OCUPACIÓN | TASA DE<br>PARO | TASA DE<br>ACTIVIDAD | TASA DE<br>OCUPACIÓN | TASA DE<br>PARO |
| Andalucía (AN)                      | 67,2                 | 58,7                 | 12,6            | 40,6                 | 30,8                 | 24,2            |
| Aragón (AR)                         | 66,1                 | 63,5                 | 3,9             | 42,8                 | 39,3                 | 8,2             |
| Principado de Asturias (AS)         | 57,6                 | 53,4                 | 7,2             | 36,4                 | 30,9                 | 14,9            |
| Illes Balears (B)                   | 72,9                 | 67,4                 | 7,6             | 53,5                 | 47,5                 | 11,3            |
| Canarias (CA)                       | 69,7                 | 63,2                 | 9,3             | 48,3                 | 40,6                 | 15,8            |
| Cantabria (CN)                      | 66,0                 | 60,8                 | 7,9             | 41,2                 | 35,2                 | 14,6            |
| Castilla y León (CL)                | 62,4                 | 58,4                 | 6,5             | 38,9                 | 32,3                 | 17,2            |
| Castilla-La Mancha (CM)             | 66,5                 | 63,1                 | 5,2             | 37,7                 | 31,3                 | 17,1            |
| Cataluña (CT)                       | 71,3                 | 65,8                 | 7,8             | 50,8                 | 44,6                 | 12,3            |
| Comunidad Valenciana (V)            | 69,6                 | 64,0                 | 8,0             | 47,4                 | 40,9                 | 13,8            |
| Extremadura (E)                     | 63,9                 | 56,9                 | 11,0            | 38,0                 | 27,7                 | 27,3            |
| Galicia (G)                         | 62,6                 | 56,9                 | 9,2             | 44,6                 | 36,0                 | 19,3            |
| Comunidad de Madrid (M)             | 71,3                 | 67,4                 | 5,5             | 49,7                 | 45,6                 | 8,3             |
| Región de Murcia (MU)               | 71,9                 | 66,7                 | 7,4             | 44,8                 | 37,6                 | 16,0            |
| Comunidad Foral de Navarra (N)      | 68,7                 | 65,9                 | 4,2             | 45,9                 | 42,5                 | 7,5             |
| País Vasco (PV)                     | 67,5                 | 62,2                 | 7,9             | 45,8                 | 40,2                 | 12,2            |
| La Rioja (LR)                       | 67,9                 | 64,8                 | 4,5             | 42,0                 | 39,0                 | 7,4             |
| Ceuta y Melilla (CyM)               | 67,1                 | 60,4                 | 10,0            | 38,1                 | 30,2                 | 20,6            |
|                                     | TASA DE<br>ACTIVIDAD | TASA DE<br>OCUPACIÓN | TASA DE<br>PARO |                      |                      |                 |
| Coefficiente de variación por sexos |                      |                      |                 |                      |                      |                 |
| Varones                             | 0,057                | 0,065                | 0,314           |                      |                      |                 |
| Mujeres                             | 0,114                | 0,157                | 0,375           |                      |                      |                 |

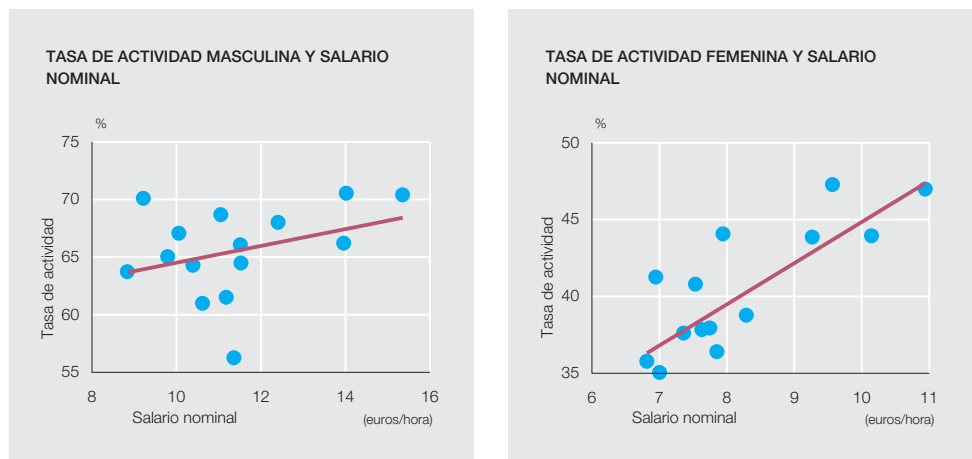
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### ¿Qué puede explicar la persistencia de estos diferenciales regionales?

En esta sección se avanzan algunas hipótesis sobre algunos de los factores que pueden explicar las divergencias regionales en tasas de actividad, empleo y paro, así como la persistencia de esta heterogeneidad. En primer lugar, el cuadro 2 presenta información desagregada por sexos, incluyendo los coeficientes de variación. La primera y segunda columnas del cuadro muestran que una parte muy importante de la diferencia regional en tasas de actividad y de empleo viene dada por la heterogeneidad de las tasas femeninas, siendo el nivel de dispersión regional de las tasas masculinas similar al observado en otros países como Francia o Alemania. Para la tasa de paro las diferencias en el nivel de dispersión regional entre ambos sexos son menores, si bien siguen siendo más intensas entre las mujeres.

Según la literatura económica estándar, los individuos toman la decisión de participar en el mercado de trabajo cuando el salario ofrecido alcanza el nivel a partir del cual se estaría dispuesto a trabajar, conocido como el salario de reserva. En el gráfico 3, se relacionan las tasas de participación masculina y femenina con el nivel salarial en cada región<sup>7</sup>, en el año 2002, y se observa que las tasas de actividad masculinas están levemente correlacionadas con el salario masculino regional, mientras que las tasas de actividad femeninas muestran

7. Los datos salariales provienen de la Encuesta de Estructura Salarial de 2002 (EES2002). Este análisis debería utilizar salarios corregidos por las diferencias en el poder de compra en cada región, pero no se dispone de esta información, por lo que se utilizan directamente los salarios en términos nominales estimados en la EES2002. Baleares y Canarias se han excluido del gráfico, al presentar un comportamiento diferencial. Aun así, su inclusión no modificaría los resultados obtenidos. Ceuta y Melilla se han incorporado a Andalucía, como se hace en la Encuesta de Estructura Salarial.

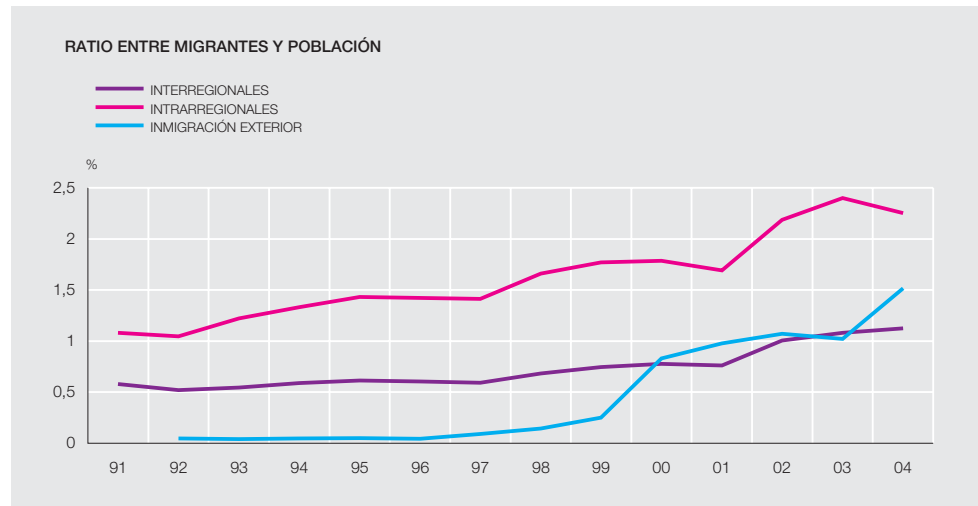


FUENTE: INE.

una mayor correlación positiva con el salario femenino. Aunque resulta complicado identificar si la fuente de este diferente comportamiento radica en discrepancias en el comportamiento de la oferta o de la demanda de trabajo en las distintas regiones, se podría pensar que el salario de mercado femenino está más cerca del salario de reserva mediano de las mujeres y, por lo tanto, que las diferencias regionales en la tasa de actividad del colectivo femenino responderían, al menos en parte, a factores relacionados con la demanda de trabajo.

En términos de la tasa de desempleo, donde los diferenciales regionales son más importantes, en términos relativos, no cabe atribuir las heterogeneidades observadas al distinto comportamiento masculino y femenino, respectivamente. Desde un punto de vista teórico, las tasas de desempleo de distintas regiones que comparten instituciones laborales comunes —y que deberían tener tasas de desempleo de equilibrio similares— deben venir explicadas por un desajuste diferencial entre el salario y la productividad en cada región o por la presencia de *shocks* asimétricos en las distintas regiones. Por otra parte, la persistencia de estas diferencias regionales indicaría que este desajuste no se corrige ni por el lado de la oferta de trabajo —vía migraciones hacia las regiones con menores tasas de desempleo—, ni por el lado de la demanda de trabajo, que no encuentra incentivos para dirigirse hacia las regiones con mayores tasas de desempleo. En ambos casos, un candidato natural para explicar el desajuste entre oferta y demanda regionales es la ausencia de la necesaria respuesta salarial a las diferencias en las tasas de desempleo. Esta insuficiente flexibilidad salarial reduce los incentivos que tienen los trabajadores a migrar hacia regiones de mayor salario y limita las ganancias que podrían obtener las empresas en términos de menores costes laborales si se desplazaran hacia las regiones con mayor tasa de paro. De este modo, la existencia de un sistema de negociación colectiva que no ofrece la suficiente flexibilidad salarial para ajustar los salarios a las diferencias en productividad observadas entre regiones es un factor que puede explicar las elevadas diferencias que se observan en las tasas de desempleo a nivel regional en España.

Existen, además, otros factores que pueden ser también relevantes a la hora de explicar la persistencia de las diferencias regionales en las variables básicas del mercado de trabajo. En este sentido hay que mencionar la escasa movilidad interregional en España. En primer lugar, aunque en el gráfico 4 se muestra una tímida recuperación de los movimientos interregionales



FUENTE: INE.

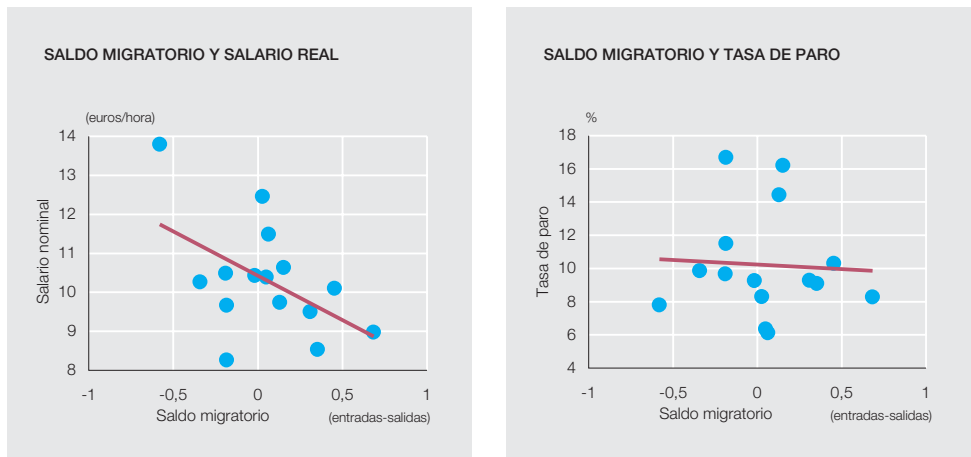
en los últimos años, su nivel es aún muy reducido<sup>8</sup>. Además, una buena parte de estas migraciones interregionales no está relacionada con motivos laborales. De hecho, como se observa en el panel izquierdo del gráfico 5, no se verifica que los flujos migratorios se dirijan hacia las regiones con salarios más elevados<sup>9</sup>. Asimismo, el panel derecho del gráfico muestra la nula relación entre la tasa de paro y el saldo migratorio neto en el año 2004. Sobre este aspecto, algunos autores<sup>10</sup> han señalado que la convergencia de rentas observada en los últimos años entre las regiones españolas reduciría el efecto de las diferencias en tasas de paro sobre la movilidad. Otros factores, como la existencia de programas sociales distintos en diferentes CCAA o el impacto sobre las decisiones de movilidad del funcionamiento del mercado de la vivienda, pueden ser también relevantes a la hora de explicar la reducida respuesta de los flujos migratorios ante las diferencias en tasas de desempleo que se observan entre regiones<sup>11</sup>.

## Conclusiones

Este artículo ha mostrado que la magnitud y persistencia de las divergencias regionales en tasas de actividad, empleo y paro son elevadas. Diferentes medidas de dispersión han permitido comparar estas diferencias regionales con las observadas entre regiones de otros países o entre conjuntos de países. Esta información indica que las divergencias entre las regiones españolas se asemejan a las observadas entre los países de la UEM o a las registradas en un país como Italia, con diferencias regionales muy acusadas. Asimismo, un análisis de la evolución de estas diferencias en los últimos quince años indica que la dispersión se ha mantenido prácticamente constante en este período y que, en términos de las estimaciones de ecuaciones de convergencia estándar, la velocidad de convergencia es muy reducida.

La persistencia de estos elevados diferenciales regionales puede suponer un serio obstáculo para conseguir reducciones adicionales de la tasa de desempleo de equilibrio de la economía española, en una situación en la que coexisten mercados de trabajo regionales con tasas de desempleo ya muy reducidas, cercanas al 6%, y otros con tasas de paro superiores al 15%. En este sentido, el sistema de negociación colectiva puede jugar un papel fundamental a la

8. Faini (1997) estima un nivel para otras economías europeas de entre el 1% y el 2,5%. 9. Bentolila (1997) y Bover y Velilla (1999) ya observaron este fenómeno a mediados de los años ochenta, y lo denominaron «migración inversa». Este flujo se define como el movimiento de individuos de regiones por encima de la renta media nacional a regiones por debajo de ella. 10. Véase Dolado et al. (1993). 11. Véase Antolín y Bover (1997) para un análisis de las migraciones interregionales en España.



FUENTE: INE.

hora de ofrecer una mayor diferenciación salarial, que permita un mejor ajuste de los salarios a las diferencias de productividad entre regiones y reducir así los elevados diferenciales regionales. Asimismo, la ausencia de flujos migratorios interregionales de entidad suficiente es otro de los factores que pueden explicar la existencia de los elevados diferenciales regionales. Sobre este aspecto influye un amplio conjunto de variables, pero, sin duda, resultaría conveniente eliminar cualquier tipo de desincentivo a la movilidad presente en programas asistenciales de ayuda a los desempleados. Sobre este aspecto, cabe valorar positivamente las mejoras emprendidas en el sistema de información del Servicio Público de Empleo Estatal, para permitir una mayor interrelación entre las ofertas y demandas de trabajo en distintas regiones.

17.10.2005.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANTOLÍN, P., y O. BOVER (1997). Regional migration in Spain: The effect of personal characteristics and of unemployment, wage, and house price differentials using pooled cross-sections», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 59 (2), pp. 215-235.
- BARRO, R. J., y X. SALA I MARTÍN (1991). «Convergence across states and regions», *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 107-158.
- BENTOLILA, S. (1997). *La inmovilidad del trabajo en las regiones españolas*, Documentos de Trabajo, n.º 9718, Banco de España.
- BOVER, O., y P. VELILLA (1999). *Migrations in Spain: Historical background and current trends*, Documentos de Trabajo, n.º 9909, Banco de España.
- DOLADO, J. J., J. M. GONZÁLEZ-PÁRAMO y J. M. ROLDÁN (1993). *Convergencia entre las provincias españolas: Evidencia empírica (1955-1989)*, VI Simposio de Moneda y Crédito.
- FAINI, R. (1997). «An empirical puzzle: falling migrations and growing unemployment differentials among Italian regions», *European Economic Review (Papers and Proceedings)*, 41, pp. 571-579.

UNA PRIMERA EVALUACIÓN DEL POSIBLE IMPACTO DE LA NUEVA REGULACIÓN  
CONTABLE Y DE RECURSOS PROPIOS SOBRE EL NEGOCIO HIPOTECARIO

## Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

Los cambios necesarios en la regulación del sector financiero para adaptar la normativa actual a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y al Nuevo Acuerdo de Capital, conocido como Basilea II, van a afectar de manera notable a las entidades bancarias, que tendrán que adaptar sus sistemas contables, de análisis de riesgos y de control interno a las mayores exigencias de la nueva legislación. Además, las variaciones en los criterios de contabilización o de cómputo de recursos propios de determinadas operaciones podrían tener algún efecto sobre la composición de su negocio.

En el caso de las entidades bancarias españolas, es especialmente relevante conocer cuál podría ser el posible impacto de la nueva regulación sobre el negocio hipotecario, ya que es una de las más importantes áreas de actividad y la que ha registrado un mayor crecimiento en los últimos años. Además, su evolución ha estado estrechamente ligada a la del mercado inmobiliario, que en dicho período registró unas elevadas tasas de crecimiento, tanto en la construcción y venta de viviendas como en los precios de las mismas.

El objeto de este trabajo es concretar cuáles son los principales cambios introducidos por la nueva normativa en el tratamiento de estas operaciones y analizar su posible impacto en la evolución del negocio hipotecario. Está compuesto de cuatro apartados, además de esta introducción. En el segundo se muestran algunos datos que confirman la importancia del negocio hipotecario para las entidades bancarias españolas, así como su elevado crecimiento en los últimos años; en el tercero se resumen los cambios más significativos introducidos por la nueva Circular 4/2004 en el tratamiento contable de las operaciones de las entidades bancarias relacionadas con el mercado hipotecario, y se analizan sus posibles efectos; en el cuarto se lleva a cabo el mismo análisis, pero en relación con las posibles novedades que introducirá la futura aplicación del Nuevo Acuerdo de Capital. Por último, el quinto apartado recoge las principales conclusiones.

### **Evolución reciente del negocio hipotecario**

En el cuadro 1 se muestra la evolución de los principales instrumentos del negocio hipotecario desde 1999. En concreto, se presenta la evolución del porcentaje que supone esta área de actividad en el total de los estados financieros de las entidades de crédito, tanto desde el punto de vista de saldos de balance como de ingresos, así como el peso de los saldos de bonos de titulización hipotecaria sobre otros instrumentos tradicionales de financiación de las entidades o sobre el total de saldos vivos de títulos distintos de acciones. Tal y como se puede apreciar en dicho cuadro, sea cual sea el indicador utilizado, la evidencia es que el negocio hipotecario representa una parte muy significativa del negocio de intermediación financiera en España y ha registrado un fuerte crecimiento en los últimos años. Así, por ejemplo, para el total entidades de crédito<sup>1</sup>, el porcentaje del crédito con garantía real<sup>2</sup> sobre el total activo supone el 30,8%, habiéndose incrementado en más de 10 puntos porcentuales (pp) desde 1999. Por su parte, el ingreso por intereses de estas operaciones sobre los ingresos financieros totales representa el 30,7%, con un incremento de casi 8 pp desde 1999. En cuanto a los saldos de bonos de titulización hipotecaria, también han alcanzado volúmenes relativos considerables, si bien

1. Suma de los balances individuales del total de entidades de depósito y del total de establecimientos financieros de crédito. 2. No hay datos concretos sobre el crédito exclusivamente con garantía hipotecaria, aunque parece razonable suponer que su porcentaje en el crédito con garantía real es muy elevado.

|  | 1999 | 2000 | 20001 | 2002 | 2003 | 2004 | Incremento<br>1999-2004 (d) |
|--|------|------|-------|------|------|------|-----------------------------|
| <b>CRÉDITO HIPOTECARIO (b)</b>                                     |      |      |       |      |      |      |                             |
| Saldo total en porcentaje del activo total                         | 20,4 | 22,3 | 23,7  | 27,3 | 28,7 | 30,8 | 10,4                        |
| Ingresos financieros en porcentaje de ingresos financieros totales | 22,9 | 22,3 | 25,2  | 29,2 | 31,2 | 30,7 | 7,8                         |
| <b>TITULIZACIONES HIPOTECARIAS</b>                                 |      |      |       |      |      |      |                             |
| Saldo total en porcentaje de acreedores y empréstitos              | 2,0  | 2,0  | 2,9   | 4,4  | 7,0  | 10,2 | 8,1                         |
| Porcentaje del total de emisiones distintas de acciones            |      |      |       |      |      |      |                             |
| Total economía (c)   | 2,6  | 2,8  | 4,4   | 6,6  | 10,5 | 13,9 | 11,3                        |
| Instituciones financieras (c)                                      | 14,9 | 16,1 | 20,3  | 24,8 | 28,6 | 29,2 | 14,3                        |

FUENTE: Banco de España.

a. Entidades de depósito más establecimientos financieros de crédito.

b. Son créditos con garantía real.

c. El dato de 2004 corresponde a enero de 2005.

d. En puntos porcentuales.

en este caso el crecimiento ha sido más intenso. Así, el peso del saldo de titulizaciones hipotecarias sobre el total de acreedores y empréstitos de las entidades de depósito ha pasado del 2% en 1999 al 10,2% en 2004, mientras que las titulizaciones sobre el total de emisiones de títulos distintos de acciones han pasado, en el mismo período, del 1,5% al 13,9% si se considera el total de emisores, y del 13,9% al 29,2% si solo se tienen en cuenta las instituciones financieras.

Por sí solas, estas cifras ilustran la importancia de esta área en la actividad de las instituciones financieras españolas. Pero, probablemente, la relevancia del negocio hipotecario podría ser aún mayor, ya que en el análisis efectuado no se han incluido otros ingresos relacionados con los préstamos hipotecarios, cuyo importe es muy difícil de evaluar, pero que, sin duda, contribuyen a incrementar la rentabilidad de estas operaciones. Entre ellos figuran, en primer lugar, las comisiones generadas por esta actividad, cuyo importe total no se conoce con exactitud, por carecer de una información lo suficientemente desagregada. Además, habría que añadir los posibles beneficios derivados de la naturaleza de operación a largo plazo de los créditos hipotecarios, lo que favorece el establecimiento de vínculos estables entre la entidad y el cliente, permitiendo a esta comercializar una serie de productos adicionales.

### ***Implicaciones para el negocio hipotecario de la nueva Circular contable***

La Circular 4/2004, cuya fecha de entrada en vigor fue el 1 de enero de 2005<sup>3</sup> (aunque, debido al procedimiento previsto para su aplicación y a efectos de poder efectuar comparaciones interanuales, la valoración de algunos elementos patrimoniales sufrirá variaciones, registrándose estos cambios en la contabilidad el 1 de enero de 2004<sup>4</sup>), tiene por objeto modificar el régimen contable de las entidades de crédito españolas, adaptándolo a los nuevos criterios derivados de la adopción por parte de la Unión Europea de las NIIF. En ella se introducen variaciones significativas con respecto al régimen regulado por la Circular 4/1991, tanto en lo

3. Salvo para los estados financieros individuales, para los que la entrada en vigor fue el 30 de junio de 2005. No obstante, las entidades han tenido que seguir mandando todos los estados conforme a la normativa anterior hasta junio de 2005. A partir de dicha fecha, se están adaptando progresivamente a las nuevas normas según un calendario previsto en la Circular 4/2004. 4. Con el objeto de poder hacer comparaciones interanuales, la Circular 4/2004 obliga a las entidades a confeccionar un balance de apertura correspondiente al día 1 de enero de 2004 aplicando las nuevas reglas de valoración, si bien según unas condiciones especiales establecidas en la disposición transitoria primera. Los posibles ajustes derivados de los cambios valorativos y de reconocimiento y baja de activos y pasivos respecto de las anteriores normas contables, salvo las excepciones previstas en la disposición transitoria, se cargarán o abonarán directamente en reservas.



que se refiere a la valoración de los elementos del balance como al reconocimiento de ingresos y gastos o al cálculo de las provisiones para riesgos. Además, la nueva Circular establece unas exigencias mayores de información sobre los mecanismos de control interno y de administración de riesgos de las entidades, a fin de asegurarse de que estas disponen de unas herramientas de gestión acordes con la mayor complejidad del negocio financiero.

Los cambios en la normativa varían mucho según el tipo de operación que se considere, por lo que sus efectos sobre la evolución futura de las mismas serán, en general, diferentes. En el caso del negocio hipotecario se puede hablar de un efecto directo, que vendría determinado por las variaciones que introduce la nueva normativa sobre el tratamiento de los préstamos con garantía real, y de un efecto indirecto, determinado por el impacto de la nueva legislación sobre las titulizaciones hipotecarias, ya que estos instrumentos han sido crecientemente utilizados para obtener financiación con la que cubrir la brecha existente entre el crecimiento de los créditos y el de los recursos bancarios «típicos», como son los depósitos y empréstitos<sup>5</sup>, por lo que cualquier alteración en el mercado de estos títulos podría terminar afectando a la concesión de crédito hipotecario.

#### PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

La nueva Circular introduce algunos cambios en el régimen contable de estas operaciones, tanto en lo que se refiere a la contabilización y reconocimiento de los ingresos generados por las mismas como respecto a los criterios de valoración y a la evaluación de su riesgo de crédito.

Para la imputación de los ingresos derivados de este tipo de operaciones se utilizará el método del tipo de interés efectivo<sup>6</sup>, que sustituye al utilizado en la circular anterior, que era muy similar. Aunque las diferencias entre uno y otro método no son demasiado relevantes, salvo en algunos casos en los que no se conocieran con certeza los plazos de los flujos de efectivo futuros, los cambios en el tratamiento de las comisiones que introduce la nueva Circular sí que podrían tener un efecto notable en la periodificación de los rendimientos derivados de los préstamos hipotecarios. Hasta la entrada en vigor de la nueva normativa, gran parte de las comisiones generadas por las operaciones de préstamo, excepto las de disponibilidad, que eran explícitamente citadas por la CBE 4/1991, se reconocían como ingresos en el momento en que se concedía el mismo y, por tanto, se llevaban íntegramente a resultados. Con la aplicación de la nueva Circular contable, estas comisiones, en general, se diferirán, reconociéndose en la cuenta de resultados a lo largo de la vida esperada del préstamo<sup>7</sup>. Ello contribuirá a reducir el tipo de rendimiento interno de las operaciones de préstamo, al aplazar en el tiempo la imputación de una parte muy significativa de los ingresos por comisiones. También es previsible que la aplicación del nuevo sistema pueda dar lugar a algunos ajustes por reclasificación de comisiones ya cobradas y a una reclasificación desde el epígrafe de comisiones al de ingresos financieros. No obstante, resulta difícil estimar en qué medida podrían verse afectadas las estrategias de concesión de préstamos de las entidades, ya que la nueva regulación afecta por igual a todas las operaciones de financiación generadoras de comisiones, si bien es posible que su impacto sea algo mayor en el crédito hipotecario, ya que las comisiones en este tipo de operaciones suponen un porcentaje muy significativo de los ingresos totales. El cambio de normativa también podría afectar a los préstamos a promotores, ya que podría

---

5. Las titulizaciones también permiten sacar del balance las operaciones, lo que disminuye su consumo de recursos propios, contribuyendo a reducir su coste financiero. 6. Es el tipo de actualización que iguala exactamente el valor de un instrumento financiero (importe en libros) con los flujos de efectivo estimados a lo largo de la vida esperada del instrumento, a partir de sus condiciones contractuales, tales como opciones de cancelación anticipada, pero sin considerar pérdidas por riesgo de crédito futuras. 7. El reconocimiento de las comisiones surgidas como compensación por el compromiso de concesión de financiación se diferirá, imputándose en la cuenta de pérdidas y ganancias a lo largo de la vida del préstamo como un ajuste al rendimiento efectivo de la operación, salvo en lo que compensen costes directos relacionados con la misma, en cuyo caso podrán llevarse a resultados en el momento de la formalización del contrato.

alterar el reconocimiento en la cuenta de resultados de las comisiones derivadas de este tipo de operaciones, dadas las especiales características de los mismos<sup>8</sup>.

Por lo que se refiere a la valoración, la nueva Circular establece que se utilizará un nuevo criterio, aunque los cambios respecto al método contemplado en la anterior Circular son relativamente menores. Por tanto, su repercusión sobre el valor de la cartera de préstamos hipotecarios no será muy significativa, salvo, quizás, como consecuencia del impacto de la nueva normativa sobre comisiones, ya que las pendientes de devengar se reflejarán en el balance como un ajuste al epígrafe de inversión crediticia, por lo que es probable que al aplicar la nueva regulación se produzca una disminución del saldo de dicho epígrafe<sup>9</sup>.

Por último, la Circular 4/2004 también introduce cambios en el tratamiento de los riesgos de crédito derivados de estas operaciones, en lo que se refiere tanto a las provisiones genéricas como a las específicas. Sin embargo, las variaciones con respecto al esquema de la Circular anterior tampoco son muy significativas en este caso. Se produce, por un lado, un ligero endurecimiento de las normas para las provisiones específicas<sup>10</sup> por morosidad y para las genéricas y, por otro, un cierto relajamiento en el caso de las provisiones específicas por razones distintas a la morosidad, ya que la nueva normativa permite deducir, del importe del riesgo sobre el que se calcula la dotación, el 70% del valor de tasación del inmueble que garantiza la operación. Por todo ello no cabe esperar que se alteren las estrategias de las entidades, aunque, en todo caso, si ello ocurriera, podría verse ligeramente más favorecida la financiación con garantía hipotecaria, ya que, globalmente considerado, su tratamiento en la nueva regulación con respecto a otro tipo de riesgos es más favorable que en el régimen anterior. En este sentido, es importante la mención que hace la nueva Circular a la posibilidad de utilizar modelos internos de medición y gestión de riesgos para la confección de los estados financieros, una vez que el Banco de España establezca los requisitos que deben cumplir los mismos y dé su correspondiente autorización<sup>11</sup>. Aunque aún habrá que esperar algún tiempo hasta que esta alternativa esté desarrollada, la utilización de estos modelos podría suponer unas menores necesidades de provisiones para los préstamos hipotecarios que para el resto de inversiones crediticias, ya que, en general, estos riesgos son los que tienen la menor ratio de insolvencia.

Resumiendo, pues, no parece que las novedades introducidas por el nuevo régimen contable sean del suficiente calado como para afectar de manera significativa a la evolución futura de los préstamos hipotecarios, que en todo caso estaría determinada por las decisiones estratégicas de cada entidad. No obstante, globalmente considerada, la nueva Circular mejora su tratamiento con respecto al de otras líneas de negocio alternativas.

#### TITULIZACIONES

El efecto de la aplicación de la nueva normativa contable sobre las titulizaciones hay que analizarlo, en principio, desde dos perspectivas, dependiendo de si la entidad actúa como inversora o como originadora de los títulos. En el primer caso, los efectos de la aplicación de la nueva regulación vendrían determinados por los posibles cambios en la valoración o el tratamiento contable de los riesgos de estos títulos. Del análisis de la Circular 4/2004 y de su comparación con la

---

8. Con el nuevo tratamiento de las comisiones de compensación de costes, en estas operaciones adquiriría gran relevancia el número de préstamos en que se dividiera cada operación, ya que, si se permite computar tantos préstamos como subrogaciones vayan a producirse, el importe que podría imputarse directamente a resultados sería mucho mayor. 9. En cualquier caso, solo sería un ajuste contable, sin otros efectos que el traspaso correspondiente entre diferentes cuentas del balance. 10. Las provisiones específicas son las destinadas a cubrir el riesgo de crédito de un determinado cliente, ya sea por morosidad (retraso en los pagos) o por otras razones relacionadas con el deterioro de la solvencia del cliente. Las provisiones genéricas son un complemento de las específicas que están destinadas a cubrir el riesgo general de toda la cartera de préstamos, y su cálculo se basa en modelos estadísticos que recogen la experiencia histórica de pérdidas esperadas de la cartera de préstamos pendientes de asignar a operaciones concretas. 11. El Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II) también contempla esta posibilidad como uno de los métodos previstos para el cálculo de los recursos propios mínimos exigibles.

normativa anterior, no parecen desprenderse diferencias significativas en el tratamiento de estas operaciones que puedan contribuir a alterar la evolución futura de las mismas.

Si la entidad es la originadora, el cambio normativo más relevante es el que afecta a las condiciones para dar de baja en el balance los activos que forman parte del programa de titulización. En la regulación anterior, todas las cesiones de crédito a fondos de titulización efectuadas al amparo del RD 926/1998 tenían la consideración de transferencias de activo y podían darse de baja del balance por su integridad o por la cuota cedida. La nueva regulación introduce una casuística más compleja: en primer lugar, para definir lo que se debe considerar como transferencia de activos y, posteriormente, para determinar cuáles de esas transferencias cumplen los requisitos para que puedan ser dadas de baja del balance.

En líneas generales, para que exista transferencia se deben transmitir íntegramente todos los derechos contractuales a recibir los flujos de efectivo que genera un activo o, si no se transmiten íntegramente, se debe asumir la obligación de abonarlos a los cesionarios cuando se reciban<sup>12</sup>. Una vez se considera que existe transferencia, para que pueda darse de baja en el balance se deberá evaluar en qué medida se han transmitido a terceros los riesgos y beneficios del activo financiero<sup>13</sup>. Si hay una transmisión sustancial, es decir, si la futura cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad que transfiere el activo se ve poco afectada por los cambios en los importes y plazos de los flujos de efectivo futuros del activo transferido, se darán de baja del activo. Si, por el contrario, dichos cambios sí afectan a la futura cuenta de pérdidas y ganancias de manera significativa, se considerará que se retienen sustancialmente y no se darán de baja en el balance. En aquellos casos en que no estén muy claros los efectos, para poder dar de baja el activo será determinante que se transmita su control. En concreto, se deberá estimar si se ha transferido o no el control de los flujos de efectivo de los activos, y para ello se deberá determinar si el cesionario adquiere la capacidad práctica de vender los activos en su totalidad y puede ejercerla unilateralmente sin necesidad de imponer restricciones posteriores. Si se cumplen estos criterios, se entenderá que se cede el control y los activos podrán darse de baja; en caso contrario, permanecerán en el balance. En el caso de las titulizaciones hipotecarias, la transferencia sustancial requerirá que el cedente no retenga financiaciones subordinadas ni conceda ningún tipo de mejora crediticia que haga que los riesgos y beneficios del activo no se puedan considerar transferidos sustancialmente.

En aquellos casos en los que el activo no se da de baja en el balance, hay dos posibles tratamientos. Cuando no hay transferencia sustancial de riesgos y beneficios, se seguirán aplicando los criterios de valoración que le correspondan según sus características y registrando las contraprestaciones recibidas por la emisión de los títulos como un pasivo más. Cuando la transferencia sea solo parcial, los activos se valorarán por el límite del compromiso máximo que retiene la entidad sobre los mismos<sup>14</sup>.

La aplicación de estos nuevos criterios a las operaciones de titulización hipotecaria efectuadas en España supondrá, en general, que una buena parte de las mismas se mantenga en el balance<sup>15</sup>, ya que, en muchos casos, las entidades han concedido financiaciones subordina-

---

**12.** Además, debe cumplir otros requisitos: abonarlos solo si los cobra antes; imposibilidad de pignorar o vender el activo, salvo para garantizar el abono de los flujos de efectivo pendientes, y obligación de remitirlos a los cesionarios sin retraso. **13.** Para evaluar esto se compara la exposición del cliente, antes y después de la transferencia, con la variación que puedan experimentar los importes y plazos de cobro de los flujos netos de efectivo futuros, es decir, cómo afectarían esas variaciones a la futura cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad que transfiere esos activos. **14.** Es decir, por el riesgo «residual» que asume la entidad una vez realizada la operación de transferencia. **15.** Aunque la aplicación de la nueva norma solo afectará a los activos que han sido sacados del balance con posterioridad al 1 de enero de 2004, ya que la disposición transitoria primera de la CBE 4/2004 establece que las nuevas normas de baja de activos financieros solo se aplicarán a partir de los ejercicios que comiencen a partir de dicha fecha, las operaciones anteriores no se reconocerán, a menos que se produzca una transacción o acontecimiento posterior.

das u otro tipo de apoyos crediticios a fin de mejorar la calificación de los bonos, por un importe que podría llegar a suponer que no se ha producido una transferencia sustancial de los riesgos y beneficios. Además, de la aplicación de los criterios recogidos en la nueva Circular a efectos de determinar si las entidades de propósito especial<sup>16</sup> deben o no incluirse en el grupo consolidable, resultaría que la gran mayoría de los activos transferidos hasta ahora deberían ser incluidos en los estados consolidados de la entidad de crédito dominante. En cuanto a los nuevos programas de titulización, si no se produce un cambio sustancial en los esquemas utilizados para desarrollarlos, la aplicación de la nueva regulación impedirá dar de baja del balance a los activos financieros incorporados en los mismos.

No obstante, la decisión final sobre los procedimientos de contabilización de estas operaciones, incluida la fijación de los criterios que se han de aplicar para considerar cuándo se produce una transferencia sustancial de riesgos y beneficios, será responsabilidad de los administradores de las entidades<sup>17</sup>, siempre dentro de los límites fijados por la Circular.

Estos cambios no deberían tener, en principio, grandes repercusiones sobre la evolución futura de las titulizaciones, pero podrían afectar al coste de financiación por sus posibles repercusiones en las exigencias de recursos propios. No obstante, se han publicado, o están en fase de preparación, diversas normas para evitar efectos indeseados de la aplicación de las nuevas reglas contables que puedan contribuir a distorsionar el cálculo de los recursos propios mínimos<sup>18</sup>, por lo que es de esperar que el efecto final de las mismas en las operaciones de titulización sea escasamente relevante.

Las nuevas normas aprobadas vienen a subsanar la escasa regulación existente en esta área, que era consecuencia de la novedad de estas operaciones. El gran crecimiento registrado por estos mercados en los últimos años hacía necesario ejercer un mayor control normativo sobre su actividad. En cualquier caso, y debido a la complejidad y al grado de variedad de las operaciones de titulización, la nueva normativa dejará un amplio margen de decisión a la hora de establecer el tratamiento de un determinado programa de titulización, correspondiendo a los administradores de la sociedad la responsabilidad de fijar los criterios para su registro contable, siempre dentro de los límites fijados por la Circular y otras normas legales, y a la autoridad supervisora establecer cuál será su tratamiento a efectos del cómputo de recursos propios.

#### ***Implicaciones para el negocio hipotecario del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II)***

Además de la adaptación de la normativa contable, hay otra importante reforma en proceso, que es la implantación del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II), que sustituirá al hasta ahora en vigor, Basilea I, vigente desde 1988. En la Unión Europea este texto dará lugar a una nueva directiva de adecuación de capital de las entidades de crédito y empresas de inversión, que, a su vez, se transpondrá a las normativas nacionales para su entrada en vigor a partir de diciembre de 2006. Este nuevo esquema busca acercar las exigencias de capital regulatorio al nivel de riesgo verdadero de cada operación, pero, además, su objetivo fundamental es servir de estímulo para la mejora de la gestión de los riesgos de las entidades y fomentar el desarrollo de modelos internos más avanzados y eficaces, por lo que, al igual que la nueva Circular, su entrada en vigor exigirá un esfuerzo importante por parte de las entidades de crédito para adaptar sus herramientas de gestión a las nuevas exigencias de la regulación. En principio, los cambios introducidos en el esquema de cálculo del capital regu-

---

**16.** Que son las utilizadas por las entidades bancarias para realizar sus programas de titulización. **17.** Ya que a ellos corresponde, tal y como se recoge en el preámbulo de la Circular, la fijación de la política contable de la empresa y, por tanto, la interpretación sobre cómo aplicar las normas establecidas en la misma. **18.** Recientemente se ha aprobado la CBE 3/2005, que corrige algunos efectos de la aplicación de la CBE 4/2004 en la determinación y control de los recursos propios mínimos, y están en fase de preparación diversas normas que, entre otros temas, regularán el tratamiento de las operaciones de titulización.

latorio pueden ser lo suficientemente importantes por sí mismos como para alterar las estrategias de las entidades en busca de una optimización de la rentabilidad de sus recursos de capital.

#### PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

El efecto de la entrada en vigor de Basilea II en el negocio hipotecario dependerá, fundamentalmente, de las variaciones en las exigencias de capital de esta actividad frente a otras alternativas. El nuevo esquema permite tres métodos para el cálculo del capital por riesgo de crédito: el enfoque estándar, similar al anterior, pero algo más sensible a los riesgos; y las dos modalidades del enfoque de los riesgos internos (IRB), que permite que los requisitos de capital se calculen a partir de las estimaciones propias que las entidades realizan con sus modelos internos de riesgo de los siguientes parámetros: probabilidad de impago (PD), pérdida en caso de impago (LGD), exposición en el momento del impago (EAD) y plazo de la operación. Dentro de este último método se distingue entre el IRB básico, en el que las entidades solo estiman la PD, fijando las autoridades supervisoras el resto de parámetros, y el avanzado, en el que las entidades estimarían todas las variables<sup>19</sup>.

Durante los estudios previos a la publicación de la última propuesta de lo que será el futuro Basilea II se han realizado diversas estimaciones sobre el impacto de la aplicación de los diferentes esquemas propuestos en las variaciones de las exigencias de capital regulatorio para las distintas áreas del negocio bancario. Los resultados de estas simulaciones están recogidos en el cuadro 2, tanto para la muestra de entidades pertenecientes al conjunto de países del G10<sup>20</sup> como para la de entidades españolas. Como se puede observar, sea cual sea el método de cálculo aplicado, las exigencias de recursos propios en el negocio hipotecario minorista se reducen más que en otras áreas, especialmente si se aplican los procedimientos de cálculo más avanzados. Los factores que explican esta reducción son, en el enfoque básico, una mayor reducción en la ponderación de riesgo hipotecario (pasa del 50% al 35%) que en la de otros riesgos y, en el enfoque IRB, los menores valores de las PD y LGD de los préstamos hipotecarios frente a los del resto de riesgos.

No obstante, en el enfoque IRB, si bien con valores bajos y normales de PD y LGD las exigencias de capital para el negocio hipotecario son bastante más reducidas que las de otras carteras, para valores más elevados, y debido a la mayor progresividad de la fórmula de cálculo, las diferencias entre una y otras se van acortando, e incluso, en algunos casos, llegarían a superar a las de otros riesgos alternativos (si bien para valores de PD en torno al 10%). Sin embargo, no es previsible que dichos parámetros alcancen valores tan elevados en el negocio hipotecario, ya que es una de las carteras de riesgos con menores tasas de activos dudosos<sup>21</sup> (con una media del 0,38% en los últimos seis años) y, además, la existencia de garantías hipotecarias que pueden ejecutarse en caso de impago de los préstamos reduce los valores que puede alcanzar la LGD<sup>22</sup> (en los cálculos anteriores se establece una LGD del 25%).

---

**19.** Existen unos requisitos mínimos para que una entidad sea autorizada a utilizar el enfoque IRB, que dependen, fundamentalmente, de la capacidad de la misma para medir y gestionar adecuadamente sus riesgos. Así, las entidades con modelos más desarrollados podrán aplicar el modelo IRB avanzado, y las que tengan herramientas menos sofisticadas optarán por el IRB básico o el estándar. El acuerdo pretende fomentar el desarrollo de modelos avanzados de gestión de riesgo, por lo que, en general, las exigencias de capital disminuyen desde el esquema básico al más avanzado. **20.** Dentro del G10 se distinguen dos grupos: el grupo 1, compuesto por grandes bancos internacionalmente activos, y el grupo 2, compuesto por bancos más pequeños, más centrados en los mercados internos y, en ocasiones, especializados en algún tipo de operativa concreta. **21.** La tasa de activos dudosos sobre riesgo total de la cartera de riesgos hipotecarios en los últimos seis años ha oscilado entre un 38% y un 44% de la alcanzada por el crédito total, entre un 33% y un 40% de la del crédito para actividades productivas y entre un 16% y un 28% de la del crédito minorista para consumo. **22.** Para que los préstamos hipotecarios puedan ser considerados de riesgo bajo y se aprovechen de las ventajas establecidas para los mismos, el límite del riesgo concedido debe ser del 80% de la tasación del bien inmueble que garantiza la operación, por lo que, en caso de ejecución de la garantía por impago, sería difícil que las pérdidas estimadas llegaran al límite establecido en los cálculos del 25%.

**RESULTADOS ESTIMADOS DE LA APLICACIÓN DE BASILEA II: VARIACIÓN  
EN LOS REQUERIMIENTOS DE CAPITAL**  
Porcentajes

CUADRO 2

|                       | Entidades pertenecientes a países del G10 |            |              | Entidades españolas |            |              |
|-----------------------|---|------------|--------------|---------------------|------------|--------------|
|                       | Método estándar                           | IRB básico | IRB avanzado | Método estándar     | IRB básico | IRB avanzado |
| Minoristas            | -25                                       | -45        | -49          | -26                 | -40        | -35          |
| <i>De los que:</i>    |   |            |              |                     |            |              |
| <i>Hipotecario</i>    | -27                                       | -53        | -58          | -28                 | -41        | -37          |
| <i>No hipotecario</i> | -23                                       | -34        | -41          | -25                 | -38        | -32          |
| Total                 | 0   | -7         | -13          | -3                  | -6         | -16          |

FUENTE: BIS.

Resumiendo, la implantación de Basilea II supondrá, en general, unos menores requisitos de capital relativos para los riesgos hipotecarios, por lo que, en principio, favorecerá el desarrollo de dicha actividad.

**TITULIZACIONES**

El Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II) introduce un procedimiento de cálculo de recursos propios para las operaciones de titulización con un tratamiento especial para las mismas, que supone una novedad con respecto al sistema anterior, en que estas operaciones se englobaban dentro del esquema general. El nuevo sistema trata primero de determinar qué operaciones pueden ser consideradas titulizaciones, de acuerdo con el establecimiento de una serie de criterios basados en los fundamentos económicos de la operación y en el examen y aprobación de la interpretación de los mismos por las autoridades supervisoras. Si una operación se reconoce como titulización, entrará dentro del denominado marco de titulización, y se le aplicarán los criterios especiales contenidos en dicho apartado para el cálculo de los requisitos de recursos propios exigibles. Para ello se deberá calcular, para cada operación, la exposición de la entidad a la misma, que se denominará «posición de titulización». Esta podrá ser consecuencia tanto de operaciones en las que la entidad sea la originadora como de aquellas en las que la entidad actúe como inversora, y se exigirá el mantenimiento de un capital regulatorio mínimo para la totalidad de las posiciones de titulización de una entidad. La normativa prevé el tratamiento que se habrá de dar a cada uno de los componentes de riesgo de una operación, pero deja un amplio margen de decisión a las autoridades supervisoras, consciente de la complejidad de los instrumentos usados en estos mercados. Una vez determinada la «posición de titulización», se procederá, en cada caso, a determinar el capital mínimo necesario, pudiéndose aplicar, como en el caso general, el método estándar o el método IRB.

Resulta difícil determinar el impacto que tendrá este nuevo esquema en la evolución futura del negocio de titulización hipotecaria, dado que aún no está completamente definido y que deja un cierto margen de maniobra a la hora de interpretar las normas a las autoridades supervisoras. Además, dependerá también del tipo de titulizaciones que predominen en la entidad y del porcentaje de riesgo transferido en las mismas. La intención de las autoridades al introducir este nuevo esquema es acercar el tratamiento normativo de las operaciones de las entidades financieras a su realidad económica, tratando de igualar los criterios regulatorios aplicables al tratamiento del riesgo a los que se dan en la realidad, por lo que sería de esperar que la nueva regulación tuviera unos efectos distorsionadores menores que la anterior, que disponía de unos mecanismos de medición de riesgos mucho más rudimentarios. No obstante, es posible que, al incrementarse el control sobre estos mercados, algunas de las operaciones que antes se realizaban, en especial aquellas en que el componente regulatorio (la parte de la operación

cuyo objetivo principal es conseguir una menor exigencia de recursos propios) es mayor que el componente de financiación (la parte de la operación basada en obtener recursos para financiar la concesión de riesgos), sí se vean afectadas negativamente.

### **Conclusiones**

De lo expuesto anteriormente se deduce que los cambios en la nueva normativa no tendrían por qué afectar significativamente a la evolución de los mercados hipotecarios. Así, por un lado, la nueva regulación tiende a fomentar ligeramente la actividad del negocio hipotecario, dado su tratamiento diferencial favorable de los riesgos frente a otro tipo de operaciones.

Por otro, no obstante, hay que tener en cuenta el impacto de las nuevas regulaciones sobre el mercado de la titulización hipotecaria, que es un mercado en desarrollo, con un alto grado de innovación en cuanto a los productos negociados y que ha desempeñado un papel crucial en la financiación de la brecha crédito-depósitos generada por este negocio. Las nuevas normas son más exigentes y regulan de manera más detallada cada operación, lo que podría contribuir a que, en algunos casos, se redujera el atractivo que estas operaciones tienen para las entidades.

14.10.2005.

IMPACTO FISCAL DEL ANUNCIO DE REGÍMENES CAMBIARIOS EN LOS PAÍSES  
EMERGENTES



Este artículo ha sido elaborado por Daniel Navia, Luis Molina y Enrique Alberola, de la Dirección General de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

La elección de un régimen de tipo de cambio es un elemento clave entre las opciones de política económica para los países emergentes. Las repercusiones de esta elección abarcan áreas muy diversas y, por tanto, es frecuente que la política cambiaria se vea abocada a perseguir un delicado equilibrio entre objetivos no siempre compatibles entre sí. Un número importante de países emergentes ha mostrado una marcada preferencia por la estabilidad cambiaria, ya sea a través de la fijación explícita del tipo de cambio o a través de una estrategia implícita para reducir su volatilidad. Esta preferencia puede achacarse a diversas características propias de estos países, tales como la preocupación por la competitividad del sector exterior, la necesidad de acotar la transmisión de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios internos, la existencia de una elevada «dolarización» de pasivos, etc.

En el caso de las economías emergentes que tradicionalmente han encontrado dificultades para mantener la estabilidad monetaria, un factor fundamental en la conveniencia de estabilizar el tipo de cambio consiste en las ganancias de credibilidad que se derivan de renunciar pública y explícitamente a su autonomía monetaria, mediante el anuncio oficial de objetivos declarados para el tipo de cambio o para su variación. Durante la década de los noventa, varios países latinoamericanos, asiáticos y europeos adoptaron este tipo de regímenes como elemento central de ambiciosos programas de reforma y estabilización económica.

Sin embargo, tras las crisis cambiarias que tuvieron lugar a partir de la segunda mitad de los noventa, se ha observado una tendencia general al abandono de estas políticas. A dicha tendencia puede haber contribuido no solo el modo traumático en el que se abandonaron las anclas cambiarias, sino también el hecho de que la propia fijación cambiaria contribuyó a estabilizar los precios, mientras que actualmente se percibe que hay mecanismos alternativos de acumular credibilidad monetaria sin arriesgarse a hacer explícito el compromiso cambiario. Ha ido cobrando así mayor importancia una segunda modalidad de regímenes fijos o semifijos, en la que los países realizan intervenciones frecuentes con el objetivo de influir y estabilizar la cotización de su moneda, si bien no anuncian públicamente ningún objetivo para esta variable. Ante la proliferación de estos regímenes, una fructífera rama de la literatura reciente ha incidido en la necesidad de tomar en consideración no solo la política cambiaria declarada oficialmente (el régimen de iure), sino también la información acerca de la política efectiva contenida en otras variables (el régimen de facto). Este paradigma ha generado una reinterpretación de las implicaciones económicas —en cuanto a crecimiento e inflación— de los distintos regímenes cambiarios.

En el ámbito de la política fiscal, en la que se centra el contenido de este artículo, la visión convencional suponía que los regímenes fijos o semifijos deberían traer aparejado un efecto disciplinador de las políticas de gasto del sector público. En concreto, al limitar la capacidad de monetización de los déficits, la adopción de estos regímenes reduciría significativamente la financiación disponible y obligaría a los gobiernos a adoptar posiciones fiscales disciplinadas, visión defendida, entre otros, por los partidarios de la dolarización. Sin embargo, cuando se ha

---

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo *Say you fix, enjoy and relax: the deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline*, publicado con el número 0523 por el Banco de España.

contrastado esta hipótesis para los países emergentes, no existe evidencia de este efecto disciplinador de la política fiscal. Así, Gavin y Perotti (1997), Tornell y Velasco (1998), Calvo y Vegh (1998) y, más recientemente, Ghosh et al. (2003) han concluido que la fijación del tipo de cambio no ha generado un mayor rigor fiscal en los países emergentes. Alberola y Molina (2003) llegan a conclusiones similares, incluso tras descontar las diferencias imputables exclusivamente a la reducción de los ingresos por señoría. En resumen, podría decirse que el consenso actual se decanta por la neutralidad —o incluso por un efecto negativo— de la rigidez cambiaria sobre la posición fiscal en las economías emergentes, pero ninguna de estas contribuciones toma en consideración la distinción entre regímenes de cambio de iure y de facto.

Este artículo pretende reevaluar la evidencia teniendo en cuenta tal distinción. Los resultados que se obtienen a partir de la utilización de la clasificación del régimen cambiario de facto permitirían rescatar el efecto disciplinador de la fijación cambiaria, pero se pone de manifiesto que esta conclusión se deriva de la consideración de los regímenes de tipo de cambio que, sin haber sido anunciados como tales, se comportan como si fueran fijos o semifijos. Esta evidencia da pie a una exploración de los motivos de este resultado. La hipótesis que se adopta —y que es contrastada con éxito estadísticamente— es que el anuncio de la fijación del tipo de cambio facilita la financiación del déficit a través de los mercados financieros. Este efecto más que contrapesa las restricciones a la financiación monetaria de los déficits derivada de una mayor rigidez del tipo de cambio y el impacto que ello puede tener sobre el rigor fiscal, de tal modo que el anuncio de la fijación cambiaria debilita, en la práctica, la disciplina fiscal.

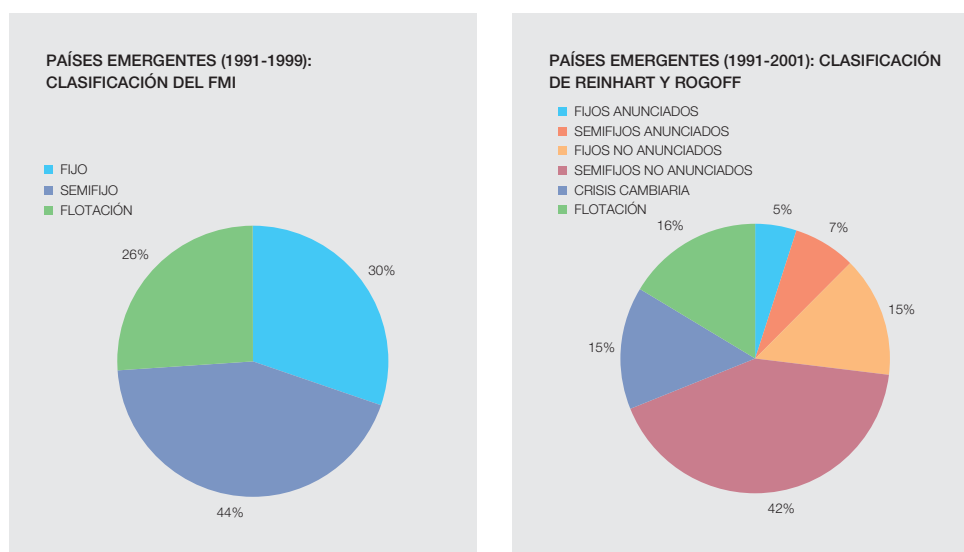
### ***La clasificación de los regímenes: de iure y de facto***

La información más habitualmente empleada acerca de los regímenes cambiarios es la suministrada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta clasificación se basa en el régimen oficial que los países declaran mantener y el FMI no realiza ninguna elaboración adicional de los datos para comprobar si los regímenes declarados son o no coherentes con el comportamiento observado del tipo de cambio. No obstante, el organismo internacional reconoce que en varios casos los países tienen un régimen de facto que difiere del régimen de iure. Ante las deficiencias de las clasificaciones basadas exclusivamente en la información del FMI, varios autores han propuesto metodologías encaminadas a deducir el régimen cambiario real a partir del comportamiento observado en diversas variables económicas, independientemente del régimen oficial o de iure. La clasificación que se utiliza en este artículo es la realizada por Reinhart y Rogoff (2004) (en adelante, RR). La información de RR presenta varias ventajas metodológicas. En primer lugar, cubre un espectro diverso de países (153) para una muestra histórica muy amplia, que se remonta en algunos casos hasta 1950. Además, permite distinguir los episodios de volatilidad extrema en el tipo de cambio —asociados a crisis cambiarias o períodos de hiperinflación—, que son clasificados en una categoría propia. La clasificación emplea la cotización en los mercados paralelos, cuando estos existen y son suficientemente relevantes.

Más importante que las ventajas anteriores es el hecho de que la clasificación de RR permite distinguir aquellos casos en que la política anunciada por el país es coherente con el comportamiento observado en el tipo de cambio. Es decir, RR permite identificar aquellos casos en que el régimen de iure coincide con el régimen de facto. El algoritmo aplicado por RR toma como punto de partida el régimen oficial y analiza si la volatilidad del tipo de cambio es coherente con dicho anuncio. En caso positivo, el régimen es clasificado en la categoría correspondiente y se considera «anunciado». En caso negativo, el algoritmo procede a identificar, mediante procedimientos estadísticos, el régimen apropiado. Así, en la metodología de RR, para cada grado de flexibilidad cambiaria —fijo, semifijo o flexible— es posible distinguir los regímenes «anunciados» y los «no anunciados».

# IMPORTANCIA DE LOS DIFERENTES RÉGIMENES CAMBIARIOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL FMI Y DE REINHART Y ROGOFF Porcentaje del total

GRÁFICO 1



FUENTES: Reinhart y Rogoff (2002) y FMI.

Al comparar la clasificación del FMI con la de los regímenes de facto, se identifican dos tipos de errores en la clasificación de los regímenes cambiarios compilada por el organismo internacional. El primero se deriva de los países que declaran mantener regímenes flexibles, es decir, flexibilidad de iure, cuando en realidad intervienen activamente para mantener estable el tipo de cambio de sus monedas, es decir, rigidez de facto. En el caso de los países emergentes, existe evidencia de que la incidencia de este tipo de error ha aumentado en los últimos años cuando, como ya se mencionó, muchos países han abandonado los sistemas de objetivos explícitos de tipo de cambio fijo, pero no han abandonado en la práctica su preferencia por la estabilidad cambiaria. El segundo tipo de error es el opuesto, pues se refiere a las observaciones que la información del FMI especifica como regímenes fijos o semifijos, pese a que la ocurrencia recurrente de crisis cambiarias ha supuesto devaluaciones frecuentes del tipo de cambio oficial, por lo que la volatilidad real del tipo de cambio puede ser incluso superior a la de un régimen flexible. En este tipo de países es habitual, además, la aparición de mercados paralelos de cambios, cuyo comportamiento puede considerarse como más representativo que el del tipo oficial.

El gráfico 1 recoge los regímenes de tipo de cambio a partir de la clasificación de RR y su comparación con la clasificación del FMI, para una muestra que incluye a los 25 países que son considerados en el índice MSCI de mercados emergentes. La magnitud de la discrepancia entre ambas clasificaciones queda subrayada cuando se observa que el 35% de los regímenes que el organismo internacional clasifica como flexibles son, de facto, fijos o semifijos, y que, por el contrario, un 15% de los clasificados oficialmente como fijos están asociados a crisis cambiarias. Puede apreciarse la importancia de los regímenes con algún grado de rigidez de facto, que representan el 69% de los casos. Este dato viene a corroborar la preferencia por la estabilidad cambiaria a la que se aludió en la introducción. En cambio, la participación de los regímenes flexibles de facto, una vez descontados los casos de crisis cambiarias o hiperinflaciones, no alcanza el 15%.

## **Regímenes cambiarios y disciplina fiscal**

En vista de la comparación entre ambas clasificaciones de tipos de cambio, no es de extrañar que, al analizar el impacto de los regímenes cambiarios sobre la disciplina fiscal, los resultados difieran. Las dos primeras filas del cuadro 1 muestran las diferencias existentes en el saldo

## Diferencia en promedio

|                           | CLASIFICACIÓN DEL FMI    |                          | CLASIFICACIÓN DE REINHART Y ROGOFF |                          |
|---------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|--------------------------|
|                           | Sin efectos fijos<br>(1) | Con efectos fijos<br>(2) | Sin efectos fijos<br>(3)           | Con efectos fijos<br>(4) |
| TIPO DE RÉGIMEN CAMBIARIO |                          |                          |                                    |                          |
| Fijo (b)                  | 0,7                      | 0,6                      | 1,1*                               | 1,2*                     |
| Semifijo (b)              | -0,2                     | 1,1*                     | 1,4**                              | 2,0**                    |
| Anunciado (c)             | —                        | —                        | -0,8*                              | -1,4*                    |

a. \* y \*\* indican significatividad al 10% y al 1%, respectivamente.

b. Respecto a los regímenes flexibles, excluyendo crisis cambiarias.

c. Respecto a los regímenes fijos o semifijos no anunciados, o flexibles, excluyendo crisis cambiarias.

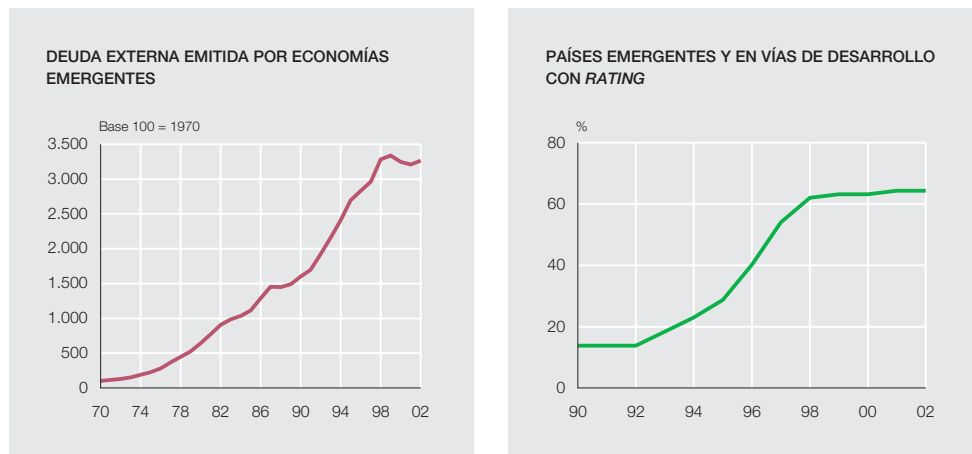
fiscal primario entre los regímenes fijos o semifijos en comparación con aquellos que dejan flotar su moneda, según la clasificación del FMI y según la clasificación RR. Las cifras reflejan la diferencia en promedio y el asterisco junto a este promedio indica si tal diferencia resulta significativa en los análisis de regresión. En las columnas (2) y (4) se han incluido, además, variables ficticias para cada país, con la finalidad de tener en cuenta de forma parcial las diferencias idiosincráticas —pero constantes en el tiempo— entre ellos.

Los resultados de las columnas (1) y (2) vienen a corroborar la conclusión habitual en la literatura empírica previa: si se emplea la clasificación de regímenes de iure del FMI, los saldos primarios bajo regímenes fijos son algo superiores a los regímenes flexibles, pero estas diferencias no son significativas. En el caso de los tipos de cambio semifijos, la diferencia es incluso negativa, aunque cuando se utilizan variables ficticias para cada país la diferencia es positiva y marginalmente significativa. Por el contrario, atendiendo a la clasificación de Reinhart y Rogoff [columnas (3) y (4)], tanto los regímenes fijos como los semifijos evidencian una mayor disciplina fiscal que los flexibles, y este resultado es robusto a la inclusión de efectos fijos para cada país en las respectivas regresiones.

Como se ha comentado anteriormente, la principal diferencia entre una y otra clasificación es que en la clasificación de facto de RR se incluyen aquellos países que, sin anunciar oficialmente el tipo de cambio, mantienen un grado de rigidez notable en su evolución, a través de intervenciones en los mercados de cambios. De aquí se podría inferir, a la vista de la divergencia de los resultados entre ambas clasificaciones, que lo que importa en realidad es si el régimen de tipo de cambio rígido se anuncia o no, de tal modo que los regímenes anunciados presentarían una menor disciplina fiscal. La tercera fila del cuadro 1 confirma económicamente esta posibilidad, mediante la inspección del superávit primario promedio en regímenes no anunciados (fijos, semifijos o flotantes) y el registrado en los regímenes anunciados. De acuerdo con este método, el anuncio de un régimen cambiario llevaría aparejada una dilución de la disciplina fiscal que podría oscilar entre -0,8 y -1,4 puntos del PIB, en función de la especificación elegida. Las razones que explicarían este resultado se exploran a continuación.

### La relevancia del canal financiero

Cuando un país, a los ojos de los mercados, presenta un atractivo inversor elevado, sus condiciones de financiación externa tienden a ser más ventajosas. Esto supone que la disposición de los mercados libera o refuerza las restricciones que enfrentan los gobiernos de los países emergentes y, con ello, sus decisiones de política fiscal. En concreto, cabe esperar que, ante condiciones financieras adversas, los países emergentes se vean obligados a mantener superávits fiscales mayores.



FUENTES: Moody's y FMI.

Cabe pensar que la importancia de las condiciones financieras en la determinación de la política fiscal de los países emergentes ha crecido desde inicios de los noventa, pues países anteriormente aislados de los flujos de capital internacionales han disfrutado de la posibilidad de acceder a fuentes exteriores de financiación. Como se puede apreciar en el gráfico 2, los países emergentes han aprovechado ampliamente esta posibilidad, de forma que los flujos de financiación destinados a ellos han crecido exponencialmente y tan solo en los últimos años han mostrado cierta moderación. Medidas alternativas confirman que, además de suponer un volumen cada vez mayor, la integración con los mercados financieros internacionales se ha ido generalizando a un número cada vez más amplio de países en desarrollo. En la actualidad, un 60% de dichos países cuenta con calificación de las agencias internacionales, frente a menos de un 20% al inicio de la década de los noventa.

Los resultados que se recogen en el cuadro 2 pretenden captar el efecto de las condiciones de financiación sobre la política fiscal de los países emergentes. Como aproximación a la restricción presupuestaria del sector público, se ha realizado la regresión del superávit primario en porcentaje del PIB sobre la tasa de crecimiento de la economía —empleada como aproximación a la posición cíclica del país— y los pagos por intereses en relación con el PIB, variable que captaría las condiciones de financiación<sup>2</sup>. Se presentan los resultados del modelo más general, que incluye retardos del superávit para reflejar la inercia de las políticas fiscales, y en los que se utiliza el método generalizado de momentos en paneles dinámicos con la finalidad de corregir de forma aproximada el sesgo que originaría la endogenidad de las variables explicativas. Los coeficientes estimados son coherentes con la relación prevista: un aumento de los tipos de interés induce una mayor disciplina fiscal, y el efecto es estadísticamente significativo y robusto a la utilización de diferentes métodos de estimación.

Corroborada la relevancia de las condiciones financieras en las decisiones fiscales de los países emergentes, la interacción entre los mercados y la credibilidad de las políticas ofrece una explicación a la menor disciplina fiscal asociada al anuncio de un determinado régimen cambiario. Al comprometer un objetivo determinado para el valor externo de la moneda, las autoridades renuncian a la gestión autónoma de su política monetaria y, a priori, ratifican su intención de mantener políticas fiscales coherentes con el objetivo de la estabilidad cambiaria.

2. La utilización de medidas alternativas, como los diferenciales soberanos, no altera sustancialmente los resultados, aunque sí recorta significativamente la profundidad de la muestra disponible.

|                                 | (1)   | (2)    |
|---------------------------------|-------|--------|
| Pagos por intereses (% del PIB) | 0,60* | 0,60** |
| Crecimiento del PIB             | 0,10* | 0,10** |
| Crisis cambiaria                | -0,73 | -0,91  |
| Superávit (t-1)                 | 0,39  | 0,39*  |
| Anunciado                       | —     | -0,60  |

a. \* y \*\* indican significatividad al 10% y al 1%, respectivamente.

b. Parámetros del modelo de panel dinámico estimado.

Aunque por sí mismos estos anuncios podrían ser poco creíbles —y, por tanto, su impacto financiero limitado—, en la mayor parte de los casos la adopción de un régimen oficial de tipo de cambio viene acompañada de medidas adicionales de reforma estructural y, además, el compromiso se refuerza voluntaria o involuntariamente con mecanismos que hacen muy costoso abandonar el régimen, como la dolarización de pasivos o la modificación de instituciones legales básicas —eliminando, por ejemplo, restricciones a la constitución de depósitos en moneda extranjera—. Estos costes potenciales permiten que los países que hacen oficial su régimen cuenten, al menos inicialmente, con una credibilidad adicional que propicia una mejora de sus condiciones de financiación, respecto a otros países donde la estabilidad cambiaria se mantiene sin compromisos explícitos ni reformas adicionales. Las estimaciones realizadas señalan que este es el caso, pues, en promedio, los intereses sobre el PIB pagados por los regímenes anunciados han sido un punto porcentual inferiores a los de otras modalidades. Es más, se comprueba que, una vez consideradas las diferencias en sus costes de financiación, los regímenes anunciados no muestran un impacto diferencial respecto a los no anunciados en cuanto a su disciplina fiscal [véase la columna (2) del cuadro 2]. Es decir, la dilución de la disciplina fiscal asociada al anuncio del régimen cambiario desaparece, lo que sugiere que este «canal financiero» es el principal origen de la misma.

## Conclusiones

Los resultados del artículo confirman los hallazgos de la literatura empírica previa respecto a la falta de un impacto positivo de la fijación explícita del tipo de cambio sobre la disciplina fiscal. Este resultado refuta el razonamiento tradicional de que la fijación cambiaria, al reducir las posibilidades de financiar monetariamente los desequilibrios fiscales, debería inducir un mayor grado de disciplina fiscal. Pero este trabajo pretende ir más allá, al poner el énfasis en el impacto negativo que el anuncio del tipo de cambio tiene sobre la disciplina fiscal y explorar el canal a través del cual este impacto negativo se verifica. Se concluye que los regímenes oficializados tienden a disfrutar de mejores condiciones financieras y esto, en última instancia, debilita sus incentivos a perseverar en políticas fiscales disciplinadas, de tal modo que, en conjunto, muestran superávits primarios inferiores a los registrados en regímenes flexibles o en regímenes fijos y semifijos no anunciados.

La importancia del anuncio de un régimen cambiario apunta a que la forma en que las autoridades adquieren credibilidad ante los mercados financieros puede ser un factor clave para determinar sus condiciones de financiación y, de esta manera, su posición fiscal. La oficialización de este compromiso cambiario puede suponer, por sí misma, una ganancia de credibilidad. Esta ganancia se deriva de que la fijación explícita del tipo de cambio va frecuentemente asociada a programas más amplios de reforma y estabilización, y de la percepción de que su abandono conlleva un elevado coste político y de reputación. Sin embargo, en la medida en que los mercados financieros premian el anuncio del régimen de tipo de cambio fijo con unas

condiciones financieras más favorables, se contrarresta parcialmente el incentivo de las autoridades a mantener políticas fiscales más disciplinadas. De este modo, el éxito inicial del anuncio de fijación cambiaria puede acabar sembrando las semillas de sus dificultades posteriores.

Poniendo estos resultados en el contexto actual, la tendencia al abandono de los regímenes rígidos anunciados, provocada por las crisis en países emergentes, en favor de regímenes de flotación administrada, podría convertirse en un pilar para una gestión más rigurosa de la política fiscal. No obstante, la coyuntura presente de baja aversión al riesgo ha generado unas condiciones de financiación sumamente benignas que parecen haber difuminado la importancia de las diferencias estructurales entre los diferentes países emergentes. Esto dificulta valorar en qué medida las regularidades empíricas puestas de manifiesto en el artículo están ejerciendo una influencia apreciable en este momento.

11.10.2005.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y L. MOLINA (2003). «What does really discipline fiscal policy in emerging markets?: The role and dynamics of exchange rate regimes», *CEMLA Money Affairs*, julio-diciembre, vol. XVI, n.º 2.
- CALVO, G. A., y C. M. REINHART (2002). «Fear of Floating», *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, mayo, vol. 117 (2), pp. 379-408.
- CALVO, G. A., y C. A. VEGH (1998). «Inflation stabilization and BOP crises in developing countries», *Handbook of Macroeconomics*.
- GAVIN, M., y R. PEROTTI (1997). «Fiscal policy in Latin America», *NBER Macroeconomic Annual*, pp. 11-71.
- GHOSH, A. R., A. M. GULDE y H. WOLF (2003). *Exchange rate regimes*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- LEVY-YEYATI, E., y F. STURZENEGGER (2005). «Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words», *European Economic Review*, vol. 49, n.º 6.
- REINHART, C. M., y K. S. ROGOFF (2004). «The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation», *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, febrero, vol. 119 (1), pp. 1-48.
- TORNELL, A., y A. VELASCO (1998). «Fiscal discipline and the choice of a nominal anchor in stabilization», *Journal of International Economics*, 46, pp. 1-30.

LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIAS DE DIVISAS AL EXTERIOR.  
ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2004



## Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior.

### Actividad y resultados en 2004

La evolución de este sector viene estando condicionada estrechamente por dos fenómenos económicos de signo contrario. Por una parte, la sustitución de la mayoría de divisas europeas por el euro significó una fuerte reducción de la actividad de compra de divisas, que, además, ha seguido decayendo. Por otra, la gestión de transferencias hacia el exterior, ligada al aumento de la población inmigrante instalada en España, ha crecido con fuerza.

Paralelamente a la contracción de la compra de divisas, el número de establecimientos incluidos en lo que en este artículo se denomina grupo COMP (establecimientos solo autorizados a comprar billetes extranjeros y cheques de viajero contra euros) siguió la tónica decreciente de años anteriores (véase cuadro A.1). Las Comunidades Autónomas que reciben un mayor número de turistas (Andalucía, Baleares, Canarias y Cataluña) concentraron más del 80% de las entidades del grupo COMP, así como de las numerosas bajas y altas habidas en ese colectivo, que, en parte, pueden ser debidas a la estacionalidad del negocio de cambio de divisas ligado a los flujos turísticos. A finales de 2004 había 2.525 establecimientos integrantes del grupo COMP, 92 menos que en la misma fecha del año precedente, resultado de 238 bajas y 146 altas. La mayoría de los establecimientos de compra de divisas realizan esta actividad como complementaria de una actividad principal frecuentemente también ligada al turismo, como es el caso de la actividad hostelera.

Por otra parte, los establecimientos con autorizaciones más amplias que la mera compra de divisas, esto es, los establecimientos de compraventa y gestión de transferencias (el denominado grupo CV/GT), son menos numerosos y se comportaron de forma distinta, ya que, o bien se mantuvieron estables en número, o bien aumentaron, como es el caso de los que tienen limitada su actividad a la gestión de las transferencias al exterior por remesas de emigrantes (transferencias restringidas).

### **Actividad del sector en 2003**

En el cuadro A.2 se considera total actividad con clientes la suma del contravalor en euros de las compras y ventas de divisas y de las transferencias emitidas y recibidas. En el conjunto de los establecimientos este volumen alcanzó los 5.220 millones de euros, con un incremento del 11% en el año, resultado de un nuevo aumento de las transferencias del 20% (592 millones de euros), ligeramente contrarrestado por la disminución en la compraventa de divisas del 5% (77 millones de euros). El negocio de la compraventa de divisas se ha seguido reduciendo y concentrando en el grupo COMP, que, aun manteniendo en 2004 un volumen de negocio similar al del año precedente, pasó a representar el 89% de la compra de divisas (85% del de compraventa), con un aumento de 2 puntos porcentuales (pp) (véase también cuadro A.3).

En el caso de las transferencias, las emitidas al exterior superaron los 3.423 millones de euros en 2004, con un crecimiento del 21%, inferior al 27% de 2003. Esta actividad representó el 88% del negocio de las entidades CV/GT, con un incremento de 5 pp en el último ejercicio. En esta evolución ha incidido no solo la reducción de la actividad de este grupo en la compraventa de divisas (-20%), ya comentada, sino también la de las transferencias recibidas del exterior, que solo supusieron el 5% de su negocio, 2 pp menos que un año antes. En ambos ejercicios los 38 establecimientos especializados en la gestión de transferencias de emigrantes concentraron las tres cuartas partes del volumen gestionado, con un aumento superior a 2 pp en 2004 (véanse cuadros A.2 y A.3).

En el grupo de establecimiento especializados en transferencias restringidas o de emigrantes, el número de empleados asalariados creció en 127 (13,5%), hasta alcanzar un total de 1.065 al finalizar 2004, mientras que se mantuvo el número de oficinas. El resto de establecimientos autorizados para gestionar transferencias redujo su tamaño tanto en número de asalariados (terminó el ejercicio con 299 asalariados, 24 menos), como en número de oficinas (31, con 10 menos). El grupo CV, que puede vender divisas a clientes pero no gestionar transferencias, se mantuvo estable en número de asalariados (118 asalariados al cierre), pero los concentró en un número menor de oficinas (33 oficinas tras el cierre de 13 en el ejercicio). Las entidades del grupo COMP aumentaron en 75 el número de locales en los que operaban, hasta alcanzar los 2.912.

La normativa no permite a los establecimientos encomendar a sus agentes la compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero, pero sí la gestión de transferencias. El dinamismo de la actividad de gestión de transferencias ante el auge de la población inmigrante se reflejó en el aumento de los agentes de los establecimientos del grupo CV/GT: 1.089 personas físicas y 429 personas jurídicas. Así, los 6.846 agentes registrados a fines de 2004 en este colectivo casi quintuplicaban su número de asalariados (1.482). El número de locales utilizados por el grupo CV/GT se situó en 8.655, con un aumento neto anual de 1.901, más del 28%.

En el conjunto de los establecimientos la moneda más utilizada en las compras a clientes fue, una vez más, la libra esterlina, que representando casi tres cuartas partes del total fue, además, la única divisa que experimentó un ligerísimo aumento (2%), frente al retraimiento generalizado que afectó a las restantes divisas. No obstante, en el grupo CV/GT, que solo representa el 15% de las compraventas de divisas realizadas en 2004, más de la mitad de las compraventas de divisas (240 millones de euros) incluyeron dólares en las transacciones (véase cuadro A.3).

En el caso de las transferencias emitidas, las monedas utilizadas en la práctica fueron el euro (1.962 millones de euros en 2004, con un aumento del 20%) y el dólar (1.448 millones de euros, con un aumento del 23%), lo que supuso un ligero desplazamiento (0,7 pp) hacia el dólar en la estructura porcentual del volumen gestionado en los dos últimos ejercicios.

Se dispone de información sobre el destino del 80,4% de todas las transferencias emitidas, dado que solo se informa sobre las de mayor volumen. Los primeros diez países de esta ordenación acumulan el 77,1%, continuando a la cabeza Ecuador y Colombia, que son, con mucho, los dos mayores receptores de transferencias (44%), a pesar de que perdieron conjuntamente más de 6,5 pp de cuota en el último año. Los países receptores de transferencias que aumentaron en mayor medida su cuota fueron Bolivia (2,5 pp), Brasil (1,2 pp) y Filipinas y Marruecos, lo que pudiera asociarse a un aumento relativo superior en el número de inmigrantes de esas nacionalidades (véase cuadro A.4)<sup>1</sup>.

El importante uso del dólar en las transferencias emitidas, el 42% del total, superó ampliamente el 30% de las dirigidas a los países de América con mayor grado de vinculación a dicha divisa (Ecuador y Bolivia), lo que indica que debe existir cierta inercia en su utilización para los envíos a algunos otros países de dicha área geográfica.

De las transferencias recibidas, que solo ascienden al 6% del importe de las emitidas en 2004 (2 pp menos que en 2003), se conoce el país de origen de algo más del 60% del volumen total en los dos últimos ejercicios. En 2004 aumentó la proporción de las remesas provenientes de

---

1. Este cuadro se elabora a partir de estados en los que los establecimientos informan sobre los cinco países a los que emiten, o de los que reciben, el mayor volumen de transferencias y de todos los países en los que las transferencias emitidas o recibidas superen el 5% del correspondiente total.

|     | %                      |      |       |       |       |       |                |             |                |             |                         |       |                             |       |                      |       |
|-----|------------------------|------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------------|----------------|-------------|-------------------------|-------|-----------------------------|-------|----------------------|-------|
|     | Compras a clientes     |      |       |       |       |       |                |             |                |             | Transferencias emitidas |       |                             |       |                      |       |
|     | Total establecimientos |      | CVT   |       | CV    |       | COMP           |             |                |             | Total CVT.              |       | Transferencias restringidas |       | Resto transferencias |       |
|     |                        |      |       |       |       |       | Act. principal | Act. compl. | Act. principal | Act. compl. |                         |       |                             |       |                      |       |
|     | 2003                   | 2004 | 2003  | 2004  | 2003  | 2004  | 2003           | 2004        | 2003           | 2004        | 2003                    | 2004  | 2003                        | 2004  | 2003                 | 2004  |
| R1  | 5,4                    | 4,9  | 60,7  | 68,4  | 43,9  | 31,8  | 7,8            | 11,3        | 3,9            | 4,5         | 15,2                    | 16,1  | 20,4                        | 20,9  | 58,3                 | 61,7  |
| R5  | 13,5                   | 15,3 | 92,7  | 93,4  | 88,3  | 85,3  | 28,2           | 30,8        | 11,3           | 15,4        | 52,3                    | 49,1  | 50,5                        | 48,8  | 100,0                | 100,0 |
| R10 | 19,8                   | 22,1 | 99,7  | 99,8  | 99,4  | 98,8  | 42,7           | 43,2        | 17,6           | 22,2        | 74,7                    | 71,4  | 75,3                        | 72,6  | 100,0                | 100,0 |
| R20 | 28,3                   | 30,7 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 61,4           | 61,2        | 26,9           | 32,3        | 94,8                    | 92,1  | 95,8                        | 93,9  | 100,0                | 100,0 |
| R50 | 44,7                   | 47,6 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 84,2           | 85,4        | 40,8           | 48,8        | 100,0                   | 100,0 | 100,0                       | 100,0 | 100,0                | 100,0 |

FUENTE: Banco de España.

Nota: Entidades existentes a cada fecha.

los mayores países de la UE en 4,5 pp, hasta el 40%, y disminuyó la de las originadas en Estados Unidos en 3,4 pp, hasta representar solo el 15%.

### Concentración de las operaciones

La concentración de operaciones se acentuó ligeramente en el grupo COMP y disminuyó, en líneas generales, en el grupo CV/GT. La mayor concentración de las compras es más evidente en los establecimientos autorizados a realizarlas como actividad complementaria, en los que los 50 con mayor volumen pasaron de realizar el 41% del total en 2003 al 49% en 2004. En el caso de las transferencias, cada una de las agrupaciones que se muestran en el cuadro 1 cedió alrededor de 3 pp, con la única excepción del establecimiento de mayor volumen, que incrementó su cuota en todos los casos.

### Balance y cuenta de resultados del grupo CV/GT

El activo del balance agregado de los establecimientos CV/GT<sup>2</sup> alcanzó los 154 millones de euros a finales de 2004. La principal partida es la de liquidez inmediata, que creció un 32% en 2004, y que con un importe de 61,2 millones de euros representaba el 40% del total balance. La buena situación de liquidez se combinó con el crecimiento del 8% de las inversiones financieras temporales (26 millones de euros) y del 19% del inmovilizado financiero (8,8 millones de euros). Los pagos por cuenta de corresponsales no bancarios pasaron de 3,2 millones de euros a 4,9 millones de euros, dando lugar a un crecimiento del 28% de las partidas residuales.

En el pasivo, los fondos propios (69,9 millones de euros) constituyeron el 45% del total balance en 2004. Dentro de los acreedores a corto plazo (59 millones de euros), crecieron con fuerza los corresponsales no bancarios (23,6 millones de euros) y las transferencias pendientes de envío (10 millones de euros). Los acreedores a largo plazo no tienen mucho peso en el total, pero es de notar que las correspondientes deudas con acreedores no bancarios pasaron de 2 millones de euros a 4 millones de euros.

El resultado después de impuestos en 2004 se situó por encima de los 10 millones de euros, con un crecimiento del 4,8%, que, no obstante, supuso un ligero retroceso en términos de ROE respecto a 2003. El ROE se situó en el 14,3% (véase cuadro A.5).

Las comisiones percibidas (146 millones de euros) crecieron un 13%, muy por debajo del 31% en que lo hicieron las comisiones pagadas (83 millones de euros), lo que se tradujo en unas comisiones netas (63 millones de euros) ligeramente inferiores a las del ejercicio anterior. Esto fue compensado por las diferencias de cambio netas (33,5 millones de euros), que crecieron el 59% y aumentaron el margen ordinario hasta los 96 millones de euros (11%).

2. No incluye información de las entidades del grupo COMP, autorizadas exclusivamente a realizar compras.

Los gastos financieros se triplicaron, pasando de 0,6 millones de euros a casi 2 millones de euros. Por su parte, los ingresos financieros disminuyeron en 0,8 millones de euros, dando lugar a una pérdida neta de 1,7 millones de euros en la partida de ingresos y gastos financieros. El resto de ingresos también fueron inferiores en un millón de euros a los del ejercicio anterior.

Dentro de los gastos de explotación hay que subrayar la contención en el crecimiento de la partida de los sueldos y salarios (27,5 millones de euros), al registrarse un crecimiento del 10%, frente al 20% de 2003. También fue destacable el aumento del 20% en los costes por arrendamientos, hasta alcanzar los 6,7 millones de euros. Así, el margen de explotación alcanzó los 23,7 millones de euros, con una mejora del 2,4%.

Las dotaciones a la amortización fueron similares a las del año anterior, y las provisiones para insolvencias disminuyeron en 0,2 millones de euros, de manera que el conjunto de ambas no llegó a los 4,5 millones de euros. Además, las pérdidas extraordinarias (4,5 millones de euros) fueron superiores a los beneficios extraordinarios (2,9 millones de euros). Finalmente, el resultado antes de impuestos fue de 17,7 millones (4,5%) de euros, que supusieron el 12% del activo medio.

19.10.2005.

## APÉNDICE

### Cuadros:

- A.1. Registro de establecimientos
- A.2. Volumen de actividad y datos de estructura
- A.3. Total actividad: Principales monedas utilizadas en la actividad con clientes
- A.4. Total entidades de compraventa y gestión de transferencias (CV/GT). Distribución geográfica de las transferencias
- A.5. Balance y cuenta de resultados. Total establecimientos de compraventa y gestión de transferencias

|   | Situación al<br>31.12.2001 | Altas | Bajas | Situación al<br>31.12.2002 | Altas | Bajas | Situación al<br>31.12.2003 | Altas | Bajas | Situación al<br>31.12.2004 |
|---|----------------------------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|----------------------------|
| TOTAL ESTABLECIMIENTOS                              | 2.906                      | 126   | 310   | 2.722                      | 124   | 174   | 2.672                      | 149   | 238   | 2.583                      |
| I. Total grupo CV/GT (a)                            | 46                         | 7     | —     | 53                         | 2     | —     | 55                         | 3     | —     | 58                         |
| I.a. Total grupo CVT (b)                            | 32                         | 6     | —     | 38                         | 2     | —     | 40                         | 3     | —     | 43                         |
| I.a.1. Transferencias restringidas (c)              | 28                         | 5     | —     | 33                         | 2     | —     | 35                         | 3     | —     | 38                         |
| I.a.2. Resto (d)                                    | 4                          | 1     | —     | 5                          | —     | —     | 5                          | —     | —     | 5                          |
| I.b. Total grupo CV (e)                             | 14                         | 1     | —     | 15                         | —     | —     | 15                         | —     | —     | 15                         |
| II. Total grupo COMP (f)                            | 2.860                      | 119   | 310   | 2.669                      | 122   | 174   | 2.617                      | 146   | 238   | 2.525                      |
| II.a. Actividad principal (g)                       | 318                        | 12    | 64    | 266                        | 15    | 24    | 257                        | 30    | 37    | 250                        |
| II.b. Actividad complementaria (h)                  | 2.542                      | 107   | 246   | 2.403                      | 107   | 150   | 2.360                      | 116   | 201   | 2.275                      |
| PRO MEMORIA: Distribución geográfica del grupo COMP |                            |       |       |                            |       |       |                            |       |       |                            |
| Andalucía (i)                                       | 402                        | 21    | 40    | 383                        | 27    | 40    | 370                        | 34    | 41    | 363                        |
| Aragón  | 6                          | —     | 2     | 4                          | —     | —     | 4                          | —     | 2     | 2                          |
| Asturias  | 4                          | —     | —     | 4                          | —     | —     | 4                          | —     | —     | 4                          |
| Baleares  | 751                        | 26    | 77    | 700                        | 20    | 28    | 692                        | 32    | 56    | 668                        |
| Canarias  | 672                        | 18    | 68    | 622                        | 18    | 38    | 602                        | 25    | 52    | 575                        |
| Cantabria   | 11                         | —     | —     | 11                         | 1     | 1     | 11                         | —     | —     | 11                         |
| Castilla-La Mancha                                  | 5                          | —     | —     | 5                          | —     | —     | 5                          | —     | —     | 5                          |
| Castilla y León                                     | 19                         | 3     | 3     | 19                         | —     | 1     | 18                         | 1     | 4     | 15                         |
| Cataluña  | 543                        | 25    | 80    | 488                        | 12    | 32    | 468                        | 25    | 48    | 445                        |
| Extremadura   | 10                         | —     | 3     | 7                          | —     | —     | 7                          | 1     | 3     | 5                          |
| Galicia   | 18                         | —     | 2     | 16                         | 1     | 1     | 16                         | 2     | 5     | 13                         |
| La Rioja  | 3                          | —     | —     | 3                          | —     | —     | 3                          | 1     | —     | 4                          |
| Madrid  | 155                        | 14    | 6     | 163                        | 21    | 6     | 178                        | 9     | 8     | 179                        |
| Murcia  | 13                         | 1     | 2     | 12                         | —     | 1     | 11                         | —     | —     | 11                         |
| Navarra   | 2                          | —     | —     | 2                          | 1     | —     | 3                          | —     | —     | 3                          |
| País Vasco  | 26                         | —     | 3     | 23                         | 3     | 3     | 23                         | 1     | 6     | 18                         |
| Valencia  | 220                        | 11    | 24    | 207                        | 18    | 23    | 202                        | 15    | 13    | 204                        |

FUENTE: Banco de España.

Nota: Entidades existentes a cada fecha.

(a) Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.

(b) Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.

(c) Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.

(d) Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.

(e) Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.

(f) Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.

(g) Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.

(h) Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.

(i) Incluye Ceuta y Melilla.

|  | m€ y %              |        |                                   |        |                    |        |  |   |                    |   |         |        |
|--|---------------------|--------|-----------------------------------|--------|--------------------|--------|--|---|--------------------|---|---------|--------|
|  | Actividad           |        |                                   |        |                    |        | Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s/ total actividad con clientes (%) | De los que: Comisión media por transferencia de divisas (%) |                    | % establecimientos informantes s/ total registrados |         |        |
|  | Total               |        | Compraventa de divisas a clientes |        | Transferencias     |        |  |   |                    |   |         |        |
|  | 2003                | 2004 p | 2003                              | 2004 p | 2003               | 2004 p |  |   |                    |   |         | 2003   |
| TOTAL ESTABLECIMIENTOS                 | 4.705               | 5.220  | 1.660                             | 1.583  | 3.045              | 3.637  | —  | —   | —                  | —   | 70,4    | 69,2   |
| I. Total grupo CV/GT (a)               | 3.345               | 3.877  | 300                               | 240    | 3.045              | 3.637  | 4,5  | 4,6   | —                  | —   | 96,4    | 93,1   |
| I.a. Total grupo CVT (b)               | 3.250               | 3.799  | 205                               | 163    | 3.045              | 3.637  | 4,5  | 4,6   | 3,8                | 3,8   | 95,0    | 95,3   |
| I.a.1. Transferencias restringidas (c) | 2.226               | 2.721  | 39                                | 20     | 2.187              | 2.702  | 4,1  | 4,0   | 3,4                | 3,3   | 94,3    | 94,7   |
| I.a.2. Resto (d)                       | 1.024               | 1.078  | 167                               | 143    | 858                | 935    | 5,5  | 6,2   | 4,7                | 5,3   | 100,0   | 100,0  |
| I.b. Total grupo CV (e)                | 95                  | 77     | 95                                | 77     | —                  | —      | 3,9  | 5,2   | —                  | —   | 100,0   | 86,7   |
| II. Total grupo COMP (f)               | 1.360               | 1.343  | 1.360                             | 1.343  | —                  | —      | ...  | ...   | —                  | —   | 69,9    | 68,7   |
| II.a. Actividad principal (g)          | 409                 | 416    | 409                               | 416    | —                  | —      | ...  | ...   | —                  | —   | 66,5    | 60,4   |
| II.b. Actividad complementaria (h)     | 951                 | 927    | 951                               | 927    | —                  | —      | ...  | ...   | —                  | —   | 70,3    | 69,6   |
|  | Número de empleados |        |                                   |        |                    |        | Número de agentes  |   |                    |   |         |        |
|  | Asalariados         |        | No asalariados                    |        | Oficinas o locales |        | Personas físicas   |   | Personas jurídicas |   | Locales |        |
|  | 2003                | 2004 p | 2003                              | 2004 p | 2003               | 2004 p | 2003   | 2004 p  | 2003               | 2004 p  | 2003    | 2004 p |
|  | 2003                | 2004 p | 2003                              | 2004 p | 2003               | 2004 p | 2003   | 2004 p  | 2003               | 2004 p  | 2003    | 2004 p |
| TOTAL ESTABLECIMIENTOS                 | ...                 | ...    | ...                               | ...    | 3.028              | 3.080  | —  | —   | —                  | —   | —       | —      |
| I. Total grupo CV/GT (a)               | 1.377               | 1.482  | 46                                | 38     | 191                | 168    | 2.826  | 3.915   | 2.142              | 2.571   | 6.754   | 8.655  |
| I.a. Total grupo CVT (b)               | 1.261               | 1.364  | 41                                | 34     | 145                | 135    | 2.826  | 3.915   | 2.142              | 2.571   | 6.754   | 8.655  |
| I.a.1. Transferencias restringidas (c) | 938                 | 1.065  | 10                                | 11     | 104                | 104    | 2.186  | 3.173   | 1.317              | 1.566   | 4.673   | 6.068  |
| I.a.2. Resto (d)                       | 323                 | 299    | 31                                | 23     | 41                 | 31     | 640  | 742   | 825                | 1.005   | 2.081   | 2.587  |
| I.b. Total grupo CV (e)                | 116                 | 118    | 5                                 | 4      | 46                 | 33     | —  | —   | —                  | —   | —       | —      |
| II. Total grupo COMP (f)               | ...                 | ...    | ...                               | ...    | 2.837              | 2.912  | —  | —   | —                  | —   | —       | —      |
| II.a. Actividad principal (g)          | ...                 | ...    | ...                               | ...    | 211                | 231    | —  | —   | —                  | —   | —       | —      |
| II.b. Actividad complementaria (h)     | ...                 | ...    | ...                               | ...    | 2.626              | 2.681  | —  | —   | —                  | —   | —       | —      |

FUENTE: Banco de España.

Nota: Entidades existentes a cada fecha.

a. Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.

b. Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.

c. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.

d. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.

e. Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.

f. Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.

g. Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.

h. Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.

## TOTAL ACTIVIDAD: PRINCIPALES MONEDAS UTILIZADAS EN LA ACTIVIDAD CON CLIENTES

CUADRO A.3

| Contravalor en m€         |                    |        |                   |        |                |        |           |        |                              |        |
|---------------------------|--------------------|--------|-------------------|--------|----------------|--------|-----------|--------|------------------------------|--------|
| Denominación de la moneda | Compras a clientes |        | Ventas a clientes |        | Transferencias |        |           |        | Total actividad con clientes |        |
|                           |                    |        |                   |        | Emitidas       |        | Recibidas |        |                              |        |
|                           | 2003               | 2004 p | 2003              | 2004 p | 2003           | 2004 p | 2003      | 2004 p | 2003                         | 2004 p |
| TOTAL ESTABLECIMIENTOS    | 1.570              | 1.504  | 90                | 79     | 2.821          | 3.423  | 224       | 213    | 4.705                        | 5.220  |
| Euro                      | 216                | 187    | 1                 | 1      | 1.632          | 1.962  | 215       | 208    | 2.064                        | 2.359  |
| Dólar USA                 | 188                | 146    | 60                | 49     | 1.174          | 1.448  | 9         | 5      | 1.431                        | 1.647  |
| Libra esterlina           | 1.105              | 1.122  | 9                 | 11     | 0              | 0      | 0         | 0      | 1.115                        | 1.133  |
| Franco suizo              | 22                 | 16     | 1                 | 1      | 0              | 0      | 0         | 0      | 23                           | 17     |
| Resto de monedas          | 38                 | 34     | 18                | 17     | 16             | 13     | 0         | 0      | 72                           | 64     |
| I. Grupo CV/GT            | 210                | 161    | 90                | 79     | 2.821          | 3.423  | 224       | 213    | 3.345                        | 3.877  |
| Euro                      | 40                 | 38     | 1                 | 1      | 1.632          | 1.962  | 215       | 208    | 1.889                        | 2.210  |
| Dólar USA                 | 113                | 85     | 60                | 49     | 1.174          | 1.448  | 9         | 5      | 1.355                        | 1.586  |
| Libra esterlina           | 56                 | 37     | 9                 | 11     | 0              | 0      | 0         | 0      | 65                           | 48     |
| Franco suizo              | 3                  | 3      | 1                 | 1      | 0              | 0      | 0         | 0      | 4                            | 4      |
| Resto de monedas          | -2                 | -1     | 18                | 17     | 16             | 13     | 0         | 0      | 32                           | 29     |
| II. Grupo COMP            | 1.360              | 1.343  | —                 | —      | —              | —      | —         | —      | 1.360                        | 1.343  |
| Euro                      | 176                | 149    | —                 | —      | —              | —      | —         | —      | 176                          | 149    |
| Dólar USA                 | 75                 | 61     | —                 | —      | —              | —      | —         | —      | 75                           | 61     |
| Libra esterlina           | 1.050              | 1.085  | —                 | —      | —              | —      | —         | —      | 1.050                        | 1.085  |
| Franco suizo              | 19                 | 13     | —                 | —      | —              | —      | —         | —      | 19                           | 13     |
| Resto de monedas          | 40                 | 35     | —                 | —      | —              | —      | —         | —      | 40                           | 35     |

FUENTE: Banco de España.

Nota: Entidades existentes a cada fecha.

**TOTAL ENTIDADES DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (CV/GT).  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.4

| País de destino (a) | % s/ total ordenado |        | País de origen (a)       | % s/ total recibido |        |
|---------------------|---------------------|--------|--------------------------|---------------------|--------|
|                     | 2003                | 2004 p |                          | 2003                | 2004 p |
| Ecuador             | 25,08               | 22,50  | Estados Unidos           | 18,62               | 15,25  |
| Colombia            | 25,28               | 21,31  | Italia                   | 12,71               | 14,59  |
| Marruecos           | 5,16                | 6,15   | Reino Unido              | 8,54                | 9,88   |
| Rumanía             | 4,81                | 5,62   | Rep. Federal de Alemania | 7,81                | 7,97   |
| Bolivia             | 2,98                | 5,47   | Francia                  | 6,43                | 7,51   |
| Rep. Dominicana     | 4,75                | 4,83   | Perú                     | 1,13                | 1,14   |
| Brasil              | 3,32                | 4,49   | Colombia                 | 1,57                | 1,09   |
| Perú                | 2,15                | 2,39   | Finlandia                |                     | 0,81   |
| Filipinas           | 1,19                | 2,21   | Guinea Ecuatorial        | 0,47                | 0,79   |
| Senegal             | 1,79                | 2,11   | Ecuador                  | 0,71                | 0,65   |
| Total               | 76,51               | 77,08  | Total                    | 57,99               | 59,68  |

FUENTE: Banco de España.

Nota: Entidades existentes a cada fecha.

a. Se seleccionan los diez primeros países por orden de importancia.



## BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS.

CUADRO A.5

## TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS

Miles de euros y %

| BALANCE                                  | 2002           |              | 2003           |              |             | 2004           |              |            |
|--|----------------|--------------|----------------|--------------|-------------|----------------|--------------|------------|
|  | IMPORTE        | % s/ t. act. | IMPORTE        | % s/ t. act. | % Δ         | IMPORTE        | % s/ t. act. | % Δ        |
| <b>ACTIVO</b>                            |                |              |                |              |             |                |              |            |
| Caja y entidades de crédito              | 48.701         | 38,3         | 46.457         | 33,0         | -4,6        | 61.228         | 39,7         | 31,8       |
| Deudores                                 | 33.462         | 26,3         | 39.601         | 28,1         | 18,3        | 33.020         | 21,4         | -16,6      |
| Inversiones financieras temporales       | 19.214         | 15,1         | 24.044         | 17,1         | 25,1        | 25.983         | 16,9         | 8,1        |
| Inmovilizado no financiero               | 15.071         | 11,9         | 18.357         | 13,0         | 21,8        | 18.686         | 12,1         | 1,8        |
| Inmovilizado financiero                  | 6.810          | 5,4          | 7.432          | 5,3          | 9,1         | 8.813          | 5,7          | 18,6       |
| Otras partidas                           | 3.902          | 3,1          | 5.014          | 3,6          | 28,5        | 6.408          | 4,2          | 27,8       |
| <b>TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO</b>       | <b>127.164</b> | <b>100,0</b> | <b>140.906</b> | <b>100,0</b> | <b>10,8</b> | <b>154.141</b> | <b>100,0</b> | <b>9,4</b> |
| <b>PASIVO</b>                            |                |              |                |              |             |                |              |            |
| Acreedores a corto plazo                 | 50.196         | 39,5         | 54.043         | 38,4         | 7,7         | 59.351         | 38,5         | 9,8        |
| <i>Transferencias pendientes de pago</i> | 14.277         | 11,2         | 7.111          | 5,0          | -50,2       | 10.150         | 6,6          | 42,7       |
| <i>Otros acreedores no comerciales</i>   | 16.766         | 13,2         | 26.199         | 18,6         | 56,3        | 19.069         | 12,4         | -27,2      |
| <i>Otros</i>                             | 19.153         | 15,1         | 20.733         | 14,7         | 8,2         | 30.132         | 19,5         | 45,3       |
| Otras partidas                           | 6.274          | 4,9          | 10.067         | 7,1          | 60,5        | 14.961         | 9,7          | 48,6       |
| Fondos propios                           | 55.448         | 43,6         | 65.185         | 46,3         | 17,6        | 69.863         | 45,3         | 7,2        |
| Resultados                               | 15.248         | 12,0         | 12.123         | 8,6          | -20,5       | 9.965          | 6,5          | -17,8      |
| CUENTA DE RESULTADOS                     | 2002           |              | 2003           |              |             | 2004           |              |            |
|  | IMPORTE        | % s/ t. act. | IMPORTE        | % s/ t. act. | % Δ         | IMPORTE        | % s/ t. act. | % Δ        |
| Comisiones percibidas                    | 111.383        | 87,6         | 129.743        | 92,1         | 16,5        | 146.331        | 94,9         | 12,8       |
| <i>Comisiones pagadas</i>                | 49.134         | 38,6         | 63.910         | 45,4         | 30,1        | 83.444         | 54,1         | 30,6       |
| <i>Comisiones netas</i>                  | 62.249         | 49,0         | 65.833         | 46,7         | 5,8         | 62.887         | 40,8         | -4,5       |
| Diferencias de cambio netas              | 20.809         | 16,4         | 20.994         | 14,9         | 0,9         | 33.459         | 21,7         | 59,4       |
| Margen ordinario                         | 83.058         | 65,3         | 86.827         | 61,6         | 4,5         | 96.346         | 62,5         | 11,0       |
| Ingresos y gastos financieros            | 981            | 0,8          | 489            | 0,3          | -50,2       | -1.711         | -1,1         |            |
| Otros ingresos                           | 2.205          | 1,7          | 3.859          | 2,7          | 75,0        | 2.832          | 1,8          | -26,6      |
| Gastos de explotación                    | 59.720         | 47,0         | 67.979         | 48,2         | 13,8        | 73.715         | 47,8         | 8,4        |
| Margen de explotación                    | 26.524         | 20,9         | 23.196         | 16,5         | -12,5       | 23.752         | 15,4         | 2,4        |
| Saneamientos e insolvencias              | 3.963          | 3,1          | 4.611          | 3,3          | 16,4        | 4.487          | 2,9          | -2,7       |
| Otras partidas                           | -213           | -0,2         | -1.695         | -1,2         | 695,8       | -1.609         | -1,0         | -5,1       |
| Resultados antes de impuestos            | 22.348         | 17,6         | 16.890         | 12,0         | -24,4       | 17.656         | 11,5         | 4,5        |
| Impuesto sobre beneficios                | 8.853          | 7,0          | 7.333          | 5,2          | -17,2       | 7.640          | 5,0          | 4,2        |
| Resultados después de impuestos          | 13.495         | 10,6         | 9.557          | 6,8          | -29,2       | 10.016         | 6,5          | 4,8        |
| <b>PRO MEMORIA</b>                       |                |              |                |              |             |                |              |            |
| ROE (%)                                  | —              | 24,3         | —              | 14,7         | —           | —              | 14,3         | —          |

FUENTE: Banco de España.

Nota: Entidades existentes a última fecha.



### **Introducción**

Durante el tercer trimestre de 2005, la publicación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente reducida.

En primer lugar, se ha modificado la normativa de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito para adaptarla al nuevo entorno contable derivado de la adopción por parte de la Unión Europea de las normas internacionales de información financiera (en adelante, NIFF), aunque se mantiene —en lo sustancial— la actual definición de recursos propios computables y la base contable de cálculo de los riesgos.

En el área de la deuda pública, se ha actualizado la normativa sobre el régimen de los creadores de mercado, con el fin de facilitar su adaptación a los cambios que han operado en los mercados de deuda pública a lo largo de los dos últimos años.

Por otro lado, conforme se había previsto en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005, se ha autorizado a la Sociedad Española de Sistemas de Pago a que se encargue de la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica a partir del 1 de julio de 2005.

En el ámbito fiscal, se ha revisado el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades para adaptarlo a las nuevas normas contables sobre la cobertura del riesgo de crédito en las entidades financieras, en particular, teniendo en cuenta las nuevas circunstancias determinantes de la deducción fiscal de dicha coberturas.

Por último, se han realizado algunas precisiones en la normativa referente a las obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea.

### **Modificación de la normativa sobre determinación y control de los recursos propios mínimos**

La Ley 13/1992, de 1 de junio<sup>1</sup>, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, y la Orden de 30 de diciembre de 1992 introdujeron en nuestro ordenamiento jurídico buena parte de la normativa comunitaria reguladora de la solvencia de las entidades de crédito. El Banco de España, en el ejercicio de sus facultades, desarrolló y aplicó dicha normativa mediante la CBE 5/1993, de 26 de marzo<sup>2</sup>, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. En concreto, la CBE 5/1993 definía los conceptos contables que han de computar a efectos del cálculo de la solvencia de las entidades de crédito y sus grupos consolidables, sobre la base de las normas de valoración y presentación de estados financieros contenidas en la Circular 4/1991, de 14 de junio<sup>3</sup>, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito.

Más adelante, la CBE 4/2004, de 22 de diciembre<sup>4</sup>, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, por un lado, derogó la CBE 4/1991, y, por otro, modificó sustancialmente el régimen contable de las entidades de crédito españolas para adaptarlo al nuevo entorno contable derivado de la adopción por parte de la Unión Eu-

1. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», *Boletín Económico*, enero de 1993, Banco de España, pp. 65-71. 2. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1993», *Boletín Económico*, abril de 1993, Banco de España, pp. 88 y 89. 3. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1991», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1991, Banco de España, pp. 58 a 60. 4. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114.

ropea de las NIIF. Esta importante reforma ha justificado la revisión de la Circular 5/1993, que se ha llevado a cabo mediante la CBE 3/2005, de 30 de junio (BOE de 13 de julio), sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. No obstante, es preciso señalar que no ha alterado —en lo sustancial— ni la actual definición de recursos propios computables, ni la base contable de cálculo de los riesgos.

Respecto a los *recursos propios*, con independencia de su clasificación contable como pasivo financiero o como patrimonio neto, la Circular precisa los instrumentos que son computables como tales, y se introducen ajustes para pasar del patrimonio neto contable a la definición de capital regulatorio, evitando así el cómputo de elementos que no cumplen con los requisitos de disponibilidad total para absorción de pérdidas y permanencia exigidos por la legislación aplicable.

En cuanto a los elementos que componen los recursos propios, se añaden las *participaciones preferentes*<sup>5</sup>, reguladas en la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales mencionadas, con independencia de su contabilización o no como pasivo financiero.

En el apartado de las *deducciones de los recursos propios*, se revisan algunas de las partidas, como los resultados negativos de ejercicios anteriores, y las pérdidas del ejercicio corriente. En concreto, la Circular establece que se asimilará a los resultados negativos del ejercicio el saldo deudor (pérdidas) de cada una de las cuentas del patrimonio neto que reflejan ajustes por valoración de activos financieros disponibles para la venta, sean de valores representativos de deuda o de instrumentos de capital, o de activos no corrientes en venta, así como de los ajustes por valoración por diferencias de cambio que surjan por aplicación de lo dispuesto en la CBE 4/2004. También se asimilará a los resultados negativos el saldo deudor que pueda presentar la reserva de revalorización de activos a consecuencia de la aplicación de la CBE 4/2004.

Por el lado de los *riesgos*, se modifican la mayoría de los apartados para acomodarlos a la nueva nomenclatura de la CBE 4/2004. Asimismo, se precisa su valoración y los ajustes necesarios para pasar, en su caso, de los importes contenidos en los estados financieros individuales o consolidados reservados a la base de cálculo de los requerimientos de recursos propios. Con ello, se trata de evitar una modificación en el nivel de los requerimientos, bien porque contablemente se reflejen nuevos riesgos que no deben soportar requerimientos adicionales de capital, bien porque las nuevas normas de valoración incrementen o disminuyan su importe contable.

Dentro de los *grupos de riesgo y ponderaciones* de los activos, la Circular enumera nuevos activos que no quedarán sujetos a las ponderaciones establecidas en la CBE 5/1993. Son los

---

5. Las participaciones preferentes tienen que cumplir, entre otros, los siguientes requisitos: a) ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito y cuya actividad u objeto exclusivos sea la emisión de participaciones preferentes; b) tener derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo. El devengo de esta remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable; c) no otorgar a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión; d) no otorgar derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones; e) tener carácter perpetuo, aunque se pueda acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España, y f) cotizar en mercados secundarios organizados.

siguientes: a) activos derivados de cobertura; b) dividendos pasivos exigidos a los accionistas; c) comisiones por garantías financieras; d) ajustes a activos financieros por macrocoberturas; e) activos fiscales, siempre que el plazo previsible de recuperación no exceda de diez años, y f) los contratos de seguros vinculados a pensiones que, cumpliendo las restantes condiciones para ser considerados activos del plan, conforme a lo previsto en la CBE 4/2004, se hayan contabilizado en el activo de la *Entidad* exclusivamente por tener como contraparte una entidad aseguradora con el carácter de parte vinculada.

Otra de las modificaciones de la Circular hace referencia al *cálculo del coeficiente de solvencia*. Así, los activos y cuentas de orden se computarán por su valor en libros, según se define en la CBE 4/2004 (antes se computaba por su valor contable neto de los correspondientes fondos específicos), tomando en todo caso como base los importes recogidos en estados reservados, individuales y consolidados, y sin tener en cuenta determinados ajustes por valoración relacionados con operaciones de microcobertura con reflejo en el patrimonio neto, y con activos a valor razonable, salvo los referidos a cualquier tipo de activos cuando los ajustes se hayan reconocido a través de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Respecto a los requerimientos de recursos propios por *riesgo de cartera*, cabe reseñar que la Circular establece que no podrán incluirse en la cartera de negociación, o, en su caso, deberán excluirse los valores destinados a cubrir las cesiones a cuentas financieras, así como los valores dados en garantía durante un plazo superior a seis meses y siempre que no estén directamente relacionados con otros elementos incluidos en la cartera.

Finalmente, se revisan la mayoría de los estados que figuran en los anejos de la Circular para adaptarlos a la nueva normativa contable.

Las entidades de crédito disponían hasta el 1 de octubre de 2005 para remitir al Banco de España los estados correspondientes al primer semestre de 2005, con arreglo a los nuevos formatos y criterios establecidos en la Circular.

### **Nueva regulación de los creadores de mercado de la deuda del Estado**

La OM de 10 de febrero de 1999<sup>6</sup>, desarrollada por la Resolución de 11 de febrero de 1999, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro), estableció los principios básicos de la regulación de la figura de «creador de mercado de deuda pública del Reino de España<sup>7</sup>». Más adelante, la Resolución de 20 de febrero de 2002<sup>8</sup> redefinió las condiciones de colaboración de estas entidades con el Tesoro en lo que se refiere a la actividad de colocación de valores de deuda pública en el mercado primario y a su negociación en el mercado secundario. Posteriormente, la Resolución de 5 de marzo de 2003, del Tesoro, derogó la anterior con el fin de ampliar el alcance del ámbito de colaboración de los creadores de mercado para abarcar no solo el mercado de bonos y obligaciones del Estado, sino también al de letras del Tesoro, y así garantizar la liquidez de su mercado y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área del euro.

Recientemente se ha publicado la *Resolución de 20 de julio de 2005*, del Tesoro (BOE de 28 de julio), que actualiza el régimen de los creadores de mercado para facilitar su adaptación a los cambios que han operado en los mercados de deuda pública a lo largo de los dos últimos

---

6. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1999», *Boletín Económico*, abril de 1999, Banco de España, pp. 118-121. 7. Los creadores de mercado de deuda pública del Reino de España son aquellas entidades financieras miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones cuya función es favorecer la liquidez y el buen y ordenado funcionamiento del mercado español de deuda pública y cooperar con el Tesoro en la colocación y difusión exterior e interior de la deuda del Estado. 8. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2002», *Boletín Económico*, abril de 2002, Banco de España, pp. 138-140.

años. Además, pretende promocionar el mercado de valores segregados o «strips» y dar cobertura al acuerdo alcanzado por los Tesoros de la zona del euro representados en el seno del Subcomité de Mercados de Letras y Bonos de la Unión Europea, perteneciente al Comité Económico y Financiero (en adelante, CEF) de la Comisión Europea, acerca de la armonización de los sistemas de remisión de información de los creadores de mercado. Esta resolución deroga y sustituye a la de 5 de marzo de 2003.

A continuación se mencionan sucintamente las novedades más relevantes.

REQUISITOS PARA PODER  
ACCEDER A LA CONDICIÓN  
DE CREADOR DE MERCADO

Los requisitos para poder acceder a dicha condición son similares a lo expuesto en la Resolución anterior. Cabe destacar, entre otros, ser titular de cuenta de valores a nombre propio en Iberclear; cumplir los requisitos que se establezcan en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos; satisfacer determinadas condiciones económicas y jurídicas necesarias para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los sistemas organizados de negociación electrónica que determine el Tesoro, y actuar durante un período mínimo de un mes, demostrando en los mercados primario y secundario de letras del Tesoro que existe un compromiso semejante al que se requiere del conjunto de los creadores de mercado.

Derechos y obligaciones de los  
creadores de mercado de bonos  
y obligaciones del Estado

Se mantienen derechos similares respecto a la anterior Resolución, siendo, entre otros, los siguientes: participación en las subastas de bonos y obligaciones del Estado; acceso exclusivo a las segundas vueltas de las subastas de bonos y obligaciones del Estado; segregación y reconstitución de valores de deuda del Estado; operaciones de gestión y colocación de deuda que pueda realizar el Tesoro, tales como las emisiones sindicadas en euros, las operaciones de permuta financiera y las emisiones en divisas; recepción de información acerca de la política de financiación del Tesoro, y participación, en su caso, en la fijación de los objetivos de emisión de instrumentos del Tesoro a medio y largo plazo.

Del mismo modo, se mantienen las obligaciones aunque con algunas novedades. Continúan participando en las subastas de bonos y obligaciones del Estado, y garantizando la liquidez del mercado secundario de bonos y obligaciones y de valores segregados con las mismas especificaciones que en la normativa anterior.

Asimismo, el Tesoro podrá modificar las condiciones de cotización expresadas hasta ahora, así como las que aparecen en las letras siguientes, previa consulta con los creadores:

- a) Cada creador de mercado deberá cotizar obligatoriamente un mínimo de cuatro referencias (antes eran cinco), definidas como referencia del mercado o «benchmark», suprimiéndose las tres cestas adicionales de bonos y obligaciones establecidas en la normativa anterior.
- b) Cada creador deberá cotizar obligatoriamente un mínimo de cuatro principales segregados (antes eran dos principales y dos referencias adicionales, que podían ser bien *strips* o bien los dos bonos y obligaciones sustitutivos de los *strips*) de acuerdo con determinadas condiciones de diferencial máximo (expresado en puntos básicos de rentabilidad) y de volumen (en millones de euros).

También se establece, como novedad, que para la cotización de los principales segregados los creadores de mercado se podrán dividir en grupos. Así, en las reuniones con el Tesoro se podrán diseñar cestas, en las que se podrán incluir los principales segregados, cuya cotización será obligatoria, asignándose cada cesta a un grupo de creadores de mercado. Para la elabo-

ración de las cestas se tendrá en cuenta el vencimiento de las referencias que las compongan, de manera que sean similares en duración y liquidez. Las cestas se podrán modificar normalmente cada dos meses.

Por otro lado, deberán aportar la información que el Tesoro solicite sobre el mercado de deuda en general y sobre la actividad del creador en particular. Como novedad, se establece que, si en una subasta de bonos o de obligaciones un creador resulta adjudicatario de más del 40% del volumen emitido, este deberá comunicar al Tesoro los clientes que, en su caso, hayan participado en la subasta a través de él.

Finalmente, continuarán asegurando el buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan y evitando la realización de acciones que puedan afectar negativamente al mercado o a la deuda del Estado.

Derechos y obligaciones de los creadores de mercado de letras del Tesoro

Se mantienen los mismos derechos que en la anterior Resolución: acceso en exclusiva a una segunda vuelta de la subasta de letras del Tesoro; operaciones de gestión de deuda y tesorería que pueda realizar el Tesoro, tales como las subastas de liquidez del Tesoro; recepción de información acerca de la política de financiación del Tesoro; participación, en su caso, en la fijación de los objetivos de emisión de instrumentos del Tesoro a corto plazo, y representación en la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública, conjuntamente con los creadores de mercado de bonos y obligaciones.

Del mismo modo que en el caso anterior, se mantienen las mismas obligaciones, aunque con ciertas novedades: participarán en las subastas de letras del Tesoro y garantizarán la liquidez del mercado secundario de letras del Tesoro.

En las reuniones con el Tesoro se definirán las letras que se consideran referencia del mercado o «benchmark», pero se suprimen las dos cestas adicionales de letras, así como la correspondiente creación de los grupos homogéneos.

Finalmente, aportarán la información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda, en general, y sobre la actividad del creador, en particular, y se asegurarán del buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan y evitando la realización de acciones que puedan afectar negativamente al mercado o a la deuda del Estado.

Evaluación de los creadores de mercado

Al igual que en la normativa anterior, el Tesoro evaluará mensualmente, y de manera independiente, la actividad de los creadores de mercado en diferentes áreas especificadas en la Resolución. Como novedad, aparecen cinco nuevas áreas de evaluación:

1. Grado de participación en la negociación mensual de deuda pública realizada por creadores con entidades que no sean titulares de cuenta en Iberclear.
2. Actividad de segregación y reconstitución de valores segregables, así como negociación de los mismos.
3. Grado de participación en las operaciones de promoción interior y exterior de la deuda del Estado.
4. Grado de distribución de la deuda del Estado en países o zonas geográficas estratégicas calculado a partir de los informes que mensualmente remitirán los creadores de mercado al Tesoro.

5. Regularidad en el comportamiento de los creadores de mercado, con el fin de contribuir a que sus esfuerzos sean estables en el tiempo.

Por otro lado, se concretan, por primera vez, los casos en los que los creadores serán penalizados:

- a) Cuando las entidades no cumplan con la solicitud de información o de asesoramiento del Tesoro, cuando no asistan a las reuniones con el Tesoro, o cuando desarrollen acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o tener como fin último y único mejorar la evaluación que el Tesoro realice del creador.
- b) Cuando las peticiones presentadas en las subastas se desvien significativamente del precio o de la rentabilidad del mercado secundario existente cinco minutos antes de la celebración de la subasta, distorsionando el funcionamiento de esta.

Pérdida de la condición  
de creador de mercado

La condición de creador de mercado de letras del Tesoro se perderá por alguno de los siguientes motivos, contemplados en la anterior Resolución de 5 marzo: por renuncia de la propia entidad comunicada al Tesoro; por decisión del Tesoro cuando considere que la entidad no mantiene un compromiso adecuado y suficiente en el mercado de deuda pública o que ha incumplido las obligaciones en cuanto a esta norma durante tres meses consecutivos; y por decisión del Tesoro cuando una entidad incumpla el régimen de retenciones a cuenta contemplado en la normativa vigente que les sea de aplicación.

Además, como novedad, se podrá perder dicha condición:

Por decisión del Tesoro, cuando una entidad haya realizado acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o a la deuda del Estado o cuando su comportamiento sea considerado impropio de un creador de mercado, contrario a los intereses del Tesoro o al buen funcionamiento del mercado de deuda.

Cuando el Tesoro decida realizar una rotación en su grupo de creadores de mercado con el objetivo de dar acceso a nuevas entidades al grupo, incrementando o no su número. La elección de la entidad o entidades que perderán su condición de creador de mercado se realizará atendiendo a la evaluación realizada conforme a lo establecido en esta Resolución y a la composición de los grupos de creadores de mercado de letras y de bonos y obligaciones.

**Sociedad Española de  
Sistemas de Pago, SA:  
asunción de la gestión  
del Sistema Nacional de  
Compensación  
Electrónica**

La Ley 2/2004, de 27 de diciembre<sup>9</sup>, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005, en sus disposiciones adicionales, modificó la Ley 41/1999, de 12 de noviembre<sup>10</sup>, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores. En concreto, abordó la regulación de la Sociedad Española de Sistemas de Pago, SA (en adelante SESP), que sustituía al Servicio de Pagos Interbancarios, SA. La SESP tiene por objeto principal, entre otros: facilitar el intercambio, compensación y liquidación de órdenes de transferencia de fondos entre entidades de crédito, cualesquiera que sean los tipos de documentos, instrumentos de pago o transmisión de fondos que motiven las citadas órdenes de transferencia; facilitar la distribución, recogida y tratamiento de medios de pago a las entidades de crédito, y prestar servicios técnicos y operativos complementarios o accesorios a las actividades anteriores, así como cualesquiera otros requeridos para que la SESP colabore y coordine sus actividades en el ámbito de los

9. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», en *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 116-118. 10. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», en *Boletín Económico*, enero de 2000, Banco de España, pp. 67-69.



sistemas de pago. Asimismo, se preveía que asumiera la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante, SNCE) antes del 1 de julio de 2005.

Por este motivo, se ha publicado la *Resolución de 30 de junio de 2005* (BOE de 8 de julio), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, por la que se autoriza la asunción por parte de la *SESP* de la gestión del SNCE, con efectos de 30 de junio de 2005.

No obstante, la supervisión de la Sociedad seguirá siendo ejercida por el Banco de España, a quien corresponderá autorizar, con carácter previo a su adopción por los órganos correspondientes de la Sociedad, los estatutos sociales y sus modificaciones, así como las normas básicas de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. También será de aplicación a la Sociedad el régimen sancionador establecido en la Ley 26/1988, de 28 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las especificaciones que legalmente se determinen.

**Revisión del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades para adaptarlo a las nuevas normas contables sobre la cobertura del riesgo de crédito en las entidades financieras**

El texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo<sup>11</sup>, desarrollado por el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio<sup>12</sup>, preveía las correcciones por la pérdida de valor de los elementos patrimoniales, y regulaba la deducibilidad de las dotaciones para la cobertura del riesgo derivado de las posibles insolvencias de los deudores, estableciendo las normas relativas de este riesgo en las entidades financieras y las concernientes al importe de las dotaciones para su cobertura; todo ello en consonancia con las normas contenidas en la Circular 4/1991, de 14 de junio, del Banco de España, que regulaba las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito.

Dicha Circular fue derogada por la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, que entró en vigor el pasado 30 de junio de 2005, y modificó el régimen contable de las entidades de crédito españolas para adaptarlo al nuevo entorno contable derivado de la adopción por la Unión Europea de las NIIF, por lo que su aplicación afectará a los períodos impositivos a partir de este año.

En consecuencia, se ha hecho necesario una revisión del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, para adaptarlo a las nuevas normas contables sobre la cobertura del riesgo de crédito en las entidades financieras, lo que se ha llevado a efecto con la publicación del *Real Decreto 1122/2005, de 26 de septiembre* (BOE de 6 de octubre), por el que se modifican el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, en relación con la cobertura del riesgo de crédito en entidades financieras, y el Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea. Esta última modificación se comentará en el epígrafe siguiente.

En relación con el riesgo de insolvencia, la Circular 4/1991 distinguía una provisión específica, una provisión genérica (fondo de insolvencias para cubrir el riesgo crediticio) y una provisión estadística (fondo para la cobertura estadística de insolvencias). La Circular 4/2004, de 22 de diciembre, introduce un cambio sustantivo en la regulación de las provisiones, pero, al mismo tiempo, intenta mantener un alto grado de continuidad con la anterior, tanto en los objetivos contables buscados, de correcta valoración de las pérdidas en las carteras de crédito, como en los de supervisión y pruden-

11. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95. 12. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, octubre de 2004, Banco de España, pp. 137-139.

cia. Así, la Circular 4/2004 propone dos tipos de provisiones: la específica, que recoge el deterioro de activos identificados como dañados, y la genérica, que gira sobre toda la cartera de créditos.

De acuerdo con ello, el Real Decreto 1112/2005 regula las nuevas circunstancias determinantes de la deducción fiscal de las coberturas de crédito, así como su importe. En este sentido, se mantiene como norma general la deducibilidad de todas las dotaciones correspondientes a la cobertura del riesgo de crédito hasta el importe de las cuantías mínimas previstas en la Circular 4/2004 del Banco de España, pero se modifican algunas de las excepciones establecidas. En concreto, se admiten como deducibles las dotaciones que se hubieran practicado en los casos de pérdida o envilecimiento de la garantía, así como las practicadas conforme a lo establecido en el apartado 17.b) del anejo IX de la Circular 4/2004 que hacen referencia a las operaciones con garantía real. También se añade una nueva categoría de riesgo, el denominado «subestándar»<sup>13</sup>, recogido por primera vez en la Circular 4/2004, y se establecen las condiciones de deducibilidad por las dotaciones al mismo.

Finalmente, se añade un nuevo criterio de deducibilidad fiscal para la provisión genérica, incorporando un límite cuantitativo para ella. En este sentido, será deducible el importe de la cobertura genérica que no corresponda a riesgos contingentes, con el límite del resultado de aplicar el 1% sobre la variación positiva global en el período impositivo de los instrumentos de deuda clasificados como riesgo normal a que se refiere el anejo IX de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, excluidos los instrumentos de deuda sin riesgo apreciable, los valores negociados en mercados secundarios organizados, créditos cubiertos con garantía real y las cuotas pendientes de vencimiento de contratos de arrendamiento financiero sobre bienes inmuebles. La cobertura genérica que corresponda a riesgos contingentes será deducible en la parte que se haya dotado por aplicación del parámetro alfa a que se refiere el apartado 29.b) de dicho anejo IX<sup>14</sup>.

**Modificación de la normativa referente a las obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea**

El Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio<sup>15</sup>, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea, incorporó al ordenamiento jurídico interno la Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses. En este sentido, establecía que el intercambio de información se aplicaría a todas las rentas sujetas a suministro de información que se pagasen o se abonasen a partir de 1 de julio de 2005, con independencia de que se hubieran devengado o no de esa fecha en adelante.

Más tarde, el Consejo ECOFIN acordó, en sesión celebrada el día 12 de abril de 2005, que la Directiva se aplicaría a todos los pagos de intereses devengados a partir del 1 de julio de 2005, por lo que se ha procedido a adaptar el Real Decreto 1778/2004, mediante el anteriormente citado *Real Decreto 1122/2005, de 26 de septiembre*, que mantiene la entrada en vigor del día 1 de julio de 2005, pero se aplicará a todas las rentas sujetas a suministro de información que se paguen o abonen a partir de dicha fecha, excluyendo la parte proporcionalmente devengada con anterioridad.

7.10.2005.

<sup>13</sup>. El riesgo subestándar comprende todos los instrumentos de deuda y riesgos contingentes que, sin cumplir los criterios para clasificarlos individualmente como dudosos o fallidos, presentan debilidades que pueden suponer asumir pérdidas por la entidad superiores a las coberturas por deterioro de los riesgos en seguimiento especial. En esta categoría se incluyen, entre otras: las operaciones de clientes que forman parte de colectivos en dificultades (tales como los residentes en una determinada área geográfica con un ámbito inferior al país, o los pertenecientes a un sector económico concreto, que estén atravesando dificultades económicas), para los que se estiman pérdidas globales superiores a las que corresponden a las categorías descritas en las letras anteriores, y las operaciones no documentadas adecuadamente. <sup>14</sup>. El método de estimación de la cobertura genérica que se recoge en el anejo IX de la CBE 4/2004, de forma que el parámetro alfa tiene en cuenta la pérdida inherente histórica y los ajustes para adaptarlos a las circunstancias económicas actuales. <sup>15</sup>. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, octubre de 2004, Banco de España, p. 135.



*El Servicio de Estudios ha publicado un libro sobre «El análisis de la economía española», editado por Alianza Editorial. Aquí se reproducen las palabras de José Luis Malo de Molina en el acto de presentación del mismo, en las que se resumen los objetivos y el contenido de la obra.*

Como es bien sabido, el cumplimiento de las finalidades que tiene atribuidas el Banco de España requiere un seguimiento riguroso del comportamiento de la economía española y la elaboración de previsiones, así como la valoración de las alternativas de política económica, la formulación de propuestas y recomendaciones y la fundamentación de la comunicación. El libro que presentamos está centrado en los métodos de análisis que emplea el Servicio de Estudios para el desempeño de dichas funciones. En su presentación me voy a referir a tres cuestiones básicamente: la naturaleza y objetivos del proyecto que ha dado lugar al libro; el enfoque metodológico que emplea el Servicio de Estudios, con especial referencia a las previsiones económicas; y la ordenación temática de los contenidos.

### **La naturaleza y objetivos del libro**

Es un libro que versa principalmente sobre herramientas: el uso de la información disponible, sobre todo en forma de datos estadísticos, y de los modelos analíticos y empíricos que se emplean para interpretarlos. Es verdad que también descende a sus aplicaciones y a los resultados que se obtienen en diferentes áreas y a sus implicaciones de política económica. Y, obviamente, aquí se incluyen los grandes temas del análisis de la economía española que viene haciendo el Banco de España, como el patrón de crecimiento, la intensidad en la creación de empleo, la pérdida de competitividad, la persistencia de los diferenciales de inflación, el escaso dinamismo de la productividad, el endeudamiento de las familias, la subida del precio de la vivienda y el papel de la política fiscal y de las reformas estructurales. Son temas muy conocidos, que en el libro son tratados desde el prisma del soporte analítico y empírico de los mismos, porque el centro de la obra son los métodos de análisis.

No es algo nuevo que el Banco divulgue sus métodos de análisis. Estos se han venido difundiendo y publicando desde antiguo, aunque de manera irregular y dispersa, en Documentos de Trabajo, artículos del Boletín, recuadros de informes, etc. Lo que hay de nuevo en este libro es un esfuerzo de revisión global y de síntesis, que se ha aprovechado para poner al día el aparato analítico con un formato susceptible de divulgación. Pretende ser un instrumento de transparencia y de debate con la comunidad académica y profesional, que sirva para contrastar la relativa solidez del análisis y que contribuya a su enriquecimiento. También aspiramos, por qué no decirlo, a que el libro pueda ser utilizado como instrumento pedagógico en las materias de análisis aplicado a la economía española. Se ha tratado de responder al tipo de pregunta que más usualmente recibe el Servicio de Estudios, tanto interna como externamente: ¿En qué se basan las apreciaciones analíticas, las previsiones o las recomendaciones de política que se formulan en sus informes o documentos? Obviamente, no es posible una contestación genérica y universalmente válida a tan importante pregunta. Las posibles respuestas, siempre parciales, limitadas e inevitablemente insatisfactorias, parten, en todo caso, del sistema analítico que el libro pretende divulgar.

El trabajo realizado suministra una foto fija, referida al momento actual, del estado del arte de las técnicas analíticas que se emplean, ya que estas están en constante evolución y cabe esperar que sigan siendo mejoradas en el futuro inmediato, gracias, entre otras razones, a la capacidad de los profesionales del Servicio de Estudios para mantenerse en la vanguardia del avance investigador en economía aplicada.

En cierto sentido, este nuevo libro puede considerarse como una prolongación del esfuerzo que se hizo para sintetizar y difundir la estrategia de objetivos de inflación que siguió el Banco de España durante la convergencia para la entrada en el euro, en el libro *La política monetaria y la inflación en España*. Como aquel, este es un libro de autoría colectiva, de todo el Servicio de Estudios, resultado del trabajo en equipo, que es la única manera en la que se puede hacer buena economía aplicada en nuestros días, pues para ello se requiere la conjunción de una amplia gama de especialistas en áreas crecientemente sofisticadas. También es fruto de la fecunda tradición de los analistas que han ido pasando por el Servicio de Estudios y, sobre todo, de los que hicieron posible la actual realidad del Servicio de Estudios. Creo que puedo expresar en nombre de los autores del libro nuestro agradecimiento a todos ellos y, en especial, a Luis Ángel Rojo, que, además, prologa la obra. Un libro del Servicio de Estudios como este sin la presencia de Luis Ángel Rojo habría estado mutilado en una de sus raíces fundamentales.

### ***Los métodos de análisis del Servicio de Estudios***

A la hora de presentar el contenido de un trabajo como este es importante clarificar el enfoque analítico propio de una institución como el Banco de España y, por lo tanto, es imprescindible referirse a algunas cuestiones metodológicas. En principio, el ámbito de las funciones analíticas de un banco central es muy amplio, casi tan vasto como la propia economía aplicada. El objetivo del Banco de conocer la realidad económica y fundamentar las decisiones de política económica coincide, en última instancia, con los fines de la economía como ciencia social, que tiene, como es sabido, una naturaleza eminentemente prescriptiva. Los análisis aplicados pueden perseguir una gran variedad de finalidades, que dependen de los objetivos de las instituciones o agentes que lo realicen. El enfoque analítico de los bancos centrales tiene una especialización derivada de las funciones institucionales que tienen encomendadas, que están estrechamente relacionadas con la estabilidad macroeconómica y financiera; la formación de precios y los determinantes de la inflación; y el papel de las variables financieras en el comportamiento de los agentes.

De ello se deriva una orientación predominantemente macroeconómica, que no debe entenderse como una reducción al análisis de la coyuntura, sino que también abarca cuestiones como los determinantes del crecimiento a medio y largo plazo, lo que incluye los rasgos estructurales de la economía; los fundamentos microeconómicos que subyacen al comportamiento de los agentes; y el marco institucional y regulatorio en el que se desenvuelven los mercados, las Administraciones, las empresas y las familias. La aplicación del análisis teórico a las realidades económicas concretas no puede hacerse si no se conoce el entramado institucional y sus raíces históricas.

Los sesgos de especialización del Banco no determinan la existencia de una metodología específica o diferenciada, sino que comparten los principales rasgos de los enfoques académicos; particularmente, el recurso a planeamientos analíticos rigurosos y el empleo de un amplio espectro de técnicas de trabajo empírico y econométrico. Ahora bien, dentro de la gran diversidad de enfoques teóricos y empíricos disponibles, el Banco de España no se adscribe a una corriente metodológica definida, sino que recurre a una base analítica plural y evolutiva, utilizando enfoques competitivos de forma complementaria. Este cierto eclecticismo es una forma de aproximación legítima para obtener una visión lo más completa y plausible de la realidad sobre la que actúa el Banco.

### ***Las previsiones económicas***

Las técnicas de tratamiento de series y de modelización económica con fines predictivos ocupan un lugar destacado. La razón de ello estriba en que la política macroeconómica y financiera de un banco central tiene que desenvolverse en un entorno de información insuficiente y elevada incertidumbre, y la mejor forma de manejar los riesgos inherentes a las mismas es mediante la elaboración de previsiones económicas, que proyectan hacia distintos

horizontes temporales futuros los rasgos y tendencias del presente. El esquema del libro bascula, por tanto, sobre el sistema de previsión económica que emplea el Servicio de Estudios.

La previsión económica se basa en la utilización de modelos econométricos de diversa base metodológica, porque es la mejor forma de utilizar con rigor la información disponible y reducir la discrecionalidad interpretativa. Pero no hay modelos perfectos. Son siempre una representación estilizada de la realidad, que inevitablemente incorpora aspectos incorrectos. La previsión no es una ciencia exacta. Es una mezcla de los resultados que se derivan de los modelos estimados con juicios de los analistas basados en su capacidad y experiencia y en los que estos se juegan su reputación. No existe un modelo universalmente válido que permita integrar todos los ingredientes de la previsión económica. Es inevitable que el juicio de los analistas intervenga en diversas fases del análisis y de la previsión: en la selección y el tratamiento de la información estadística; en la selección y especificación de modelos y en su combinación; en la jerarquización de los diferentes resultados.

Este libro pretende desvelar, hasta donde es posible, la forma en que el Servicio de Estudios trata de cruzar la brecha —el abismo según algunos autores— que existe entre el tratamiento de las predicciones en los manuales de estadística y la forma en que estas son realizadas en el mundo real por los analistas.

#### **Ordenación temática de los contenidos**

Respecto a la ordenación temática de los contenidos, no es posible, en este formato, hacer ni siquiera una mención a cada uno de los diecinueve capítulos del libro que hiciera mínima justicia a sus aportaciones y al esfuerzo y mérito de sus autores, por lo que me limitaré a enunciar el contenido de los cinco bloques en los que se han estructurado.

En el primer bloque se establece el marco general de la obra. Junto a la profundización en las consideraciones metodológicas que les acabo de hacer, se abordan las profundas implicaciones que la integración en un área monetaria tiene para el seguimiento y análisis de la economía española, así como una síntesis de los grandes rasgos básicos de la misma, desde la perspectiva de la modernización experimentada en las últimas décadas.

En el segundo bloque se tratan de forma general los principales elementos analíticos: las fuentes estadísticas y los instrumentos de previsión y de modelización. Se hace un repaso global del marco de la estadística económica española y de los principales problemas que plantea su utilización en el análisis económico aplicado, y se referencia a un extenso anejo de notas al final del libro para el análisis de las estadísticas más relevantes. En el apartado de las técnicas estadísticas y econométricas de previsión se exponen las herramientas de proyección a corto plazo y la forma en que se emplean tanto el modelo trimestral del Banco de España como diversos modelos satélites en la formulación de las previsiones.

El tercer bloque está dedicado a las políticas monetarias y fiscales. En el caso de la política monetaria, se abordan los mecanismos de transmisión de la política monetaria única al conjunto del área del euro y a la economía española. En la política fiscal se tratan las reglas de disciplina y las técnicas para el análisis de su impacto en la economía.

La cuarta parte está centrada en el funcionamiento de la economía, siguiendo la estructura de los ejercicios de previsión y de los informes regulares del Banco. Se parte del contexto externo, en el que tiene especial importancia el análisis del área del euro, y de la demanda exterior neta. Se otorga prioridad a la aproximación desde las decisiones de gasto de los agentes, de acuerdo con la riqueza de la información disponible y con la orientación preferente del Banco

a las vías por las que actúan las variables monetarias y financieras. Se vincula el tratamiento por el lado de la oferta con el análisis del mercado de trabajo y se concede una especial atención a la formación de precios y al análisis de la inflación.

El libro termina con un bloque dedicado a los aspectos estructurales más relevantes para el análisis de la economía, entre los que se incluyen la productividad y el crecimiento potencial, la competitividad y las políticas de corte microeconómico, entre otras.

Para terminar, me gustaría decir que hemos hecho este libro con la ilusión de contribuir a la continuación y al enriquecimiento de la tradición analítica del Banco de España y, por lo tanto, a la eficacia en el desempeño de las funciones que tiene encomendadas. Porque la capacidad analítica de un banco central es un ingrediente fundamental de su reputación, de la eficacia de sus políticas y recomendaciones y de su capacidad de persuasión social.

En este sentido, me ha parecido pertinente, en relación con los propósitos de este trabajo, una cita literaria extraída de la última novela de Paul Auster, *La noche del oráculo*. Dice el autor: «[...] puede que el escribir se reduzca a eso. No a consignar los hechos del pasado, sino a hacer que ocurran cosas en el futuro». En nuestro caso, podríamos decir que escribimos sobre la economía española para tratar de influir sobre su futuro.

21.10.2005.

## INDICADORES ECONÓMICOS



## ÍNDICE

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

### PRINCIPALES

#### MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. 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<br>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,<br>COMERCIO EXTERIOR<br>Y POSICIÓN DE INVERSIÓN<br>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).

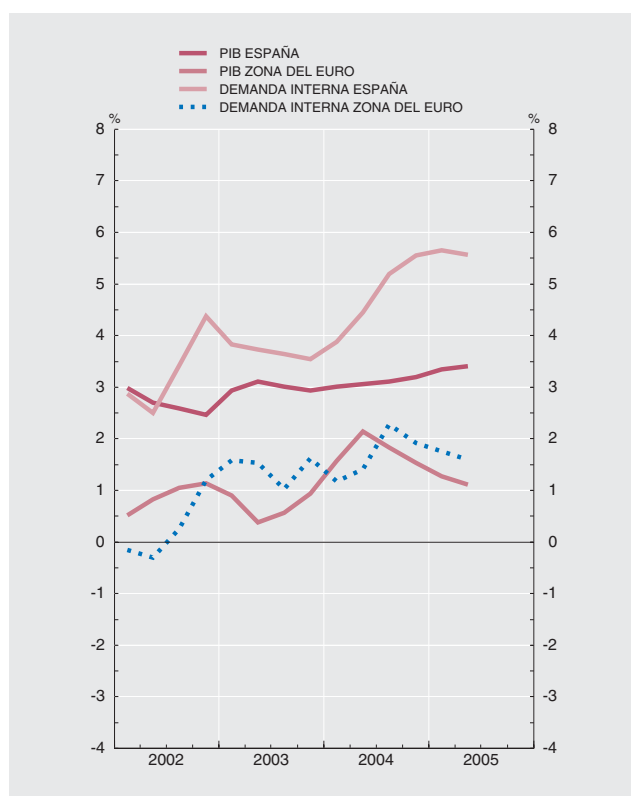
# 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

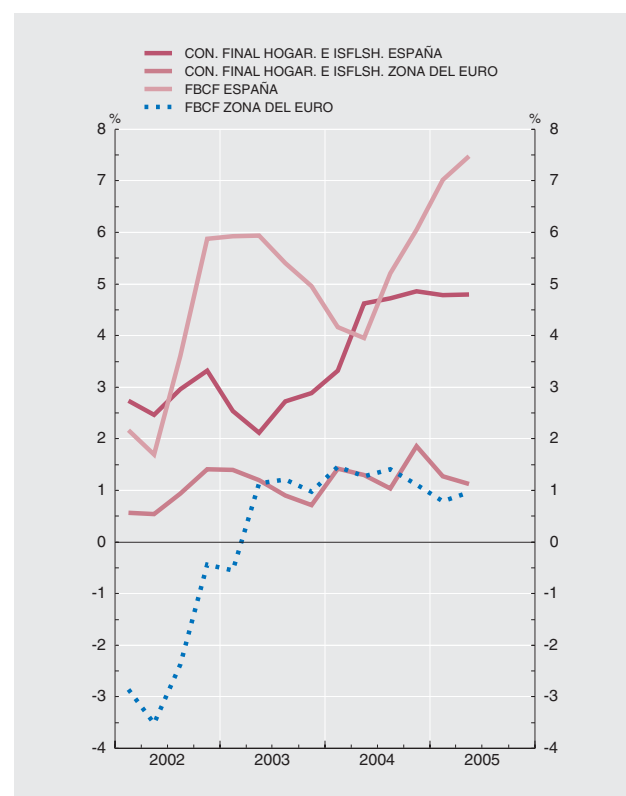
Tasas de variación interanual

|        |   | PIB    |               | Consumo final de los hogares y de las ISFLSH |                   | Consumo final de las AAPP |                   | Formación bruta de capital fijo |               | Demanda interna |               | Exportaciones de bienes y servicios |                   | Importaciones de bienes y servicios |                   | Pro memoria: PIB pm precios corrientes (e) |               |
|--------|---|--------|---------------|--|-------------------|---------------------------|-------------------|---------------------------------|---------------|-----------------|---------------|-------------------------------------|-------------------|-------------------------------------|-------------------|--|---------------|
|        |   | España | Zona del euro | España                                       | Zona del euro (b) | España                    | Zona del euro (c) | España                          | Zona del euro | España          | Zona del euro | España                              | Zona del euro (d) | España                              | Zona del euro (d) | España                                     | Zona del euro |
|        |   | 1      | 2             | 3  | 4                 | 5                         | 6                 | 7                               | 8             | 9               | 10            | 11                                  | 12                | 13                                  | 14                | 15   | 16            |
| 02     | P | 2,7    | 0,9           | 2,9  | 0,9               | 4,5                       | 2,5               | 3,3                             | -2,3          | 3,3             | 0,2           | 1,8                                 | 1,9               | 3,9                                 | 0,3               | 729  | 7 122         |
| 03     | P | 3,0    | 0,7           | 2,6  | 1,1               | 4,8                       | 1,5               | 5,5                             | 0,7           | 3,7             | 1,4           | 3,6                                 | 0,7               | 6,0                                 | 2,7               | 781  | 7 327         |
| 04     | P | 3,1    | 1,8           | 4,4  | 1,4               | 6,0                       | 1,1               | 4,9                             | 1,3           | 4,8             | 1,7           | 3,3                                 | 6,0               | 9,3                                 | 6,1               | 837  | 7 601         |
| 02 /// | P | 2,6    | 1,0           | 3,0  | 0,9               | 4,6                       | 2,6               | 3,6                             | -2,4          | 3,4             | 1,0           | 1,8                                 | 3,3               | 4,6                                 | 1,3               | 184  | 1 791         |
| IV     | P | 2,5    | 1,1           | 3,3  | 1,4               | 4,2                       | 2,3               | 5,9                             | -0,4          | 4,4             | 1,1           | 4,5                                 | 3,5               | 10,3                                | 3,8               | 186  | 1 802         |
| 03 /   | P | 2,9    | 0,9           | 2,5  | 1,4               | 4,9                       | 1,7               | 5,9                             | -0,6          | 3,8             | 0,9           | 5,7                                 | 2,2               | 6,5                                 | 4,2               | 190  | 1 810         |
| II     | P | 3,1    | 0,4           | 2,1  | 1,2               | 4,6                       | 1,3               | 5,9                             | 1,1           | 3,7             | 0,4           | 3,0                                 | -1,1              | 5,5                                 | 1,9               | 194  | 1 819         |
| III    | P | 3,0    | 0,6           | 2,7  | 0,9               | 4,6                       | 1,7               | 5,4                             | 1,2           | 3,6             | 0,6           | 3,5                                 | 0,6               | 7,1                                 | 1,8               | 197  | 1 843         |
| IV     | P | 2,9    | 0,9           | 2,9  | 0,7               | 5,0                       | 1,4               | 5,0                             | 1,0           | 3,5             | 0,9           | 2,4                                 | 1,0               | 5,0                                 | 2,8               | 200  | 1 855         |
| 04 /   | P | 3,0    | 1,6           | 3,3  | 1,4               | 5,0                       | 1,4               | 4,2                             | 1,5           | 3,9             | 1,6           | 4,0                                 | 3,7               | 7,4                                 | 2,8               | 203  | 1 876         |
| II     | P | 3,1    | 2,1           | 4,6  | 1,3               | 5,9                       | 1,4               | 4,0                             | 1,3           | 4,4             | 2,1           | 3,3                                 | 7,9               | 9,2                                 | 6,2               | 208  | 1 898         |
| III    | P | 3,1    | 1,8           | 4,7  | 1,0               | 6,7                       | 1,1               | 5,2                             | 1,4           | 5,2             | 1,8           | 3,7                                 | 6,4               | 10,4                                | 7,9               | 212  | 1 909         |
| IV     | P | 3,2    | 1,5           | 4,9  | 1,9               | 6,4                       | 0,6               | 6,1                             | 1,1           | 5,6             | 1,5           | 2,3                                 | 6,1               | 10,2                                | 7,4               | 215  | 1 918         |
| 05 /   | P | 3,3    | 1,3           | 4,8  | 1,3               | 5,5                       | 0,9               | 7,0                             | 0,8           | 5,7             | 1,3           | -1,9                                | 3,7               | 5,6                                 | 5,1               | 219  | 1 934         |
| II     | P | 3,4    | 1,1           | 4,8  | 1,1               | 4,6                       | 0,9               | 7,5                             | 1,0           | 5,6             | 1,1           | 1,9                                 | 3,2               | 8,0                                 | 4,6               | 224  | 1 948         |

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. Zona del euro, consumo privado.

c. Zona del euro, consumo público.

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

e. Miles de millones de euros.

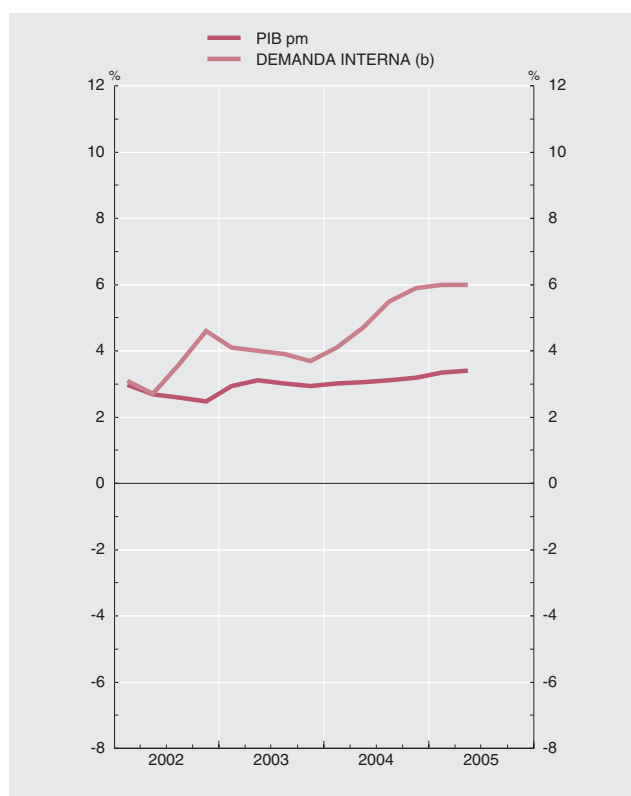
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

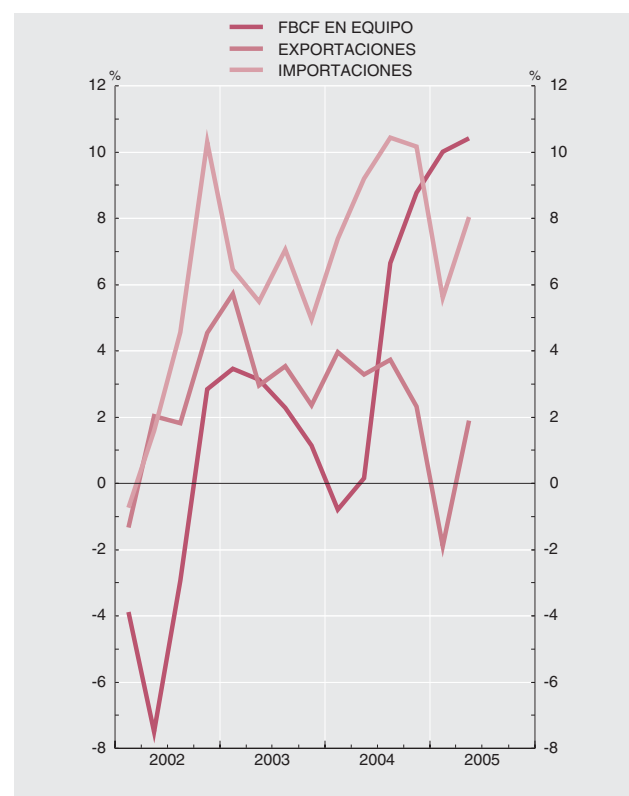
Tasas de variación interanual

|        |   | 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 interna (b) | PIB |
|        |   | 1                               | 2      | 3            | 4               | 5                            | 6                                 | 7      | 8  | 9         | 10                                | 11     | 12  | 13        | 14                  | 15  |
| 02     | P | 3,3                             | -2,9   | 6,2          | 5,0             | 0,0                          | 1,8                               | 3,4    | -6,5   | 4,4       | 3,9                               | 4,4    | 1,8   | 1,5       | 3,5                 | 2,7 |
| 03     | P | 5,5                             | 2,5    | 6,3          | 7,7             | -0,0                         | 3,6                               | 5,0    | 0,5  | 1,2       | 6,0                               | 6,4    | 5,1   | 4,1       | 3,9                 | 3,0 |
| 04     | 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  | 3,6       | 5,1                 | 3,1 |
| 02 /// | P | 3,6                             | -2,9   | 6,9          | 4,3             | 0,1                          | 1,8                               | 3,9    | -7,9   | 4,2       | 4,6                               | 4,9    | 3,6   | 3,4       | 3,6                 | 2,6 |
| IV     | P | 5,9                             | 2,8    | 7,1          | 7,1             | 0,2                          | 4,5                               | 7,0    | -4,1   | 3,5       | 10,3                              | 11,9   | 1,2   | 4,3       | 4,6                 | 2,5 |
| 03 /   | P | 5,9                             | 3,5    | 6,8          | 7,6             | 0,0                          | 5,7                               | 8,1    | -2,1   | 4,0       | 6,5                               | 6,6    | 0,8   | 6,6       | 4,1                 | 2,9 |
| II     | P | 5,9                             | 3,1    | 6,4          | 8,6             | 0,0                          | 3,0                               | 2,9    | 4,8  | 1,6       | 5,5                               | 5,8    | 3,6   | 4,4       | 4,0                 | 3,1 |
| III    | P | 5,4                             | 2,3    | 6,0          | 8,3             | -0,0                         | 3,5                               | 5,0    | 0,2  | 0,4       | 7,1                               | 8,0    | 5,7   | 2,8       | 3,9                 | 3,0 |
| IV     | P | 5,0                             | 1,1    | 6,1          | 6,6             | -0,1                         | 2,4                               | 4,0    | -1,0   | -1,3      | 5,0                               | 5,3    | 10,1  | 2,7       | 3,7                 | 2,9 |
| 04 /   | P | 4,2                             | -0,8   | 6,1          | 4,7             | 0,1                          | 4,0                               | 5,3    | 1,1  | 1,5       | 7,4                               | 7,7    | 17,4  | 4,3       | 4,1                 | 3,0 |
| II     | P | 4,0                             | 0,2    | 5,6          | 3,2             | 0,0                          | 3,3                               | 5,5    | -4,7   | 2,0       | 9,2                               | 9,9    | 20,2  | 4,2       | 4,7                 | 3,1 |
| III    | P | 5,2                             | 6,7    | 5,3          | 3,6             | -0,0                         | 3,7                               | 4,8    | 0,6  | 2,5       | 10,4                              | 11,5   | 20,5  | 3,4       | 5,5                 | 3,1 |
| IV     | P | 6,1                             | 8,8    | 5,1          | 5,9             | -0,0                         | 2,3                               | 1,9    | 2,8  | 4,4       | 10,2                              | 11,1   | 24,0  | 2,6       | 5,9                 | 3,2 |
| 05 /   | P | 7,0                             | 10,0   | 5,7          | 7,3             | -0,0                         | -1,9                              | -2,0   | -3,4   | 0,1       | 5,6                               | 7,0    | 24,5  | -6,0      | 6,0                 | 3,3 |
| II     | P | 7,5                             | 10,4   | 5,8          | 8,7             | 0,0                          | 1,9                               | 2,6    | -1,4   | 1,3       | 8,0                               | 8,5    | 26,9  | 0,1       | 6,0                 | 3,4 |

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.

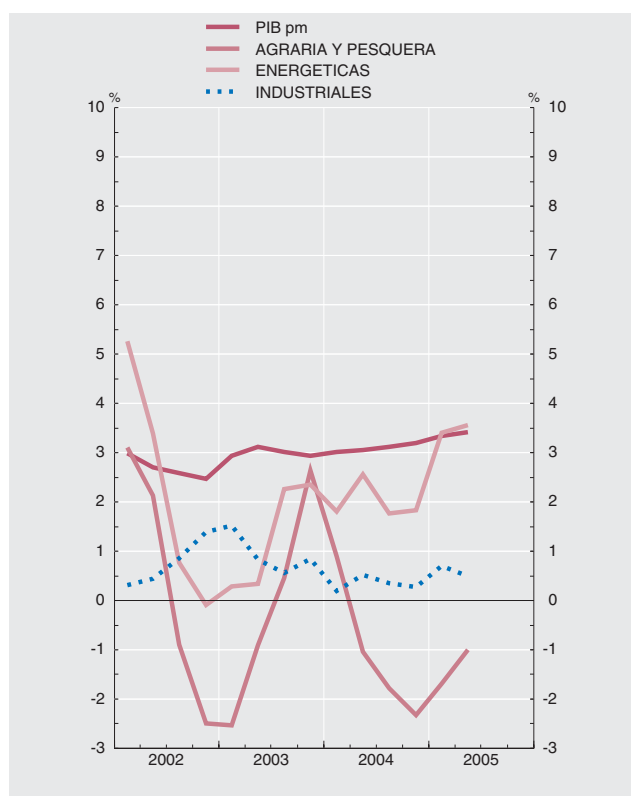
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

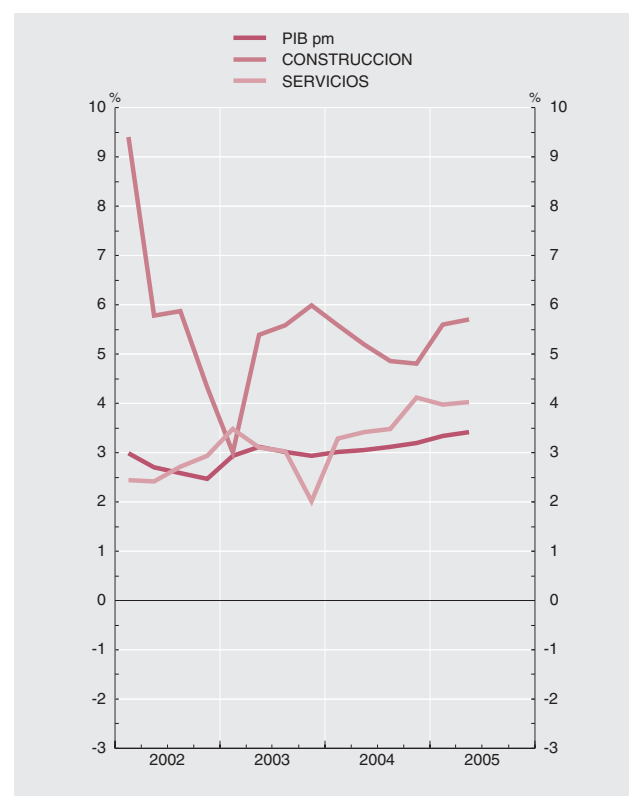
Tasas de variación interanual

|        |   | 1  | 2                        | 3                 | 4                  | 5            | Ramas de los servicios |                      |                         | 9                           | 10   | 11  |
|--------|---|--|--------------------------|-------------------|--------------------|--------------|------------------------|----------------------|-------------------------|-----------------------------|--|---|
|        |   |  |                          |                   |                    |              | Total                  | Servicios de mercado | Servicios no de mercado |                             |  |   |
|        |   | Producto interior bruto a precios de mercado | Ramas agraria y pesquera | Ramas energéticas | Ramas industriales | Construcción |                        |                      |                         | IVA que grava los productos | Impuestos netos sobre productos importados | Otros impuestos netos sobre los productos |
| 02     | P | 2,7  | 0,4                      | 2,3               | 0,7                | 6,3          | 2,6                    | 2,6                  | 2,7                     | 2,3                         | -0,3                                       | 8,1                                       |
| 03     | P | 3,0  | -0,1                     | 1,3               | 0,9                | 5,0          | 2,9                    | 2,6                  | 4,2                     | 5,3                         | 6,6  | 9,5                                       |
| 04     | P | 3,1  | -1,1                     | 2,0               | 0,3                | 5,1          | 3,6                    | 3,6                  | 3,6                     | 2,5                         | 12,0                                       | 6,5                                       |
| 02 /// | P | 2,6  | -0,9                     | 0,8               | 0,9                | 5,9          | 2,7                    | 2,5                  | 3,4                     | 0,6                         | 1,1  | 10,0                                      |
| 04 /// | P | 2,5  | -2,5                     | -0,1              | 1,4                | 4,3          | 2,9                    | 3,0                  | 2,6                     | -1,9                        | 1,9  | 9,5                                       |
| 03 /   | P | 2,9  | -2,5                     | 0,3               | 1,5                | 3,0          | 3,5                    | 3,1                  | 5,0                     | 1,3                         | 4,5  | 10,4                                      |
| 03 //  | P | 3,1  | -0,9                     | 0,3               | 0,8                | 5,4          | 3,1                    | 2,8                  | 4,2                     | 7,1                         | 5,5  | 7,3                                       |
| 03 /// | P | 3,0  | 0,4                      | 2,3               | 0,6                | 5,6          | 3,0                    | 2,9                  | 3,6                     | 4,3                         | 8,1  | 8,2                                       |
| 03 /// | P | 2,9  | 2,6                      | 2,3               | 0,8                | 6,0          | 2,0                    | 1,5                  | 3,9                     | 8,8                         | 8,4  | 12,1                                      |
| 04 /   | P | 3,0  | 0,9                      | 1,8               | 0,2                | 5,6          | 3,3                    | 3,3                  | 3,4                     | 1,3                         | 12,4                                       | 9,5                                       |
| 04 //  | P | 3,1  | -1,0                     | 2,6               | 0,5                | 5,2          | 3,4                    | 3,4                  | 3,3                     | 0,1                         | 12,9                                       | 10,6                                      |
| 04 /// | P | 3,1  | -1,8                     | 1,8               | 0,4                | 4,9          | 3,5                    | 3,5                  | 3,5                     | 4,7                         | 10,8                                       | 6,2                                       |
| 04 /// | P | 3,2  | -2,3                     | 1,8               | 0,3                | 4,8          | 4,1                    | 4,1                  | 4,3                     | 3,9                         | 12,0                                       | 0,3                                       |
| 05 /   | P | 3,3  | -1,7                     | 3,4               | 0,7                | 5,6          | 4,0                    | 4,0                  | 4,0                     | 4,2                         | 6,6  | -0,6                                      |
| 05 //  | P | 3,4  | -1,0                     | 3,6               | 0,5                | 5,7          | 4,0                    | 4,3                  | 3,2                     | 4,5                         | 2,0  | -0,8                                      |

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).

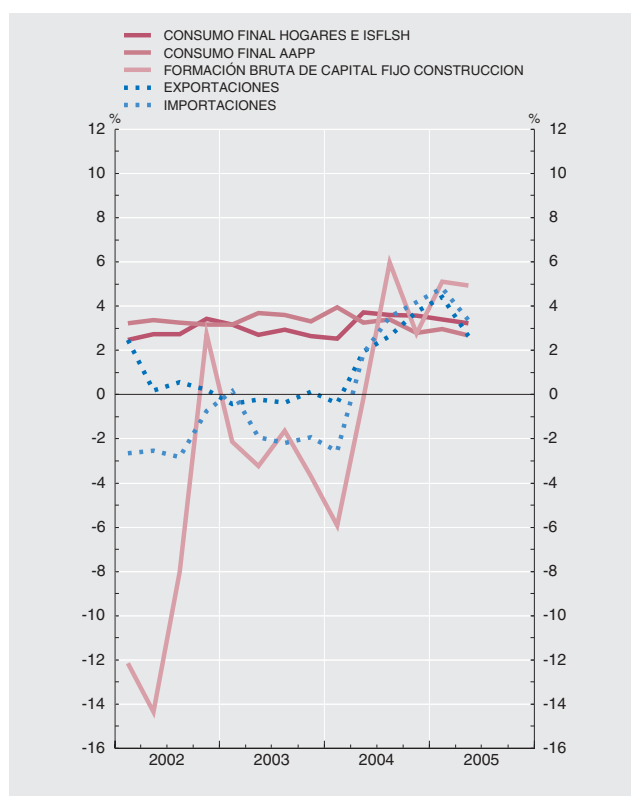
# 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

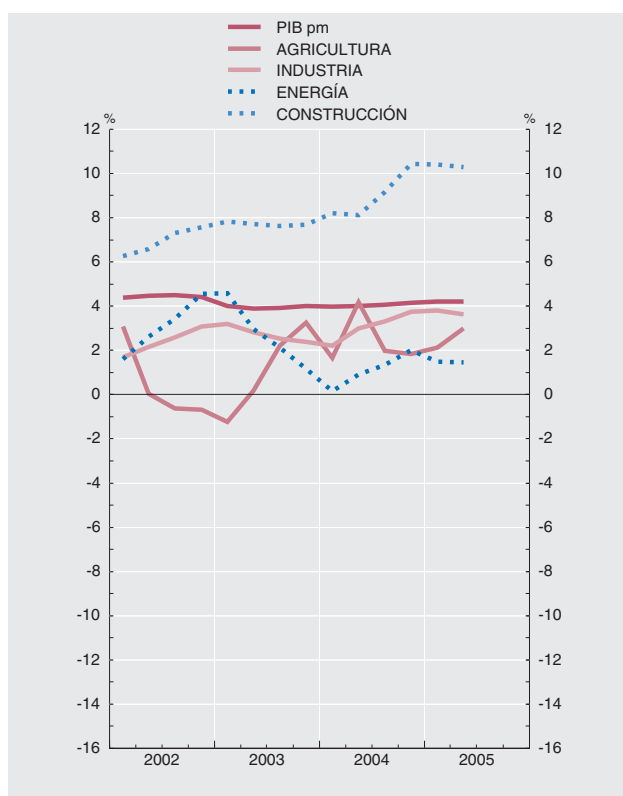
Tasas de variación interanual

|                         |   | Componentes de la demanda                    |                           |                                 |              |                 |                                   |                                   | Ramas de actividad                           |                          |                   |                    |              |                        |                      |
|-------------------------|---|--|---------------------------|---------------------------------|--------------|-----------------|-----------------------------------|-----------------------------------|--|--------------------------|-------------------|--------------------|--------------|------------------------|----------------------|
|                         |   | Consumo final de los hogares y de las ISFLSH | Consumo final de las AAPP | Formacion bruta de capital fijo |              |                 | Exportación de bienes y servicios | Importación de bienes y servicios | Producto interior bruto a precios de mercado | Ramas agraria y pesquera | Ramas Energeticas | Ramas Industriales | Construcción | De los que             |                      |
|                         |   |  |                           | Bienes                          | Construccion | Otros productos |                                   |                                   |  |                          |                   |                    |              | Ramas de los servicios | Servicios de mercado |
|                         |   | 1  | 2                         | 3                               | 4            | 5               | 6                                 | 7                                 | 8  | 9                        | 10                | 11                 | 12           | 13                     | 14                   |
| 02                      | P | 2,9  | 3,3                       | 2,1                             | -7,9         | 10,1            | 0,9                               | -2,2                              | 4,4  | 0,4                      | 3,1               | 2,4                | 6,9          | 5,0                    | 5,5                  |
| 03                      | P | 2,8  | 3,4                       | 1,7                             | -2,7         | 10,5            | -0,2                              | -1,5                              | 4,0  | 1,1                      | 2,7               | 2,7                | 7,7          | 3,7                    | 3,8                  |
| 04                      | P | 3,4  | 3,3                       | 1,8                             | 0,7          | 10,4            | 2,0                               | 1,8                               | 4,1  | 2,4                      | 1,1               | 3,1                | 9,0          | 3,4                    | 3,3                  |
| 02 /// IV               | P | 2,7  | 3,3                       | 1,2                             | -8,0         | 11,6            | 0,6                               | -2,8                              | 4,5  | -0,6                     | 3,4               | 2,6                | 7,3          | 4,9                    | 3,5                  |
|                         | P | 3,4  | 3,2                       | -0,2                            | 2,7          | 15,6            | 0,2                               | -0,7                              | 4,4  | -0,7                     | 4,6               | 3,1                | 7,6          | 4,3                    | 3,3                  |
| 03 /<br>//<br>///<br>IV | P | 3,2  | 3,2                       | 0,3                             | -2,1         | 14,5            | -0,4                              | 0,1                               | 4,0  | -1,2                     | 4,6               | 3,2                | 7,8          | 3,7                    | 3,6                  |
|                         | P | 2,7  | 3,7                       | 2,8                             | -3,2         | 10,2            | -0,2                              | -1,9                              | 3,9  | 0,2                      | 3,0               | 2,8                | 7,7          | 3,6                    | 3,5                  |
|                         | P | 2,9  | 3,6                       | 1,7                             | -1,6         | 8,1             | -0,4                              | -2,2                              | 3,9  | 2,2                      | 2,1               | 2,5                | 7,6          | 3,7                    | 3,4                  |
|                         | P | 2,6  | 3,3                       | 2,2                             | -3,7         | 9,1             | 0,1                               | -1,9                              | 4,0  | 3,3                      | 1,2               | 2,4                | 7,7          | 3,9                    | 3,3                  |
| 04 /<br>//<br>///<br>IV | P | 2,6  | 3,9                       | 1,3                             | -5,9         | 9,8             | -0,4                              | -2,6                              | 4,0  | 1,7                      | 0,2               | 2,2                | 8,2          | 3,6                    | 3,8                  |
|                         | P | 3,7  | 3,3                       | 0,4                             | -0,2         | 12,5            | 1,9                               | 1,9                               | 4,0  | 4,2                      | 0,9               | 3,0                | 8,1          | 3,3                    | 3,4                  |
|                         | P | 3,6  | 3,4                       | 1,5                             | 6,0          | 11,1            | 2,6                               | 3,5                               | 4,1  | 2,0                      | 1,4               | 3,3                | 9,2          | 3,3                    | 3,7                  |
|                         | P | 3,6  | 2,8                       | 4,1                             | 2,7          | 8,0             | 3,7                               | 4,2                               | 4,2  | 1,8                      | 2,0               | 3,7                | 10,4         | 3,2                    | 3,1                  |
| 05 /<br>//              | P | 3,4  | 3,0                       | 3,9                             | 5,1          | 7,8             | 4,4                               | 4,8                               | 4,2  | 2,1                      | 1,5               | 3,8                | 10,4         | 3,4                    | 3,2                  |
|                         | P | 3,2  | 2,7                       | 4,1                             | 4,9          | 5,5             | 2,6                               | 3,4                               | 4,2  | 3,0                      | 1,5               | 3,6                | 10,3         | 3,5                    | 3,1                  |

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).

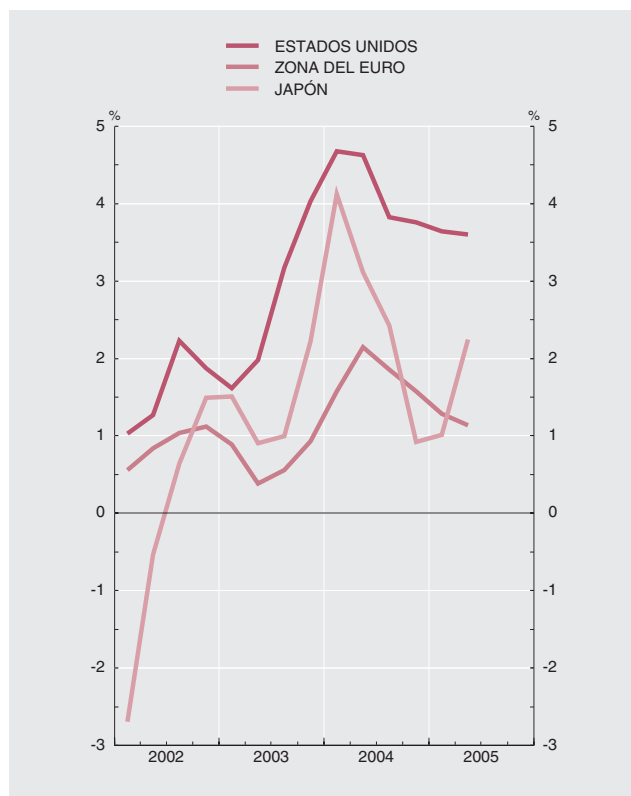
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

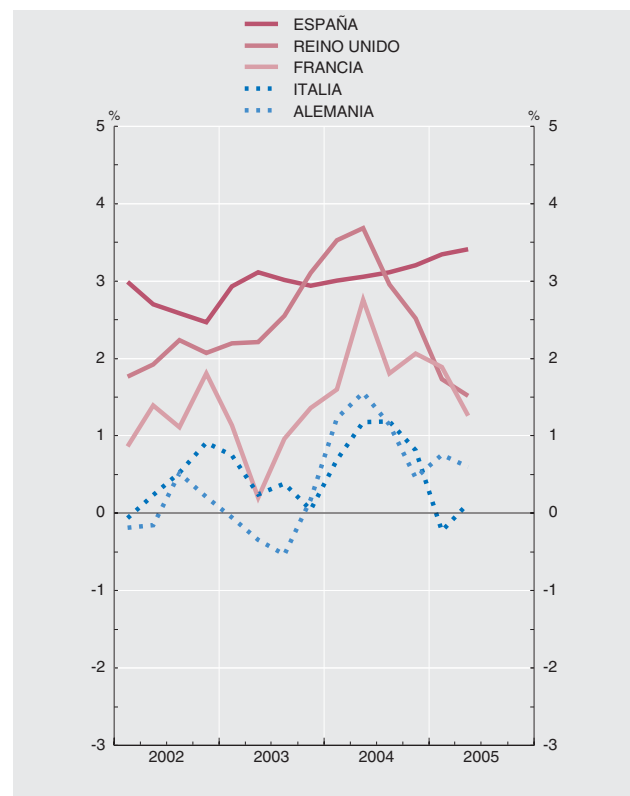
Tasas de variación interanual

|               | 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>02</b>     | 1,7  | 1,1   | 0,9           | 0,1      | 2,7    | 1,6                       | 1,3     | 0,4    | -0,3  | 2,0         |
| <b>03</b>     | 2,1  | 1,0   | 0,7           | -0,2     | 3,0    | 2,7                       | 0,9     | 0,4    | 1,4   | 2,5         |
| <b>04</b>     | 3,4  | 2,0   | 1,8           | 1,1      | 3,1    | 4,2                       | 2,1     | 1,0    | 2,6   | 3,2         |
| <b>02 //</b>  | 1,5  | 1,0   | 0,8           | -0,2     | 2,7    | 1,3                       | 1,4     | 0,2    | -0,5  | 1,9         |
| <b>03 ///</b> | 2,2  | 1,2   | 1,0           | 0,5      | 2,6    | 2,2                       | 1,1     | 0,5    | 0,6   | 2,2         |
| <b>04 ///</b> | 2,2  | 1,2   | 1,1           | 0,2      | 2,5    | 1,9                       | 1,8     | 0,9    | 1,5   | 2,1         |
| <b>03 /</b>   | 1,8  | 1,1   | 0,9           | -0,1     | 2,9    | 1,6                       | 1,1     | 0,7    | 1,5   | 2,2         |
| <b>03 //</b>  | 1,6  | 0,7   | 0,4           | -0,3     | 3,1    | 2,0                       | 0,2     | 0,2    | 0,9   | 2,2         |
| <b>03 ///</b> | 2,1  | 0,9   | 0,6           | -0,5     | 3,0    | 3,2                       | 1,0     | 0,4    | 1,0   | 2,6         |
| <b>03 IV</b>  | 2,9  | 1,3   | 0,9           | 0,2      | 2,9    | 4,0                       | 1,4     | 0,0    | 2,2   | 3,1         |
| <b>04 /</b>   | 3,7  | 1,9   | 1,6           | 1,2      | 3,0    | 4,7                       | 1,6     | 0,7    | 4,1   | 3,5         |
| <b>04 //</b>  | 3,8  | 2,4   | 2,1           | 1,6      | 3,1    | 4,6                       | 2,8     | 1,2    | 3,1   | 3,7         |
| <b>04 ///</b> | 3,3  | 2,1   | 1,9           | 1,1      | 3,1    | 3,8                       | 1,8     | 1,2    | 2,4   | 3,0         |
| <b>04 IV</b>  | 2,9  | 1,8   | 1,6           | 0,5      | 3,2    | 3,8                       | 2,1     | 0,8    | 0,9   | 2,5         |
| <b>05 /</b>   | 2,6  | 1,4   | 1,3           | 0,8      | 3,3    | 3,6                       | 1,9     | -0,2   | 1,0   | 1,7         |
| <b>05 //</b>  | ...  | 1,2   | 1,1           | 0,6      | 3,4    | 3,6                       | 1,3     | 0,1    | 2,2   | 1,5         |

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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



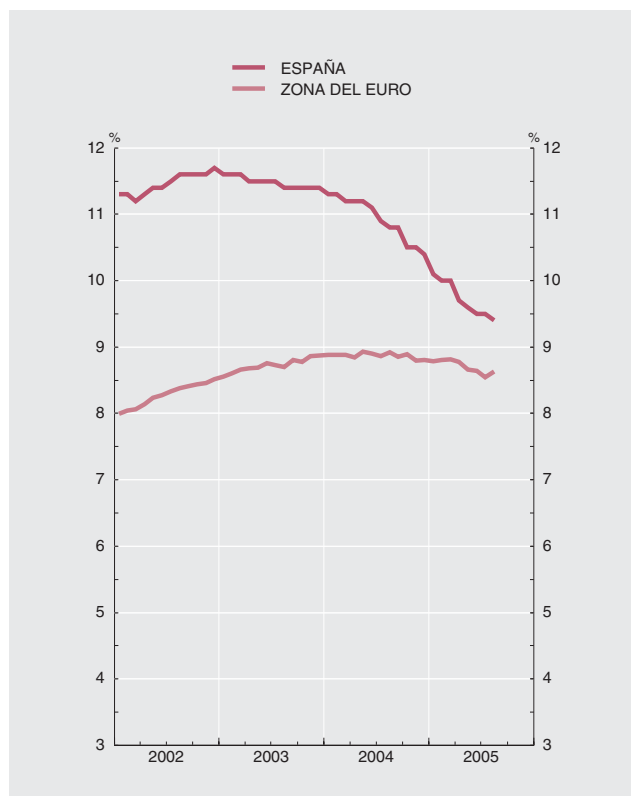
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

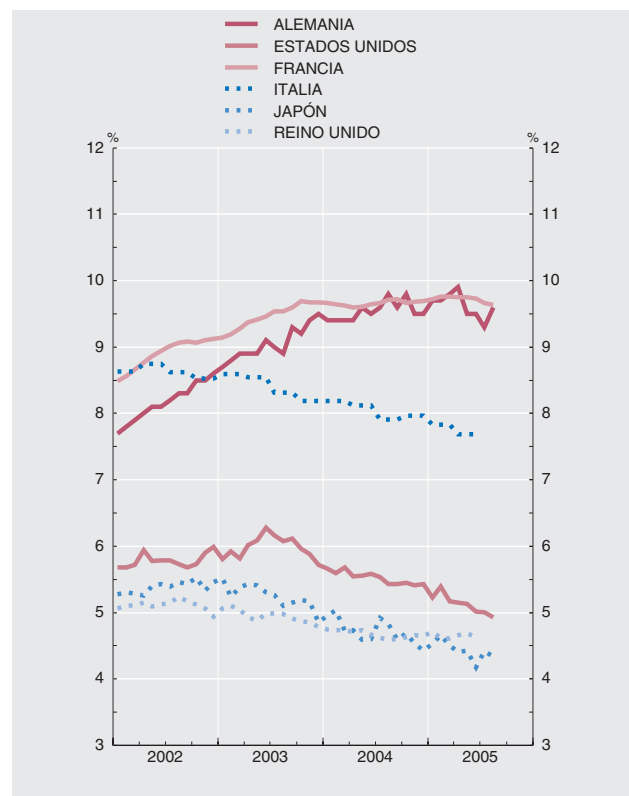
Porcentajes

|               | OCDE | 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>02</b>     | 6,9  | 7,6   | 8,3           | 8,2      | 11,5   | 5,8                       | 8,9     | 8,6    | 5,4   | 5,1         |
| <b>03</b>     | 7,1  | 8,0   | 8,7           | 9,1      | 11,5   | 6,0                       | 9,5     | 8,4    | 5,3   | 4,9         |
| <b>04</b>     | 6,9  | 8,1   | 8,9           | 9,5      | 10,9   | 5,5                       | 9,7     | 8,0    | 4,7   | 4,7         |
| <b>04 Mar</b> | 7,0  | 8,1   | 8,9           | 9,4      | 11,2   | 5,7                       | 9,6     | 8,2    | 4,7   | 4,7         |
| <b>Abr</b>    | 6,9  | 8,1   | 8,8           | 9,4      | 11,2   | 5,6                       | 9,6     | 8,1    | 4,7   | 4,7         |
| <b>May</b>    | 6,9  | 8,1   | 8,9           | 9,6      | 11,2   | 5,6                       | 9,6     | 8,1    | 4,6   | 4,7         |
| <b>Jun</b>    | 6,9  | 8,1   | 8,9           | 9,5      | 11,1   | 5,6                       | 9,6     | 8,1    | 4,6   | 4,7         |
| <b>Jul</b>    | 6,9  | 8,1   | 8,9           | 9,6      | 10,9   | 5,5                       | 9,7     | 7,9    | 4,9   | 4,6         |
| <b>Ago</b>    | 6,9  | 8,1   | 8,9           | 9,8      | 10,8   | 5,4                       | 9,7     | 7,9    | 4,8   | 4,6         |
| <b>Sep</b>    | 6,8  | 8,1   | 8,8           | 9,6      | 10,8   | 5,4                       | 9,7     | 7,9    | 4,6   | 4,6         |
| <b>Oct</b>    | 6,8  | 8,1   | 8,9           | 9,8      | 10,5   | 5,5                       | 9,7     | 8,0    | 4,7   | 4,6         |
| <b>Nov</b>    | 6,8  | 8,0   | 8,8           | 9,5      | 10,5   | 5,4                       | 9,7     | 8,0    | 4,5   | 4,7         |
| <b>Dic</b>    | 6,8  | 8,0   | 8,8           | 9,5      | 10,4   | 5,4                       | 9,7     | 8,0    | 4,4   | 4,7         |
| <b>05 Ene</b> | 6,7  | 8,0   | 8,8           | 9,7      | 10,1   | 5,2                       | 9,7     | 7,8    | 4,5   | 4,7         |
| <b>Feb</b>    | 6,8  | 8,0   | 8,8           | 9,7      | 10,0   | 5,4                       | 9,8     | 7,8    | 4,7   | 4,6         |
| <b>Mar</b>    | 6,7  | 8,0   | 8,8           | 9,8      | 10,0   | 5,2                       | 9,8     | 7,8    | 4,5   | 4,6         |
| <b>Abr</b>    | 6,6  | 8,0   | 8,8           | 9,9      | 9,7    | 5,2                       | 9,8     | 7,7    | 4,4   | 4,7         |
| <b>May</b>    | 6,6  | 7,9   | 8,7           | 9,5      | 9,6    | 5,1                       | 9,8     | 7,7    | 4,4   | 4,7         |
| <b>Jun</b>    | 6,5  | 7,9   | 8,6           | 9,5      | 9,5    | 5,0                       | 9,7     | 7,7    | 4,2   | 4,6         |
| <b>Jul</b>    | 6,5  | 7,8   | 8,5           | 9,3      | 9,5    | 5,0                       | 9,7     | ...    | 4,4   | ...         |
| <b>Ago</b>    | 6,5  | 7,9   | 8,6           | 9,6      | 9,4    | 4,9                       | 9,6     | ...    | 4,3   | ...         |

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

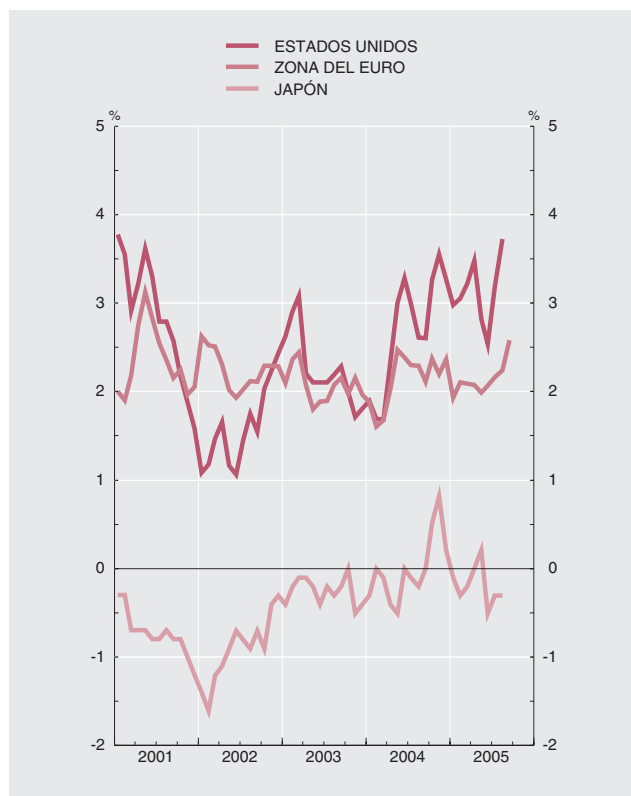
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

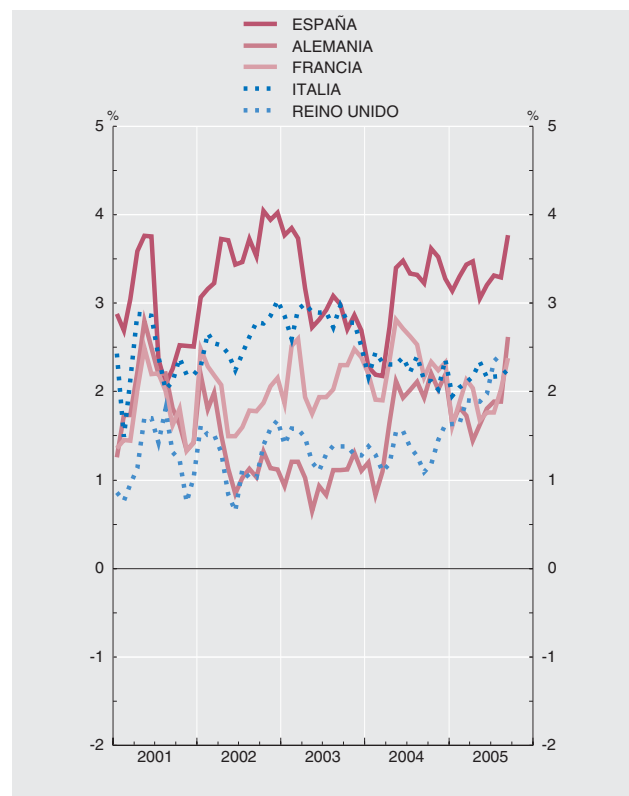
Tasas de variación interanual

|               | OCDE<br>(Total) | UE 15 | Zona del<br>euro | Alemania | España | Estados Unidos<br>de América | Francia | Italia | Japón | Reino Unido |
|---------------|-----------------|-------|------------------|----------|--------|------------------------------|---------|--------|-------|-------------|
|               | 1               | 2     | 3                | 4        | 5      | 6                            | 7       | 8      | 9     | 10          |
| <b>01</b>     | 3,5             | 2,2   | 2,3              | 1,9      | 2,8    | 2,8                          | 1,8     | 2,3    | -0,7  | 1,2         |
| <b>02</b>     | 2,6             | 2,1   | 2,3              | 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      | 3,0    | 2,7                          | 2,3     | 2,3    | -0,0  | 1,3         |
| <b>04 Abr</b> | 2,1             | 1,8   | 2,0              | 1,7      | 2,7    | 2,3                          | 2,4     | 2,3    | -0,4  | 1,2         |
| <b>May</b>    | 2,7             | 2,3   | 2,5              | 2,1      | 3,4    | 3,0                          | 2,8     | 2,3    | -0,5  | 1,5         |
| <b>Jun</b>    | 2,8             | 2,2   | 2,4              | 1,9      | 3,5    | 3,3                          | 2,7     | 2,4    | -     | 1,6         |
| <b>Jul</b>    | 2,7             | 2,1   | 2,3              | 2,0      | 3,3    | 3,0                          | 2,6     | 2,2    | -0,1  | 1,4         |
| <b>Ago</b>    | 2,6             | 2,1   | 2,3              | 2,1      | 3,3    | 2,6                          | 2,5     | 2,4    | -0,2  | 1,3         |
| <b>Sep</b>    | 2,5             | 1,9   | 2,1              | 1,9      | 3,2    | 2,6                          | 2,2     | 2,1    | -     | 1,1         |
| <b>Oct</b>    | 2,8             | 2,1   | 2,4              | 2,2      | 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     | 2,0    | 0,8   | 1,5         |
| <b>Dic</b>    | 2,8             | 2,2   | 2,4              | 2,2      | 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              | 1,8      | 3,3    | 3,1                          | 1,9     | 2,0    | -0,3  | 1,6         |
| <b>Mar</b>    | 2,5             | 2,0   | 2,1              | 1,7      | 3,4    | 3,2                          | 2,1     | 2,1    | -0,2  | 1,9         |
| <b>Abr</b>    | 2,8             | 2,0   | 2,1              | 1,4      | 3,5    | 3,5                          | 2,0     | 2,2    | -     | 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     | 2,2    | -0,5  | 2,0         |
| <b>Jul</b>    | 2,5             | 2,2   | 2,2              | 1,9      | 3,3    | 3,2                          | 1,8     | 2,2    | -0,3  | 2,3         |
| <b>Ago</b>    | 2,8             | 2,3   | 2,2              | 1,9      | 3,3    | 3,7                          | 2,0     | 2,2    | -0,3  | 2,4         |
| <b>Sep</b>    | ...             | 2,6   | 2,6              | 2,6      | 3,8    | ...                          | 2,4     | 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.

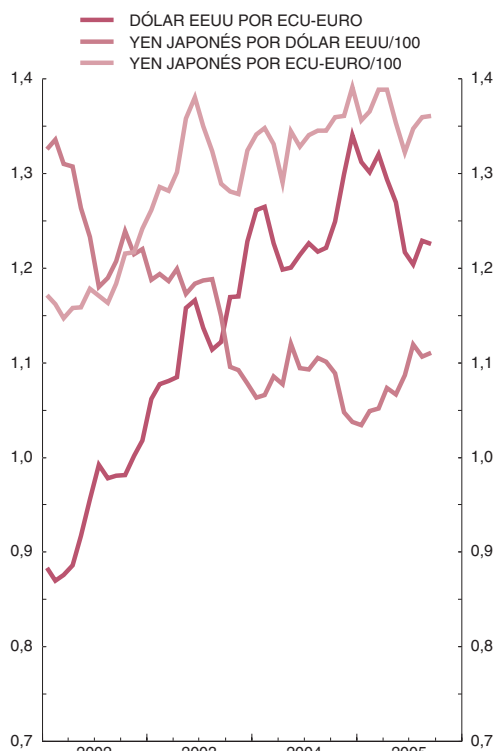
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

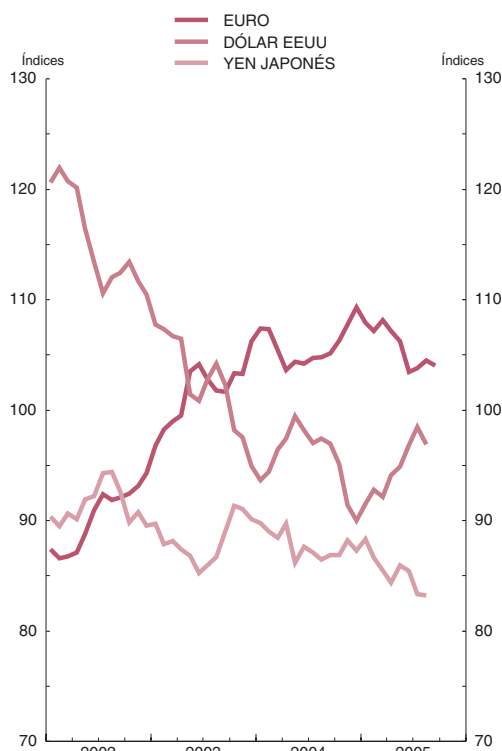
Media de cifras diarias

|        | 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          |
| 02     | 0,9454                            | 118,08                   | 125,18                               | 89,2   | 110,5                | 101,1       | 90,3   | 115,3                | 91,4        | 91,9                     | 113,3                | 90,9        |
| 03     | 1,1313                            | 130,98                   | 115,93                               | 99,9   | 97,5                 | 99,9        | 101,7  | 102,5                | 88,3        | 102,2                    | 102,8                | 88,0        |
| 04     | 1,2433                            | 134,41                   | 108,18                               | 103,8  | 89,7                 | 101,5       | 105,9  | 95,6                 | 87,8        | 105,3                    | 96,6                 | 87,6        |
| 04 E-S | 1,2256                            | 133,51                   | 108,97                               | 103,2  | 90,9                 | 101,5       | 105,2  | 96,8                 | 87,9        | 104,8                    | 97,5                 | 87,8        |
| 05 E-S | 1,2633                            | 136,02                   | 107,77                               | 103,7  | 87,6                 | 100,9       | 105,8  | 94,7                 | 85,3        | 104,8                    | 96,1                 | 85,9        |
| 04 Jul | 1,2266                            | 134,08                   | 109,32                               | 102,8  | 90,7                 | 101,0       | 104,7  | 97,0                 | 87,1        | 104,4                    | 97,4                 | 87,2        |
| Ago    | 1,2176                            | 134,54                   | 110,50                               | 102,7  | 91,2                 | 100,4       | 104,8  | 97,4                 | 86,5        | 104,4                    | 98,0                 | 86,3        |
| Sep    | 1,2218                            | 134,51                   | 110,09                               | 103,0  | 90,7                 | 100,7       | 105,1  | 96,9                 | 86,9        | 104,6                    | 97,7                 | 86,4        |
| Oct    | 1,2490                            | 135,97                   | 108,89                               | 104,2  | 88,8                 | 100,6       | 106,3  | 95,1                 | 86,8        | 105,5                    | 97,0                 | 85,8        |
| Nov    | 1,2991                            | 136,09                   | 104,77                               | 105,6  | 85,3                 | 102,3       | 107,7  | 91,4                 | 88,2        | 106,6                    | 93,4                 | 87,6        |
| Dic    | 1,3408                            | 139,14                   | 103,78                               | 107,1  | 84,3                 | 101,8       | 109,3  | 90,0                 | 87,3        | 108,4                    | 91,8                 | 87,4        |
| 05 Ene | 1,3119                            | 135,63                   | 103,38                               | 105,8  | 85,2                 | 103,3       | 107,9  | 91,5                 | 88,3        | 107,2                    | 93,2                 | 88,1        |
| Feb    | 1,3014                            | 136,55                   | 104,93                               | 105,1  | 86,0                 | 102,1       | 107,1  | 92,8                 | 86,6        | 106,6                    | 94,2                 | 86,7        |
| Mar    | 1,3201                            | 138,83                   | 105,18                               | 106,0  | 85,2                 | 101,1       | 108,2  | 92,1                 | 85,5        | 107,5                    | 94,0                 | 85,4        |
| Abr    | 1,2938                            | 138,84                   | 107,31                               | 105,1  | 86,7                 | 100,1       | 107,2  | 94,1                 | 84,4        | 106,0                    | 95,8                 | 84,9        |
| May    | 1,2694                            | 135,37                   | 106,66                               | 104,0  | 87,7                 | 101,7       | 106,3  | 94,9                 | 86,0        | 104,7                    | 96,7                 | 86,3        |
| Jun    | 1,2165                            | 132,22                   | 108,69                               | 101,2  | 89,4                 | 101,7       | 103,5  | 96,9                 | 85,4        | 102,3                    | 98,5                 | 86,0        |
| Jul    | 1,2037                            | 134,75                   | 111,94                               | 101,7  | 90,5                 | 99,5        | 103,8  | 98,5                 | 83,4        | 102,6                    | 100,4                | 84,0        |
| Ago    | 1,2292                            | 135,98                   | 110,63                               | 102,3  | 88,9                 | 99,5        | 104,5  | 96,9                 | 83,2        | 103,2                    | ...                  | ...         |
| Sep    | 1,2256                            | 136,06                   | 111,03                               | 101,8  | 88,5                 | 99,1        | 104,0  | ...                  | ...         | 102,7                    | ...                  | ...         |

### 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.

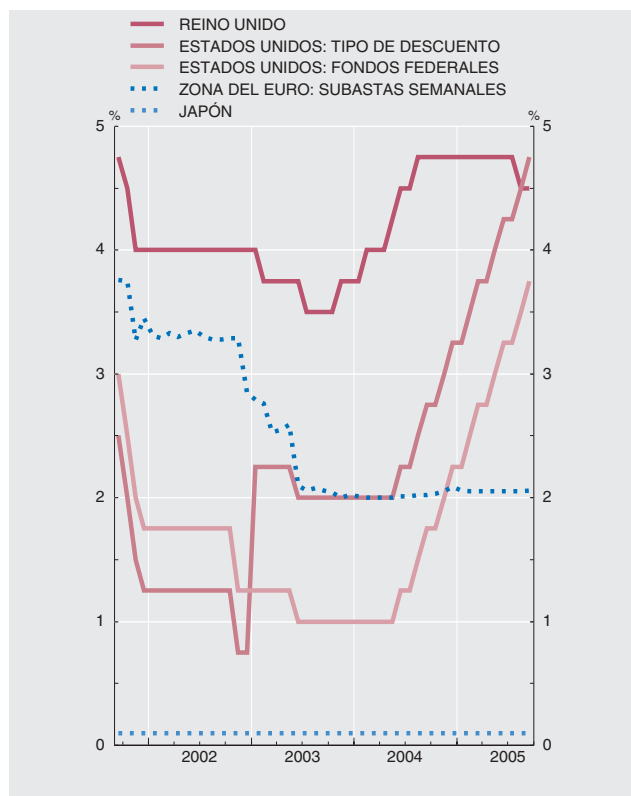
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos Centrales y Tipos de Interés a Corto Plazo en Mercados Nacionales

■ Serie representada gráficamente.

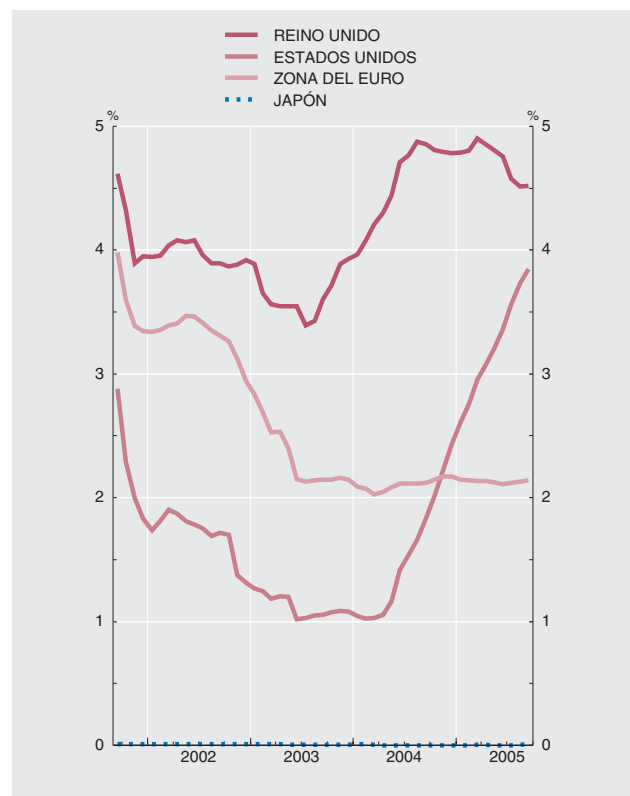
Porcentajes

|        | 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)   | (e)         | (f)                               | (g)   | (h)           | (i)      | (j)    | (k)                       | (l)     | (m)    | (n)   | (o)         |
|        | 1                     | 2                         | 3                    | 4     | 5           | 6                                 | 7     | 8             | 9        | 10     | 11                        | 12      | 13     | 14    | 15          |
| 02     | 2,75                  | 0,75                      | 1,67                 | 0,10  | 4,00        | 2,21                              | 3,42  | 3,32          | -        | -      | 1,71                      | -       | -      | 0,01  | 3,96        |
| 03     | 2,00                  | 2,00                      | 1,10                 | 0,10  | 3,75        | 1,63                              | 2,55  | 2,33          | -        | -      | 1,12                      | -       | -      | 0,01  | 3,64        |
| 04     | 2,00                  | 3,25                      | 1,40                 | 0,10  | 4,75        | 1,75                              | 2,48  | 2,11          | -        | -      | 1,54                      | -       | -      | 0,00  | 4,55        |
| 04 Abr | 2,00                  | 2,00                      | 1,00                 | 0,10  | 4,00        | 1,52                              | 2,39  | 2,05          | -        | -      | 1,06                      | -       | -      | 0,00  | 4,30        |
| May    | 2,00                  | 2,00                      | 1,00                 | 0,10  | 4,25        | 1,58                              | 2,44  | 2,09          | -        | -      | 1,16                      | -       | -      | 0,00  | 4,44        |
| Jun    | 2,00                  | 2,25                      | 1,25                 | 0,10  | 4,50        | 1,71                              | 2,50  | 2,11          | -        | -      | 1,42                      | -       | -      | 0,00  | 4,71        |
| Jul    | 2,00                  | 2,25                      | 1,25                 | 0,10  | 4,50        | 1,76                              | 2,52  | 2,12          | -        | -      | 1,54                      | -       | -      | 0,00  | 4,77        |
| Ago    | 2,00                  | 2,50                      | 1,50                 | 0,10  | 4,75        | 1,81                              | 2,53  | 2,11          | -        | -      | 1,66                      | -       | -      | 0,00  | 4,88        |
| Sep    | 2,00                  | 2,75                      | 1,75                 | 0,10  | 4,75        | 1,89                              | 2,53  | 2,12          | -        | -      | 1,83                      | -       | -      | 0,00  | 4,85        |
| Oct    | 2,00                  | 2,75                      | 1,75                 | 0,10  | 4,75        | 1,97                              | 2,55  | 2,15          | -        | -      | 2,01                      | -       | -      | 0,00  | 4,81        |
| Nov    | 2,00                  | 3,00                      | 2,00                 | 0,10  | 4,75        | 2,07                              | 2,56  | 2,17          | -        | -      | 2,23                      | -       | -      | 0,00  | 4,79        |
| Dic    | 2,00                  | 3,25                      | 2,25                 | 0,10  | 4,75        | 2,15                              | 2,56  | 2,17          | -        | -      | 2,43                      | -       | -      | 0,00  | 4,78        |
| 05 Ene | 2,00                  | 3,25                      | 2,25                 | 0,10  | 4,75        | 2,21                              | 2,54  | 2,15          | -        | -      | 2,61                      | -       | -      | 0,00  | 4,79        |
| Feb    | 2,00                  | 3,50                      | 2,50                 | 0,10  | 4,75        | 2,26                              | 2,54  | 2,14          | -        | -      | 2,76                      | -       | -      | 0,00  | 4,80        |
| Mar    | 2,00                  | 3,75                      | 2,75                 | 0,10  | 4,75        | 2,35                              | 2,55  | 2,14          | -        | -      | 2,95                      | -       | -      | 0,01  | 4,90        |
| Abr    | 2,00                  | 3,75                      | 2,75                 | 0,10  | 4,75        | 2,40                              | 2,54  | 2,14          | -        | -      | 3,07                      | -       | -      | 0,01  | 4,86        |
| May    | 2,00                  | 4,00                      | 3,00                 | 0,10  | 4,75        | 2,44                              | 2,53  | 2,13          | -        | -      | 3,20                      | -       | -      | 0,00  | 4,81        |
| Jun    | 2,00                  | 4,25                      | 3,25                 | 0,10  | 4,75        | 2,49                              | 2,50  | 2,11          | -        | -      | 3,36                      | -       | -      | 0,00  | 4,76        |
| Jul    | 2,00                  | 4,25                      | 3,25                 | 0,10  | 4,75        | 2,56                              | 2,47  | 2,12          | -        | -      | 3,56                      | -       | -      | 0,00  | 4,57        |
| Ago    | 2,00                  | 4,50                      | 3,50                 | 0,10  | 4,50        | 2,63                              | 2,48  | 2,13          | -        | -      | 3,74                      | -       | -      | 0,01  | 4,51        |
| Sep    | 2,00                  | 4,75                      | 3,75                 | 0,10  | 4,50        | 2,69                              | 2,48  | 2,14          | -        | -      | 3,84                      | -       | -      | 0,01  | 4,52        |

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).

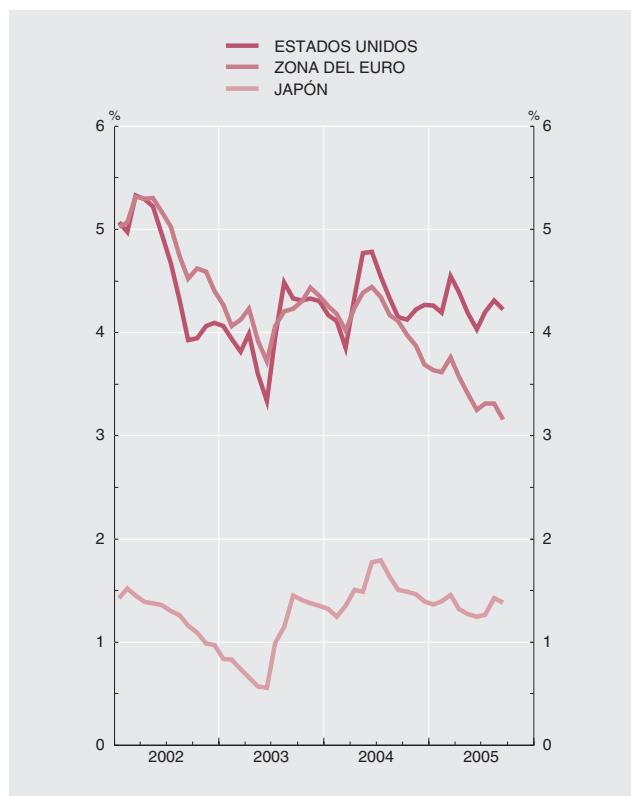
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

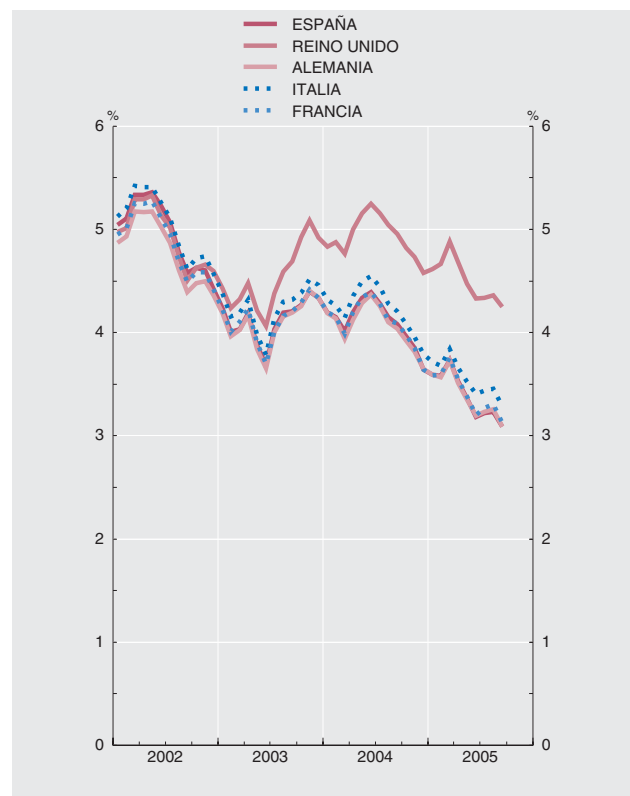
Porcentajes

|               | 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>02</b>     | 4,27 | 4,92  | 4,92          | 4,80     | 4,96   | 4,65                      | 4,88    | 5,04   | 1,27  | 4,93        |
| <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>04 Abr</b> | 3,93 | 4,34  | 4,24          | 4,13     | 4,20   | 4,35                      | 4,20    | 4,35   | 1,51  | 5,00        |
| <b>May</b>    | 4,16 | 4,50  | 4,39          | 4,29     | 4,33   | 4,77                      | 4,34    | 4,50   | 1,49  | 5,16        |
| <b>Jun</b>    | 4,24 | 4,56  | 4,44          | 4,37     | 4,39   | 4,79                      | 4,39    | 4,55   | 1,77  | 5,25        |
| <b>Jul</b>    | 4,10 | 4,46  | 4,34          | 4,26     | 4,28   | 4,54                      | 4,28    | 4,44   | 1,79  | 5,15        |
| <b>Ago</b>    | 3,93 | 4,30  | 4,17          | 4,10     | 4,15   | 4,33                      | 4,12    | 4,28   | 1,63  | 5,04        |
| <b>Sep</b>    | 3,80 | 4,24  | 4,11          | 4,04     | 4,08   | 4,15                      | 4,09    | 4,20   | 1,50  | 4,96        |
| <b>Oct</b>    | 3,74 | 4,12  | 3,98          | 3,92     | 3,97   | 4,13                      | 3,98    | 4,08   | 1,49  | 4,82        |
| <b>Nov</b>    | 3,73 | 4,01  | 3,87          | 3,82     | 3,85   | 4,22                      | 3,86    | 3,96   | 1,46  | 4,74        |
| <b>Dic</b>    | 3,66 | 3,82  | 3,69          | 3,65     | 3,64   | 4,27                      | 3,64    | 3,79   | 1,39  | 4,58        |
| <b>05 Ene</b> | 3,63 | 3,77  | 3,63          | 3,59     | 3,59   | 4,26                      | 3,58    | 3,72   | 1,36  | 4,62        |
| <b>Feb</b>    | 3,60 | 3,76  | 3,62          | 3,57     | 3,58   | 4,20                      | 3,59    | 3,68   | 1,40  | 4,66        |
| <b>Mar</b>    | 3,83 | 3,93  | 3,76          | 3,73     | 3,73   | 4,55                      | 3,76    | 3,84   | 1,46  | 4,88        |
| <b>Abr</b>    | 3,66 | 3,73  | 3,57          | 3,51     | 3,53   | 4,39                      | 3,55    | 3,66   | 1,32  | 4,69        |
| <b>May</b>    | 3,49 | 3,56  | 3,41          | 3,35     | 3,36   | 4,19                      | 3,38    | 3,52   | 1,27  | 4,47        |
| <b>Jun</b>    | 3,36 | 3,40  | 3,25          | 3,19     | 3,19   | 4,04                      | 3,20    | 3,41   | 1,24  | 4,33        |
| <b>Jul</b>    | 3,44 | 3,44  | 3,32          | 3,23     | 3,22   | 4,20                      | 3,27    | 3,44   | 1,26  | 4,34        |
| <b>Ago</b>    | 3,52 | 3,47  | 3,32          | 3,26     | 3,23   | 4,31                      | 3,30    | 3,46   | 1,43  | 4,36        |
| <b>Sep</b>    | 3,42 | 3,31  | 3,16          | 3,09     | 3,09   | 4,23                      | 3,13    | 3,29   | 1,38  | 4,25        |

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

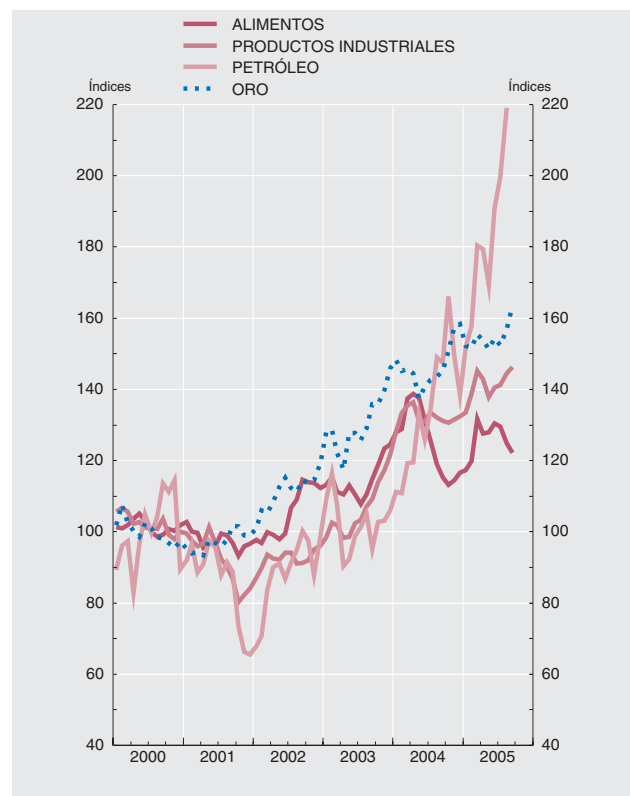
Base 2000 = 100

|        | 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              |
| 00     | 103,8   | 101,6                      | 101,4     | 102,2                  | 101,9                     | 100,8   | 100,0      | 28,5                               | 100,0      | 279,0                                 | 9,68            |
| 01     | 100,2   | 95,0                       | 97,7      | 91,9                   | 94,8                      | 88,4    | 86,1       | 24,6                               | 97,2       | 271,1                                 | 9,74            |
| 02     | 99,3  | 99,5                       | 105,2     | 92,4                   | 101,0                     | 84,7    | 88,5       | 25,0                               | 111,1      | 310,0                                 | 10,55           |
| 03     | 92,2  | 110,7                      | 114,4     | 106,2                  | 118,7                     | 95,5    | 102,3      | 28,9                               | 130,3      | 363,6                                 | 10,33           |
| 04     | 97,4  | 128,3                      | 125,5     | 132,2                  | 131,5                     | 130,7   | 133,8      | 38,3                               | 146,7      | 409,2                                 | 10,58           |
| 04 E-S | 100,3   | 130,4                      | 129,1     | 132,5                  | 135,9                     | 127,9   | 128,0      | 36,3                               | 143,7      | 400,9                                 | 10,51           |
| 05 E-S | 97,5  | 132,5                      | 125,8     | 141,2                  | 130,0                     | 147,3   | ...        | 53,4                               | 154,6      | 431,4                                 | 11,00           |
| 04 Ago | 96,3  | 124,6                      | 119,0     | 132,0                  | 132,8                     | 129,5   | 149,0      | 42,5                               | 143,6      | 400,5                                 | 10,57           |
| Sep    | 94,1  | 122,2                      | 115,4     | 131,2                  | 128,5                     | 131,1   | 147,5      | 43,3                               | 145,3      | 405,3                                 | 10,67           |
| Oct    | 91,2  | 120,7                      | 113,2     | 130,6                  | 118,5                     | 137,4   | 166,0      | 49,8                               | 150,7      | 420,5                                 | 10,82           |
| Nov    | 88,3  | 121,7                      | 114,5     | 131,4                  | 118,5                     | 138,8   | 149,6      | 43,0                               | 157,5      | 439,4                                 | 10,87           |
| Dic    | 86,7  | 123,4                      | 116,6     | 132,4                  | 118,0                     | 140,9   | 138,4      | 39,7                               | 158,4      | 441,8                                 | 10,60           |
| 05 Ene | 89,5  | 124,4                      | 117,3     | 133,4                  | 121,2                     | 140,4   | 151,9      | 44,1                               | 152,2      | 424,6                                 | 10,40           |
| Feb    | 91,2  | 128,1                      | 119,9     | 138,7                  | 127,2                     | 145,0   | 157,8      | 45,4                               | 151,8      | 423,4                                 | 10,46           |
| Mar    | 96,5  | 137,6                      | 131,7     | 145,2                  | 132,1                     | 152,4   | 180,4      | 53,3                               | 155,4      | 433,5                                 | 10,57           |
| Abr    | 96,0  | 134,2                      | 127,6     | 142,8                  | 129,7                     | 149,9   | 179,4      | 51,1                               | 153,9      | 429,2                                 | 10,67           |
| May    | 96,6  | 132,3                      | 128,0     | 137,8                  | 129,2                     | 142,5   | 169,3      | 48,0                               | 151,4      | 422,3                                 | 10,69           |
| Jun    | 102,8   | 134,9                      | 130,5     | 140,6                  | 129,7                     | 146,1   | 190,9      | 54,0                               | 154,4      | 430,7                                 | 11,39           |
| Jul    | 103,5   | 134,7                      | 129,6     | 141,2                  | 135,6                     | 144,3   | 199,7      | 57,7                               | 152,3      | 424,9                                 | 11,34           |
| Ago    | 100,7   | 133,5                      | 124,9     | 144,5                  | 130,3                     | 152,2   | 219,1      | 64,3                               | 157,0      | 437,9                                 | 11,45           |
| Sep    | 100,3   | 132,6                      | 122,1     | 146,2                  | 134,6                     | 152,5   | ...        | 62,6                               | 163,5      | 456,0                                 | 11,98           |

### 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.

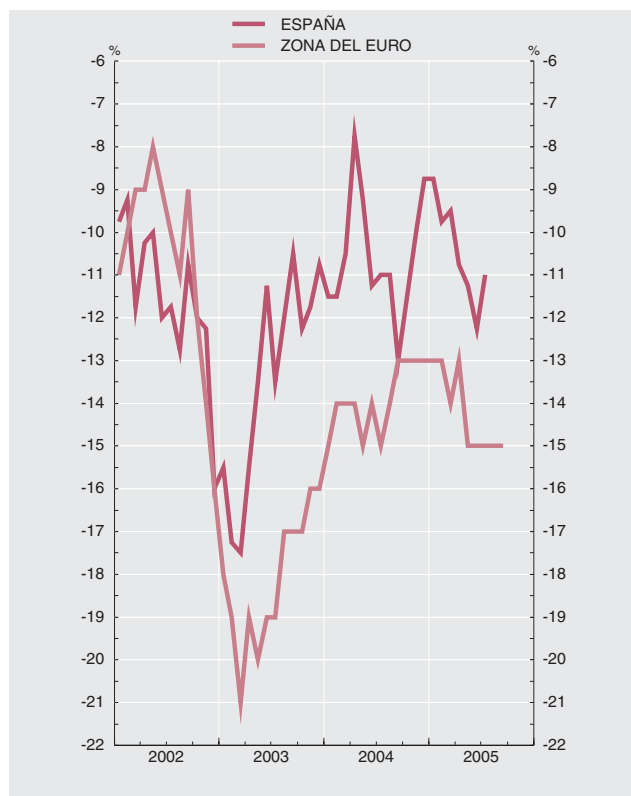
### 3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

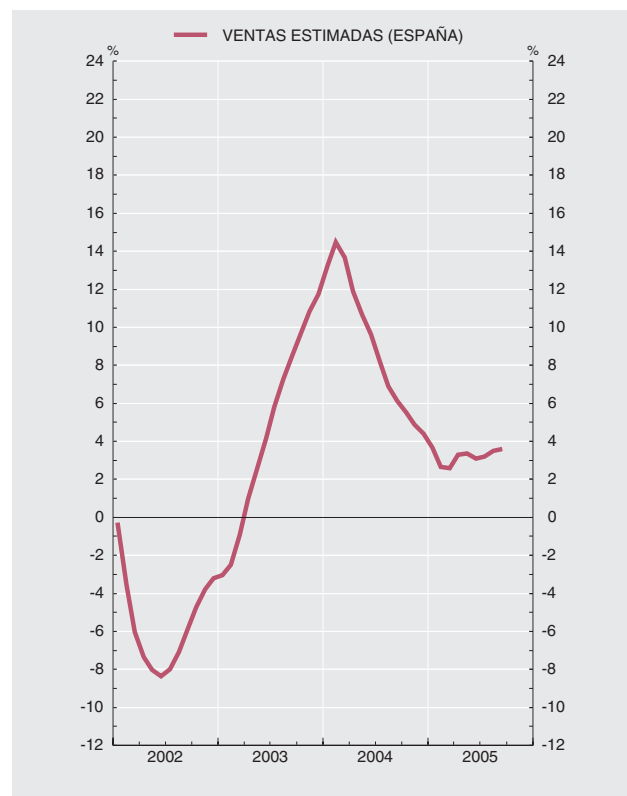
Tasas de variación interanual

|        | 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     |  | De las que                              |                | Ventas estimadas | Pro memoria: zona del euro | Índice general                          |           |                         | Por tipo de producto (índices deflactados) |      | Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado |
|        | Índice de confianza                      | Situación económica general: tendencia prevista | Situación económica hogares: tendencia prevista |  | Índice de confianza consumidor | Índice de confianza comercio minorista | Nominal                                 | Del cual       |                  |                            | Alimentación (b)                        | Resto (c) |                         |  |      |   |
|        |  |   |   |  |                                |  |   | Deflactado (a) |                  |                            |   |           | Grandes superficies (a) |  |      |   |
|        | 1  | 2   | 3   | 4  | 5                              | 6                                      | 7                                       | 8              | 9                | 10                         | 11                                      | 12        | 13                      | 14   | 15   | 16  |
| 02     |  | -12   | -7  | -1   | -2                             | -11                                    | -17                                     | -6,0           | -5,6             | -6,6                       | -4,1                                    | 5,7       | 2,2                     | -0,7                                       | 1,7  | 2,8   |
| 03     |  | -13   | -9  | -2   | -2                             | -18                                    | -12                                     | 6,0            | 4,0              | 3,8                        | -1,5                                    | 5,7       | 2,9                     | 5,2  | 0,8  | 4,2   |
| 04     | P  | -11   | -4  | -1   | -6                             | -14                                    | -8                                      | 10,8           | 12,2             | 9,8                        | 0,9                                     | 5,5       | 2,8                     | 4,4  | 0,4  | 4,5   |
| 04 E-S | P  | -11   | -4  | -1   | -4                             | -14                                    | -8                                      | 12,8           | 15,0             | 11,6                       | 0,1                                     | 5,5       | 3,0                     | 4,7  | -0,1 | 5,1   |
| 05 E-S | A  | ...   | ...   | ...  | -6                             | -14                                    | -8                                      | 2,5            | 2,5              | 2,5                        | 2,1                                     | ...       | ...                     | ...  | ...  | ...   |
| 04 Oct | P  | -12   | -5  | -1   | -11                            | -13                                    | -7                                      | -1,3           | -2,1             | -1,7                       | 4,0                                     | 2,6       | -1,0                    | 3,6  | -0,5 | -1,2  |
| Nov    | P  | -10   | -6  | -1   | -10                            | -13                                    | -10                                     | 13,6           | 10,4             | 13,4                       | 4,7                                     | 8,5       | 4,9                     | 4,1  | 3,4  | 6,0   |
| Dic    | P  | -9  | -2  | 2  | -10                            | -13                                    | -7                                      | 4,0            | 7,3              | 3,2                        | 1,9                                     | 5,6       | 2,6                     | 2,9  | 2,6  | 2,6   |
| 05 Ene | P  | -9  | -2  | -  | -10                            | -13                                    | -6                                      | 6,0            | 4,9              | 6,0                        | 1,5                                     | 3,4       | 0,7                     | 2,9  | -1,5 | 2,0   |
| Feb    | P  | -10   | -4  | -1   | -12                            | -13                                    | -8                                      | 0,2            | -2,0             | -0,7                       | -2,3                                    | 4,3       | 1,3                     | 4,1  | 1,0  | 1,4   |
| Mar    | P  | -10   | -5  | -1   | -7                             | -14                                    | -10                                     | -2,4           | 0,4              | -3,4                       | 1,7                                     | 4,8       | 1,7                     | 6,2  | 1,5  | 1,7   |
| Abr    | P  | -11   | -7  | -2   | -2                             | -13                                    | -8                                      | 7,7            | 14,0             | 6,5                        | 1,0                                     | 7,3       | 3,7                     | 6,1  | 1,1  | 5,5   |
| May    | A  | -11   | -9  | -1   | -2                             | -15                                    | -8                                      | 7,8            | 3,0              | 7,1                        | -4,2                                    | 4,6       | 1,9                     | 1,6  | -0,2 | 3,3   |
| Jun    | A  | -12   | -9  | -2   | -6                             | -15                                    | -9                                      | 1,6            | -0,8             | 1,8                        | 6,1                                     | 4,3       | 1,4                     | 0,8  | -0,3 | 2,6   |
| Jul    | A  | -11   | -7  | -  | -4                             | -15                                    | -10                                     | -5,8           | -6,5             | -2,8                       | 3,0                                     | 1,8       | -1,2                    | -0,5                                       | -1,6 | -0,9  |
| Ago    | A  | ...   | ...   | ...  | -4                             | -15                                    | -9                                      | 9,3            | 9,1              | 9,5                        | 7,4                                     | 6,3       | 3,1                     | 5,1  | 2,0  | 4,0   |
| Sep    | A  | ...   | ...   | ...  | -5                             | -15                                    | -8                                      | 5,4            | 6,2              | 4,6                        | 4,5                                     | ...       | ...                     | ...  | ...  | ...   |

#### 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.

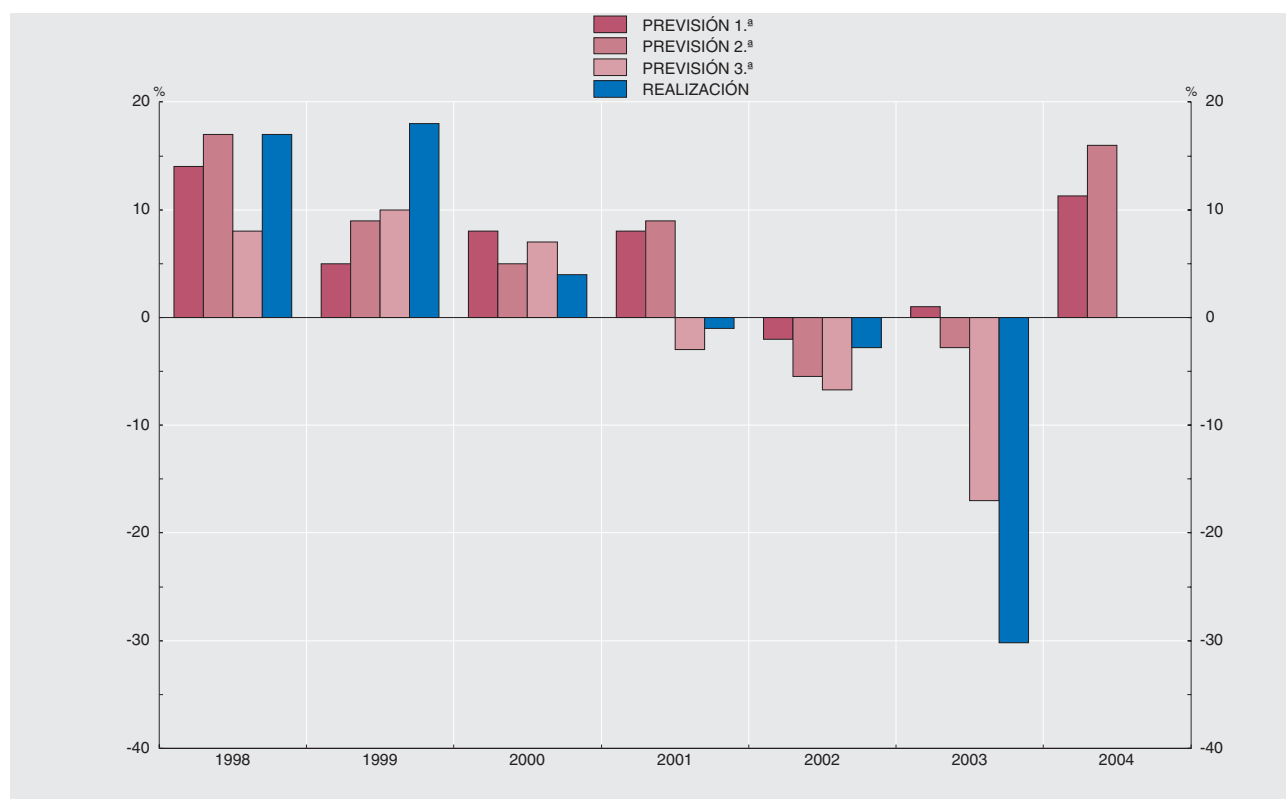
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ 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> |
|----|-------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 1  | 1           | 2                         | 3                         | 4                         |
| 98 |             | 17                        | 14                        | 17                        |
| 99 |             | 18                        | 5                         | 9                         |
| 00 |             | 4                         | 8                         | 5                         |
| 01 |             | -1                        | 8                         | 9                         |
| 02 |             | -3                        | -2                        | -6                        |
| 03 |             | -30                       | 1                         | -3                        |
| 04 |             | ...                       | 11                        | 16                        |
|    |             |                           |                           | 8                         |
|    |             |                           |                           | 10                        |
|    |             |                           |                           | 7                         |
|    |             |                           |                           | -3                        |
|    |             |                           |                           | -7                        |
|    |             |                           |                           | -17                       |
|    |             |                           |                           | ...                       |

#### 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.



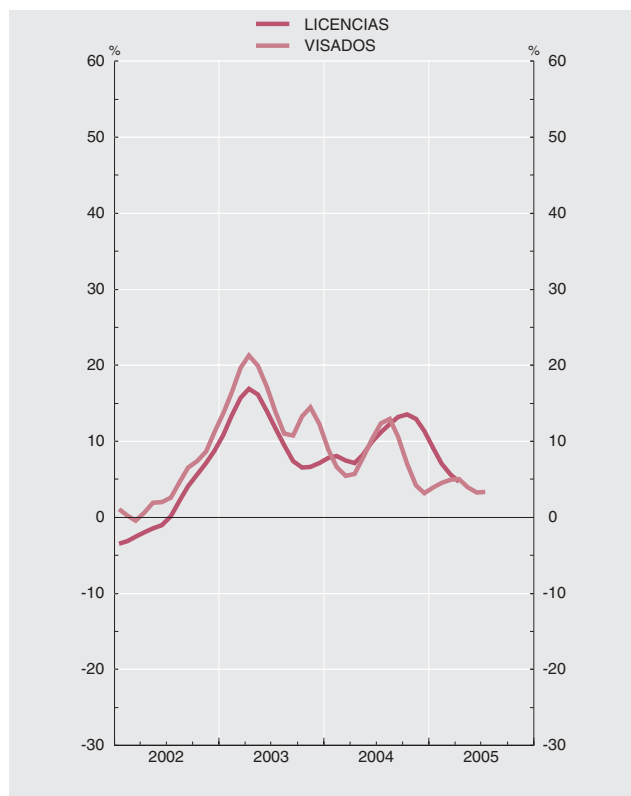
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

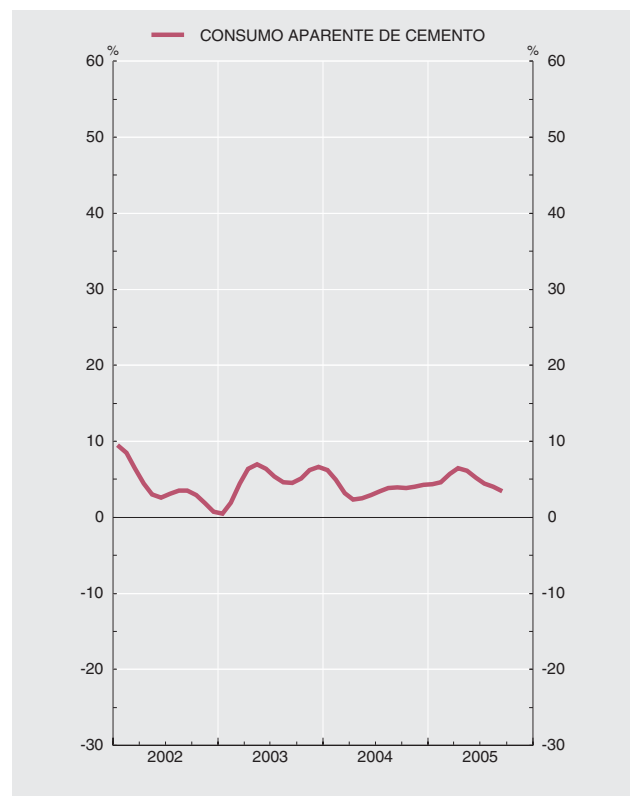
Tasas de variación interanual

|        | Licencias: superficie a construir |             |          |                | Visados: superficie a construir |          | Licitación oficial (presupuesto) |                     |             |             |          |                |                  | Consumo aparente de cemento |
|--------|-----------------------------------|-------------|----------|----------------|---------------------------------|----------|----------------------------------|---------------------|-------------|-------------|----------|----------------|------------------|-----------------------------|
|        | Total                             | De la cual  |          | No residencial | De la cual                      |          | Total                            |                     | Edificación |             |          |                | Ingeniería civil |                             |
|        |                                   | Residencial | Vivienda |                | Total                           | 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                          |
| 02     | -0,3                              | 2,8         | 3,4      | -11,7          | 3,0                             | 4,1      | 13,1                             | 13,1                | -2,2        | -15,2       | 3,9      | 3,4            | 20,0             | 4,7                         |
| 03     | 12,4                              | 14,6        | 14,7     | 3,0            | 17,5                            | 19,9     | -10,9                            | -10,9               | -0,3        | -11,7       | 35,4     | 3,8            | -14,8            | 4,8                         |
| 04     | 12,4                              | 13,1        | 13,9     | 9,4            | 6,3                             | 9,9      | 17,9                             | 17,9                | 3,2         | 30,9        | -0,5     | -5,2           | 24,3             | 3,8                         |
| 04 E-S | 9,7                               | 8,9         | 9,9      | 13,8           | 8,2                             | 12,1     | 13,4                             | 13,4                | -19,0       | 5,8         | -22,6    | -26,7          | 28,1             | 3,8                         |
| 05 E-S | ...                               | ...         | ...      | ...            | ...                             | ...      | ...                              | ...                 | ...         | ...         | ...      | ...            | ...              | 4,7                         |
| 04 Jun | 32,6                              | 26,3        | 25,6     | 70,5           | 18,6                            | 20,6     | 74,4                             | -6,0                | 62,2        | 162,7       | 277,6    | 35,9           | 77,3             | 7,9                         |
| Jul    | 3,2                               | 1,3         | 2,0      | 13,2           | 5,3                             | 10,0     | 87,9                             | 7,6                 | 1,8         | 114,5       | 170,2    | -12,9          | 152,9            | -1,0                        |
| Ago    | 14,2                              | 18,4        | 20,0     | -2,8           | 33,9                            | 39,3     | 96,9                             | 15,2                | 30,6        | 226,0       | -68,0    | -20,6          | 140,1            | 8,8                         |
| Sep    | 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                         |
| Oct    | 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            | -6,1                        |
| Nov    | 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                        |
| Dic    | 16,4                              | 22,0        | 21,0     | -4,8           | -5,8                            | -0,5     | 55,9                             | 17,9                | 144,6       | 365,4       | 259,0    | 102,5          | 20,5             | 6,1                         |
| 05 Ene | 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                         |
| Feb    | 2,3                               | 4,9         | 6,3      | -8,7           | 6,8                             | 5,8      | -38,8                            | 4,6                 | 25,8        | -52,7       | 91,5     | 84,7           | -52,3            | 1,4                         |
| Mar    | 1,9                               | 7,3         | 7,6      | -21,2          | 3,0                             | -3,2     | 7,8                              | 5,9                 | 102,0       | 109,7       | -16,4    | 99,0           | -12,2            | -2,3                        |
| Abr    | -1,7                              | -3,8        | -6,8     | 10,7           | 7,6                             | 12,9     | 57,9                             | 15,6                | 94,9        | 229,3       | 213,0    | 73,9           | 45,6             | 17,0                        |
| May    | ...                               | ...         | ...      | ...            | 4,7                             | 3,6      | 144,3                            | 30,2                | 122,7       | 29,3        | -19,4    | 159,4          | 155,0            | 12,6                        |
| Jun    | ...                               | ...         | ...      | ...            | 2,4                             | 2,2      | -10,1                            | 20,2                | 94,6        | -18,5       | 21,2     | 151,9          | -32,5            | 3,5                         |
| Jul    | ...                               | ...         | ...      | ...            | -2,5                            | -10,7    | -30,0                            | 7,5                 | 9,6         | 70,3        | -16,5    | -9,9           | -42,0            | -3,3                        |
| Ago    | ...                               | ...         | ...      | ...            | ...                             | ...      | ...                              | ...                 | ...         | ...         | ...      | ...            | ...              | 13,3                        |
| Sep    | ...                               | ...         | ...      | ...            | ...                             | ...      | ...                              | ...                 | ...         | ...         | ...      | ...            | ...              | 0,9                         |

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



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



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

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

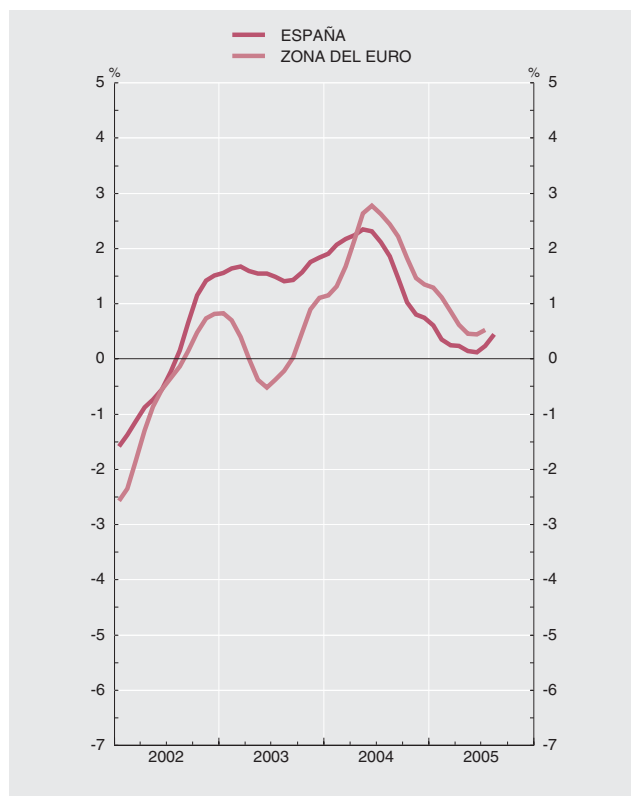
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

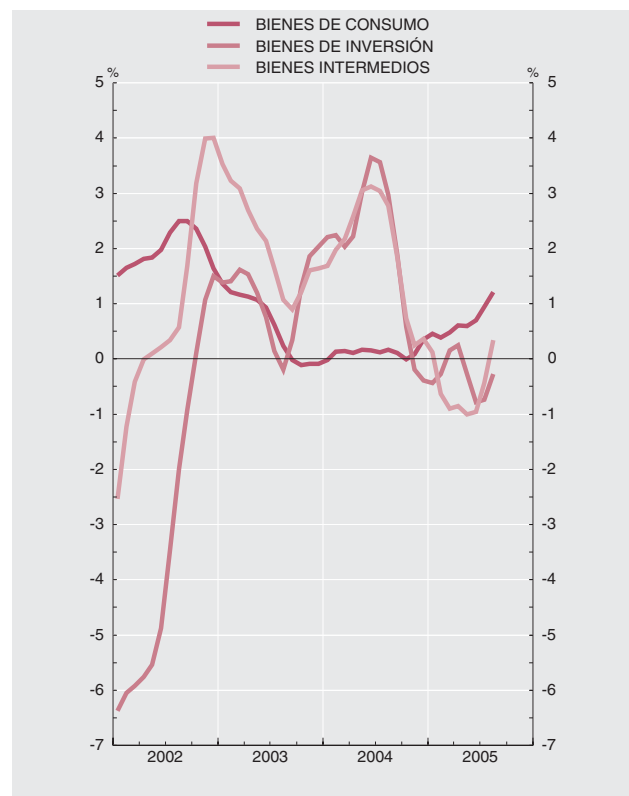
Tasas de variación interanual

|        |    | Índice general |        | Por destino económico de los bienes |           |              |         | Por ramas de actividad |                 |  | Pro memoria: zona del euro |               |                                     |           |              |
|--------|----|----------------|--------|-------------------------------------|-----------|--------------|---------|------------------------|-----------------|--|----------------------------|---------------|-------------------------------------|-----------|--------------|
|        |    | Total          |        | Consumo                             | Inversión | Inter-medios | Energía | Extrac-tivas           | Manufac-tureras | Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua | Del cual                   |               | Por destino económico de los bienes |           |              |
|        |    | Serie original | 1 T 12 |                                     |           |              |         |                        |                 |  | Total                      | Manufac-turas | Consumo                             | Inversión | Inter-medios |
|        |    | 1              | 2      | 3                                   | 4         | 5            | 6       | 7                      | 8               | 9  | 10                         | 11            | 12                                  | 13        | 14           |
| 02     | MP | 98,9           | 0,1    | 2,3                                 | -4,9      | 1,4          | 0,0     | -0,5                   | 0,4             | 0,0  | -0,5                       | -0,8          | -0,4                                | -1,7      | -0,1         |
| 03     | MP | 100,5          | 1,6    | 0,5                                 | 0,8       | 2,1          | 3,9     | 0,0                    | 1,5             | 2,9  | 0,3                        | -0,0          | -0,5                                | -0,2      | 0,4          |
| 04     | MP | 102,3          | 1,8    | 0,0                                 | 1,9       | 1,9          | 4,9     | -4,8                   | 1,2             | 7,0  | 2,0                        | 2,0           | 0,5                                 | 3,0       | 1,8          |
| 04 E-A | MP | 101,3          | 2,5    | 0,3                                 | 3,3       | 2,8          | 5,2     | -4,5                   | 2,0             | 7,0  | 2,1                        | 2,2           | 0,8                                 | 3,1       | 1,9          |
| 05 E-A | MP | 101,1          | -0,2   | 0,4                                 | -0,8      | -1,1         | 2,1     | -3,9                   | -0,6            | 4,0  | ...                        | ...           | ...                                 | ...       | ...          |
| 04 May | P  | 106,8          | 2,7    | 0,3                                 | 3,1       | 3,0          | 6,5     | -7,6                   | 2,1             | 9,9  | 3,6                        | 3,9           | 2,4                                 | 5,4       | 2,9          |
| Jun    | P  | 110,3          | 5,7    | 2,4                                 | 11,2      | 5,4          | 5,4     | -0,7                   | 5,4             | 7,9  | 3,7                        | 4,1           | 1,4                                 | 6,7       | 3,1          |
| Jul    | P  | 110,1          | -      | -3,3                                | 2,5       | 0,6          | 2,5     | -8,7                   | -0,6            | 6,8  | 2,7                        | 2,8           | -0,2                                | 3,9       | 3,4          |
| Ago    | P  | 73,3           | 5,3    | 4,6                                 | 6,6       | 7,9          | 1,9     | -5,5                   | 6,0             | 3,1  | 1,9                        | 2,4           | 0,4                                 | 4,8       | 1,6          |
| Sep    | P  | 107,7          | 3,8    | 2,5                                 | 6,6       | 2,5          | 7,0     | -7,4                   | 3,4             | 9,6  | 3,6                        | 3,6           | 0,7                                 | 6,2       | 3,2          |
| Oct    | P  | 104,8          | -7,0   | -9,1                                | -10,2     | -5,9         | -0,6    | -16,4                  | -8,0            | 4,1  | 1,3                        | 1,3           | -1,1                                | 4,8       | 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       | 0,8          |
| Dic    | P  | 95,5           | 1,2    | 1,4                                 | -1,7      | 1,1          | 4,8     | 2,3                    | 0,4             | 6,4  | 1,2                        | 0,8           | 1,0                                 | -0,5      | 1,1          |
| 05 Ene | P  | 96,8           | 0,8    | 1,1                                 | -4,7      | 0,6          | 7,8     | -10,1                  | -0,3            | 10,9   | 2,0                        | 2,6           | 1,1                                 | 2,8       | 3,3          |
| Feb    | P  | 100,1          | -1,0   | -1,7                                | -1,4      | -2,0         | 3,6     | -11,6                  | -2,0            | 7,7  | 0,5                        | 0,1           | -0,3                                | 1,4       | 0,3          |
| Mar    | P  | 105,0          | -6,7   | -7,0                                | -6,7      | -8,7         | -0,4    | -16,2                  | -7,7            | 2,9  | 0,1                        | -0,8          | -1,5                                | 1,9       | -0,5         |
| Abr    | P  | 107,2          | 7,4    | 9,7                                 | 11,6      | 6,1          | 0,8     | -                      | 8,2             | 2,1  | 1,2                        | 2,0           | 0,8                                 | 3,0       | 0,4          |
| May    | P  | 106,9          | 0,1    | -0,1                                | 1,7       | -0,6         | 1,0     | 5,1                    | -0,2            | 2,3  | 0,0                        | -0,4          | 0,6                                 | 0,3       | -0,6         |
| Jun    | P  | 110,1          | -0,2   | 1,1                                 | -1,4      | -1,2         | 1,7     | 1,6                    | -0,5            | 3,0  | 0,5                        | 0,4           | 0,2                                 | 2,0       | -0,9         |
| Jul    | P  | 106,3          | -3,5   | -2,8                                | -6,7      | -4,4         | 2,1     | -2,6                   | -4,2            | 2,6  | 0,6                        | -0,1          | -0,0                                | 2,0       | -0,2         |
| Ago    | P  | 76,1           | 3,8    | 5,2                                 | 4,7       | 4,4          | -0,4    | 5,7                    | 4,3             | 0,2  | ...                        | ...           | ...                                 | ...       | ...          |

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

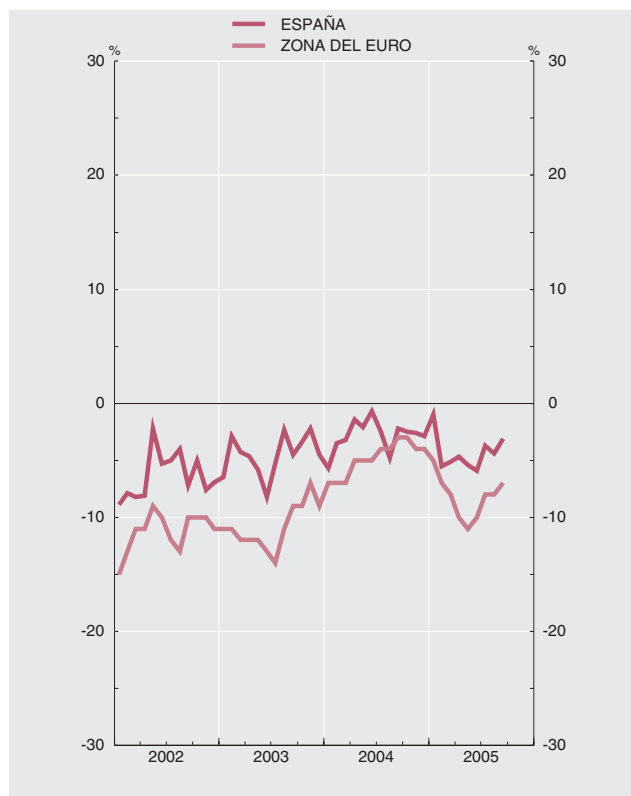
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

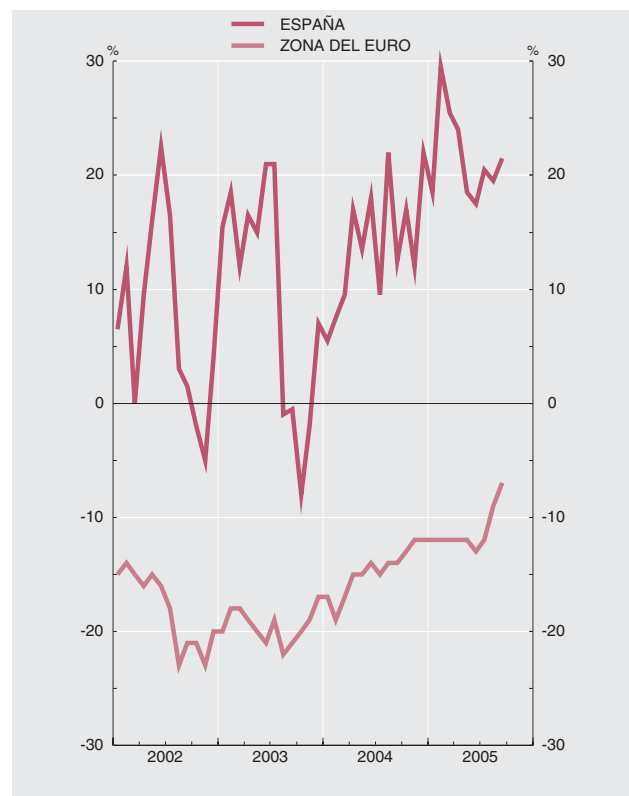
Saldo

|        |   | Industria, sin construcción                    |  |  |                                   |  |                                      |                                   |             |                         |                               | Construcción   |                                |                                |                 |                 | Pro memoria: zona del euro                |                          |  |
|--------|---|--|--|--|-----------------------------------|--|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------|-------------------------|-------------------------------|--|--------------------------------|--------------------------------|-----------------|-----------------|---|--------------------------|--|
|        |   | Indica-<br>dor del<br>clima<br>indus-<br>trial | Produc-<br>ción<br>tres<br>últi-<br>mos<br>meses | Tenden-<br>cia de<br>la<br>produc-<br>ción | Cartera<br>de<br>pedidos<br>total | Cartera<br>de<br>pedidos<br>extran-<br>jeros | Nivel<br>de<br>exis-<br>ten-<br>cias | Indicador del clima<br>industrial |             |                         |                               | Indicador<br>del clima<br>en la<br>construc-<br>ción | Nivel<br>de<br>produc-<br>ción | Nivel<br>de<br>contra-<br>ción | Tendencia       |                 | Industria, sin<br>construcción            |                          | Indicador<br>del clima<br>en la<br>construc-<br>ción |
|        |   | (a)  |  | (a)  | (a)                               |  | (a)                                  | Con-<br>su-<br>mo                 | Equi-<br>po | Inter-<br>medios<br>(a) | Otros<br>sec-<br>tores<br>(a) |  |                                |                                | Produc-<br>ción | Contra-<br>ción | Indicador<br>del clima<br>indus-<br>trial | Cartera<br>de<br>pedidos |  |
|        |   | 1  | 2  | 3  | 4                                 | 5  | 6                                    | 7                                 | 8           | 9                       | 10                            | 11   | 12                             | 13                             | 14              | 15              | 16  | 17                       | 18   |
| 02     | M | -6   | -2   | 5  | -13                               | -20  | 11                                   | -7                                | -7          | -6                      | 1                             | 7  | 10                             | 13                             | 11              | 25              | -11                                       | -26                      | -18  |
| 03     | M | -5   | 4  | 8  | -11                               | -20  | 10                                   | -1                                | -3          | -9                      | 1                             | 10   | 9                              | 20                             | 30              | 19              | -11                                       | -26                      | -20  |
| 04     | M | -3   | 4  | 10   | -8                                | -17  | 11                                   | -3                                | 1           | -5                      | 0                             | 14   | 7                              | 21                             | 30              | 26              | -5  | -16                      | -15  |
| 04 E-S | M | -3   | 4  | 10   | -8                                | -18  | 11                                   | -3                                | 1           | -5                      | 0                             | 13   | 6                              | 18                             | 33              | 26              | -5  | -17                      | -16  |
| 05 E-S | M | -4   | 1  | 7  | -8                                | -18  | 12                                   | -2                                | -4          | -7                      | 1                             | 22   | 29                             | 35                             | 36              | 23              | -8  | -18                      | -11  |
| 04 Jun |   | -1   | 7  | 10   | -6                                | -13  | 7                                    | 1                                 | 1           | -3                      | 1                             | 18   | 12                             | 17                             | 46              | 13              | -5  | -16                      | -14  |
| Jul    |   | -3   | 11   | 8  | -6                                | -15  | 10                                   | -4                                | 2           | -4                      | 1                             | 10   | 27                             | 15                             | 34              | 24              | -4  | -12                      | -15  |
| Ago    |   | -5   | 12   | 5  | -7                                | -9   | 12                                   | -9                                | -1          | -4                      | -2                            | 22   | 25                             | 35                             | 38              | 34              | -4  | -13                      | -14  |
| Sep    |   | -2   | 5  | 14   | -7                                | -13  | 14                                   | -2                                | 4           | -5                      | -5                            | 13   | 2                              | 22                             | 19              | 17              | -3  | -13                      | -14  |
| Oct    |   | -3   | 8  | 11   | -6                                | -9   | 12                                   | -6                                | 3           | -3                      | -2                            | 17   | 24                             | 20                             | 31              | 32              | -3  | -12                      | -13  |
| Nov    |   | -3   | -1   | 13   | -8                                | -16  | 13                                   | -3                                | -1          | -3                      | 1                             | 12   | -8                             | 33                             | 16              | 37              | -4  | -12                      | -12  |
| Dic    |   | -3   | 3  | 10   | -7                                | -12  | 12                                   | -1                                | -1          | -6                      | -                             | 22   | 15                             | 28                             | 9               | 13              | -4  | -12                      | -12  |
| 05 Ene |   | -1   | 2  | 8  | -2                                | -15  | 9                                    | -2                                | -5          | 1                       | -1                            | 19   | 12                             | 27                             | 44              | 38              | -5  | -11                      | -12  |
| Feb    |   | -6   | -4   | 6  | -11                               | -17  | 12                                   | -4                                | -2          | -9                      | -                             | 30   | -1                             | 56                             | 21              | 6               | -7  | -16                      | -12  |
| Mar    |   | -5   | -7   | 7  | -10                               | -17  | 12                                   | -6                                | -3          | -6                      | -1                            | 26   | -8                             | 46                             | 29              | 17              | -8  | -17                      | -12  |
| Abr    |   | -5   | -5   | 10   | -11                               | -20  | 13                                   | -4                                | -1          | -7                      | -0                            | 24   | 38                             | 33                             | 49              | 16              | -10                                       | -19                      | -12  |
| May    |   | -5   | 2  | 8  | -11                               | -21  | 13                                   | -2                                | -7          | -8                      | 2                             | 19   | 55                             | 36                             | 48              | 20              | -11                                       | -21                      | -12  |
| Jun    |   | -6   | 6  | 8  | -12                               | -21  | 13                                   | -2                                | -3          | -11                     | -                             | 18   | 42                             | 30                             | 28              | 27              | -10                                       | -21                      | -13  |
| Jul    |   | -4   | 12   | 7  | -6                                | -17  | 12                                   | -1                                | -6          | -5                      | 2                             | 21   | 46                             | 30                             | 41              | 40              | -8  | -18                      | -12  |
| Ago    |   | -4   | 4  | 5  | -8                                | -17  | 10                                   | 2                                 | -4          | -11                     | 8                             | 20   | 43                             | 23                             | 23              | 23              | -8  | -18                      | -9   |
| Sep    |   | -3   | -4   | 6  | -5                                | -18  | 11                                   | -2                                | -4          | -4                      | 3                             | 22   | 37                             | 32                             | 39              | 20              | -7  | -17                      | -7   |

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

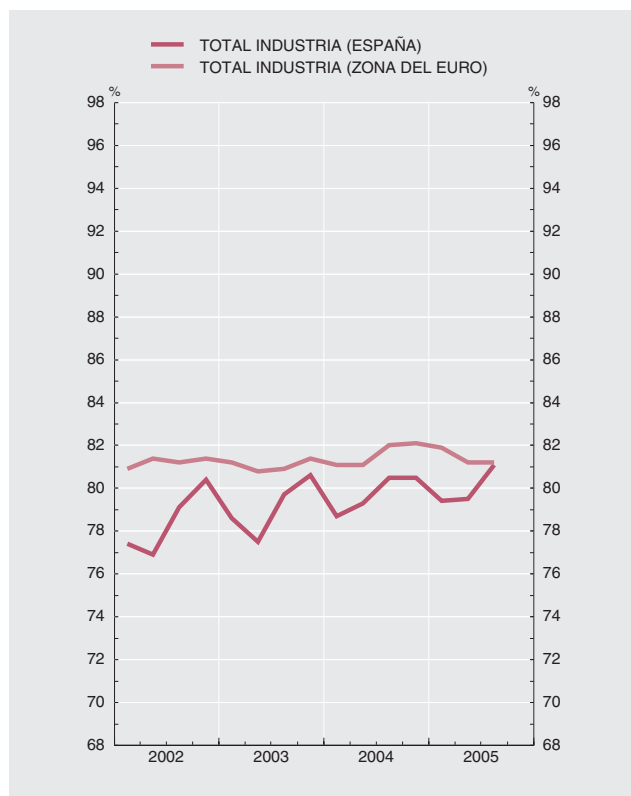
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

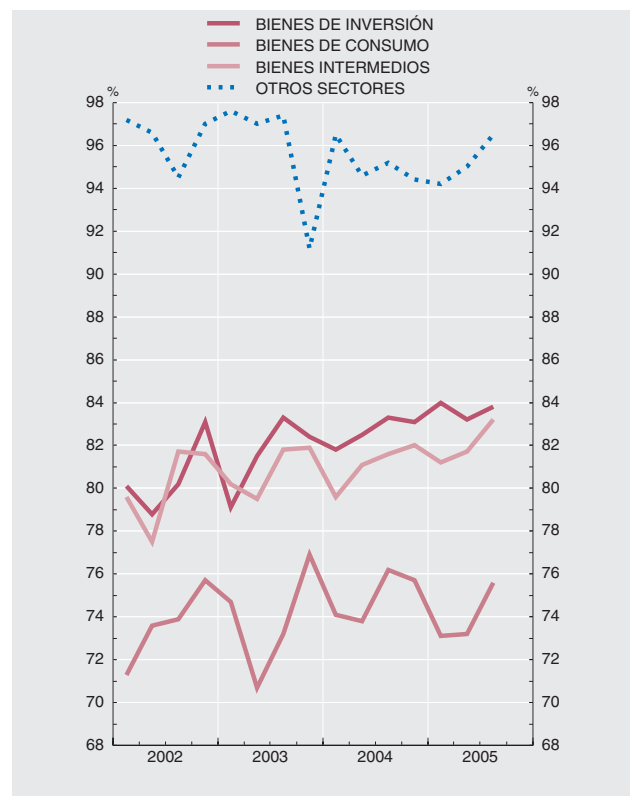
Porcentajes y saldos

|          | Total industria   |                 |  | Bienes de consumo                                       |                 |  | Bienes de inversión                                     |                 |  | Bienes intermedios                                      |                 |  | Otros sectores |      |    | Pro memoria:<br>zona del<br>euro.<br>Utiliza-<br>ción de la<br>capaci-<br>dad pro-<br>ductiva<br>(%) |
|----------|---|-----------------|--|---|-----------------|--|---|-----------------|--|---|-----------------|--|----------------|------|----|--|
|          | Utilización de la<br>capacidad produ-<br>tiva instalada |                 | Capaci-<br>dad<br>producti-<br>va insta-<br>lada<br>(Saldos) | Utilización de la<br>capacidad produ-<br>tiva instalada |                 | Capaci-<br>dad<br>producti-<br>va insta-<br>lada<br>(Saldos) | Utilización de la<br>capacidad produ-<br>tiva instalada |                 | Capaci-<br>dad<br>producti-<br>va insta-<br>lada<br>(Saldos) | Utilización de la<br>capacidad produ-<br>tiva instalada |                 | Capaci-<br>dad<br>producti-<br>va insta-<br>lada<br>(Saldos) |                |      |    |  |
|          | En los<br>tres<br>últimos<br>meses<br>(%)               | Prevista<br>(%) |  | En los<br>tres<br>últimos<br>meses<br>(%)               | Prevista<br>(%) |  | En los<br>tres<br>últimos<br>meses<br>(%)               | Prevista<br>(%) |  | En los<br>tres<br>últimos<br>meses<br>(%)               | Prevista<br>(%) |  |                |      |    |  |
|          |   |                 |  |   |                 |  |   |                 |  |   |                 |  |                |      |    |  |
| 1        | 2   | 3               | 4  | 5   | 6               | 7  | 8   | 9               | 10   | 11  | 12              | 13   | 14             | 15   | 16 |  |
|          | ■   |                 |  | ■   |                 |  | ■   |                 | ■  |   |                 | ■  |                |      | ■  |  |
| 02       | 78,5  | 80,4            | 6  | 73,6  | 76,0            | 6  | 80,6  | 82,6            | 12   | 80,1  | 81,7            | 3  | 96,3           | 96,4 | -  | 81,2   |
| 03       | 79,1  | 80,9            | 6  | 73,9  | 76,7            | 7  | 81,6  | 83,0            | 7  | 80,9  | 82,2            | 5  | 95,8           | 95,6 | -1 | 81,1   |
| 04       | 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  | 81,6   |
| 04 I-III | 79,5  | 80,9            | 7  | 74,7  | 76,5            | 9  | 82,5  | 83,4            | 7  | 80,8  | 82,1            | 6  | 95,4           | 95,5 | -  | 81,4   |
| 05 I-III | 80,0  | 81,6            | 4  | 74,0  | 76,2            | 6  | 83,7  | 84,8            | 3  | 82,0  | 83,3            | 4  | 95,2           | 96,1 | -  | 81,4   |
| 03 I     | 78,6  | 80,6            | 3  | 74,7  | 77,4            | 2  | 79,1  | 81,8            | 6  | 80,2  | 81,6            | 4  | 97,6           | 96,8 | -  | 81,2   |
| II       | 77,5  | 80,0            | 5  | 70,7  | 75,4            | 7  | 81,5  | 82,2            | 5  | 79,5  | 81,4            | 4  | 97,0           | 97,4 | -2 | 80,8   |
| III      | 79,7  | 80,9            | 7  | 73,2  | 75,3            | 6  | 83,3  | 84,3            | 9  | 81,8  | 82,5            | 7  | 97,4           | 96,9 | -  | 80,9   |
| IV       | 80,6  | 82,0            | 8  | 76,9  | 78,5            | 13   | 82,4  | 83,8            | 7  | 81,9  | 83,2            | 6  | 91,2           | 91,1 | -  | 81,4   |
| 04 I     | 78,7  | 80,2            | 10   | 74,1  | 75,8            | 13   | 81,8  | 82,8            | 10   | 79,6  | 81,4            | 7  | 96,5           | 96,4 | -  | 81,1   |
| II       | 79,3  | 81,2            | 6  | 73,8  | 76,2            | 5  | 82,5  | 83,8            | 8  | 81,1  | 83,0            | 7  | 94,6           | 94,6 | -  | 81,1   |
| III      | 80,5  | 81,2            | 6  | 76,2  | 77,5            | 9  | 83,3  | 83,5            | 4  | 81,6  | 82,0            | 5  | 95,2           | 95,5 | -  | 82,0   |
| IV       | 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   |
| 05 I     | 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   |
| II       | 79,5  | 81,7            | 5  | 73,2  | 76,3            | 6  | 83,2  | 85,1            | 3  | 81,7  | 83,4            | 5  | 95,0           | 96,6 | -  | 81,2   |
| III      | 81,1  | 81,8            | 5  | 75,6  | 76,4            | 8  | 83,8  | 84,4            | 4  | 83,2  | 83,9            | 5  | 96,5           | 96,7 | -  | 81,2   |

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

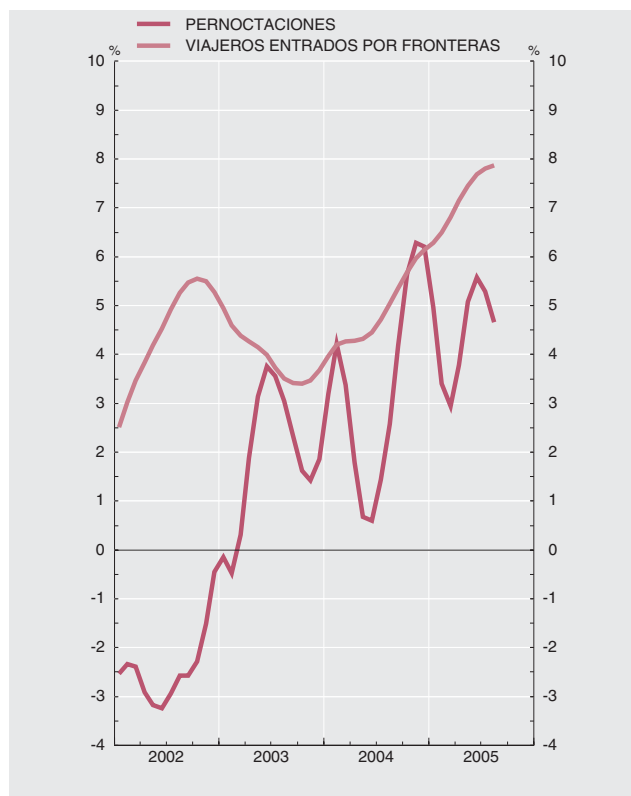
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

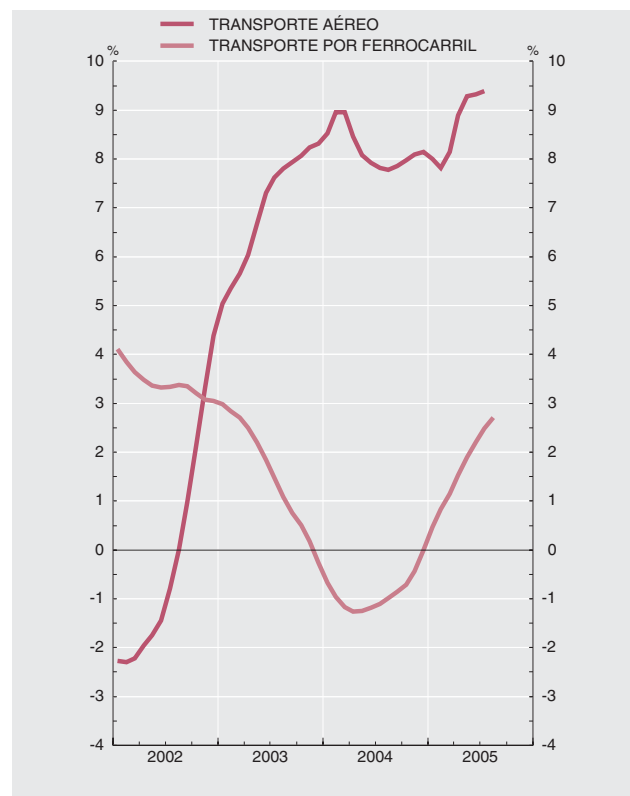
Tasas de variación interanual

|        |   | 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 |
|        |   | 1                                | 2           | 3                             | 4           | 5                               | 6        | 7              | Total            | En vuelos nacionales | En vuelos internacionales | 11         | 12                  | 13         | 14                         | 15         |
| 02     |   | -0,1                             | -1,5        | -2,7                          | -5,3        | 5,7                             | 4,5      | 8,3            | -1,0             | -2,2                 | -0,3                      | -0,7       | 4,2                 | 5,0        | 3,8                        | 2,8        |
| 03     |   | 3,8                              | 2,2         | 2,4                           | 0,7         | 2,4                             | -1,0     | 8,7            | 7,4              | 8,1                  | 7,0                       | 0,5        | -3,3                | 4,8        | 1,4                        | 2,1        |
| 04     | P | 6,8                              | 1,4         | 3,0                           | -1,3        | 4,7                             | 1,8      | 9,7            | 8,0              | 9,8                  | 6,8                       | 9,1        | 10,6                | 6,8        | -1,5                       | -2,1       |
| 04 E-A |   | 6,0                              | 0,4         | 1,5                           | -3,4        | 3,4                             | -0,9     | 11,1           | 7,9              | 10,3                 | 6,4                       | 10,0       | 11,9                | 6,7        | -1,2                       | 4,1        |
| 05 E-A | P | 5,7                              | 4,1         | 4,5                           | 2,3         | 7,4                             | 6,0      | 9,7            | ...              | ...                  | ...                       | ...        | ...                 | ...        | 4,6                        | ...        |
| 04 May |   | 3,8                              | -0,6        | -1,7                          | -4,6        | 3,6                             | 3,1      | 4,6            | 7,3              | 14,9                 | 2,8                       | 11,5       | 27,3                | 3,8        | 2,1                        | -6,1       |
| Jun    |   | 4,0                              | -4,4        | -1,1                          | -6,8        | -1,8                            | -4,9     | 4,8            | 6,1              | 12,2                 | 2,6                       | 14,6       | 17,8                | 9,4        | 2,2                        | 12,8       |
| Jul    |   | 6,4                              | -0,3        | 2,0                           | -2,7        | 4,0                             | -0,1     | 12,8           | 8,0              | 8,1                  | 7,9                       | 11,1       | 11,1                | 10,0       | -2,5                       | -9,3       |
| Ago    |   | 6,2                              | 1,1         | 1,8                           | -3,5        | 0,1                             | -6,1     | 10,1           | 5,3              | 8,7                  | 3,3                       | 12,5       | 12,0                | 14,2       | 1,9                        | 5,6        |
| Sep    | P | 7,2                              | 4,2         | 3,9                           | 2,4         | 4,6                             | 5,7      | 2,5            | 6,8              | 7,1                  | 6,6                       | 11,0       | -1,0                | 10,0       | 2,1                        | -10,0      |
| Oct    | P | 12,7                             | 3,8         | 8,0                           | 2,4         | 10,9                            | 8,8      | 14,9           | 9,7              | 8,7                  | 10,2                      | 0,6        | 19,7                | 3,4        | -6,2                       | -29,4      |
| Nov    | P | 6,9                              | 5,6         | 5,9                           | 5,4         | 6,9                             | 9,2      | 3,9            | 6,7              | 9,9                  | 3,9                       | 7,5        | 15,3                | 4,5        | -1,6                       | 1,1        |
| Dic    | P | 8,4                              | 1,4         | 9,6                           | 4,0         | 9,4                             | 12,9     | 5,3            | 9,7              | 9,5                  | 9,9                       | 11,7       | -0,0                | 10,6       | -1,6                       | -13,2      |
| 05 Ene | P | 6,9                              | 7,5         | 6,9                           | 6,9         | 5,6                             | 5,3      | 5,9            | 9,9              | 10,0                 | 9,7                       | 4,2        | 9,8                 | 44,1       | 4,3                        | -3,5       |
| Feb    | P | 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      |
| Mar    | P | 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      |
| Abr    | P | -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       |
| May    | P | 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       |
| Jun    | P | 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       |
| Jul    | P | 7,5                              | 7,7         | 6,6                           | 5,0         | 10,4                            | 7,7      | 15,5           | 11,9             | 17,5                 | 8,5                       | -6,9       | ...                 | ...        | 2,5                        | ...        |
| Ago    | P | 5,1                              | 5,1         | 4,1                           | 3,5         | 5,9                             | 5,5      | 6,6            | ...              | ...                  | ...                       | ...        | ...                 | ...        | 5,7                        | ...        |

**TURISMO**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



**TRANSPORTE**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

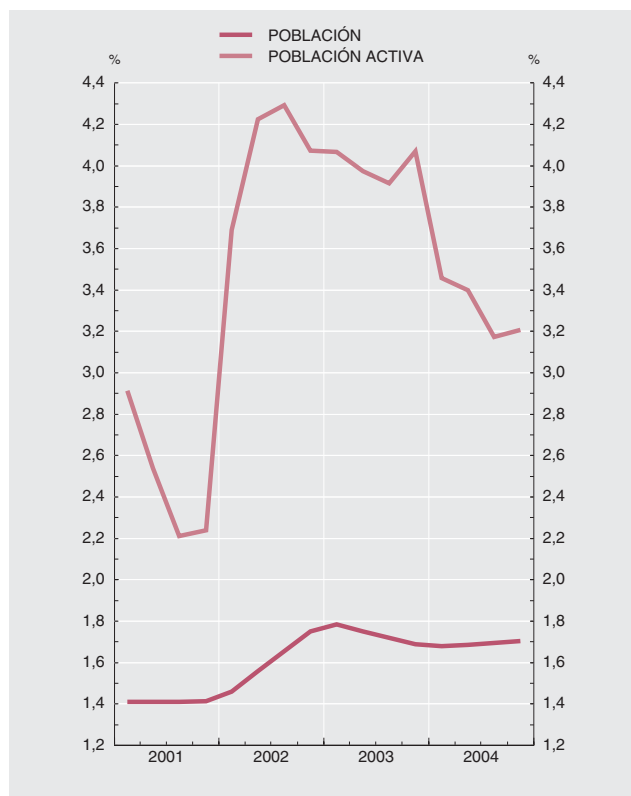
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

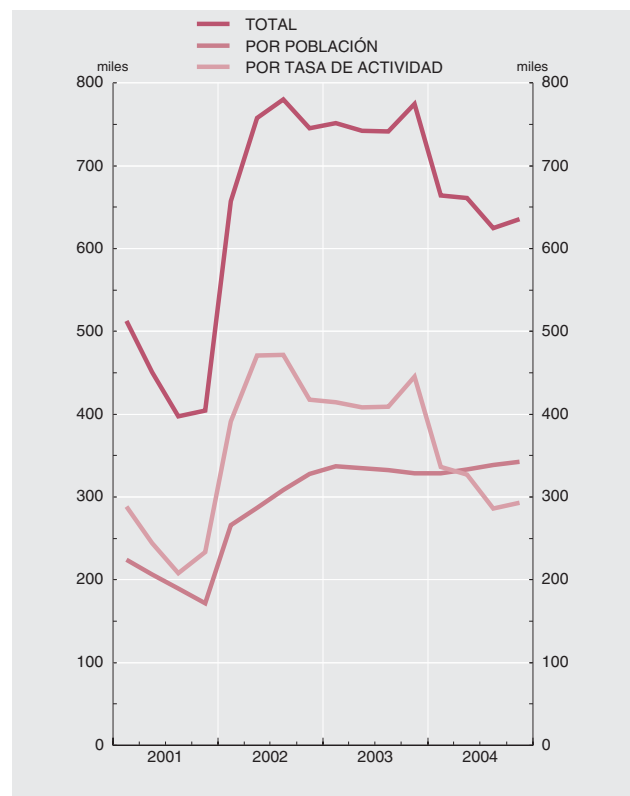
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

|         |   | Población mayor de 16 años |  |             |                                  |        |                       | Población activa             |                                      |  |             |  |
|---------|---|----------------------------|--|-------------|----------------------------------|--------|-----------------------|------------------------------|--------------------------------------|--|-------------|--|
|         |   | Miles de personas          | Variación interanual (Miles de personas) | 1<br>T<br>4 | Tasa de actividad (%)<br><br>(a) |        | Miles de personas (a) | Variación interanual (b)     |                                      |  | 1<br>T<br>4 |  |
|         |   |                            |  |             |                                  |        |                       | Total<br>(Miles de personas) | Por población<br>(Miles de personas) | Por tasa de actividad<br>(Miles de personas) |             |  |
|         |   | 1                          | 2  | 3           | 4                                | 5      | 6                     | 7                            | 8                                    | 9  |             |  |
|         |   |                            |  | ■           |                                  |        | ■                     | ■                            | ■                                    | ■  |             |  |
| 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-II | M | 35 659                     | 590                                      | 1,7         | 56,06                            | 19 990 | 1 325                 | 662                          | 664                                  | 3,4  |             |  |
| 05 I-II | M | 36 261                     | 602                                      | 1,7         | 57,13                            | 20 716 | 1 451                 | 688                          | 763                                  | 3,6  |             |  |
| 02 IV   |   | 34 846                     | 600                                      | 1,8         | 54,63                            | 19 037 | 745                   | 328                          | 418                                  | 4,1  |             |  |
| 03 I    |   | 34 996                     | 613                                      | 1,8         | 54,93                            | 19 223 | 751                   | 337                          | 414                                  | 4,1  |             |  |
| II      |   | 35 142                     | 605                                      | 1,8         | 55,30                            | 19 432 | 743                   | 334                          | 408                                  | 4,0  |             |  |
| III     |   | 35 288                     | 597                                      | 1,7         | 55,79                            | 19 685 | 742                   | 333                          | 409                                  | 3,9  |             |  |
| 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  |             |  |
| II      |   | 35 735                     | 593                                      | 1,7         | 56,23                            | 20 093 | 661                   | 333                          | 327                                  | 3,4  |             |  |
| III     |   | 35 887                     | 598                                      | 1,7         | 56,60                            | 20 310 | 624                   | 339                          | 286                                  | 3,2  |             |  |
| 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  |             |  |
| II      |   | 36 335                     | 600                                      | 1,7         | 57,35                            | 20 840 | 747                   | 344                          | 403                                  | 3,7  |             |  |

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).

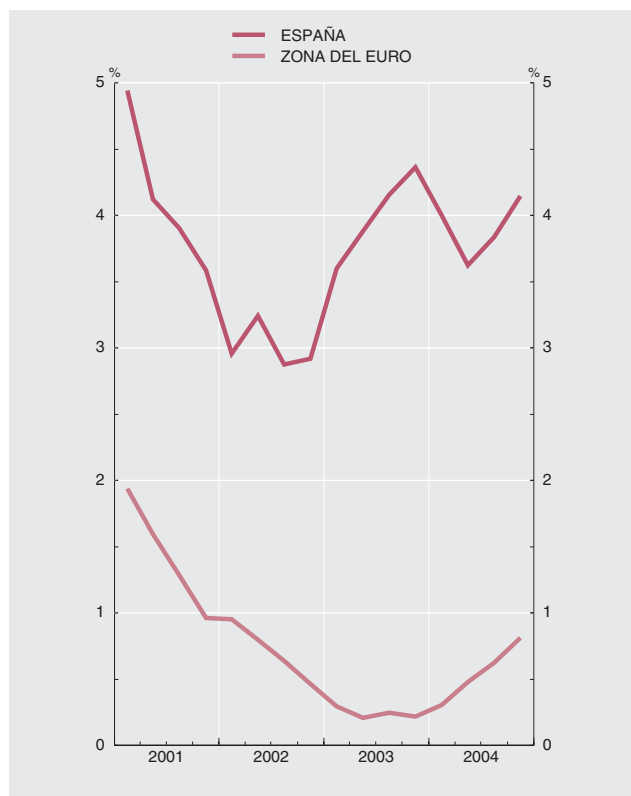
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

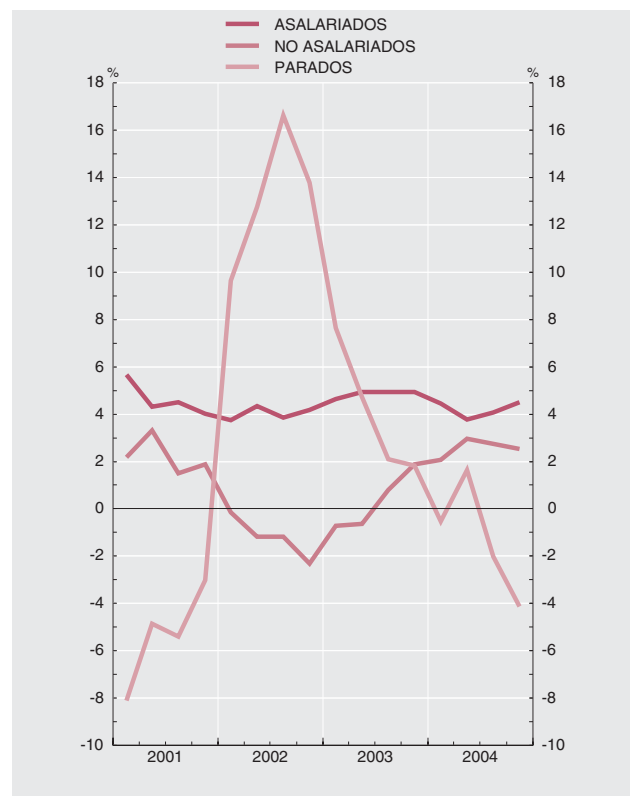
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

|         |   | Ocupados                      |  |                      |                               |  |                      |                               |  |                      | Parados                         |   |             | Pro memoria:<br>zona del euro |     |                                   |
|---------|---|-------------------------------|--|----------------------|-------------------------------|--|----------------------|-------------------------------|--|----------------------|---------------------------------|---|-------------|-------------------------------|-----|-----------------------------------|
|         |   | Total                         |  |                      | Asalariados                   |  |                      | No asalariados                |  |                      | Miles de<br>personas<br><br>(a) | Variación<br>interanual<br>(Miles de<br>personas) | 1<br>T<br>4 |                               |     | Tasa<br>de paro<br>(%)<br><br>(a) |
|         |   | Miles de<br>personas<br><br>1 | Variación<br>interanual<br>(Miles de<br>personas)<br><br>2 | 1<br>T<br>4<br><br>3 | Miles de<br>personas<br><br>4 | Variación<br>interanual<br>(Miles de<br>personas)<br><br>5 | 1<br>T<br>4<br><br>6 | Miles de<br>personas<br><br>7 | Variación<br>interanual<br>(Miles de<br>personas)<br><br>8 | 1<br>T<br>4<br><br>9 |                                 |   |             |                               |     |                                   |
|         |   | 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 | 8,27                              |
| 03      | M | 17 296                        | 666  | 4,0                  | 14 127                        | 656  | 4,9                  | 3 169                         | 10   | 0,3                  | 2 242                           | 87  | 4,0         | 11,48                         | 0,2 | 8,72                              |
| 04      | M | 17 971                        | 675  | 3,9                  | 14 721                        | 593  | 4,2                  | 3 250                         | 82   | 2,6                  | 2 214                           | -29   | -1,3        | 10,97                         | 0,6 | 8,87                              |
| 04 I-II | M | 17 733                        | 651  | 3,8                  | 14 492                        | 571  | 4,1                  | 3 241                         | 79   | 2,5                  | 2 257                           | 12  | 0,5         | 11,29                         | 0,4 | 8,89                              |
| 05 I-II | M | 18 694                        | 961  | 5,4                  | 15 209                        | 716  | 4,9                  | 3 485                         | 245  | 7,5                  | 2 022                           | -235  | -10,4       | 9,76                          | 0,7 | 8,76                              |
| 02 IV   |   | 16 825                        | 477  | 2,9                  | 13 699                        | 551  | 4,2                  | 3 127                         | -74  | -2,3                 | 2 212                           | 268   | 13,8        | 11,62                         | 0,5 | 8,47                              |
| 03 I    |   | 16 924                        | 588  | 3,6                  | 13 764                        | 611  | 4,6                  | 3 160                         | -23  | -0,7                 | 2 300                           | 163   | 7,6         | 11,96                         | 0,3 | 8,60                              |
| 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                              |
| 03 III  |   | 17 459                        | 696  | 4,2                  | 14 293                        | 672  | 4,9                  | 3 166                         | 25   | 0,8                  | 2 226                           | 45  | 2,1         | 11,31                         | 0,2 | 8,74                              |
| 03 IV   |   | 17 560                        | 734  | 4,4                  | 14 375                        | 676  | 4,9                  | 3 185                         | 59   | 1,9                  | 2 252                           | 40  | 1,8         | 11,37                         | 0,2 | 8,83                              |
| 04 I    |   | 17 600                        | 677  | 4,0                  | 14 375                        | 612  | 4,4                  | 3 225                         | 65   | 2,1                  | 2 287                           | -12   | -0,5        | 11,50                         | 0,3 | 8,88                              |
| 04 II   |   | 17 866                        | 625  | 3,6                  | 14 609                        | 531  | 3,8                  | 3 256                         | 93   | 3,0                  | 2 227                           | 36  | 1,6         | 11,08                         | 0,5 | 8,89                              |
| 04 III  |   | 18 129                        | 670  | 3,8                  | 14 876                        | 583  | 4,1                  | 3 253                         | 87   | 2,7                  | 2 181                           | -45   | -2,0        | 10,74                         | 0,6 | 8,88                              |
| 04 IV   |   | 18 288                        | 728  | 4,1                  | 15 022                        | 648  | 4,5                  | 3 266                         | 81   | 2,5                  | 2 159                           | -93   | -4,1        | 10,56                         | 0,8 | 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                         | 0,7 | 8,80                              |
| 05 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 | 8,71                              |

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).

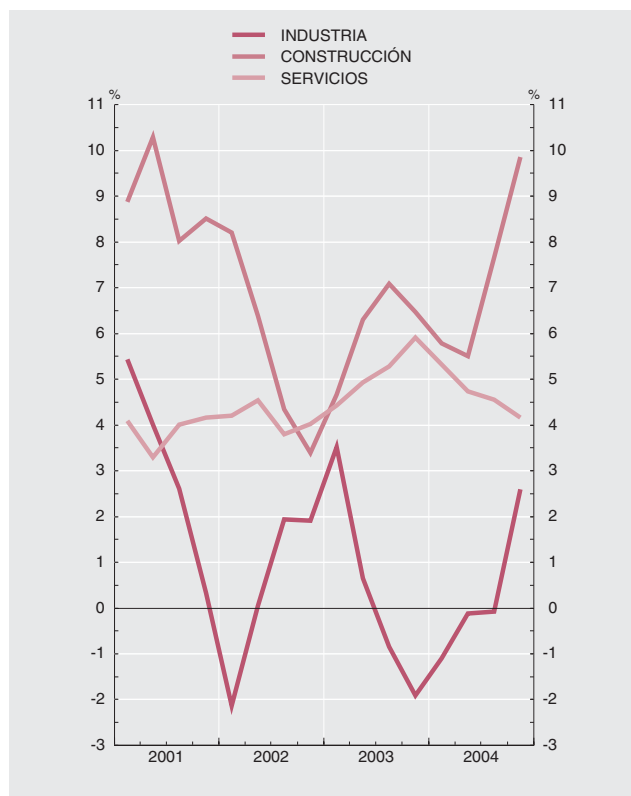
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

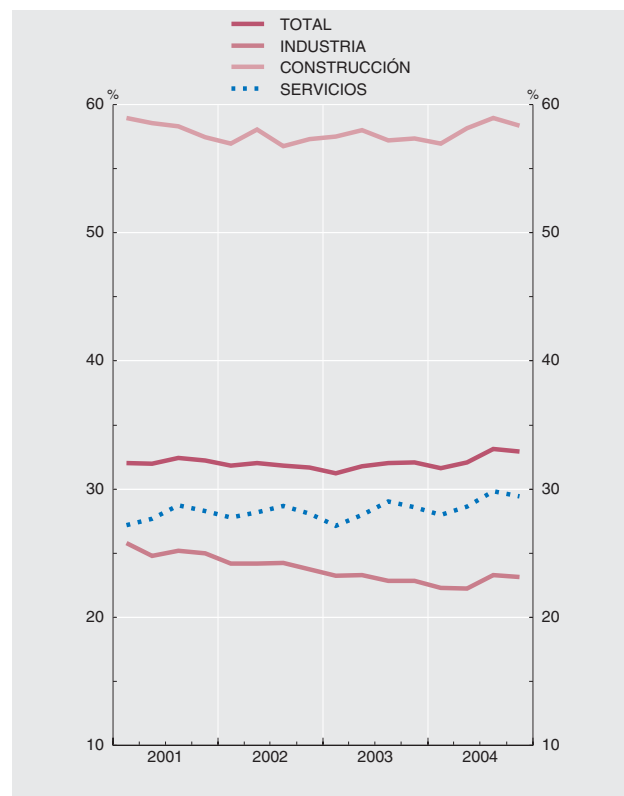
Tasas de variación interanual y porcentajes

|         |   | 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                              | 4,2                      |
| 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                      | 4,1                              | 5,2                      |
| 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-II | M | 3,8            | 4,1         | 1,1                       | 1,1         | 5,2         | 0,9                       | -0,6      | 0,1         | -4,3                      | 5,6          | 4,8         | -0,3                      | 5,0       | 5,2         | 2,7                       | 3,9                      | 4,0                              | 5,2                      |
| 05 I-II | M | 5,4            | 4,9         | 2,2                       | -0,4        | -2,9        | -0,9                      | 2,3       | 0,8         | 6,9                       | 4,8          | 3,6         | -3,8                      | 6,9       | 6,9         | 4,3                       | 6,1                      | ...                              | ...                      |
| 02 IV   |   | 2,9            | 4,2         | 31,7                      | -5,8        | -6,0        | 61,3                      | 1,9       | 2,2         | 23,7                      | 3,4          | 4,2         | 57,3                      | 4,0       | 5,4         | 28,1                      | 3,5                      | 3,4                              | 4,0                      |
| 03 I    |   | 3,6            | 4,6         | 31,2                      | -6,0        | -5,2        | 63,9                      | 3,5       | 3,0         | 23,2                      | 4,7          | 6,2         | 57,5                      | 4,4       | 5,5         | 27,1                      | 4,3                      | 4,2                              | 4,3                      |
| 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                      | 3,9                              | 4,6                      |
| 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                      | 4,0                              | 5,2                      |
| 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                              | 6,5                      |
| 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                              | 5,8                      |
| 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                      | 4,0                              | 5,2                      |
| 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                              | 4,7                      |
| 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                      | ...                              | ...                      |

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).



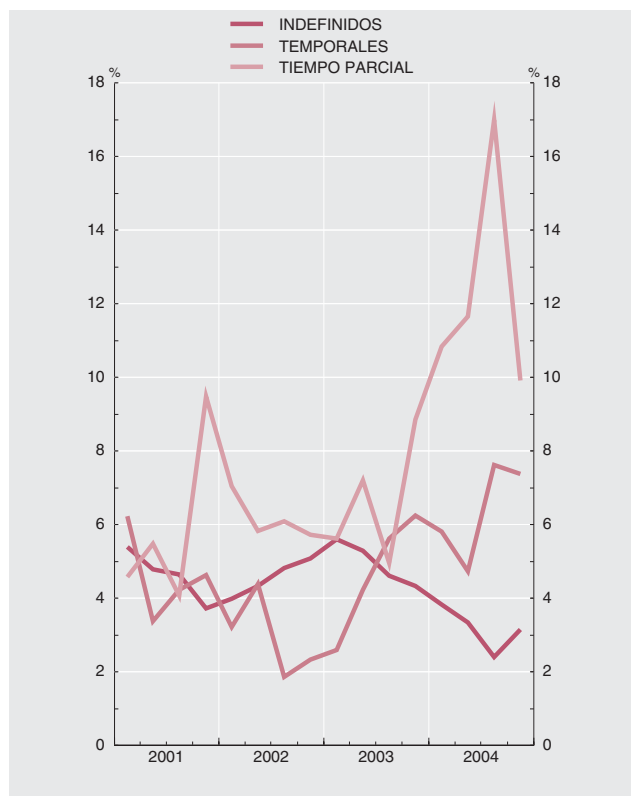
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

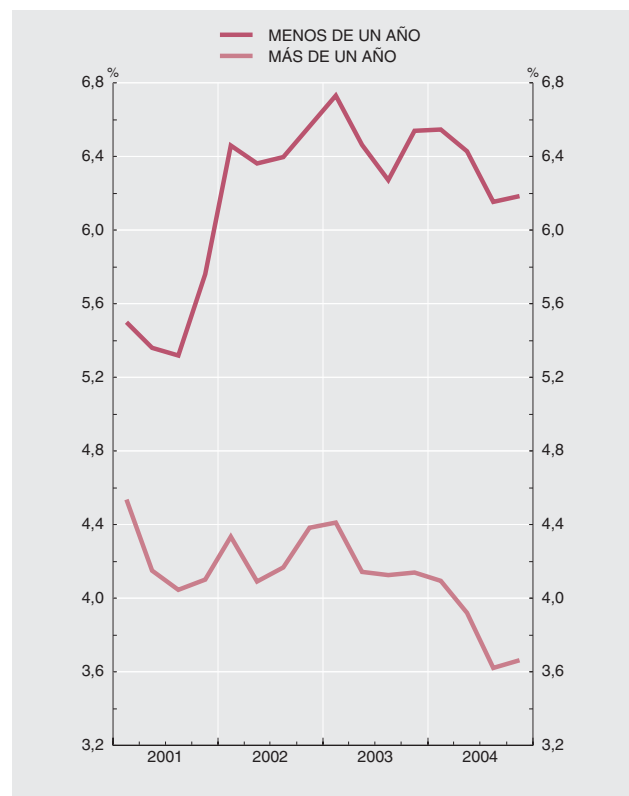
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

|   |        | Asalariados   |        |                                      |   |        |   |        |                             |                               |        | Parados                       |        |                              |                  |  |       |       |
|---|--------|---|--------|--------------------------------------|---|--------|---|--------|-----------------------------|-------------------------------|--------|-------------------------------|--------|------------------------------|------------------|--|-------|-------|
|   |        | Por tipo de contrato                                  |        |                                      |   |        | Por duración de jornada                               |        |                             |                               |        | Por duración                  |        |                              |                  | % de parados que están<br>dispuestos a aceptar<br>trabajo con<br>(a) |       |       |
|   |        |   |        |                                      |   |        |   |        |                             |                               |        |                               |        |                              |                  |  |       |       |
|   |        | Indefinido  |        | Temporal                             |   |        | Tiempo completo                                       |        | Tiempo parcial              |                               |        | Menos de un año               |        | Más de un año                |                  |  |       |       |
| Variación<br>interanual<br><br>(Miles de<br>personas) | T<br>4 | Variación<br>interanual<br><br>(Miles de<br>personas) | T<br>4 | Ratio de<br>tempora-<br>lidad<br>(%) | Variación<br>interanual<br><br>(Miles de<br>personas) | T<br>4 | Variación<br>interanual<br><br>(Miles de<br>personas) | T<br>4 | % sobre<br>asalaria-<br>dos | Tasa<br>de paro<br>(%)<br>(a) | T<br>4 | Tasa<br>de paro<br>(%)<br>(a) | T<br>4 | Cambio<br>de residen-<br>cia | Menor<br>salario | Menor<br>categoría   |       |       |
| 1   | 2      | 3   | 4      | 5                                    | 6   | 7      | 8   | 9      | 10                          | 11                            | 12     | 13                            | 14     | 15                           | 16               | 17   |       |       |
| 02  | M      | 400   | 4,6    | 201                                  | 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    | 146                         | 12,3                          | 9,10   | 6,33                          | 0,6    | 3,82                         | -6,0             | 18,20  | 42,19 | 47,33 |
| 04 I-II   | M      | 341   | 3,6    | 231                                  | 5,3   | 31,85  | 390   | 3,0    | 134                         | 11,3                          | 9,13   | 6,49                          | 1,7    | 4,01                         | -3,0             | 18,38  | 42,29 | 47,94 |
| 05 I-II   | M      | 378   | 3,8    | 338                                  | 7,3   | 32,57  | 206   | 1,6    | 631                         | 47,7                          | 12,85  | 5,86                          | -6,4   | 2,84                         | -26,6            | ...  | ...   | ...   |
| 02 IV   |        | 452   | 5,1    | 99                                   | 2,3   | 31,66  | 489   | 4,1    | 62                          | 5,7                           | 8,35   | 6,57                          | 18,6   | 4,38                         | 11,2             | 19,76  | 43,91 | 48,94 |
| 03 I  |        | 502   | 5,6    | 109                                  | 2,6   | 31,22  | 549   | 4,6    | 62                          | 5,6                           | 8,48   | 6,73                          | 8,4    | 4,41                         | 5,9              | 20,63  | 42,70 | 47,97 |
| 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  | 525   | 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            | ...  | ...   | ...   |

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).

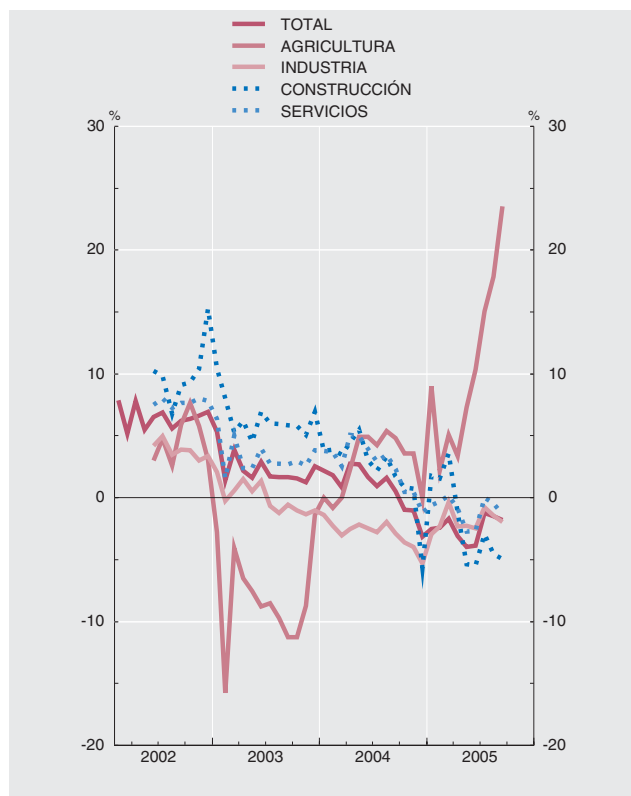
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

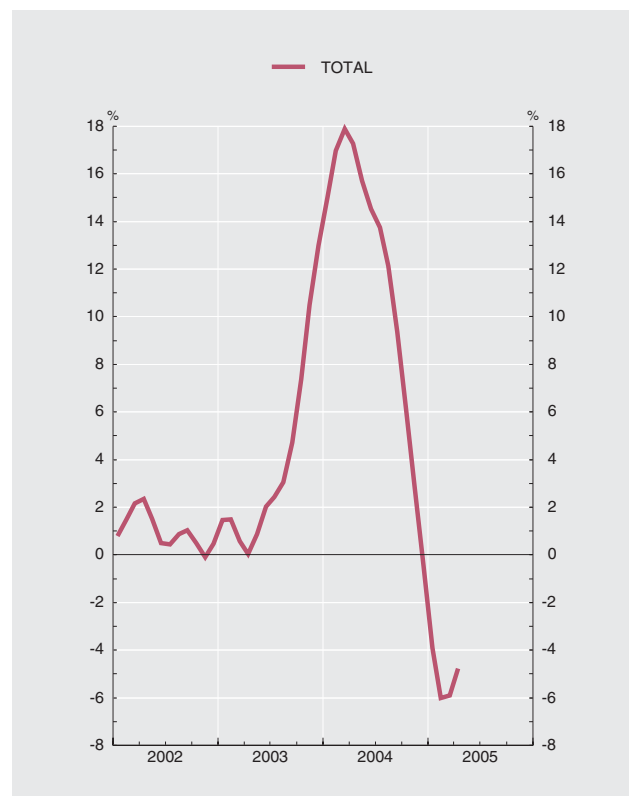
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

|        |   | Paro registrado   |   |              |                     |                         |             |             |      |      |                   | Contratos    |                    |                 |                         |                   | Colocaciones |       |
|--------|---|-------------------|---|--------------|---------------------|-------------------------|-------------|-------------|------|------|-------------------|--------------|--------------------|-----------------|-------------------------|-------------------|--------------|-------|
|        |   | Total             |   |              | Sin empleo anterior | Anteriormente empleados |             |             |      |      | Total             |              | Porcentaje s/total |                 |                         | Total             |              |       |
|        |   | Miles de personas | Variación inter-anual<br>(Miles de personas ) | 1<br>T<br>12 | 1<br>T<br>12        | 1<br>T<br>12            |             |             |      |      | Miles de personas | 1<br>T<br>12 | Indefinidos        | Jornada parcial | De duración determinada | Miles de personas | 1<br>T<br>12 |       |
|        |   |                   |   |              |                     | Total                   | Agricultura | No agrícola |      |      |                   |              |                    |                 |                         |                   |              |       |
|        |   | 1                 | 2   | 3            | 4                   | 5                       | 6           | 7           | 8    | 9    | 10                | 11           | 12                 | 13              | 14                      | 15                | 16           | 17    |
| 02     | M | 2 050             | 153   | 8,0          | ...                 | ...                     | ...         | ...         | ...  | ...  | ...               | 1 182        | 0,9                | 9,05            | 20,80                   | 90,95             | 1 145        | 1,0   |
| 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  |
| 04 E-S | M | 2 117             | 35  | 1,7          | -4,2                | 2,5                     | 2,8         | 2,5         | -2,4 | 3,5  | 3,6               | 1 357        | 14,3               | 8,81            | 21,97                   | 91,19             | 1 333        | 15,6  |
| 05 E-S | M | 2 065             | -52   | -2,5         | -13,4               | -0,9                    | 10,2        | -1,2        | -1,9 | -1,9 | -1,0              | 1 403        | 3,4                | 9,12            | 22,63                   | 90,88             | ...          | ...   |
| 04 Ago |   | 2 050             | 33  | 1,6          | -4,8                | 2,6                     | 5,4         | 2,5         | -2,0 | 3,3  | 3,5               | 1 125        | 15,9               | 7,23            | 22,01                   | 92,77             | 1 111        | 16,6  |
| Sep    |   | 2 051             | 11  | 0,5          | -5,5                | 1,4                     | 4,8         | 1,3         | -2,9 | 1,7  | 2,4               | 1 476        | 15,0               | 8,36            | 24,18                   | 91,64             | 1 445        | 14,0  |
| Oct    |   | 2 076             | -21   | -1,0         | -7,2                | -0,1                    | 3,6         | -0,2        | -3,6 | 0,9  | 0,5               | 1 472        | -5,5               | 8,68            | 26,26                   | 91,32             | 1 434        | -6,2  |
| Nov    |   | 2 121             | -22   | -1,0         | -7,1                | -0,1                    | 3,6         | -0,3        | -4,0 | 0,7  | 0,5               | 1 447        | 12,3               | 8,63            | 24,87                   | 91,37             | 1 414        | 10,7  |
| Dic    |   | 2 113             | -69   | -3,1         | -8,2                | -2,5                    | -0,0        | -2,5        | -5,3 | -5,7 | -1,2              | 1 223        | 7,6                | 7,49            | 23,64                   | 92,51             | 1 183        | 4,8   |
| 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             | ...          | ...   |

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.

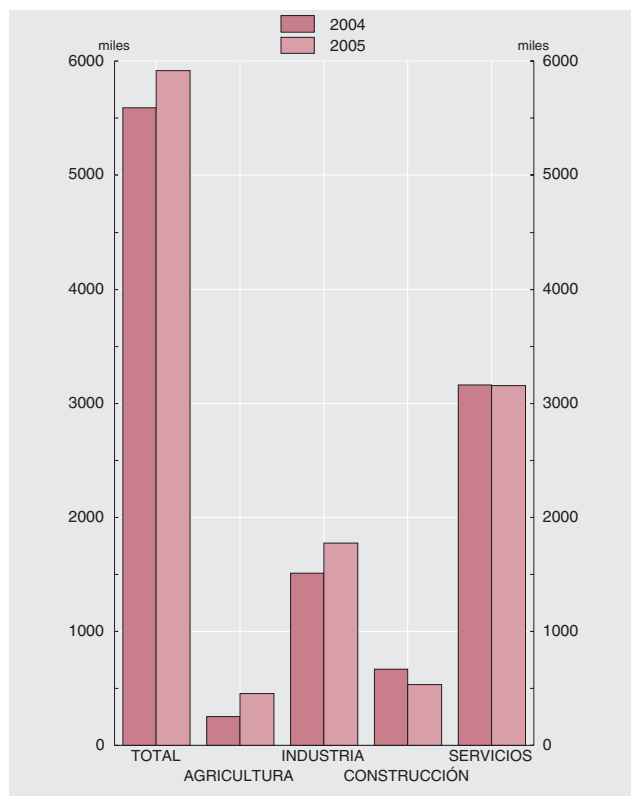
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

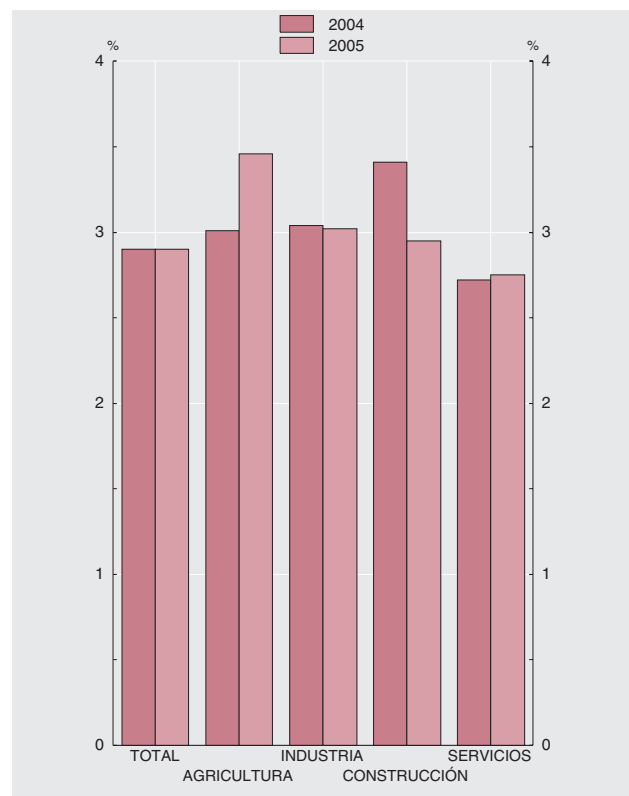
Miles de personas y porcentajes

|               | 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 | Agricultura | Industria | Construcción | Servicios | Por re-visados                    | Por firmados | Total | Agricultura | Industria | Construcción | Servicios |
|               | 1   | 2  | 3                                   | 4            | 5     | 6                     | 7           | 8         | 9            | 10        | 11                                | 12           | 13    | 14          | 15        | 16           | 17        |
| <b>02</b>     | 9 697   | 3,85                                     | 5 528                               | 2 280        | 7 808 | 202                   | 589         | 2 538     | 771          | 3 910     | 2,82                              | 3,62         | 3,05  | 3,49        | 2,84      | 3,52         | 3,03      |
| <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>     | 9 357   | 3,61                                     | 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>04 Feb</b> | 8 699   | 3,61                                     | 3 099                               | 4            | 3 103 | -948                  | 169         | 1 094     | 131          | 1 709     | 2,90                              | 3,32         | 2,90  | 3,23        | 3,06      | 3,49         | 2,71      |
| <b>Mar</b>    | 8 750   | 3,60                                     | 4 102                               | 9            | 4 111 | -284                  | 239         | 1 305     | 192          | 2 375     | 2,84                              | 3,42         | 2,84  | 3,02        | 3,06      | 3,46         | 2,65      |
| <b>Abr</b>    | 8 939   | 3,60                                     | 4 335                               | 172          | 4 506 | -26                   | 241         | 1 357     | 468          | 2 441     | 2,86                              | 3,33         | 2,88  | 3,02        | 3,06      | 3,41         | 2,66      |
| <b>May</b>    | 9 123   | 3,59                                     | 4 335                               | 406          | 4 740 | -64                   | 246         | 1 378     | 568          | 2 548     | 2,86                              | 2,99         | 2,87  | 3,00        | 3,05      | 3,41         | 2,63      |
| <b>Jun</b>    | 9 159   | 3,59                                     | 4 539                               | 520          | 5 059 | 12                    | 247         | 1 435     | 583          | 2 795     | 2,89                              | 2,98         | 2,90  | 3,00        | 3,05      | 3,41         | 2,71      |
| <b>Jul</b>    | 9 167   | 3,59                                     | 4 797                               | 796          | 5 593 | 213                   | 253         | 1 512     | 667          | 3 162     | 2,89                              | 2,99         | 2,90  | 3,01        | 3,04      | 3,41         | 2,72      |
| <b>Ago</b>    | 9 168   | 3,59                                     | 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      |
| <b>Sep</b>    | 9 244   | 3,60                                     | 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      |
| <b>Oct</b>    | 9 355   | 3,61                                     | 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      |
| <b>Nov</b>    | 9 356   | 3,61                                     | 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      |
| <b>Dic</b>    | 9 357   | 3,61                                     | 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 Ene</b> | 5 738   | 2,90                                     | 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      |
| <b>Feb</b>    | 5 739   | 2,90                                     | 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      |
| <b>Mar</b>    | 5 739   | 2,90                                     | 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      |
| <b>Abr</b>    | 5 802   | 2,90                                     | 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      |
| <b>May</b>    | 5 913   | 2,91                                     | 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      |
| <b>Jun</b>    | 5 916   | 2,91                                     | 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      |
| <b>Jul</b>    | 5 918   | 2,91                                     | 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      |

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-julio



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-julio



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

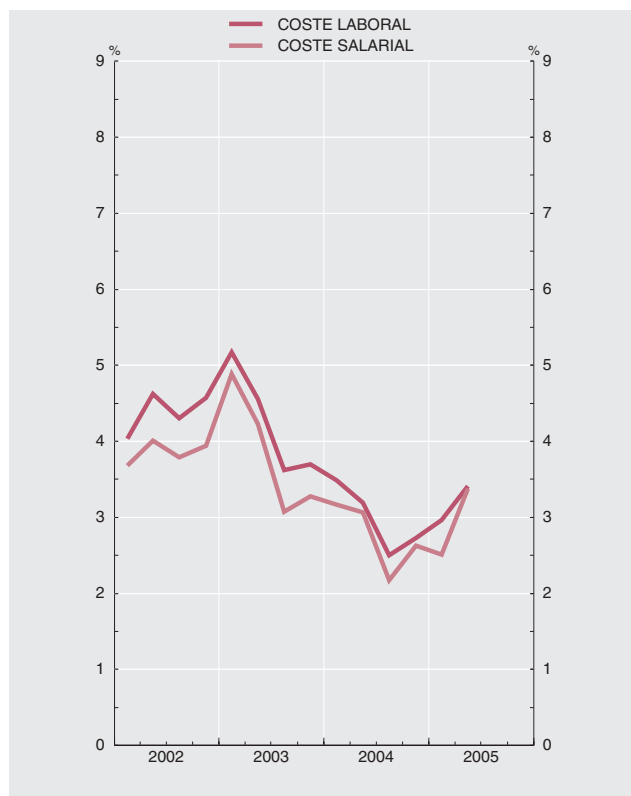
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

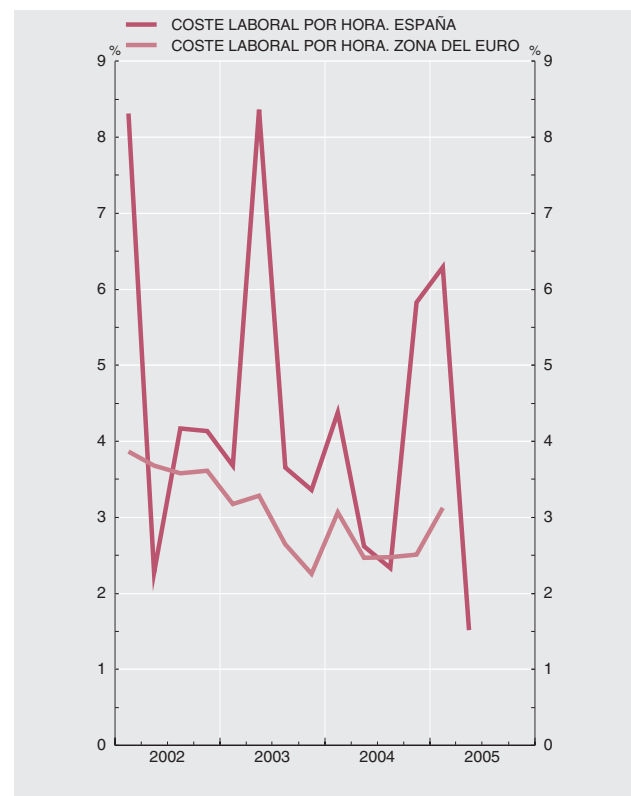
Tasas de variación interanual

|         |   | 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-II | M | 3,3                  | 3,5       | 5,7          | 3,1       | 3,5               | 3,1                  | 3,4       | 4,6          | 3,0       | 3,3               | 4,0                               | 2,8  |
| 05 I-II | M | 3,2                  | 3,6       | 3,2          | 3,3       | 3,9               | 3,0                  | 3,1       | 2,9          | 3,2       | 3,6               | 3,9                               | ...  |
| 02 IV   |   | 4,6                  | 5,4       | 4,7          | 4,4       | 4,1               | 3,9                  | 5,0       | 4,4          | 3,6       | 3,5               | 6,6                               | 3,6  |
| 03 I    |   | 5,2                  | 5,2       | 6,0          | 5,0       | 3,7               | 4,9                  | 5,0       | 5,1          | 4,8       | 3,3               | 6,0                               | 3,2  |
| II      |   | 4,6                  | 5,5       | 6,3          | 4,0       | 8,4               | 4,2                  | 5,1       | 4,9          | 3,9       | 8,0               | 5,5                               | 3,3  |
| III     |   | 3,6                  | 4,4       | 6,4          | 2,9       | 3,7               | 3,1                  | 3,7       | 5,1          | 2,6       | 3,1               | 5,2                               | 2,6  |
| 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  |
| 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  |
| 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  |
| 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  |
| II      |   | 3,4                  | 3,7       | 3,3          | 3,6       | 1,5               | 3,4                  | 3,1       | 3,3          | 3,8       | 1,5               | 3,5                               | ...  |

**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.

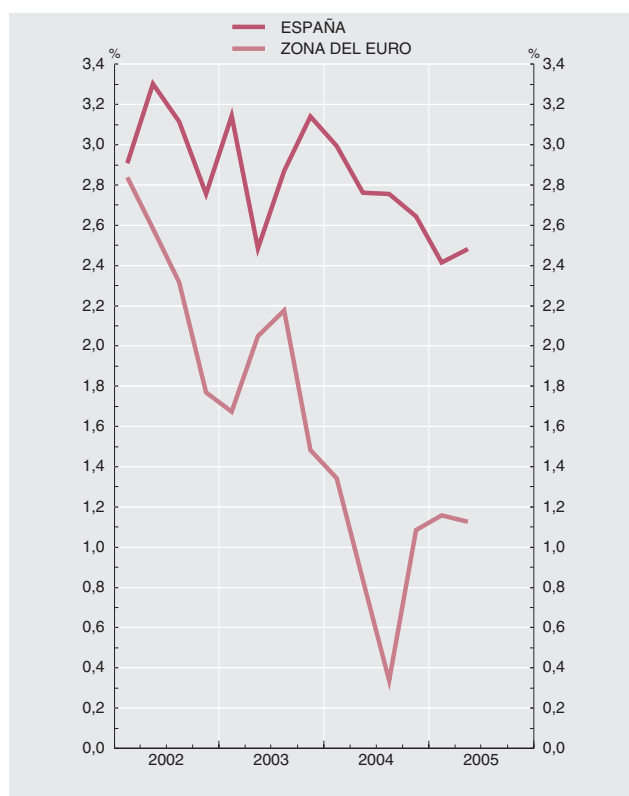
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

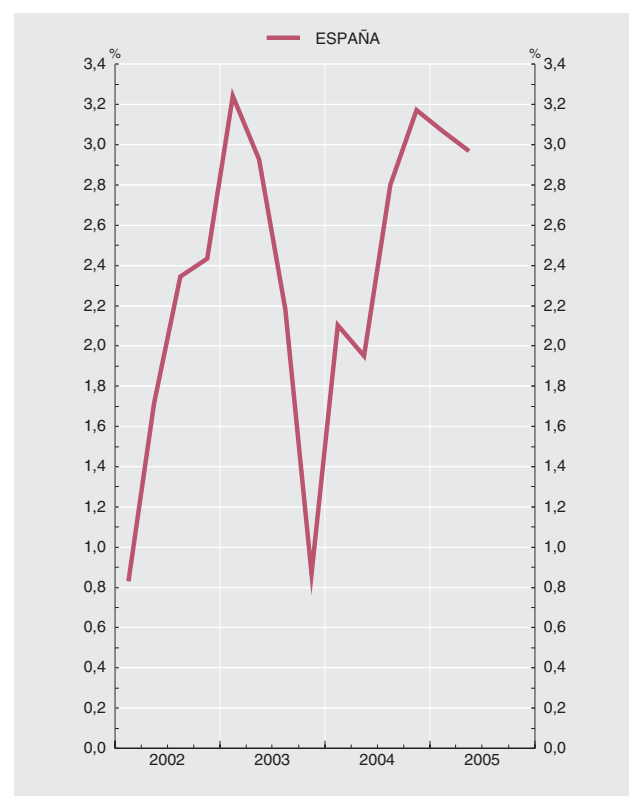
Tasas de variación interanual

|        |   | Costes laborales unitarios<br>Total economía |                  | Remuneración por<br>asalariado |                  | Productividad |                  |          |                  |               |                  | Pro memoria:<br>costes laborales unitarios<br>manufacturas |                  |
|--------|---|--|------------------|--------------------------------|------------------|---------------|------------------|----------|------------------|---------------|------------------|--|------------------|
|        |   | España                                       | Zona del<br>euro | España<br>(b)                  | Zona del<br>euro | España        | Zona del<br>euro | Producto |                  | Empleo        |                  | España<br>(c)  | Zona del<br>euro |
|        |   | 1  | 2                | 3                              | 4                | 5             | 6                | España   | Zona del<br>euro | España<br>(b) | Zona del<br>euro | 11   | 12               |
| 02     | P | 3,0  | 2,4              | 3,3                            | 2,6              | 0,3           | 0,2              | 2,7      | 0,9              | 2,4           | 0,7              | 1,8  | ...              |
| 03     | P | 2,9  | 1,8              | 3,4                            | 2,3              | 0,4           | 0,4              | 3,0      | 0,7              | 2,5           | 0,2              | 2,3  | ...              |
| 04     | P | 2,8  | 0,9              | 3,3                            | 2,1              | 0,5           | 1,2              | 3,1      | 1,8              | 2,6           | 0,6              | 2,5  | ...              |
| 02 /// | P | 3,1  | 2,3              | 3,5                            | 2,7              | 0,3           | 0,4              | 2,6      | 1,0              | 2,2           | 0,6              | 2,3  | ...              |
| IV     | P | 2,8  | 1,8              | 3,2                            | 2,4              | 0,4           | 0,6              | 2,5      | 1,1              | 2,1           | 0,5              | 2,4  | ...              |
| 03 /   | P | 3,1  | 1,7              | 3,8                            | 2,3              | 0,6           | 0,6              | 2,9      | 0,9              | 2,3           | 0,3              | 3,2  | ...              |
| II     | P | 2,5  | 2,1              | 3,3                            | 2,2              | 0,8           | 0,2              | 3,1      | 0,4              | 2,3           | 0,2              | 2,9  | ...              |
| III    | P | 2,9  | 2,2              | 3,1                            | 2,5              | 0,2           | 0,3              | 3,0      | 0,6              | 2,8           | 0,2              | 2,2  | ...              |
| IV     | P | 3,1  | 1,5              | 3,3                            | 2,2              | 0,2           | 0,7              | 2,9      | 0,9              | 2,8           | 0,2              | 0,9  | ...              |
| 04 /   | P | 3,0  | 1,3              | 3,3                            | 2,6              | 0,3           | 1,3              | 3,0      | 1,6              | 2,7           | 0,3              | 2,1  | ...              |
| II     | P | 2,8  | 0,8              | 3,6                            | 2,5              | 0,8           | 1,7              | 3,1      | 2,1              | 2,2           | 0,5              | 1,9  | ...              |
| III    | P | 2,8  | 0,3              | 3,3                            | 1,6              | 0,5           | 1,2              | 3,1      | 1,9              | 2,6           | 0,6              | 2,8  | ...              |
| IV     | P | 2,6  | 1,1              | 3,0                            | 1,9              | 0,4           | 0,8              | 3,2      | 1,6              | 2,8           | 0,8              | 3,2  | ...              |
| 05 /   | P | 2,4  | 1,2              | 2,8                            | 1,8              | 0,4           | 0,6              | 3,3      | 1,3              | 3,0           | 0,7              | 3,1  | ...              |
| II     | P | 2,5  | 1,1              | 2,7                            | 1,6              | 0,2           | 0,4              | 3,4      | 1,1              | 3,2           | 0,7              | 3,0  | ...              |

**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.

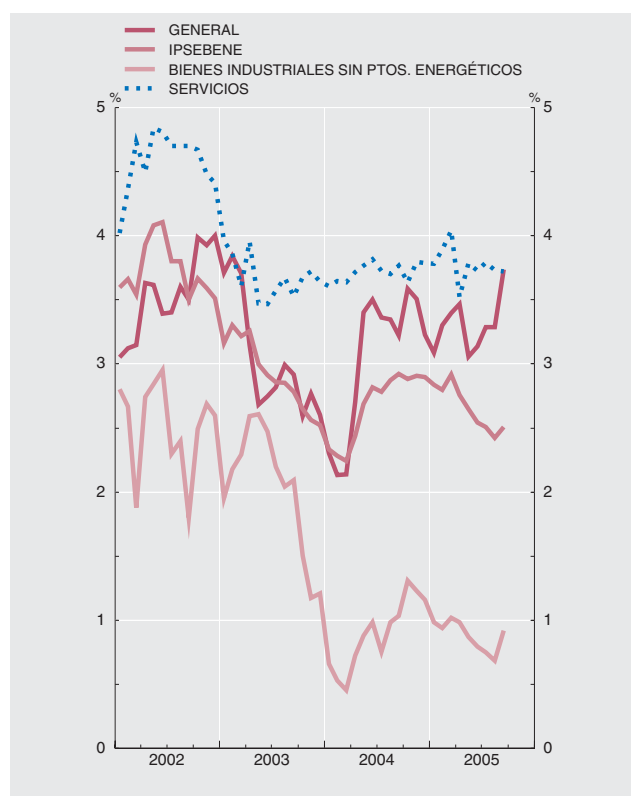
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

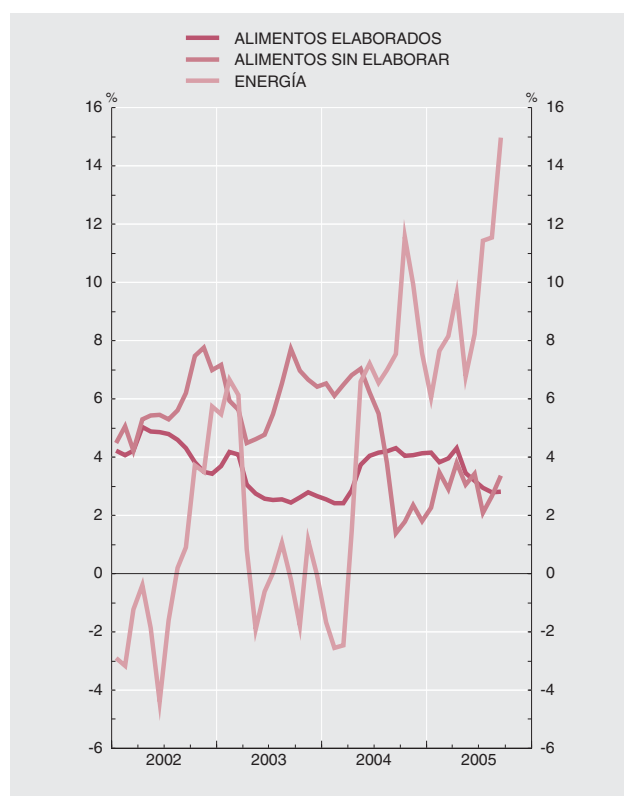
Índices y tasas de variación interanual

| Índice general (100%) |                |                    |                |                          | Tasa de variación interanual ( $T_{12}^1$ ) |                      |   |         |           |          | Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000) |            |
|-----------------------|----------------|--------------------|----------------|--------------------------|---|----------------------|---|---------|-----------|----------|--|------------|
|                       | Serie original | m <sub>1</sub> (b) | $T_{12}^1$ (c) | s/<br>$T_{12}^1$ dic (d) | Alimentos no elaborados                     | Alimentos elaborados | Bienes industriales sin productos energéticos (e) | Energía | Servicios | IPSEBENE | Serie original   | $T_{12}^1$ |
|                       | 1              | 2                  | 3              | 4                        | 5   | 6                    | 7   | 8       | 9         | 10       | 11   | 12         |
| 02 M                  | 103,5          | —                  | 3,5            | 4,0                      | 5,8   | 4,3                  | 2,5   | -0,1    | 4,6       | 3,7      | 100,4  | -2,6       |
| 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        |
| 04 E-S M              | 109,3          | 0,2                | 2,9            | 1,1                      | 5,5   | 3,4                  | 0,8   | 3,3     | 3,7       | 2,6      | 108,7  | 2,4        |
| 05 E-S M              | 113,0          | 0,3                | 3,3            | 1,1                      | 3,0   | 3,5                  | 0,9   | 9,4     | 3,8       | 2,7      | ...  | ...        |
| 04 Jun                | 110,5          | 0,2                | 3,5            | 2,2                      | 6,2   | 4,0                  | 1,0   | 7,2     | 3,8       | 2,8      | 121,3  | 12,0       |
| Jul                   | 109,7          | -0,8               | 3,4            | 1,4                      | 5,5   | 4,2                  | 0,8   | 6,6     | 3,7       | 2,8      | 108,4  | 11,2       |
| Ago                   | 110,2          | 0,4                | 3,3            | 1,8                      | 3,8   | 4,2                  | 1,0   | 7,0     | 3,7       | 2,9      | 93,7   | -5,4       |
| Sep                   | 110,4          | 0,2                | 3,2            | 2,0                      | 1,4   | 4,3                  | 1,0   | 7,5     | 3,8       | 2,9      | 93,2   | -10,4      |
| Oct                   | 111,5          | 1,0                | 3,6            | 3,1                      | 1,8   | 4,0                  | 1,3   | 11,6    | 3,6       | 2,9      | 100,4  | -5,1       |
| Nov                   | 111,8          | 0,3                | 3,5            | 3,3                      | 2,3   | 4,1                  | 1,2   | 9,9     | 3,8       | 2,9      | 104,8  | -0,4       |
| Dic                   | 111,7          | -0,1               | 3,2            | 3,2                      | 1,8   | 4,1                  | 1,2   | 7,6     | 3,8       | 2,9      | 111,3  | 2,5        |
| 05 Ene                | 110,8          | -0,8               | 3,1            | -0,8                     | 2,3   | 4,2                  | 1,0   | 6,1     | 3,8       | 2,8      | 115,2  | 8,4        |
| Feb                   | 111,0          | 0,3                | 3,3            | -0,6                     | 3,5   | 3,8                  | 0,9   | 7,6     | 3,9       | 2,8      | 120,5  | 12,2       |
| Mar                   | 111,9          | 0,8                | 3,4            | 0,2                      | 2,9   | 4,0                  | 1,0   | 8,2     | 4,0       | 2,9      | 126,5  | 13,2       |
| Abr                   | 113,5          | 1,4                | 3,5            | 1,6                      | 3,8   | 4,3                  | 1,0   | 9,6     | 3,5       | 2,8      | 122,7  | 6,6        |
| May                   | 113,7          | 0,2                | 3,1            | 1,8                      | 3,0   | 3,4                  | 0,9   | 6,8     | 3,8       | 2,6      | 120,1  | -0,9       |
| Jun                   | 114,0          | 0,2                | 3,1            | 2,1                      | 3,4   | 3,2                  | 0,8   | 8,2     | 3,7       | 2,5      | 106,9  | -11,9      |
| Jul                   | 113,3          | -0,6               | 3,3            | 1,5                      | 2,1   | 3,0                  | 0,7   | 11,4    | 3,8       | 2,5      | 102,8  | -5,2       |
| Ago                   | 113,8          | 0,4                | 3,3            | 1,9                      | 2,7   | 2,8                  | 0,7   | 11,5    | 3,7       | 2,4      | ...  | ...        |
| Sep                   | 114,5          | 0,6                | 3,7            | 2,5                      | 3,4   | 2,8                  | 0,9   | 15,0    | 3,7       | 2,5      | ...  | ...        |

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.

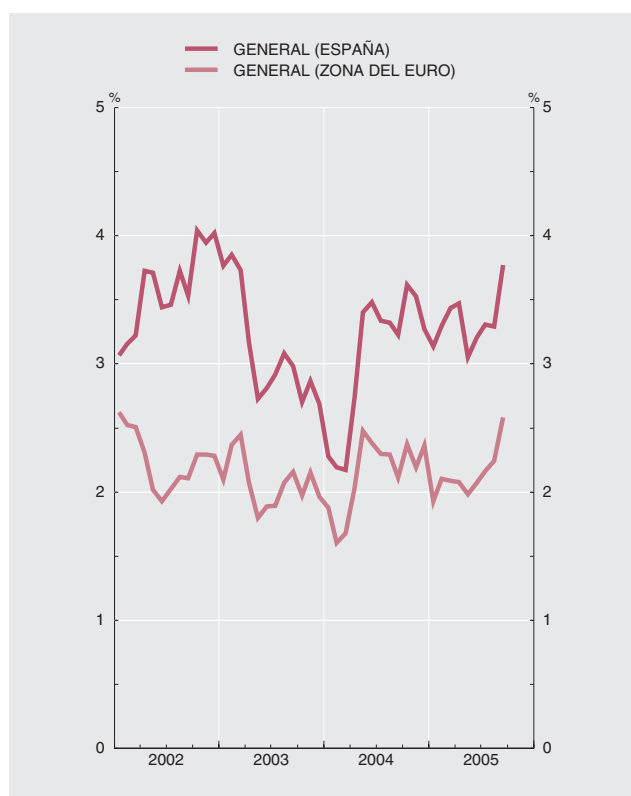
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 1996 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

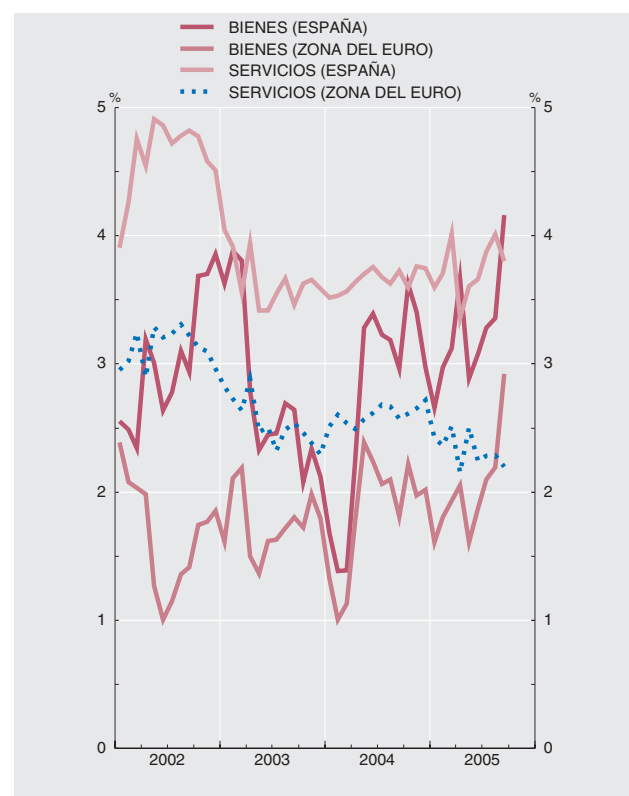
Tasas de variación interanual

|        |    | Índice general |               | Bienes |               |           |               |            |               |               |               |              |               |                |               |         |               | Servicios |               |
|--------|----|----------------|---------------|--------|---------------|-----------|---------------|------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|---------------|---------|---------------|-----------|---------------|
|        |    | España         | Zona del euro | España | Zona del euro | Alimentos |               |            |               |               |               | Industriales |               |                |               |         |               | España    | Zona del euro |
|        |    |                |               |        |               | Total     |               | Elaborados |               | No elaborados |               | España       | Zona del euro | No energéticos |               | Energía |               |           |               |
|        |    |                |               |        |               | España    | Zona del euro | España     | Zona del euro | España        | Zona del euro |              |               | España         | Zona del euro | España  | Zona del euro |           |               |
| 1      | 2  | 3              | 4             | 5      | 6             | 7         | 8             | 9          | 10            | 11            | 12            | 13           | 14            | 15             | 16            | 17      | 18            |           |               |
| 02     | M  | 3,6            | 2,3           | 3,0    | 1,7           | 4,8       | 3,1           | 4,9        | 3,1           | 4,7           | 3,1           | 1,9          | 1,0           | 2,6            | 1,5           | -0,2    | -0,6          | 4,6       | 3,1           |
| 03     | M  | 3,1            | 2,1           | 2,8    | 1,8           | 4,0       | 2,8           | 3,5        | 3,3           | 4,6           | 2,1           | 2,0          | 1,2           | 2,2            | 0,8           | 1,3     | 3,0           | 3,7       | 2,5           |
| 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           |
| 04 E-S | M  | 2,9            | 2,1           | 2,5    | 1,8           | 4,1       | 2,6           | 4,2        | 3,7           | 4,1           | 1,1           | 1,5          | 1,3           | 0,9            | 0,8           | 3,2     | 3,1           | 3,6       | 2,6           |
| 05 E-S | MP | 3,3            | 2,1           | 3,2    | 2,0           | 3,4       | 1,4           | 3,5        | 1,9           | 3,3           | 0,7           | 3,1          | 2,3           | 0,9            | 0,2           | 10,1    | 9,8           | 3,7       | 2,3           |
| 04 Jun |    | 3,5            | 2,4           | 3,4    | 2,2           | 4,8       | 2,8           | 4,9        | 3,8           | 4,7           | 1,2           | 2,5          | 2,0           | 1,1            | 0,9           | 7,2     | 5,9           | 3,8       | 2,6           |
| Jul    |    | 3,3            | 2,3           | 3,2    | 2,1           | 4,6       | 2,6           | 4,9        | 3,8           | 4,3           | 0,7           | 2,3          | 1,8           | 0,9            | 0,7           | 6,6     | 5,9           | 3,7       | 2,7           |
| Ago    |    | 3,3            | 2,3           | 3,2    | 2,1           | 4,1       | 2,1           | 4,8        | 3,6           | 3,4           | -0,2          | 2,6          | 2,1           | 1,1            | 0,9           | 7,0     | 6,5           | 3,6       | 2,7           |
| Sep    |    | 3,2            | 2,1           | 3,0    | 1,8           | 3,3       | 1,4           | 4,7        | 3,3           | 1,9           | -1,5          | 2,7          | 2,0           | 1,1            | 0,8           | 7,5     | 6,4           | 3,7       | 2,6           |
| Oct    |    | 3,6            | 2,4           | 3,6    | 2,2           | 3,3       | 1,2           | 4,4        | 2,8           | 2,2           | -1,2          | 3,8          | 2,7           | 1,4            | 0,8           | 11,6    | 9,8           | 3,6       | 2,6           |
| 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           |
| Dic    |    | 3,3            | 2,4           | 3,0    | 2,0           | 3,3       | 2,0           | 4,2        | 3,2           | 2,4           | -             | 2,7          | 2,0           | 1,3            | 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          | 1,9          | 1,7           | 0,7            | 0,5           | 5,7     | 6,2           | 3,6       | 2,4           |
| Feb    |    | 3,3            | 2,1           | 3,0    | 1,8           | 3,7       | 1,9           | 3,6        | 2,6           | 3,8           | 0,7           | 2,3          | 1,8           | 0,7            | 0,2           | 7,5     | 7,7           | 3,7       | 2,4           |
| Mar    |    | 3,4            | 2,1           | 3,1    | 1,9           | 3,6       | 1,5           | 3,7        | 1,6           | 3,4           | 1,3           | 2,7          | 2,2           | 0,9            | 0,4           | 8,4     | 8,8           | 4,0       | 2,5           |
| Abr    |    | 3,5            | 2,1           | 3,7    | 2,1           | 4,2       | 1,3           | 4,4        | 1,7           | 4,0           | 0,8           | 3,3          | 2,4           | 1,1            | 0,3           | 10,1    | 10,2          | 3,4       | 2,2           |
| May    |    | 3,0            | 2,0           | 2,9    | 1,6           | 3,4       | 1,3           | 3,3        | 1,5           | 3,5           | 1,0           | 2,6          | 1,8           | 1,1            | 0,4           | 7,2     | 6,9           | 3,6       | 2,5           |
| Jun    |    | 3,2            | 2,1           | 3,1    | 1,9           | 3,3       | 1,2           | 3,2        | 1,5           | 3,5           | 0,6           | 2,9          | 2,2           | 1,0            | 0,3           | 8,9     | 9,4           | 3,7       | 2,2           |
| Jul    |    | 3,3            | 2,2           | 3,3    | 2,1           | 2,8       | 1,1           | 3,0        | 1,6           | 2,5           | 0,3           | 3,6          | 2,6           | 0,6            | -             | 12,5    | 11,8          | 3,9       | 2,3           |
| Ago    |    | 3,3            | 2,2           | 3,4    | 2,2           | 2,9       | 1,5           | 2,9        | 1,7           | 2,8           | 1,1           | 3,6          | 2,6           | 0,5            | -             | 12,8    | 11,6          | 4,0       | 2,3           |
| Sep    | P  | 3,8            | 2,6           | 4,2    | 2,9           | 3,1       | 1,8           | 3,1        | 2,3           | 3,2           | 1,1           | 4,9          | 3,5           | 0,9            | 0,2           | 16,7    | 15,2          | 3,8       | 2,2           |

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))

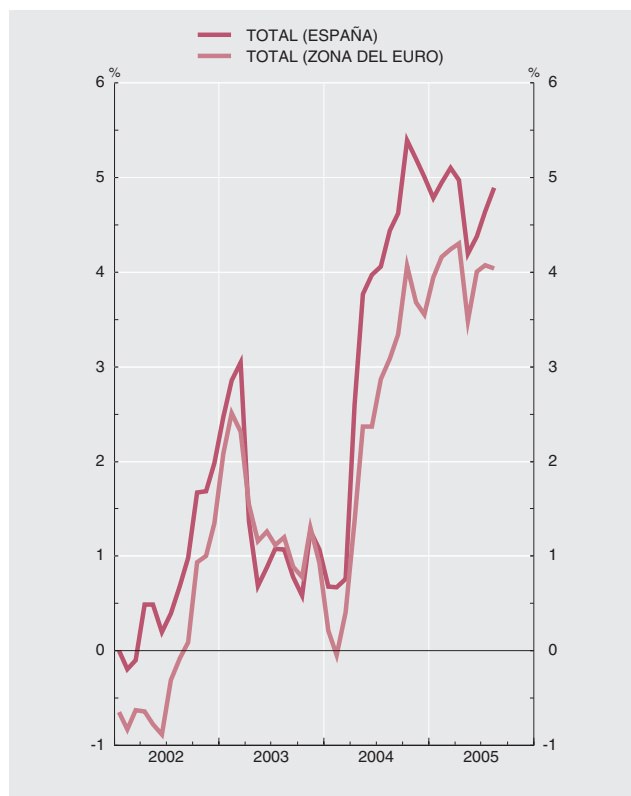
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

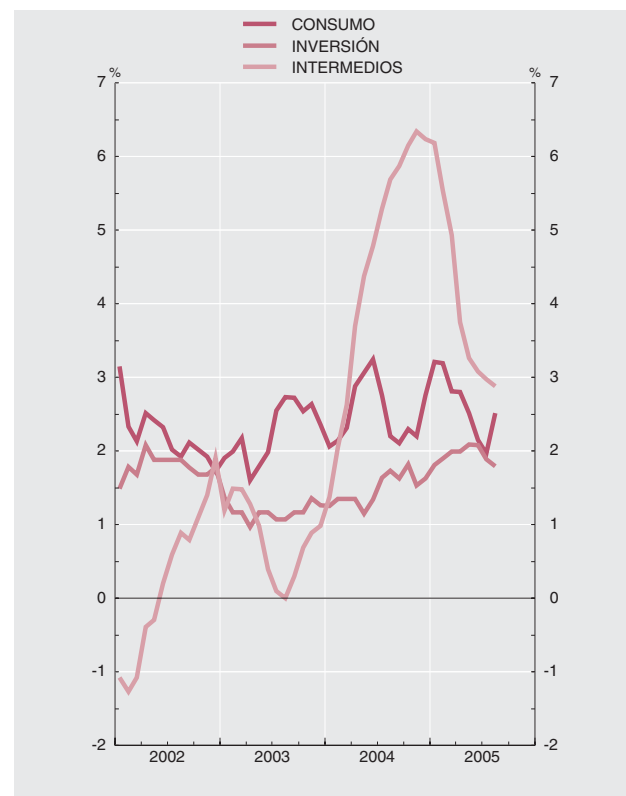
Tasas de variación interanual

|        |    | General (100%) |                       |                              | Consumo (32,1%)       |                              | Inversión (18,3%)     |                              | Intermedios (31,6%)   |                              | Energía (18,0%)       |                              | Pro memoria: zona del euro |         |           |             |         |
|--------|----|----------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------|------------------------------|----------------------------|---------|-----------|-------------|---------|
|        |    | Serie original | m <sub>1</sub><br>(b) | T <sub>12</sub> <sup>1</sup> | m <sub>1</sub><br>(b) | T <sub>12</sub> <sup>1</sup> | m <sub>1</sub><br>(b) | T <sub>12</sub> <sup>1</sup> | m <sub>1</sub><br>(b) | T <sub>12</sub> <sup>1</sup> | m <sub>1</sub><br>(b) | T <sub>12</sub> <sup>1</sup> | Total                      | Consumo | Inversión | Intermedios | Energía |
|        |    | 1              | 2                     | 3                            | 4                     | 5                            | 6                     | 7                            | 8                     | 9                            | 10                    | 11                           | 12                         | 13      | 14        | 15          | 16      |
|        |    |                |                       |                              |                       |                              |                       |                              |                       |                              |                       |                              |                            |         |           |             |         |
| 02     | MP | 102,4          | —                     | 0,7                          | —                     | 2,2                          | —                     | 1,8                          | —                     | 0,2                          | —                     | -1,3                         | -0,1                       | 1,0     | 0,9       | -0,3        | -2,3    |
| 03     | MP | 103,9          | —                     | 1,4                          | —                     | 2,3                          | —                     | 1,2                          | —                     | 0,8                          | —                     | 1,3                          | 1,4                        | 1,1     | 0,3       | 0,8         | 3,8     |
| 04     | MP | 107,4          | —                     | 3,4                          | —                     | 2,5                          | —                     | 1,5                          | —                     | 4,5                          | —                     | 5,3                          | 2,3                        | 1,3     | 0,7       | 3,5         | 3,9     |
| 04 E-A | MP | 106,6          | —                     | 2,6                          | —                     | 2,6                          | —                     | 1,4                          | —                     | 3,7                          | —                     | 2,0                          | 1,6                        | 1,4     | 0,6       | 2,6         | 1,8     |
| 05 E-A | MP | 111,6          | —                     | 4,7                          | —                     | 2,6                          | —                     | 1,9                          | —                     | 4,1                          | —                     | 13,0                         | 4,0                        | 1,0     | 1,5       | 3,5         | 12,1    |
| 04 May | P  | 107,3          | 0,7                   | 3,8                          | 0,4                   | 3,1                          | -                     | 1,2                          | 0,6                   | 4,4                          | 2,3                   | 7,2                          | 2,4                        | 1,4     | 0,6       | 2,9         | 5,5     |
| Jun    | P  | 107,4          | 0,1                   | 4,0                          | 0,3                   | 3,2                          | 0,2                   | 1,3                          | -                     | 4,8                          | -0,3                  | 7,1                          | 2,4                        | 1,6     | 0,7       | 3,3         | 4,5     |
| Jul    | P  | 107,7          | 0,3                   | 4,1                          | 0,2                   | 2,8                          | 0,2                   | 1,6                          | 0,2                   | 5,3                          | 0,8                   | 7,2                          | 2,9                        | 1,6     | 0,9       | 4,3         | 5,3     |
| Ago    | P  | 108,3          | 0,6                   | 4,4                          | -0,2                  | 2,2                          | 0,1                   | 1,7                          | 0,3                   | 5,7                          | 2,6                   | 9,0                          | 3,1                        | 1,4     | 0,9       | 4,8         | 5,6     |
| Sep    | P  | 108,6          | 0,3                   | 4,6                          | 0,1                   | 2,1                          | -                     | 1,6                          | 0,4                   | 5,9                          | 1,2                   | 11,0                         | 3,3                        | 1,2     | 0,9       | 5,0         | 7,3     |
| 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         | 13,3    |
| 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         | 9,8     |
| 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         | 13,5    |
| Jul    | P  | 112,7          | 0,5                   | 4,6                          | -                     | 2,0                          | -                     | 1,9                          | 0,1                   | 3,0                          | 2,7                   | 15,7                         | 4,1                        | 0,7     | 1,2       | 2,0         | 15,1    |
| Ago    | P  | 113,6          | 0,8                   | 4,9                          | 0,4                   | 2,5                          | -                     | 1,8                          | 0,2                   | 2,9                          | 3,2                   | 16,3                         | 4,0                        | 0,9     | 1,2       | 1,7         | 15,1    |

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.



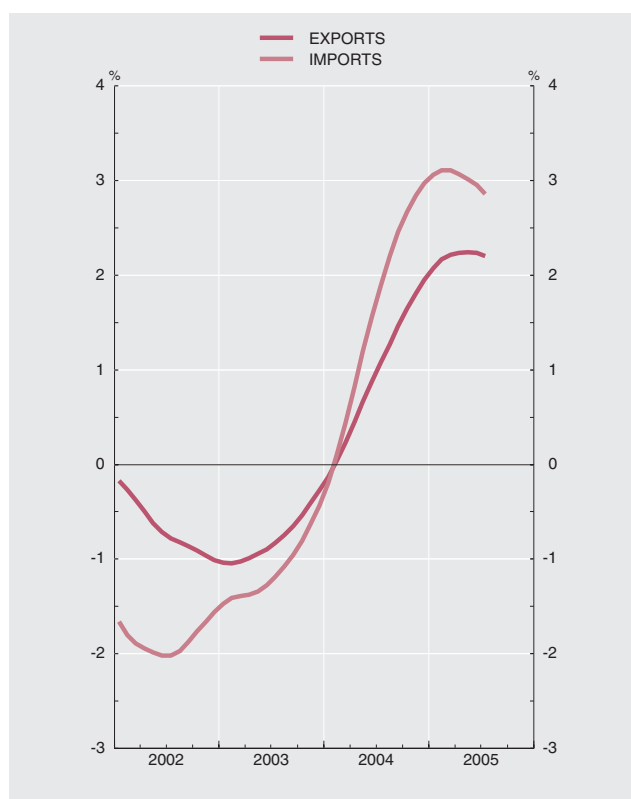
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA.

■ Serie representada gráficamente.

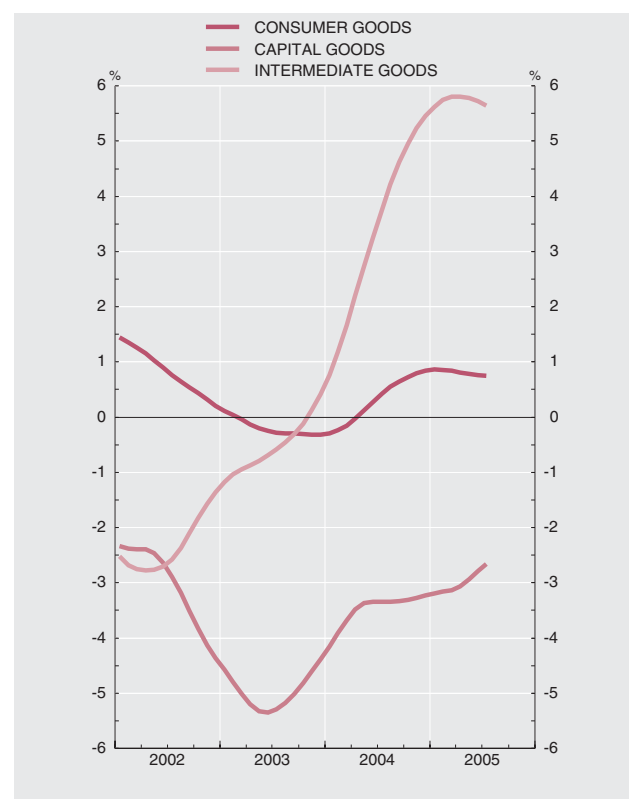
Tasas de variación interanual

|        | 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             |
| 02     | -1,0                         | 0,4               | 1,0               | -2,3               | -5,0        | -2,1           | -3,1                           | -0,0              | -2,5              | -4,3               | -6,7        | -3,6           |
| 03     | -1,5                         | 0,0               | -9,6              | -1,2               | -1,7        | -1,1           | -1,3                           | -0,1              | -7,3              | -0,7               | 0,7         | -1,1           |
| 04     | 1,0                          | -0,0              | -0,6              | 2,1                | 12,3        | 1,6            | 2,4                            | 0,5               | -2,0              | 4,5                | 11,2        | 3,3            |
| 04 E-J | -0,1                         | -0,5              | -1,9              | 0,6                | 2,4         | 0,5            | 0,2                            | -1,1              | -0,6              | 1,2                | 1,9         | 1,2            |
| 05 E-J | 4,3                          | 1,5               | 4,6               | 6,4                | 35,6        | 5,0            | 5,0                            | 1,3               | -2,3              | 8,5                | 26,5        | 4,4            |
| 04 Feb | -2,7                         | -3,7              | -2,5              | -1,7               | -19,4       | -0,7           | -4,3                           | -5,0              | -3,0              | -4,0               | -12,8       | -2,1           |
| Mar    | 0,2                          | -0,1              | -6,7              | 1,9                | -8,4        | 2,4            | -1,6                           | -1,2              | -1,5              | -1,6               | -12,0       | 0,7            |
| Abr    | -0,9                         | -0,7              | -0,1              | -1,1               | -5,6        | -0,7           | 0,2                            | -4,5              | 5,1               | 1,7                | -0,9        | 2,3            |
| May    | 1,8                          | 3,5               | 1,3               | 0,5                | -0,5        | 0,5            | 5,6                            | 2,9               | 5,1               | 7,0                | 16,7        | 5,4            |
| Jun    | 3,0                          | 2,2               | 4,8               | 3,2                | 19,3        | 2,4            | 1,4                            | -2,9              | 3,2               | 3,3                | 16,3        | 1,1            |
| Jul    | 0,5                          | -1,7              | -1,9              | 2,8                | 29,0        | 1,6            | 3,8                            | 5,0               | -9,8              | 6,4                | 17,0        | 4,1            |
| Ago    | 2,0                          | -0,9              | 2,8               | 3,9                | 15,9        | 3,0            | 6,8                            | 4,4               | -1,8              | 9,9                | 20,9        | 6,9            |
| Sep    | 1,0                          | 0,1               | -2,3              | 2,2                | 23,8        | 1,0            | 5,4                            | 0,8               | -3,1              | 9,6                | 21,5        | 6,9            |
| Oct    | 3,9                          | 4,2               | 5,2               | 3,6                | 34,6        | 1,9            | 5,2                            | 1,7               | -7,3              | 9,7                | 30,9        | 5,8            |
| Nov    | 3,5                          | 0,9               | 0,5               | 6,6                | 33,1        | 5,3            | 4,6                            | 1,8               | -3,0              | 7,5                | 27,4        | 3,6            |
| Dic    | 2,2                          | -1,4              | 0,2               | 5,2                | 23,8        | 4,1            | 5,8                            | 4,2               | -3,7              | 9,4                | 19,9        | 7,1            |
| 05 Ene | 5,1                          | 2,7               | -0,5              | 7,8                | 35,5        | 6,3            | 5,0                            | 3,4               | -1,6              | 7,2                | 16,7        | 4,8            |
| Feb    | 5,4                          | 4,2               | 6,9               | 6,1                | 40,8        | 4,6            | 5,4                            | 1,0               | -1,9              | 9,3                | 23,2        | 6,5            |
| Mar    | 4,8                          | 4,4               | 2,8               | 5,4                | 25,1        | 4,4            | 5,3                            | 2,6               | -7,6              | 9,7                | 27,8        | 5,6            |
| Abr    | 2,7                          | -1,2              | 1,0               | 6,2                | 36,6        | 4,7            | 4,6                            | 0,9               | -7,5              | 9,1                | 32,8        | 4,2            |
| May    | 3,3                          | -1,1              | 7,5               | 6,2                | 38,5        | 4,6            | 0,9                            | -3,2              | -6,5              | 4,7                | 20,0        | 1,6            |
| Jun    | 3,2                          | -0,3              | -0,9              | 7,0                | 41,0        | 5,2            | 5,3                            | 3,6               | -1,3              | 7,7                | 26,3        | 3,4            |
| Jul    | 5,7                          | 2,2               | 15,6              | 6,4                | 32,7        | 5,0            | 8,1                            | 0,6               | 10,5              | 11,7               | 38,6        | 5,1            |

EXPORT AND IMPORT UNIT VALUE INDICES (a)



IMPORT UNIT VALUE INDICES BY PRODUCT GROUP (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).

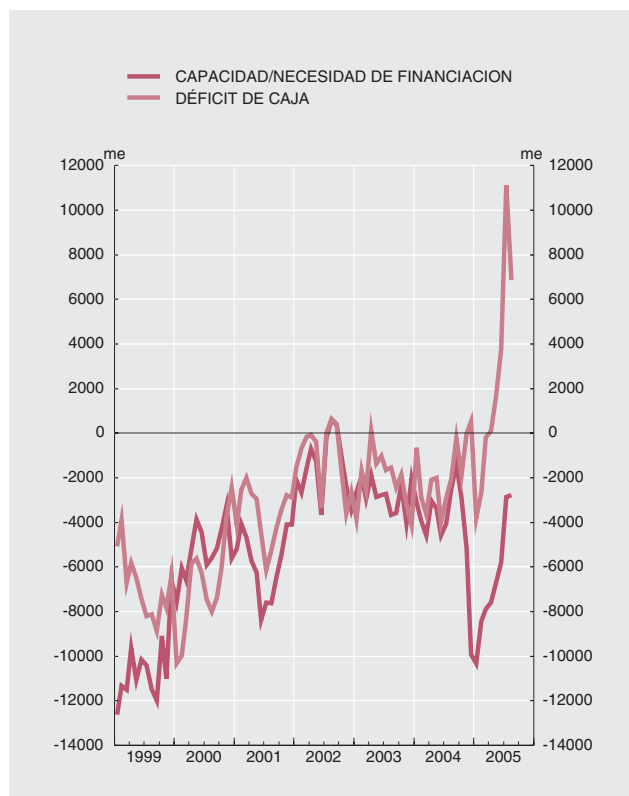
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

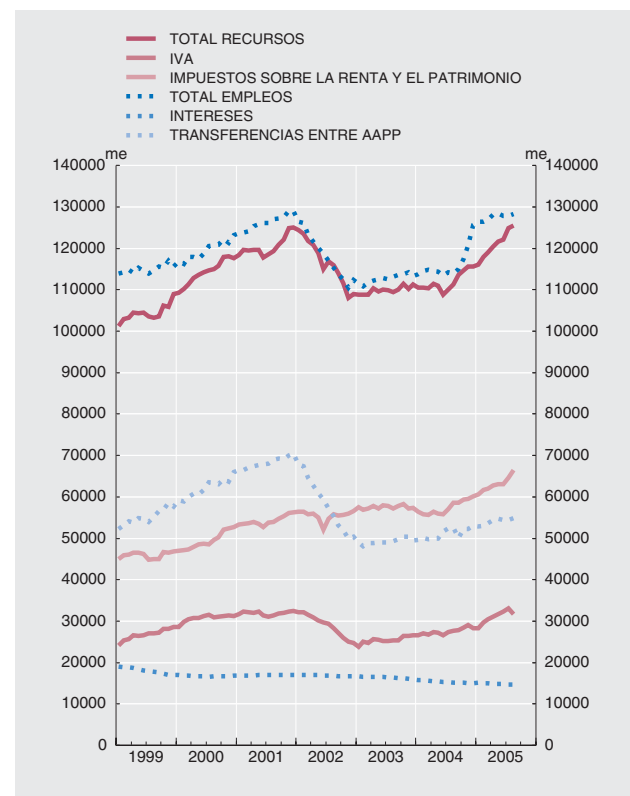
Millones de euros

|        |   | Recursos corrientes y de capital |   |  |   |  |        |        | Empleos corrientes y de capital          |                |  |   |       |                    | Pro memoria: déficit de caja |                     |         |
|--------|---|----------------------------------|---|--|---|--|--------|--------|--|----------------|--|---|-------|--------------------|------------------------------|---------------------|---------|
|        |   | Total                            | Impues-<br>to sobre<br>el valor<br>añadido<br>(IVA) | Otros<br>impues-<br>tos sobre<br>los produc-<br>tos y sobre<br>importaciones<br>excepto<br>IVA | Intereses<br>y otras<br>rentas de la<br>propiedad | Impues-<br>tos sobre<br>la renta<br>y el patri-<br>monio | Resto  | Total  | Remu-<br>neración<br>de asalari-<br>ados | Inter-<br>eses | Trans-<br>feren-<br>cias cor-<br>rientes<br>y de capi-<br>tal entre<br>Adminis-<br>traciones<br>Públicas | Ayudas<br>a la in-<br>versión<br>y otras<br>transfe-<br>rencias de<br>capital | Resto | Déficit<br>de caja | Ingre-<br>sos líqui-<br>dos  | Pagos líqui-<br>dos |         |
|        |   |                                  |   |  |   |  |        |        |  |                |  |   |       |                    |                              |                     |         |
|        |   | 1 = 2-8                          | 2 = 3a7   | 3  | 4   | 5  | 6      | 7      | 8 = 9a13                                 | 9              | 10   | 11  | 12    | 13                 | 14 = 15-16                   | 15                  | 16      |
| 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     | A | -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 | -9 931                           | 115 683   | 28 230   | 10 991  | 4 588  | 60 063 | 11 811 | 125 614                                  | 18 866         | 15 073   | 52 995  | 7 519 | 31 161             | 527                          | 115 270             | 114 743 |
| 04 E-A | A | 240                              | 69 451  | 18 365   | 7 235   | 2 530  | 36 991 | 4 330  | 69 211                                   | 9 990          | 10 052   | 34 095  | 1 421 | 13 653             | -3 937                       | 70 785              | 74 722  |
| 05 E-A | A | 7 383                            | 79 266  | 21 874   | 7 200   | 2 148  | 43 476 | 4 568  | 71 883                                   | 10 468         | 9 663  | 35 939  | 1 161 | 14 652             | 2 408                        | 83 046              | 80 637  |
| 04 Sep | A | 605                              | 10 437  | 2 603  | 1 088   | 122  | 3 541  | 3 083  | 9 832                                    | 3 428          | 1 213  | 1 591   | 262   | 3 338              | 1 424                        | 8 808               | 7 384   |
| Oct    | A | 6 833                            | 18 696  | 5 831  | 749   | 181  | 11 631 | 304    | 11 863                                   | 1 385          | 1 275  | 7 094   | 264   | 1 845              | 5 622                        | 18 605              | 12 983  |
| Nov    | A | -5 696                           | 7 413   | 1 340  | 881   | 615  | 3 183  | 1 394  | 13 109                                   | 1 530          | 1 210  | 4 368   | 3 851 | 2 150              | 113                          | 7 787               | 7 674   |
| Dic    | A | -11 913                          | 9 686   | 91   | 1 038   | 1 140  | 4 717  | 2 700  | 21 599                                   | 2 533          | 1 323  | 5 847   | 1 721 | 10 175             | -2 696                       | 9 285               | 11 981  |
| 05 Ene | A | 83                               | 8 142   | -797   | 888   | 239  | 7 182  | 630    | 8 059                                    | 1 292          | 1 281  | 3 208   | 3     | 2 275              | -6 812                       | 9 956               | 16 768  |
| Feb    | A | 8 249                            | 17 055  | 12 341   | 851   | 183  | 2 987  | 693    | 8 806                                    | 1 308          | 1 150  | 4 318   | 63    | 1 967              | 6 784                        | 15 623              | 8 840   |
| 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   |
| 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   |
| 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   |
| 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   |
| 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   |
| 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  |

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.

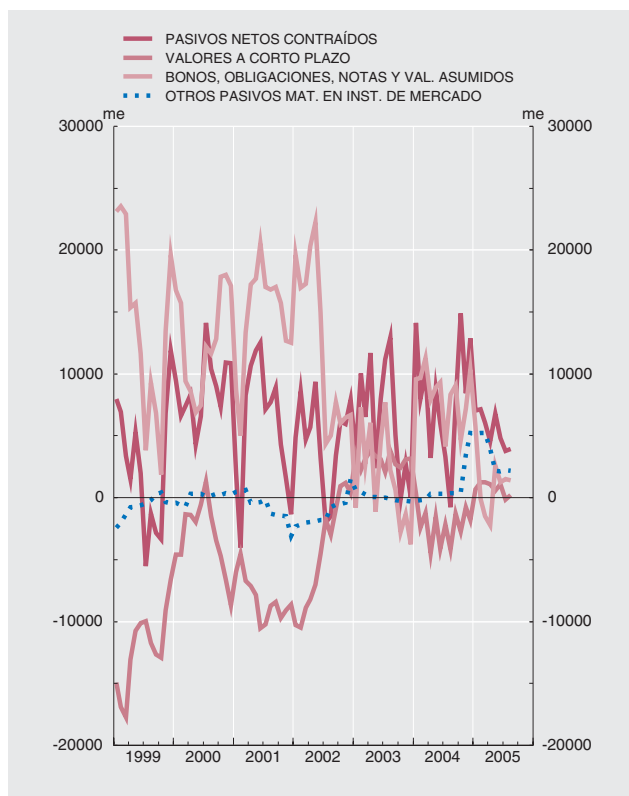
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

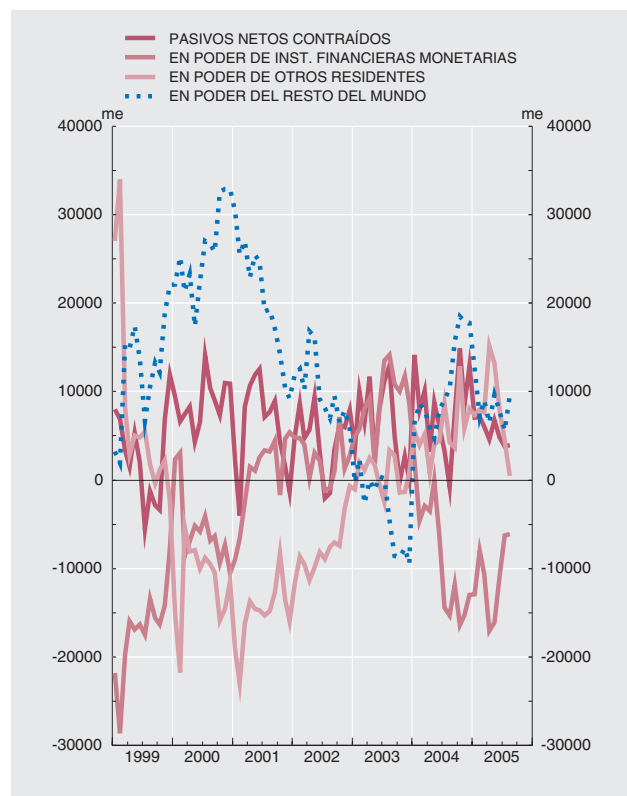
Millones de euros

|        | Capaci-<br>dad (+)<br>o<br>necesid-<br>ad (-)<br>de fi-<br>nan-<br>cia-<br>ción | Adquisiciones<br>netas de<br>activos<br>financieros |        | Pasivos netos contraídos |  |  |                             |  |  |   |  |                                    |         | Contra-<br>cción<br>neta de<br>pasivos<br>(excepto<br>otras<br>cuentas<br>pendien-<br>tes de<br>pago) |                       |  |
|--------|---|---|--------|--------------------------|--|--|-----------------------------|--|--|---|--|------------------------------------|---------|---|-----------------------|--|
|        |   |   |        | Del cual                 |  | Por instrumentos   |                             |  |  |   | Por sectores de contrapartida                  |                                    |         |   |                       |  |
|        |   | Del cual  |        |                          |  | En<br>monedas<br>distin-<br>tas de<br>la pesa-<br>ta/ euro | Valores<br>a corto<br>plazo | Bonos,<br>obliga-<br>ciones,<br>notas y<br>valores<br>asumidos | Crédi-<br>tos del<br>Banco<br>de<br>España | Otros<br>pasivos<br>materia-<br>lizados<br>en ins-<br>trumen-<br>tos de<br>mercado<br>(b) | Otras<br>cuentas<br>pendien-<br>tes de<br>pago | En poder de sectores<br>residentes |         |   | Resto<br>del<br>mundo |  |
|        |   |   |        | Total                    | Depó-<br>sitos<br>en el<br>Banco<br>de<br>España |  |                             |  |  |   |  | Total                              | Total   |   |                       | Institu-<br>ciones<br>financie-<br>ras moneta-<br>rias |
|        |   | 1   | 2      |                          |  | 3  | 4                           | 5  | 6  | 7   | 8  |                                    |         |   | 9                     |  |
| 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   | -9 931  | 2 964  | -0                       | 12 895   | -660   | -1 813                      | 10 356   | -486                                       | 5 204   | -366   | -4 882                             | -12 978 | 8 096   | 17 777                | 13 261   |
| 04 E-A | A   | 240   | 433    | -1                       | 193  | -2 069   | -4 476                      | 4 165  | -  | 334   | 170  | -10 211                            | -14 983 | 4 772   | 10 404                | 22   |
| 05 E-A | A   | 7 383   | -1 371 | 0                        | -8 754   | -2 849   | -2 431                      | -4 770   | -  | -2 685  | 1 131  | -10 981                            | -8 116  | -2 865  | 2 227                 | -9 886   |
| 04 Sep | A   | 605   | 9 351  | 1                        | 8 746  | -15  | 2 883                       | 5 232  | -  | 3   | 627  | 2 509                              | 3 410   | -901  | 6 237                 | 8 118  |
| Oct    | A   | 6 833   | 9 690  | 12 897                   | 2 857  | 1 206  | -1 534                      | -7 868   | -  | 0   | 12 258   | 237                                | -5 971  | 6 209   | 2 619                 | -9 401   |
| Nov    | A   | -5 696  | -8 610 | -12 897                  | -2 914   | 22   | 2 738                       | 5 434  | -  | 3 052   | -14 138  | -2 781                             | 3 461   | -6 242  | -133                  | 11 224   |
| Dic    | A   | -11 913   | -7 899 | -0                       | 4 014  | 196  | -1 423                      | 3 393  | -486                                       | 1 815   | 716  | 5 364                              | 1 105   | 4 259   | -1 350                | 3 298  |
| 05 Ene | A   | 83  | -215   | 0                        | -298   | -19  | 2 712                       | -2 202   | -  | -38   | -770   | -4 661                             | -4 168  | -492  | 4 363                 | 473  |
| Feb    | A   | 8 249   | 5 119  | -0                       | -3 130   | -1 192   | -3 174                      | -2 553   | -  | -10   | 2 606  | -1 007                             | -1 098  | 91  | -2 122                | -5 736   |
| Mar    | A   | -5 192  | -1 827 | 0                        | 3 365  | -1 138   | 1 779                       | 1 729  | -  | -32   | -110   | 3 889                              | 1 252   | 2 637   | -524                  | 3 475  |
| Abr    | A   | 9 277   | 7 587  | 275                      | -1 690   | -3   | -2 662                      | 2 045  | -  | -974  | -99  | -1 817                             | -5 367  | 3 550   | 128                   | -1 591   |
| May    | A   | -5 202  | -208   | -275                     | 4 994  | 18   | 2 010                       | 4 151  | -  | -1 715  | 549  | 2 935                              | 88      | 2 847   | 2 059                 | 4 446  |
| Jun    | A   | -8 409  | -8 388 | 1                        | 21   | 18   | -2 374                      | 3 679  | -  | 43  | -1 327   | -13                                | 5 518   | -5 531  | 34                    | 1 348  |
| Jul    | A   | 8 586   | -819   | -1                       | -9 405   | -537   | 1 618                       | -12 680  | -  | 53  | 1 604  | -6 327                             | -2 739  | -3 589  | -3 078                | -11 009  |
| Ago    | A   | -9  | -2 622 | 1                        | -2 613   | 5  | -2 340                      | 1 060  | -  | -12   | -1 321   | -3 980                             | -1 603  | -2 377  | 1 367                 | -1 291   |

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



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA  
(Suma móvil 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.

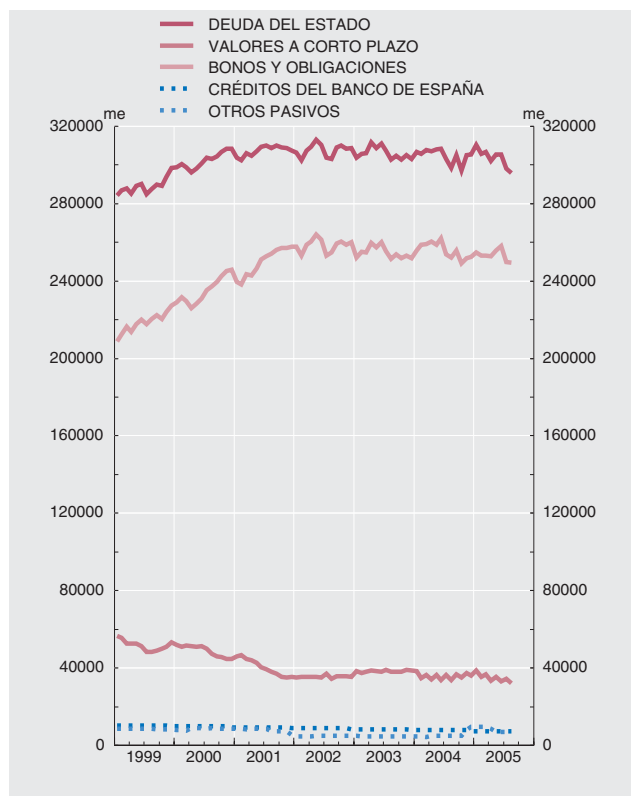
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

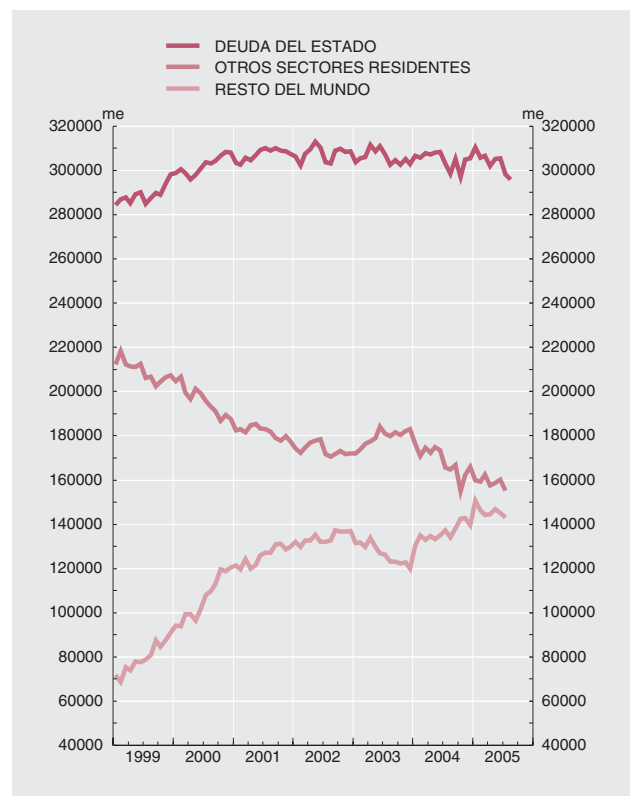
Millones de euros

|    | 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 | Avalés prestados (saldo vivo) |                 |       |
|    |   |           | En monedas distintas de la peseta/ del euro | Valores a corto plazo | Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos | Créditos del Banco de España | Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a) | En poder de sectores residentes |                           |                           |                                 |                               | Resto del mundo |       |
|    |   |           |   |                       |   |                              |   | Total                           | Administraciones Públicas | Otros sectores residentes |                                 |                               |                 |       |
|    | 1   | 2         | 3   | 4                     | 5   | 6                            | 7   | 8                               | 9                         | 10                        | 11                              | 12                            |                 |       |
| 96 |   | 263 963   | 20 434                                      | 81 084                | 152 302                                       | 10 814                       | 19 763  | 210 489                         | 529                       | 209 960                   | 54 003                          | 15 195                        | 8 185           |       |
| 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 | Ago   | A         | 298 595                                     | 4 065                 | 33 775  | 252 037                      | 7 873   | 4 909                           | 180 190                   | 15 552                    | 164 638                         | 133 956                       | 300             | 6 424 |
|    | Sep   | A         | 305 080                                     | 3 958                 | 36 659  | 255 647                      | 7 873   | 4 900                           | 182 721                   | 15 773                    | 166 948                         | 138 132                       | 300             | 6 304 |
|    | Oct   | A         | 297 219                                     | 3 949                 | 35 149  | 249 297                      | 7 873   | 4 900                           | 169 986                   | 15 110                    | 154 875                         | 142 344                       | 13 197          | 7 002 |
|    | Nov   | A         | 304 910                                     | 3 869                 | 37 333  | 251 761                      | 7 873   | 7 942                           | 179 510                   | 17 240                    | 162 270                         | 142 640                       | 300             | 7 227 |
|    | Dic   | 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         | 302 020                                     | 3 343                 | 33 380  | 252 749                      | 7 388   | 8 504                           | 177 401                   | 19 784                    | 157 617                         | 144 403                       | 575             | 6 987 |
|    | May   | A         | 305 293                                     | 3 426                 | 35 370  | 255 733                      | 7 388   | 6 802                           | 178 379                   | 19 784                    | 158 595                         | 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         | 295 938                                     | 2 457                 | 32 148  | 249 584                      | 7 388   | 6 818                           | ...                       | 20 188                    | ...                             | ...                           | 300             | 6 531 |

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

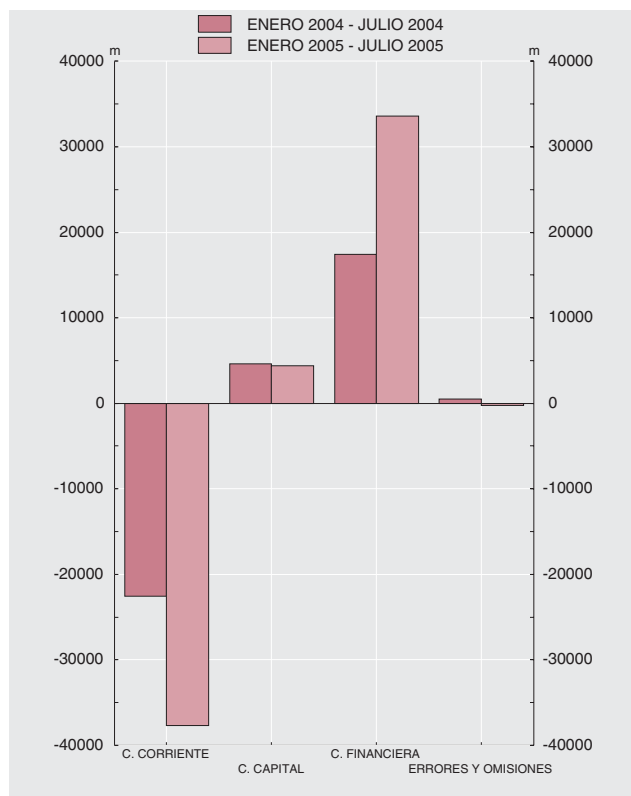
# 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

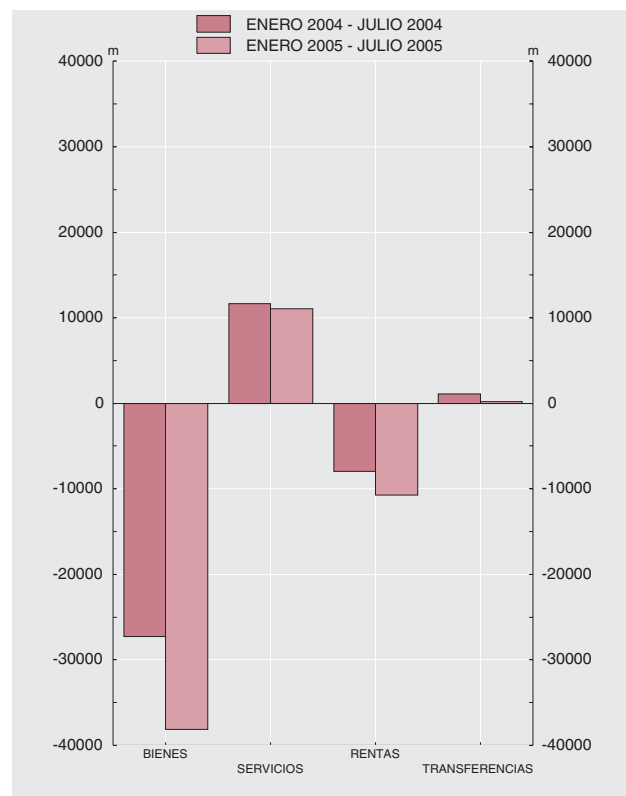
Millones de euros

|                 | Cuenta corriente (a) |         |          |         |           |          |                     |          |                     |         |          |   |       |         |         |                 |        |  |       |
|-----------------|----------------------|---------|----------|---------|-----------|----------|---------------------|----------|---------------------|---------|----------|---|-------|---------|---------|-----------------|--------|--|-------|
|                 | Total<br>(saldo)     | Bienes  |          |         | Servicios |          |                     |          | Rentas              |         |          | Trans-<br>feren-<br>cias<br>co-<br>rrien-<br>tes<br>(saldo) |       |         |         |                 |        |  |       |
|                 |                      | Saldo   | Ingresos | Pagos   | Saldo     | Ingresos |                     | Pagos    |                     | Saldo   | Ingresos |   |       |         |         |                 |        |  | Pagos |
|                 |                      |         |          |         |           | Del cual |                     | Del cual |                     |         |          |   |       |         |         |                 |        |  |       |
|                 |                      |         |          |         |           | Total    | Turismo<br>y viajes | Total    | Turismo<br>y viajes |         |          |   |       |         |         |                 |        |  |       |
|                 |                      |         |          |         |           |          |                     |          |                     |         |          |   |       |         |         |                 |        |  |       |
| 1=2+5+<br>10+13 | 2=3+4                | 3       | 4        | 5=6+8   | 6         | 7        | 8                   | 9        | 10=11-<br>12        | 11      | 12       | 13  | 14    | 15=1+14 | 16      | 17=-<br>(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-J          | P-22 527             | -27 257 | 87 310   | 114 566 | 11 637    | 38 050   | 19 771              | 26 413   | 5 182               | -7 994  | 14 888   | 22 882  | 1 087 | 4 620   | -17 907 | 17 425          | 482    |  |       |
| 05 E-J          | P-37 672             | -38 163 | 89 284   | 127 447 | 11 050    | 39 619   | 20 028              | 28 569   | 6 495               | -10 746 | 14 281   | 25 028  | 187   | 4 388   | -33 283 | 33 559          | -276   |  |       |
| 04 Abr          | P -3 078             | -4 239  | 12 499   | 16 738  | 1 214     | 4 889    | 2 318               | 3 675    | 581                 | -51     | 2 940    | 2 991   | -2    | 552     | -2 526  | 1 455           | 1 072  |  |       |
| May             | P -3 314             | -4 079  | 12 851   | 16 930  | 2 112     | 5 633    | 2 936               | 3 521    | 599                 | -1 354  | 1 734    | 3 087   | 6     | 1 867   | -1 447  | 1 104           | 343    |  |       |
| Jun             | P -4 935             | -4 804  | 13 221   | 18 026  | 2 124     | 6 087    | 3 417               | 3 963    | 907                 | -2 055  | 2 708    | 4 763   | -200  | 426     | -4 509  | 4 667           | -158   |  |       |
| Jul             | P -3 874             | -4 400  | 13 017   | 17 417  | 2 881     | 7 251    | 4 308               | 4 370    | 1 013               | -1 966  | 2 296    | 4 262   | -389  | 595     | -3 279  | 3 484           | -204   |  |       |
| Ago             | P -2 433             | -4 845  | 8 972    | 13 817  | 3 172     | 6 976    | 4 616               | 3 804    | 998                 | -843    | 1 413    | 2 256   | 83    | 1 218   | -1 214  | 1 706           | -492   |  |       |
| 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 |  |       |

## 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).

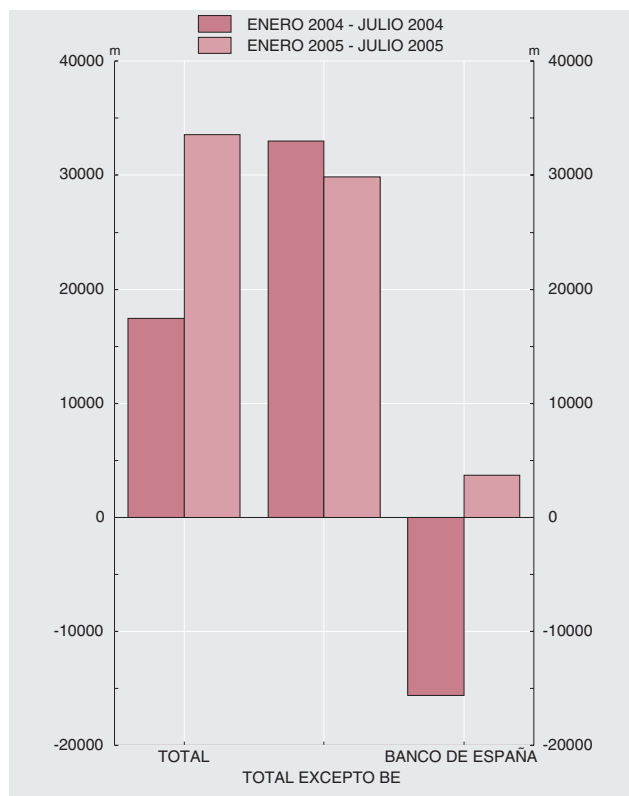
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

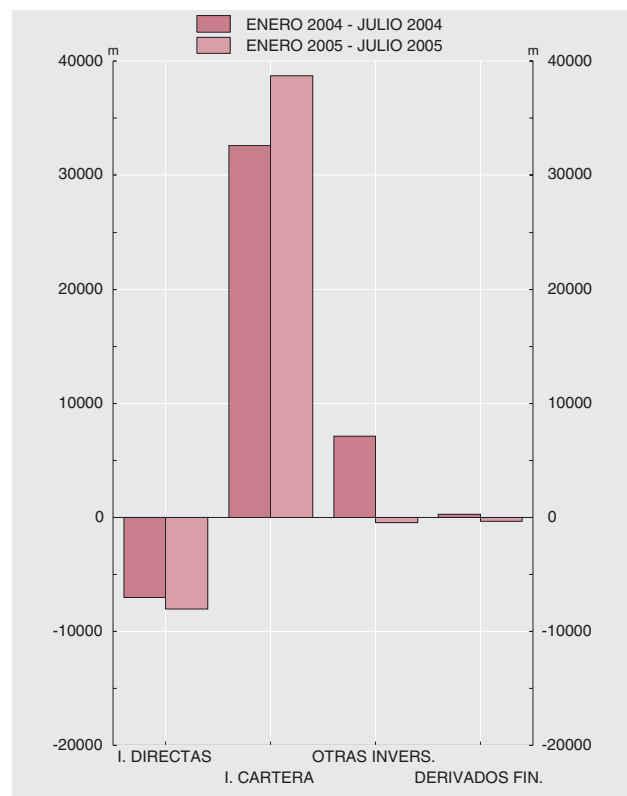
Millones de euros

|        | Cuenta<br>finan-<br>ciera<br><br>(VNP-<br>VNA)<br><br>1=<br>2+13 | Total, excepto Banco de España                   |                                     |   |  |                                     |   |  |                                       |  |  |  | Banco de España                                   |                                    |   |   |         |
|--------|--|--|-------------------------------------|---|--|-------------------------------------|---|--|---------------------------------------|--|--|--|---|------------------------------------|---|---|---------|
|        |  | Total<br><br>(VNP-<br>VNA)<br><br>2=3+6+<br>9+12 | Inversiones directas                |   |  | Inversiones de cartera              |   |  | Otras inversiones (d)                 |  |  | Deriva-<br>dos<br>finan-<br>cieros<br>netos<br>(VNP-<br>VNA)<br><br>12 | Total<br><br>(VNP-<br>VNA)<br><br>13=14+<br>15+16 | Reser-<br>vas<br><br>(e)<br><br>14 | Activos<br>frente<br>al Euro-<br>sistema<br><br>(e)<br><br>15 | Otros<br>acti-<br>vos<br>netos<br>(VNP-<br>VNA)<br><br>16 |         |
|        |  |  | Saldo<br>(VNP-<br>VNA)<br><br>3=5-4 | De<br>España<br>en el<br>exterior<br>(VNA)<br><br>4 | Del<br>exterior<br>en<br>España<br>(VNP)<br>(b)<br><br>5 | Saldo<br>(VNP-<br>VNA)<br><br>6=8-7 | De<br>España<br>en el<br>exterior<br>(VNA)<br><br>7 | Del<br>exterior<br>en<br>España<br>(VNP)<br>(c)<br><br>8 | Saldo<br>(VNP-<br>VNA)<br><br>9=11-10 | De<br>España<br>en el<br>exterior<br>(VNA)<br><br>10 | Del<br>exterior<br>en<br>España<br>(VNP)<br><br>11 |  |   |                                    |   |   |         |
|        |  |  |                                     |   |  |                                     |   |  |                                       |  |  |  |   |                                    |   |   |         |
| 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-J | P  | 17 425   | 33 018                              | -7 006  | 15 584   | 8 578                               | 32 636  | 22 145   | 54 781                                | 7 140  | 19 913   | 27 052   | 249   | -15 593                            | 4 499   | -16 121   | -3 971  |
| 05 E-J | P  | 33 559   | 29 859                              | -8 034  | 15 838   | 7 804                               | 38 708  | 38 147   | 76 855                                | -488   | 36 514   | 36 025   | -327  | 3 700                              | 1 816   | 16 000  | -14 116 |
| 04 Abr | P  | 1 455  | 816                                 | 1 797   | 1 394  | 3 191                               | -1 243  | 6 650  | 5 407                                 | 568  | 7 980  | 8 548  | -305  | 638                                | 720   | 570   | -652    |
| May    | P  | 1 104  | 7 313                               | 46  | 553  | 599                                 | -6 650  | 7 172  | 522                                   | 13 610   | -2 308   | 11 302   | 308   | -6 209                             | -107  | -6 473  | 370     |
| Jun    | P  | 4 667  | 3 439                               | -733  | 5 758  | 5 025                               | 5 608   | 1 818  | 7 426                                 | -1 614   | 5 763  | 4 149  | 178   | 1 228                              | 182   | 970   | 76      |
| Jul    | P  | 3 484  | 9 883                               | -2 139  | 3 460  | 1 321                               | 11 053  | -202   | 10 851                                | 1 011  | -530   | 481  | -42   | -6 400                             | 69  | -6 330  | -139    |
| Ago    | P  | 1 706  | -6 080                              | -1 046  | 1 819  | 773                                 | -1 798  | 2 149  | 351                                   | -3 012   | -370   | -3 381   | -224  | 7 786                              | 28  | 7 650   | 108     |
| 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  |

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

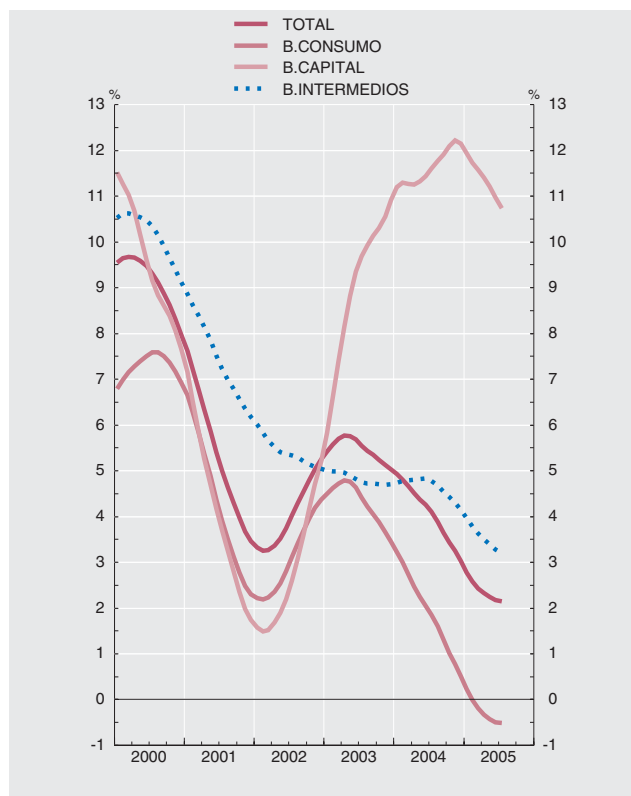
■ Serie representada gráficamente.

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:                                |               | Del cual: |                |      |                         |                                |  |
|        |                   |         |                |   |         |             |             |                |       | UE 15                                    | Zona del euro | Total     | Estados Unidos |      |                         |                                |  |
|        | 1                 | 2       | 3              | 4   | 5       | 6           | 7           | 8              | 9     | 10                                       | 11            | 12        | 13             | 14   | 15                      | 16                             |  |
| 01     | 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                           |  |
| 02     | 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                            |  |
| 03     | 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                          |  |
| 04     | 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                            |  |
| 04 Jun | 13 084            | 12,0    | 8,7            | 3,9   | 22,2    | 10,4        | 9,2         | 10,5           | 8,9   | 9,5                                      | 9,4           | 10,6      | 1,8            | 11,2 | -4,2                    | 23,0                           |  |
| Jul    | 12 881            | 12,7    | 12,1           | 6,0   | 30,5    | 14,0        | 23,5        | 13,5           | 11,6  | 12,3                                     | 12,8          | 12,5      | 3,9            | 7,8  | 20,0                    | 27,5                           |  |
| Ago    | 8 891             | 7,5     | 5,5            | 8,0   | -0,2    | 4,5         | -6,9        | 5,4            | 5,2   | 6,2                                      | 6,1           | 6,5       | 2,4            | 10,0 | 23,9                    | 26,6                           |  |
| Sep    | 12 103            | 3,4     | 2,3            | 2,0   | -11,7   | 5,1         | -4,1        | 5,7            | 2,8   | 3,1                                      | 3,3           | 2,6       | -0,3           | -6,0 | 30,2                    | 5,9                            |  |
| Oct    | 13 002            | -0,5    | -4,3           | -9,6  | 1,0     | -0,7        | 0,7         | -0,8           | -1,8  | -1,4                                     | -1,7          | -1,4      | -7,9           | 27,6 | -10,3                   | -21,1                          |  |
| Nov    | 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                           |  |
| Dic    | 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                            |  |
| 05 Ene | 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                           |  |
| Feb    | 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                           |  |
| Mar    | 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                           |  |
| Abr    | 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                            |  |
| May    | 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                           |  |
| Jun    | 13 581            | 3,8     | 0,5            | -3,3  | 15,6    | 0,4         | -3,5        | 0,5            | -0,3  | -1,1                                     | -1,2          | 4,6       | 7,3            | 1,1  | -0,8                    | 3,2                            |  |
| Jul    | 12 800            | -0,6    | -5,9           | -8,0  | -2,8    | -5,0        | -12,6       | -4,7           | -5,3  | -5,9                                     | -7,7          | -3,0      | 4,4            | 11,6 | -3,9                    | 19,6                           |  |

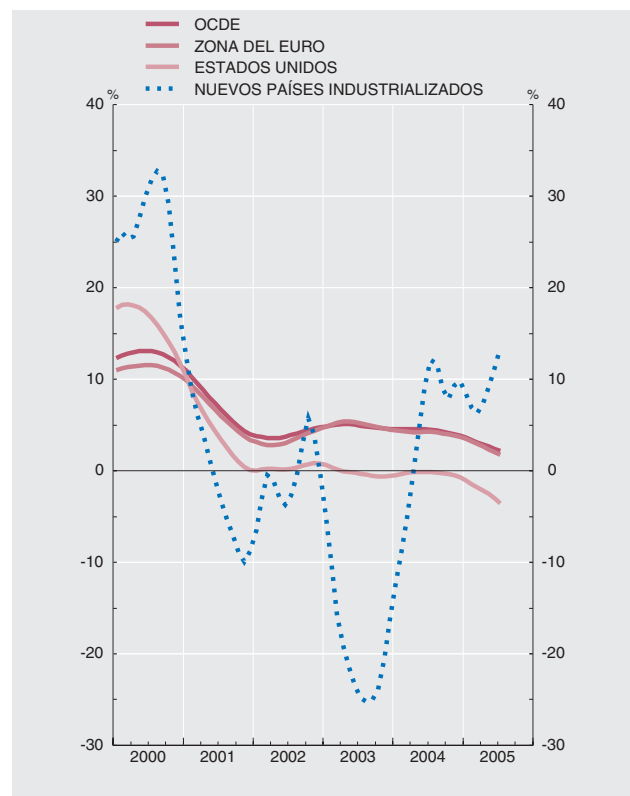
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

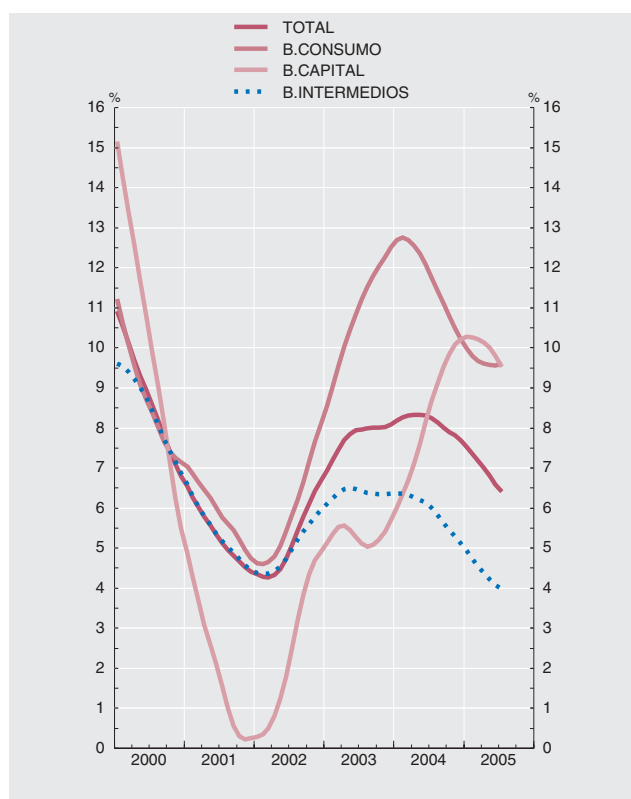
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

|        | Total             |          |                 | Por tipos de productos (series deflactadas) (a) |         |             |              |                 |       | Por áreas geográficas (series nominales) |               |           |                |       |                         |                                  |  |
|--------|-------------------|----------|-----------------|---|---------|-------------|--------------|-----------------|-------|--|---------------|-----------|----------------|-------|-------------------------|----------------------------------|--|
|        | Millones de euros | Nomi-nal | Deflac-tado (a) | Consumo   | Capital | Intermedios |              |                 | UE 25 |  |               | OCDE      |                | OPEP  | Otros países americanos | Nuevos países indus-triali-zados |  |
|        |                   |          |                 |   |         | Total       | Energé-ticos | No energé-ticos | Total | Del cual:                                |               | Del cual: |                |       |                         |                                  |  |
|        |                   |          |                 |   |         |             |              |                 |       | UE 15                                    | Zona del euro | Total     | Estados Unidos |       |                         |                                  |  |
|        | 1                 | 2        | 3               | 4   | 5       | 6           | 7            | 8               | 9     | 10                                       | 11            | 12        | 13             | 14    | 15                      | 16                               |  |
| 01     | 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                             |  |
| 02     | 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                              |  |
| 03     | 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                              |  |
| 04     | 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                             |  |
| 04 Jun | 18 575            | 20,4     | 18,8            | 25,0  | 15,6    | 16,4        | 23,0         | 15,1            | 16,0  | 15,9                                     | 15,6          | 18,6      | 27,7           | 13,3  | 24,5                    | 20,5                             |  |
| Jul    | 17 958            | 15,9     | 11,6            | 5,8   | 48,6    | 8,4         | 3,7          | 9,6             | 15,5  | 15,6                                     | 15,3          | 15,3      | 0,7            | 15,1  | 8,7                     | 8,3                              |  |
| Ago    | 14 258            | 17,9     | 10,5            | 13,0  | 12,6    | 8,5         | 16,7         | 6,4             | 10,7  | 10,3                                     | 9,1           | 14,1      | 26,8           | 32,3  | 17,7                    | 21,5                             |  |
| Sep    | 18 389            | 11,1     | 5,3             | 10,9  | 0,2     | 3,6         | 9,4          | 2,2             | 3,8   | 4,4                                      | 5,4           | 6,9       | 19,1           | 34,5  | 31,9                    | 13,2                             |  |
| Oct    | 18 393            | 7,1      | 1,8             | 2,6   | 13,6    | -0,8        | 3,0          | -1,5            | 4,8   | 4,9                                      | 6,1           | 6,4       | 16,2           | 6,2   | -27,9                   | 16,2                             |  |
| Nov    | 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                             |  |
| Dic    | 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                             |  |
| 05 Ene | 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                              |  |
| Feb    | 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                              |  |
| Mar    | 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                             |  |
| Abr    | 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                             |  |
| May    | 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                             |  |
| Jun    | 20 152            | 8,5      | 3,0             | 3,5   | 29,8    | -1,9        | 5,9          | -3,4            | 3,5   | 3,2                                      | 4,4           | 5,8       | 18,8           | 28,3  | 9,1                     | 6,8                              |  |
| Jul    | 18 927            | 5,4      | -2,5            | 4,4   | -8,0    | -4,8        | -1,5         | -5,5            | -2,8  | -3,3                                     | -3,8          | -1,3      | 7,7            | 25,8  | 12,9                    | 17,8                             |  |

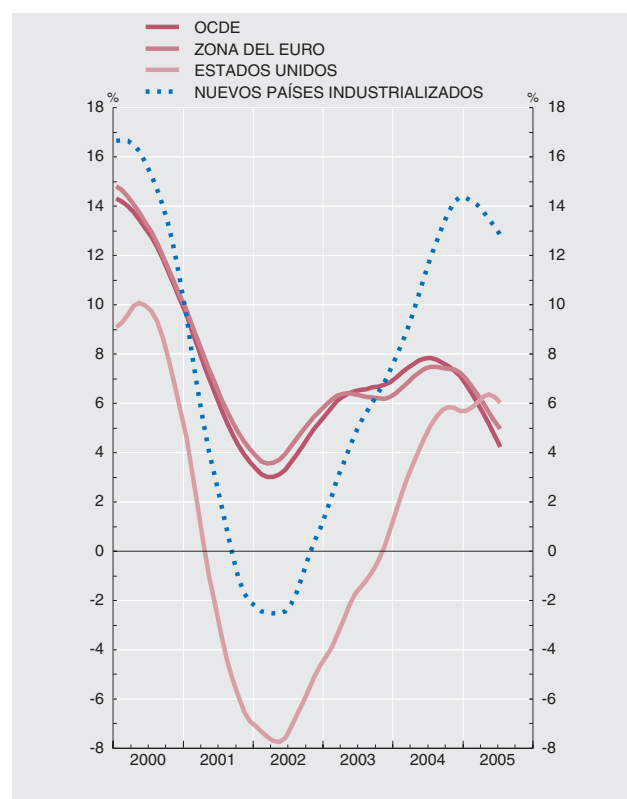
### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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



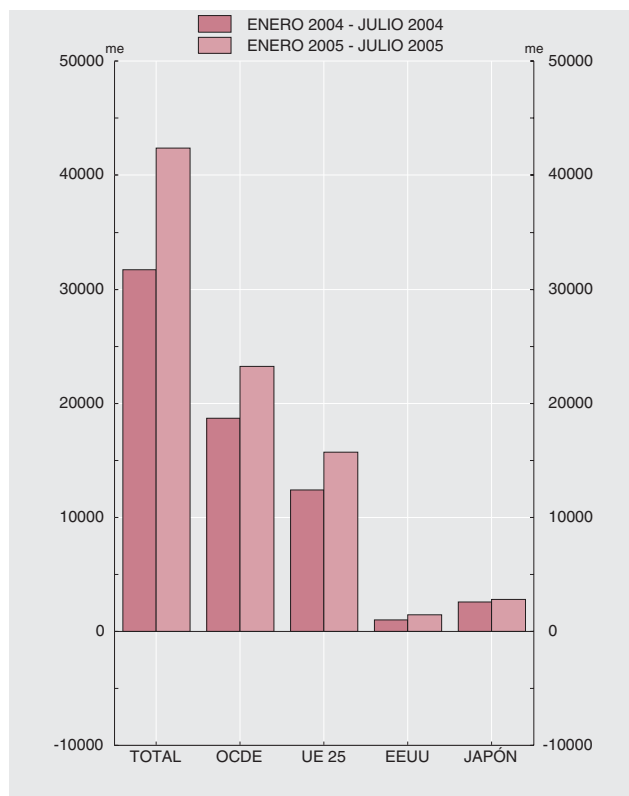
## 7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

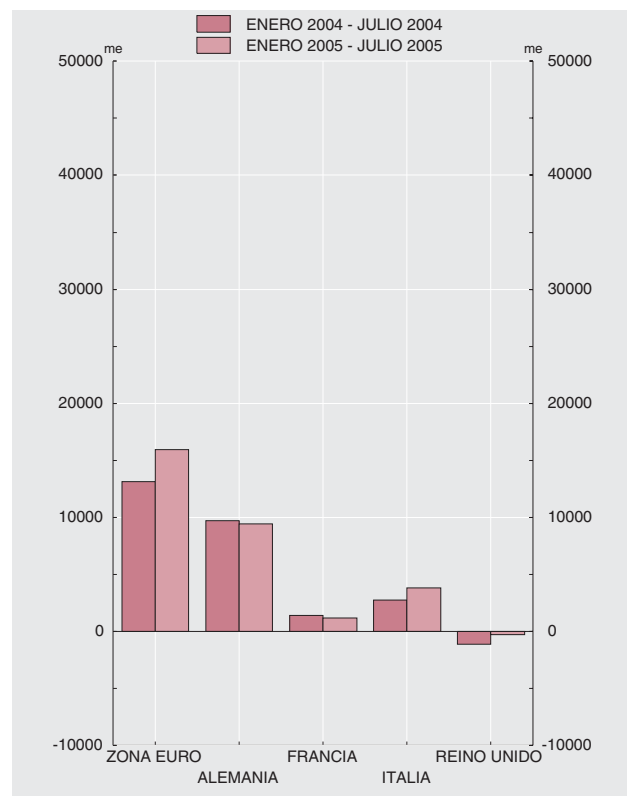
Millones de euros

|        | Total mundial | Unión Europea (UE 25) |                       |           |          |         |        |             |             | OCDE      |                           |        |         | OPEP   | Otros países americanos | Nuevos países industrializados |
|--------|---------------|-----------------------|-----------------------|-----------|----------|---------|--------|-------------|-------------|-----------|---------------------------|--------|---------|--------|-------------------------|--------------------------------|
|        |               | Total                 | Unión Europea (UE 15) |           |          |         |        |             |             | Del cual: |                           |        |         |        |                         |                                |
|        |               |                       | Zona del euro         |           |          |         |        | Reino Unido | Resto UE 15 | Total     | Estados Unidos de América | Japón  |         |        |                         |                                |
|        |               |                       | Total                 | Del cual: |          |         |        |             |             |           |                           |        |         |        |                         |                                |
|        |               |                       |                       | Total     | 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-J | -31 743       | -12 731               | -12 391               | -13 109   | -9 701   | -1 375  | -2 738 | 1 148       | -429        | -18 698   | -1 018                    | -2 584 | -5 090  | -965   | -1 647                  |                                |
| 05 E-J | -42 401       | -15 859               | -15 718               | -15 916   | -9 429   | -1 186  | -3 825 | 305         | -107        | -23 223   | -1 473                    | -2 791 | -6 692  | -1 772 | -1 910                  |                                |
| 04 Jul | -5 077        | -2 275                | -2 266                | -2 380    | -1 736   | -208    | -489   | 176         | -62         | -3 048    | -43                       | -386   | -802    | -134   | -220                    |                                |
| Ago    | -5 367        | -2 201                | -2 193                | -1 955    | -1 118   | -309    | -436   | -206        | -32         | -3 050    | -166                      | -294   | -848    | -168   | -223                    |                                |
| Sep    | -6 286        | -2 330                | -2 302                | -2 218    | -1 473   | -98     | -525   | -19         | -65         | -3 362    | -197                      | -390   | -961    | -410   | -243                    |                                |
| Oct    | -5 391        | -2 614                | -2 551                | -2 454    | -1 362   | -339    | -528   | -97         | 1           | -3 506    | -81                       | -388   | -673    | -126   | -275                    |                                |
| Nov    | -5 687        | -2 217                | -2 216                | -2 121    | -1 335   | -63     | -608   | -124        | 29          | -3 462    | -273                      | -450   | -887    | -112   | -303                    |                                |
| 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                    |                                |
| Feb    | -5 093        | -1 763                | -1 816                | -1 914    | -1 256   | -166    | -492   | 133         | -34         | -2 645    | -173                      | -332   | -843    | -145   | -229                    |                                |
| Mar    | -6 431        | -2 445                | -2 489                | -2 407    | -1 117   | -363    | -608   | -62         | -20         | -3 568    | -125                      | -479   | -1 056  | -207   | -281                    |                                |
| Abr    | -6 524        | -2 494                | -2 406                | -2 257    | -1 459   | -37     | -530   | -132        | -17         | -3 878    | -286                      | -385   | -957    | -358   | -293                    |                                |
| May    | -6 374        | -2 423                | -2 341                | -2 367    | -1 445   | -94     | -644   | 59          | -32         | -3 473    | -376                      | -397   | -910    | -344   | -291                    |                                |
| Jun    | -6 571        | -2 898                | -2 842                | -2 855    | -1 573   | -321    | -466   | 78          | -65         | -3 842    | -279                      | -373   | -973    | -284   | -301                    |                                |
| Jul    | -6 128        | -2 442                | -2 424                | -2 585    | -1 379   | -157    | -704   | 129         | 32          | -3 190    | -64                       | -368   | -1 057  | -227   | -257                    |                                |

### DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



### DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

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

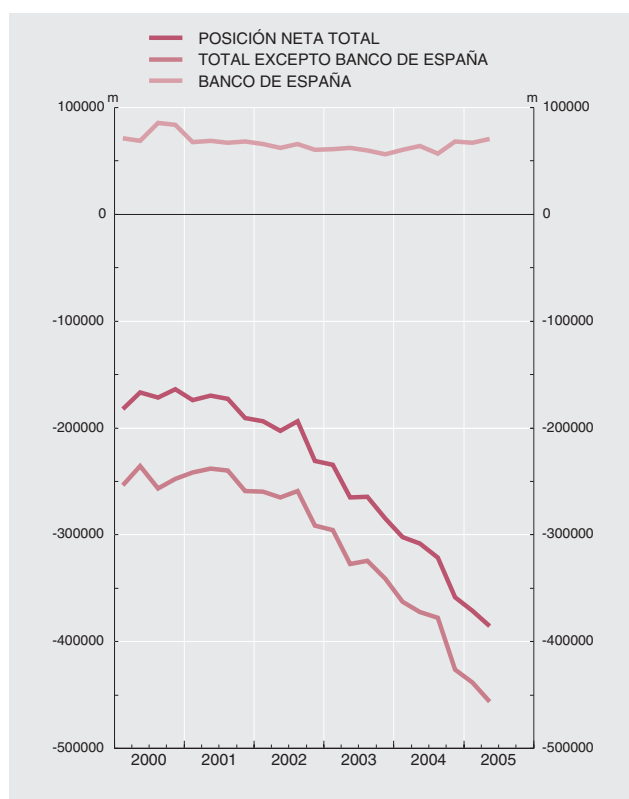
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

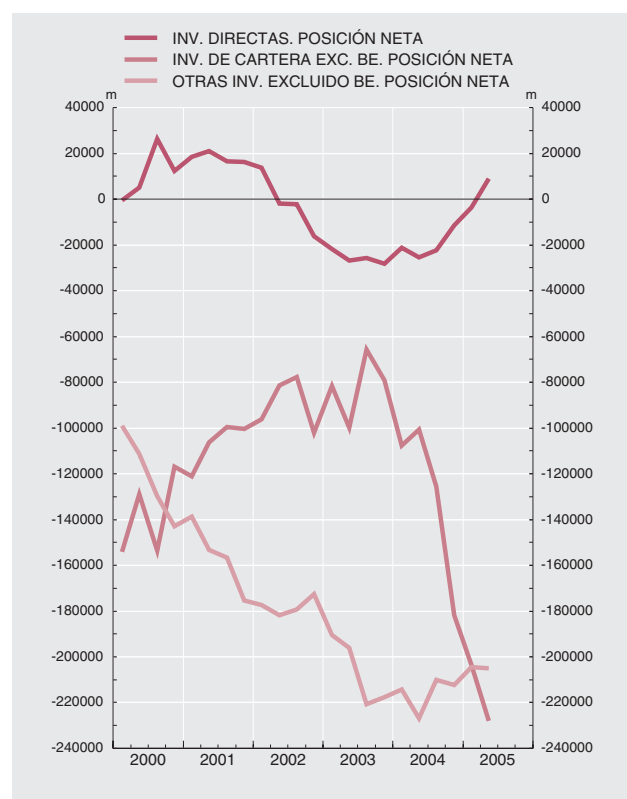
Saldos a fin de periodo en millones de euros

|        | Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos) | Total excepto Banco de España                           |                                 |                                    |                                  |                                 |                                    |                                  |                                 |                                    |                                  | Banco de España                                 |          |                                |                                       |
|--------|--|---|---------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|---|----------|--------------------------------|---------------------------------------|
|        |  | Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos) | Inversiones directas            |                                    |                                  | Inversiones de cartera          |                                    |                                  | Otras inversiones               |                                    |                                  | Posición neta Banco de España (activos-pasivos) | Reservas | Activos frente al Euro-sistema | Otros activos netos (activos-pasivos) |
|        |  |   | Posición neta (activos-pasivos) | De España en el exterior (activos) | Del exterior en España (pasivos) | Posición neta (activos-pasivos) | De España en el exterior (activos) | Del exterior en España (pasivos) | Posición neta (activos-pasivos) | De España en el exterior (activos) | Del exterior en España (pasivos) |   |          |                                |                                       |
|        |  |   |                                 |                                    |                                  |                                 |                                    |                                  |                                 |                                    |                                  |   |          |                                |                                       |
|        | 1=2+12   | 2=3+6+9   | 3=4-5                           | 4                                  | 5                                | 6=7-8                           | 7                                  | 8                                | 9=10-11                         | 10                                 | 11                               | 12=13 a 15                                      | 13       | 14                             | 15                                    |
| 97     | -124 372   | -188 683  | -47 635                         | 48 368                             | 96 003                           | -124 510                        | 33 269                             | 157 779                          | -16 539                         | 141 396                            | 157 935                          | 64 311  | 64 174   | -                              | 137                                   |
| 98     | -163 245   | -215 787  | -44 505                         | 63 539                             | 108 044                          | -136 322                        | 73 126                             | 209 447                          | -34 961                         | 158 696                            | 193 657                          | 52 542  | 52 095   | -                              | 447                                   |
| 99     | -168 264   | -241 991  | -7 287                          | 117 500                            | 124 787                          | -140 886                        | 127 387                            | 268 272                          | -93 818                         | 149 562                            | 243 380                          | 73 727  | 37 288   | 36 028                         | 411                                   |
| 00     | -163 708   | -247 665  | 12 220                          | 180 246                            | 168 026                          | -116 852                        | 193 682                            | 310 535                          | -143 033                        | 162 942                            | 305 975                          | 83 957  | 38 234   | 45 278                         | 445                                   |
| 01     | -190 829   | -259 296  | 16 336                          | 217 464                            | 201 128                          | -100 338                        | 232 647                            | 332 985                          | -175 294                        | 169 551                            | 344 845                          | 68 466  | 38 865   | 29 156                         | 445                                   |
| 02 II  | -202 560   | -265 045  | -1 934                          | 211 008                            | 212 943                          | -81 381                         | 245 723                            | 327 104                          | -181 730                        | 180 990                            | 362 720                          | 62 485  | 36 400   | 26 005                         | 80                                    |
| 03 III | -193 583   | -259 258  | -2 105                          | 213 316                            | 215 421                          | -77 878                         | 240 550                            | 318 428                          | -179 275                        | 186 203                            | 365 478                          | 65 674  | 38 425   | 27 657                         | -407                                  |
| 04 IV  | -230 672   | -291 313  | -16 271                         | 223 083                            | 239 353                          | -102 593                        | 256 806                            | 359 399                          | -172 450                        | 193 825                            | 366 275                          | 60 642  | 38 431   | 22 650                         | -440                                  |
| 05 I   | -234 567   | -295 592  | -21 763                         | 226 437                            | 248 200                          | -83 276                         | 278 284                            | 361 560                          | -190 553                        | 194 115                            | 384 668                          | 61 025  | 35 436   | 24 337                         | 1 252                                 |
| 06 II  | -265 023   | -327 465  | -26 793                         | 225 425                            | 252 218                          | -104 557                        | 287 341                            | 391 898                          | -196 115                        | 193 650                            | 389 765                          | 62 442  | 31 326   | 26 766                         | 4 350                                 |
| 07 III | -264 400   | -324 158  | -25 590                         | 232 017                            | 257 607                          | -77 863                         | 309 568                            | 387 431                          | -220 705                        | 192 721                            | 413 426                          | 59 758  | 25 395   | 22 216                         | 12 148                                |
| 08 IV  | -285 078   | -341 157  | -28 281                         | 234 250                            | 262 531                          | -95 312                         | 319 783                            | 415 096                          | -217 564                        | 200 385                            | 417 949                          | 56 079  | 21 229   | 18 269                         | 16 581                                |
| 09 I   | -302 008   | -362 532  | -21 156                         | 244 119                            | 265 275                          | -127 069                        | 332 900                            | 459 969                          | -214 308                        | 210 001                            | 424 309                          | 60 525  | 17 578   | 23 071                         | 19 876                                |
| 10 II  | -308 368   | -372 598  | -25 490                         | 248 999                            | 274 488                          | -120 271                        | 347 896                            | 468 167                          | -226 838                        | 221 129                            | 447 967                          | 64 231  | 16 245   | 27 941                         | 20 045                                |
| 11 III | -321 157   | -377 931  | -22 512                         | 253 744                            | 276 255                          | -145 365                        | 344 383                            | 489 748                          | -210 054                        | 229 264                            | 439 318                          | 56 774  | 15 889   | 20 504                         | 20 381                                |
| 12 IV  | -358 382   | -426 468  | -11 600                         | 267 833                            | 279 433                          | -202 648                        | 359 258                            | 561 905                          | -212 220                        | 218 792                            | 431 013                          | 68 086  | 14 505   | 31 909                         | 21 672                                |
| 13 I   | -370 912   | -438 213  | -3 612                          | 281 757                            | 285 369                          | -230 142                        | 367 506                            | 597 648                          | -204 459                        | 240 145                            | 444 604                          | 67 301  | 13 321   | 25 181                         | 28 800                                |
| 14 II  | -385 682   | -456 054  | 9 016                           | 297 974                            | 288 958                          | -259 989                        | 391 206                            | 651 195                          | -205 080                        | 256 819                            | 461 899                          | 70 372  | 13 672   | 21 995                         | 34 706                                |

### 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.

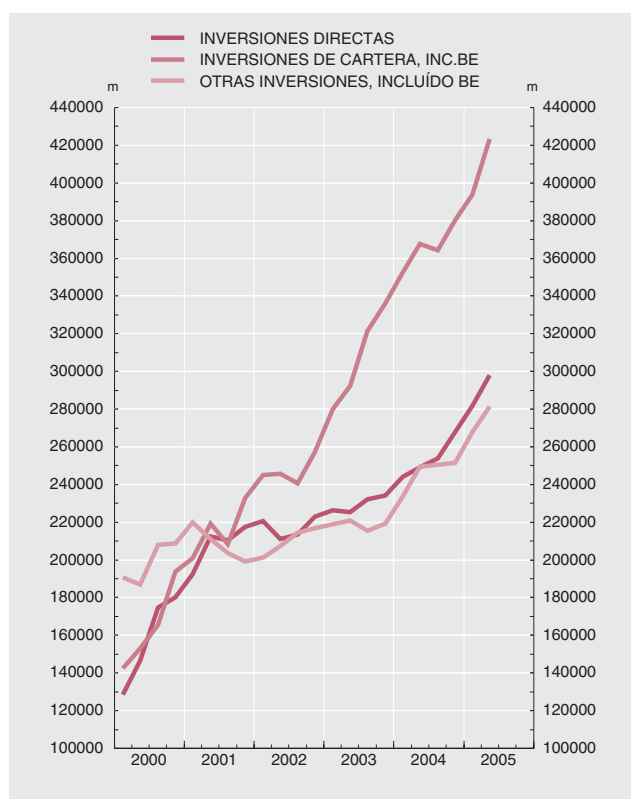
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

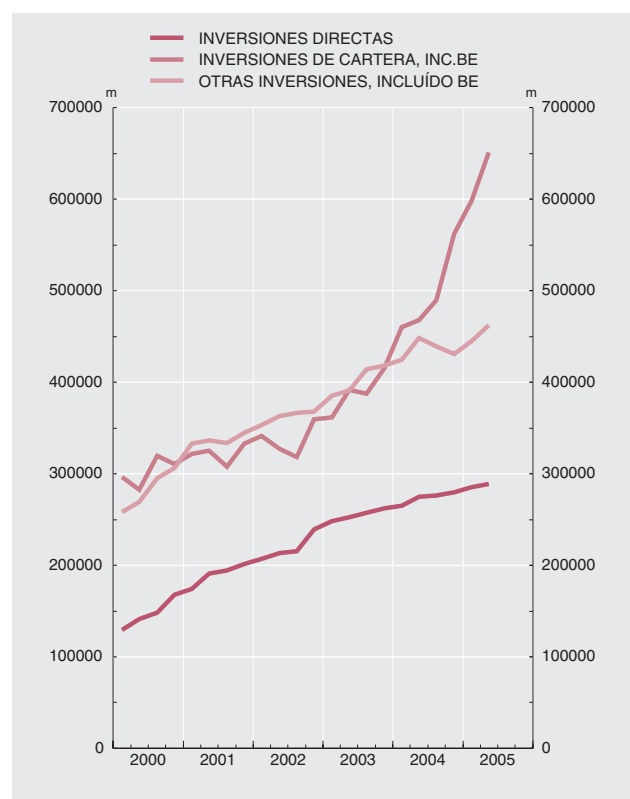
Saldos a fin de periodo en millones de euros

|               | 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> //  | 194 364                                     | 16 644                                   | 168 040                                     | 44 903                                   | 65 225  | 180 498                   | 128 578   | 198 526                   | 207 440                                     | 363 085                |
| <b>03</b> /// | 195 529                                     | 17 788                                   | 168 310                                     | 47 112                                   | 56 624  | 183 926                   | 103 690   | 214 738                   | 214 305                                     | 366 330                |
| <b>04</b> IV  | 206 268                                     | 16 815                                   | 188 898                                     | 50 456                                   | 50 712  | 206 581                   | 116 967   | 242 432                   | 216 920                                     | 367 646                |
| <b>03</b> /   | 209 136                                     | 17 301                                   | 198 182                                     | 50 018                                   | 47 089  | 232 800                   | 116 359   | 245 201                   | 218 897                                     | 385 465                |
| <b>04</b> //  | 208 085                                     | 17 340                                   | 201 738                                     | 50 480                                   | 51 400  | 240 716                   | 133 812   | 258 086                   | 220 861                                     | 390 636                |
| <b>05</b> /// | 216 213                                     | 15 804                                   | 204 784                                     | 52 823                                   | 56 847  | 264 737                   | 130 593   | 256 839                   | 215 382                                     | 413 739                |
| <b>06</b> IV  | 219 927                                     | 14 323                                   | 201 283                                     | 61 247                                   | 62 677  | 273 334                   | 147 878   | 267 218                   | 219 099                                     | 418 041                |
| <b>04</b> /   | 227 390                                     | 16 729                                   | 204 595                                     | 60 680                                   | 70 575  | 281 824                   | 153 501   | 306 468                   | 233 512                                     | 424 371                |
| <b>05</b> //  | 231 583                                     | 17 416                                   | 210 683                                     | 63 806                                   | 75 270  | 292 239                   | 149 108   | 319 059                   | 249 503                                     | 447 968                |
| <b>06</b> /// | 234 206                                     | 19 538                                   | 213 041                                     | 63 214                                   | 71 014  | 293 157                   | 150 702   | 339 047                   | 250 361                                     | 439 318                |
| <b>07</b> IV  | 250 128                                     | 17 705                                   | 213 738                                     | 65 695                                   | 78 052  | 302 019                   | 183 210   | 378 695                   | 251 575                                     | 431 028                |
| <b>05</b> /   | 261 630                                     | 20 126                                   | 215 790                                     | 69 579                                   | 79 828  | 314 117                   | 184 791   | 412 857                   | 267 687                                     | 444 605                |
| <b>06</b> //  | 277 983                                     | 19 991                                   | 219 989                                     | 68 970                                   | 83 493  | 339 824                   | 178 816   | 472 379                   | 281 479                                     | 461 969                |

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

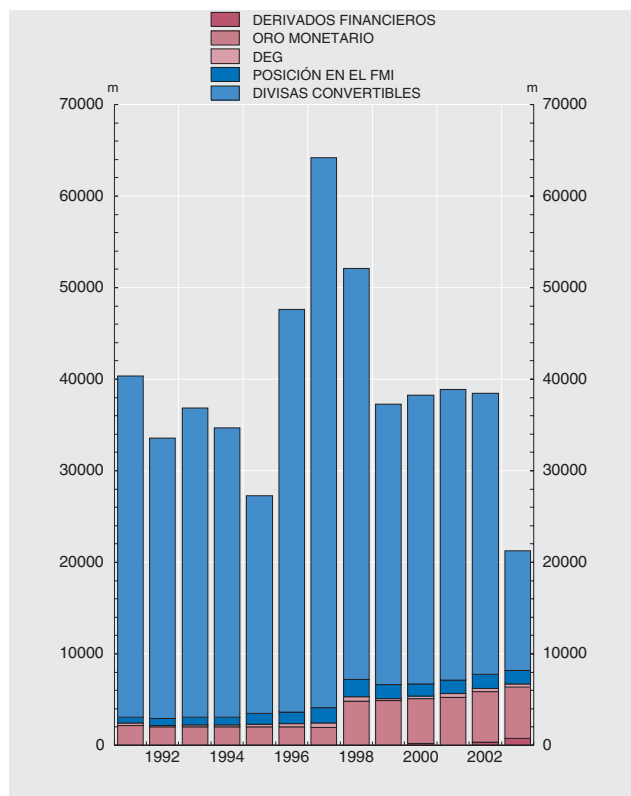
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

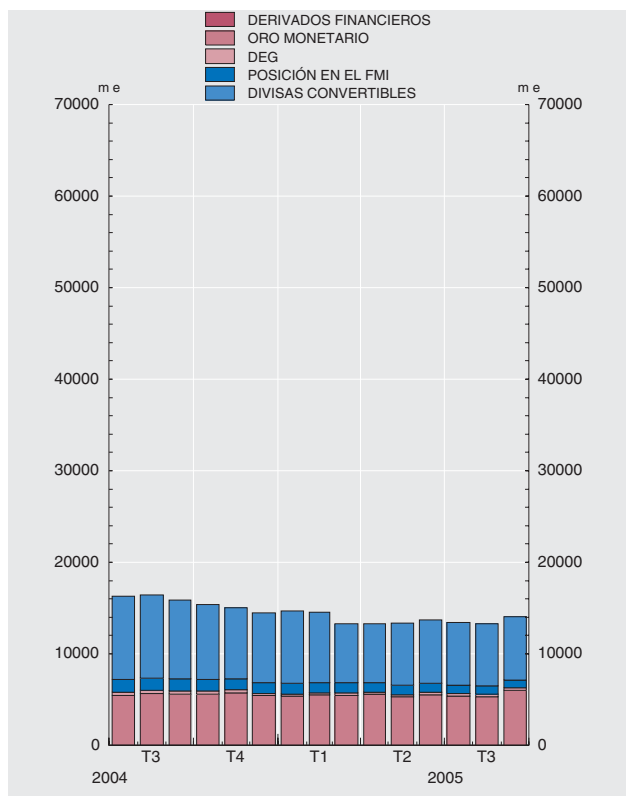
Saldos a fin de periodo en millones de euros

|            | Activos de reserva |                      |                               |     |               |                       | Pro memoria:<br>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>  |                    |                      |                               |     |               |                       |                        |
| <i>Abr</i> | 16 539             | 9 200                | 1 537                         | 343 | 5 459         | -                     | 16,8                   |
| <i>May</i> | 16 368             | 9 094                | 1 517                         | 344 | 5 413         | -                     | 16,8                   |
| <i>Jun</i> | 16 245             | 8 985                | 1 464                         | 346 | 5 451         | -                     | 16,8                   |
| <i>Jul</i> | 16 272             | 9 078                | 1 398                         | 348 | 5 448         | -                     | 16,8                   |
| <i>Ago</i> | 16 415             | 9 073                | 1 345                         | 346 | 5 651         | -                     | 16,8                   |
| <i>Sep</i> | 15 889             | 8 627                | 1 324                         | 346 | 5 591         | -                     | 16,8                   |
| <i>Oct</i> | 15 368             | 8 138                | 1 264                         | 343 | 5 623         | -                     | 16,8                   |
| <i>Nov</i> | 15 061             | 7 796                | 1 197                         | 337 | 5 729         | 1                     | 16,8                   |
| <i>Dic</i> | 14 505             | 7 680                | 1 156                         | 244 | 5 411         | 15                    | 16,8                   |
| <b>05</b>  |                    |                      |                               |     |               |                       |                        |
| <i>Ene</i> | 14 712             | 7 962                | 1 142                         | 250 | 5 453         | -94                   | 16,8                   |
| <i>Feb</i> | 14 576             | 7 719                | 1 107                         | 253 | 5 531         | -35                   | 16,8                   |
| <i>Mar</i> | 13 321             | 6 490                | 1 117                         | 255 | 5 549         | -90                   | 16,8                   |
| <i>Abr</i> | 13 276             | 6 439                | 1 000                         | 256 | 5 667         | -87                   | 16,8                   |
| <i>May</i> | 13 356             | 6 782                | 1 022                         | 262 | 5 577         | -286                  | 16,6                   |
| <i>Jun</i> | 13 672             | 6 895                | 989                           | 269 | 5 846         | -327                  | 16,2                   |
| <i>Jul</i> | 13 409             | 6 827                | 918                           | 270 | 5 726         | -332                  | 16,2                   |
| <i>Ago</i> | 13 260             | 6 784                | 882                           | 274 | 5 610         | -290                  | 15,9                   |
| <i>Sep</i> | 14 032             | 6 896                | 839                           | 275 | 6 236         | -214                  | 15,9                   |

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.dsbm.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

|         | Total<br>deuda<br>externa | Administraciones Públicas |                                    |           |                      |           |                      | Otras instituciones financieras monetarias |                                    |           |                      |           |
|---------|---------------------------|---------------------------|------------------------------------|-----------|----------------------|-----------|----------------------|--|------------------------------------|-----------|----------------------|-----------|
|         |                           | Total                     | Corto plazo                        |           | Largo plazo          |           |                      | Total                                      | Corto plazo                        |           | Largo plazo          |           |
|         |                           |                           | Instrumentos del mercado monetario | Préstamos | Bonos y obligaciones | Préstamos | Créditos comerciales |  | Instrumentos del mercado monetario | Depósitos | Bonos y obligaciones | Depósitos |
|         |                           |                           |                                    |           |                      |           |                      |  |                                    |           |                      |           |
| 1       | 2                         | 3                         | 4                                  | 5         | 6                    | 7         | 8                    | 9  | 10                                 | 11        | 12                   |           |
| 02 / IV | 672 115                   | 194 649                   | 1 461                              | 1 072     | 179 644              | 12 473    | -                    | 307 780                                    | 346                                | 154 007   | 34 190               | 119 237   |
| 03 /    | 693 724                   | 183 827                   | 2 196                              | 710       | 168 451              | 12 470    | -                    | 328 247                                    | 315                                | 165 842   | 39 596               | 122 493   |
| II      | 714 150                   | 188 663                   | 3 069                              | 267       | 173 146              | 12 181    | -                    | 339 679                                    | 323                                | 170 814   | 44 803               | 123 739   |
| III     | 741 776                   | 180 679                   | 3 560                              | 1 780     | 163 164              | 12 175    | -                    | 362 690                                    | 353                                | 183 340   | 49 196               | 129 801   |
| IV      | 768 186                   | 176 496                   | 4 386                              | 335       | 159 152              | 12 623    | -                    | 374 346                                    | 326                                | 187 752   | 56 575               | 129 693   |
| 04 /    | 814 267                   | 192 144                   | 3 676                              | 489       | 174 928              | 13 051    | -                    | 392 698                                    | 361                                | 186 529   | 72 324               | 133 485   |
| II      | 855 121                   | 189 034                   | 3 270                              | 428       | 172 191              | 13 144    | -                    | 425 960                                    | 353                                | 207 118   | 79 812               | 138 676   |
| III     | 866 679                   | 195 525                   | 3 136                              | 1 755     | 177 265              | 13 368    | -                    | 424 052                                    | 362                                | 198 299   | 89 418               | 135 974   |
| IV      | 903 476                   | 205 305                   | 2 956                              | 705       | 184 800              | 16 845    | -                    | 427 636                                    | 301                                | 194 246   | 101 018              | 132 071   |
| 05 /    | 953 457                   | 206 595                   | 2 600                              | 1 024     | 185 261              | 17 709    | -                    | 456 631                                    | 467                                | 202 197   | 121 665              | 132 301   |
| II      | 1 033 129                 | 215 477                   | 2 268                              | 438       | 196 053              | 16 717    | -                    | 486 884                                    | 587                                | 213 838   | 135 742              | 136 716   |

## 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 | Afiliadas |
|         | 13                  | 14          | 15      | 16                                 | 17        | 18            | 19                   | 20        | 21                   | 22            | 23                | 24                  | 25        |
| 02 / IV | 1 371               | 1 371       | 106 278 | 3 001                              | 19 895    | 78            | 23 790               | 58 757    | 450                  | 307           | 62 036            | 32 569              | 29 468    |
| 03 /    | 798                 | 798         | 117 795 | 2 678                              | 19 112    | 123           | 31 964               | 62 935    | 446                  | 537           | 63 058            | 32 529              | 30 529    |
| III     | 870                 | 870         | 119 510 | 2 497                              | 17 755    | 167           | 34 248               | 63 830    | 437                  | 576           | 65 429            | 32 735              | 32 694    |
| IV      | 313                 | 313         | 126 895 | 2 418                              | 20 330    | 168           | 38 148               | 64 922    | 419                  | 491           | 71 198            | 32 383              | 38 815    |
|         | 92                  | 92          | 134 325 | 2 297                              | 19 243    | -             | 44 482               | 67 506    | 404                  | 393           | 82 927            | 38 253              | 44 674    |
| 04 /    | 62                  | 62          | 145 935 | 2 321                              | 20 164    | 359           | 52 859               | 69 159    | 405                  | 669           | 83 428            | 35 003              | 48 425    |
| II      | 1                   | 1           | 152 033 | 2 561                              | 18 386    | 229           | 60 871               | 68 955    | 402                  | 626           | 88 094            | 35 772              | 52 322    |
| III     | 0                   | 0           | 158 788 | 3 312                              | 18 760    | 634           | 65 553               | 69 597    | 392                  | 538           | 88 314            | 36 340              | 51 974    |
| IV      | 16                  | 16          | 176 767 | 4 043                              | 19 031    | 1 175         | 85 577               | 66 021    | 413                  | 507           | 93 753            | 37 586              | 56 167    |
| 05 /    | 0                   | 0           | 194 236 | 4 274                              | 20 557    | 787           | 98 590               | 69 155    | 405                  | 468           | 95 995            | 39 009              | 56 986    |
| II      | 71                  | 71          | 231 917 | 4 385                              | 19 590    | 1 569         | 133 344              | 72 163    | 397                  | 468           | 98 781            | 41 025              | 57 756    |

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 | Reser-vas mante-nidas por en-ti-das de crédito | Certifi-cados de deuda |
|        |                                |         |        |      |    |                         |             | Total              | Billetes | Pasivos netos frente a AAPP | Oro y activos netos en moneda extran-jera | Resto (neto) |                              |  |                        |
|        | 1=2+3+4<br>+5+6-7              | 2       | 3      | 4    | 5  | 6                       | 7           | 8=9+10<br>-11+12   | 9        | 10                          | 11  | 12           | 13                           | 14   | 15                     |
| 04 Abr | 289 267                        | 213 955 | 75 000 | -    | -1 | 449                     | 135 151 317 | 434 742            | 4 739    | 310 312                     | 22 148                                    | 689          | 136 207                      | 1 054  |                        |
| May    | 292 238                        | 217 976 | 75 001 | -619 | 1  | 129                     | 249 153 524 | 439 836            | 4 579    | 311 341                     | 20 449                                    | 940          | 136 720                      | 1 054  |                        |
| Jun    | 315 670                        | 240 727 | 75 000 | -    | 3  | 121                     | 181 176 467 | 447 220            | 20 992   | 310 497                     | 18 753                                    | 751          | 137 398                      | 1 054  |                        |
| Jul    | 328 587                        | 253 319 | 75 001 | -    | -1 | 370                     | 102 186 453 | 457 756            | 21 532   | 300 848                     | 8 013                                     | 1 314        | 139 766                      | 1 054  |                        |
| Ago    | 327 230                        | 252 433 | 74 998 | -    | 2  | 41                      | 244 184 518 | 463 568            | 13 127   | 299 826                     | 7 649                                     | 1 224        | 140 434                      | 1 054  |                        |
| Sep    | 330 874                        | 255 818 | 74 999 | -    | 5  | 224                     | 173 189 407 | 463 363            | 17 605   | 298 817                     | 7 256                                     | 1 443        | 138 969                      | 1 054  |                        |
| Oct    | 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  |                        |
| Nov    | 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  |                        |
| Dic    | 352 610                        | 278 196 | 75 000 | -652 | 14 | 164                     | 112 209 818 | 493 999            | 9 424    | 296 742                     | 3 136                                     | 3 317        | 139 475                      | -  |                        |
| 05 Ene | 345 223                        | 269 024 | 75 714 | 381  | 0  | 203                     | 99 204 736  | 490 694            | 8 798    | 280 795                     | -13 960                                   | 1 852        | 138 635                      | -  |                        |
| Feb    | 358 741                        | 277 826 | 80 749 | 125  | -1 | 121                     | 78 217 765  | 488 278            | 26 949   | 280 344                     | -17 118                                   | 825          | 140 152                      | -  |                        |
| Mar    | 363 955                        | 278 761 | 85 217 | -152 | -0 | 218                     | 87 220 986  | 495 751            | 27 381   | 279 511                     | -22 636                                   | 373          | 142 597                      | -  |                        |
| Abr    | 366 616                        | 276 523 | 90 002 | -    | -1 | 200                     | 108 223 659 | 502 026            | 26 012   | 287 206                     | -17 174                                   | -98          | 143 054                      | -  |                        |
| May    | 361 885                        | 271 865 | 90 000 | -    | 8  | 93                      | 81 214 859  | 511 289            | 10 493   | 286 876                     | -20 047                                   | 611          | 146 415                      | -  |                        |
| Jun    | 379 967                        | 290 273 | 90 002 | -169 | 20 | 145                     | 305 232 941 | 518 749            | 24 141   | 286 606                     | -23 343                                   | 818          | 146 207                      | -  |                        |
| Jul    | 396 451                        | 307 025 | 90 000 | -457 | 1  | 67                      | 185 246 362 | 529 715            | 27 514   | 306 173                     | -4 694                                    | 523          | 149 566                      | -  |                        |
| Ago    | 398 523                        | 308 783 | 89 998 | -22  | 11 | 18                      | 266 246 736 | 532 886            | 24 501   | 304 931                     | -5 720                                    | 771          | 151 016                      | -  |                        |
| Sep    | 379 522                        | 289 091 | 89 999 | 432  | 9  | 76                      | 85 226 489  | 530 079            | 9 620    | 304 733                     | -8 476                                    | 1 556        | 151 477                      | -  |                        |

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

|                   | Préstamo neto                            |   |                                 |       |                               |                                |                  | Contrapartidas     |                             |  |              |               |                              |        |        |  |                                  |
|-------------------|--|---|---------------------------------|-------|-------------------------------|--------------------------------|------------------|--------------------|-----------------------------|--|--------------|---------------|------------------------------|--------|--------|--|----------------------------------|
| Total             | Operaciones de mercado abierto           |   |                                 |       |                               | Facilidades permanentes        |                  | Factores autónomos |                             |  |              |               | Otros pasivos netos en euros |        |        | Reservas mantenidas por entidades de crédito | Certificados del Banco de España |
|                   | Oper. principales de financ. (inyección) | Oper. de financiación a l/p (inyección) | Oper. de ajuste estruct. (neto) | Otras | Facilidad marginal de crédito | Facilidad marginal de depósito | Total            | Billetes           | Pasivos netos frente a AAPP | Oro y activos netos en moneda extranjera | Resto (neto) | Total         | Frente a residentes UEM      | Resto  |        |  |                                  |
|                   |  |   |                                 |       |                               |                                |                  |                    |                             |  |              |               |                              |        |        |  |                                  |
| 1=2+3+4<br>+5+6-7 | 2  | 3                                       | 4                               | 5     | 6                             | 7                              | 8=9+10<br>-11+12 | 9                  | 10                          | 11                                       | 12           | 13=14+<br>+15 | 14                           | 15     | 16     | 17   |                                  |
| 04 Abr            | 24 386                                   | 21 735                                  | 2 618                           | -     | 0                             | 32                             | - 33 475         | 63 565             | 5 800                       | 20 812                                   | -15 078      | -22 119       | -20 109                      | -2 010 | 13 030 | -  |                                  |
| May               | 22 748                                   | 19 387                                  | 3 363                           | -     | -2                            | -                              | - 35 358         | 63 690             | 7 633                       | 20 683                                   | -15 281      | -25 148       | -23 226                      | -1 922 | 12 538 | -  |                                  |
| Jun               | 25 288                                   | 22 049                                  | 3 242                           | -     | -1                            | -                              | 2 38 291         | 64 808             | 8 776                       | 20 671                                   | -14 622      | -26 221       | -24 367                      | -1 854 | 13 218 | -  |                                  |
| Jul               | 22 648                                   | 19 955                                  | 2 692                           | -     | 0                             | 0                              | - 37 135         | 66 720             | 5 930                       | 20 153                                   | -15 361      | -27 805       | -26 029                      | -1 776 | 13 318 | -  |                                  |
| Ago               | 26 132                                   | 24 479                                  | 1 652                           | -     | 1                             | -                              | 1 37 297         | 66 578             | 6 180                       | 20 080                                   | -15 381      | -24 634       | -22 733                      | -1 901 | 13 469 | -  |                                  |
| Sep               | 30 412                                   | 28 714                                  | 1 698                           | -     | 2                             | -                              | 2 36 239         | 65 816             | 6 062                       | 20 057                                   | -15 583      | -19 736       | -18 003                      | -1 733 | 13 909 | -  |                                  |
| Oct               | 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 | -  |                                  |
| Nov               | 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 | -  |                                  |
| Dic               | 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 | -  |                                  |
| 05 Ene            | 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 | -  |                                  |
| Feb               | 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 | -  |                                  |
| Mar               | 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 | -  |                                  |
| Abr               | 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 | -  |                                  |
| May               | 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 | -  |                                  |
| Jun               | 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 | -  |                                  |
| Jul               | 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 | -  |                                  |
| Ago               | 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 | -  |                                  |
| Sep               | 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 | -  |                                  |

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

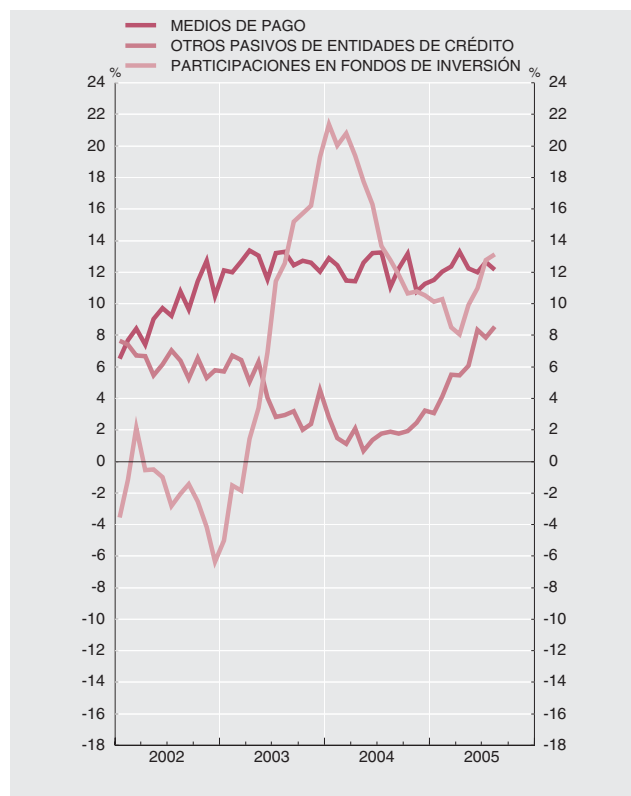
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

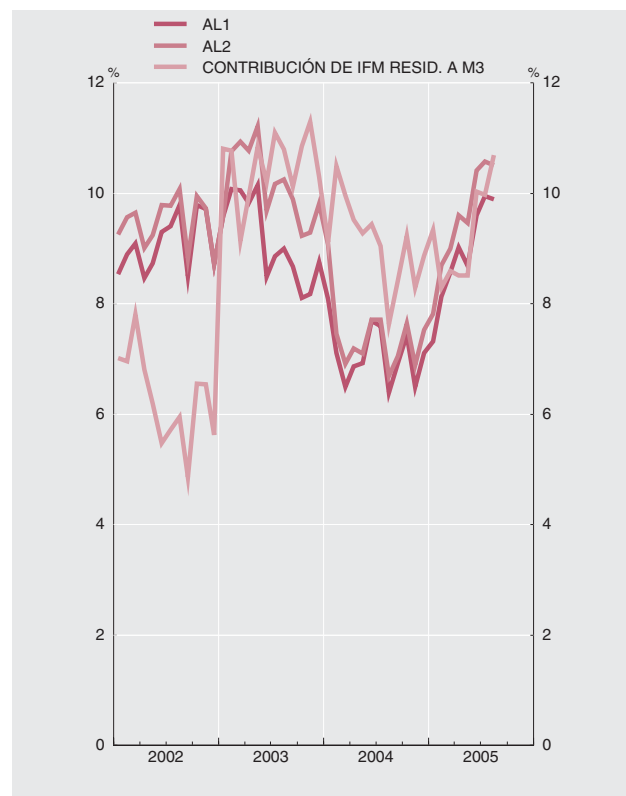
Millones de euros y porcentajes

|        | Medios de pago |              |               |                       | Otros pasivos de entidades de crédito |              |                                |  |  | Participaciones en fondos de inversión |              |        |                                  | Pro memoria  |            |            |   |
|--------|----------------|--------------|---------------|-----------------------|---------------------------------------|--------------|--------------------------------|--|--|--|--------------|--------|----------------------------------|--------------|------------|------------|---|
|        | SalDOS         | 1<br>T<br>12 | T 1/12        |                       | SalDOS                                | 1<br>T<br>12 | T 1/12                         |  |  | SalDOS                                 | 1<br>T<br>12 | T 1/12 |                                  |              | T 1/12     |            |   |
|        |                |              | Efec-<br>tivo | Depó-<br>sitos<br>(b) |                                       |              | Otros<br>depó-<br>sitos<br>(c) | Cesiones<br>temp. +<br>valores<br>de en-<br>tidades<br>de cré-<br>dito | Depó-<br>sitos<br>en su-<br>cursales<br>en ex-<br>terior |  |              | FIAMM  | FIM<br>renta<br>fija en<br>euros | Resto<br>FIM | AL1<br>(d) | AL2<br>(e) | Contri-<br>bución<br>de IFM<br>resid.<br>a M3 |
|        |                |              |               |                       |                                       |              |                                |  |  |  |              |        |                                  |              |            |            |   |
|        | 1              | 2            | 3             | 4                     | 5                                     | 6            | 7                              | 8  | 9  | 10                                     | 11           | 12     | 13                               | 14           | 15         | 16         | 17  |
| 02     | 321 911        | 10,5         | 22,2          | 8,5                   | 265 690                               | 5,8          | 6,9                            | 1,6  | 5,0  | 145 758                                | -6,4         | 14,1   | 8,6                              | -21,3        | 8,7        | 8,7        | 5,6   |
| 03     | 360 693        | 12,0         | 20,9          | 10,3                  | 277 689                               | 4,5          | 2,2                            | 14,9   | -0,7   | 173 917                                | 19,3         | 10,1   | 30,7                             | 20,2         | 8,8        | 9,8        | 10,3  |
| 04     | 401 284        | 11,3         | 19,3          | 9,5                   | 286 648                               | 3,2          | 8,4                            | -12,6  | -8,2   | 192 210                                | 10,5         | -1,1   | 14,5                             | 15,8         | 7,1        | 7,5        | 8,9   |
| 04 May | 371 327        | 12,6         | 20,6          | 11,0                  | 274 800                               | 0,7          | 2,4                            | -3,1   | -9,7   | 185 781                                | 17,7         | 3,5    | 10,0                             | 32,6         | 6,9        | 7,1        | 9,3   |
| Jun    | 388 989        | 13,2         | 20,4          | 11,8                  | 273 641                               | 1,4          | 3,4                            | -2,8   | -12,2  | 186 948                                | 16,3         | 3,9    | 8,1                              | 29,8         | 7,7        | 7,7        | 9,4   |
| Jul    | 390 272        | 13,3         | 21,4          | 11,6                  | 272 821                               | 1,8          | 4,1                            | -2,7   | -16,1  | 186 664                                | 13,6         | -0,1   | 9,6                              | 25,7         | 7,6        | 7,7        | 9,0   |
| Ago    | 381 678        | 11,1         | 20,3          | 9,2                   | 276 077                               | 1,9          | 4,8                            | -2,5   | -21,4  | 187 711                                | 12,8         | -1,0   | 11,5                             | 23,3         | 6,4        | 6,7        | 7,6   |
| Sep    | 388 979        | 12,2         | 20,9          | 10,5                  | 274 149                               | 1,8          | 5,5                            | -9,2   | -12,2  | 187 269                                | 11,8         | -1,8   | 9,2                              | 23,0         | 6,9        | 7,1        | 8,4   |
| Oct    | 388 998        | 13,2         | 20,6          | 11,6                  | 276 279                               | 1,9          | 7,4                            | -14,4  | -15,5  | 188 439                                | 10,6         | -1,8   | 11,0                             | 18,8         | 7,4        | 7,6        | 9,2   |
| Nov    | 392 891        | 10,8         | 19,6          | 9,0                   | 278 536                               | 2,5          | 8,1                            | -14,3  | -15,9  | 190 665                                | 10,8         | -1,7   | 13,3                             | 17,6         | 6,5        | 6,9        | 8,3   |
| Dic    | 401 284        | 11,3         | 19,3          | 9,5                   | 286 648                               | 3,2          | 8,4                            | -12,6  | -8,2   | 192 210                                | 10,5         | -1,1   | 14,5                             | 15,8         | 7,1        | 7,5        | 8,9   |
| 05 Ene | 396 594        | 11,5         | 19,5          | 9,8                   | 284 952                               | 3,1          | 8,7                            | -9,0   | -28,5  | 194 486                                | 10,1         | 1,0    | 16,0                             | 12,7         | 7,3        | 7,8        | 9,3   |
| Feb    | 402 249        | 12,1         | 18,9          | 10,6                  | 286 493                               | 4,1          | 9,3                            | -9,3   | -22,4  | 198 006                                | 10,3         | 2,1    | 17,8                             | 11,4         | 8,1        | 8,7        | 8,3   |
| Mar    | 408 675        | 12,3         | 18,6          | 11,0                  | 290 114                               | 5,5          | 8,8                            | -3,7   | -9,1   | 198 909                                | 8,5          | -1,9   | 15,8                             | 10,8         | 8,6        | 9,0        | 8,6   |
| Abr    | 412 004        | 13,3         | 18,0          | 12,2                  | 290 819                               | 5,5          | 9,5                            | -3,2   | -22,2  | 200 162                                | 8,0          | -2,1   | 18,7                             | 8,6          | 9,0        | 9,6        | 8,5   |
| May    | 416 751        | 12,2         | 17,5          | 11,1                  | 291 502                               | 6,1          | 10,0                           | -2,1   | -23,6  | 204 210                                | 9,9          | -3,1   | 21,9                             | 11,5         | 8,7        | 9,5        | 8,5   |
| Jun    | 435 640        | 12,0         | 17,9          | 10,7                  | 296 480                               | 8,3          | 11,3                           | 3,3  | -19,8  | 207 466                                | 11,0         | -1,7   | 23,5                             | 12,1         | 9,6        | 10,4       | 10,0  |
| Jul    | 439 595        | 12,6         | 16,1          | 11,9                  | 294 195                               | 7,8          | 10,5                           | 2,3  | -17,1  | 210 519                                | 12,8         | 0,6    | 20,4                             | 15,8         | 9,9        | 10,6       | 10,0  |
| Ago    | 428 028        | 12,1         | 15,5          | 11,4                  | 299 695                               | 8,6          | 11,1                           | 1,8  | -9,2   | 212 364                                | 13,1         | 0,4    | 19,8                             | 16,9         | 9,9        | 10,5       | 10,7  |

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 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. Medios de pago, los otros pasivos de entidades de crédito y las participaciones en los FIAMM.

e. AL1 más las participaciones en los FIM de renta fija en euros.

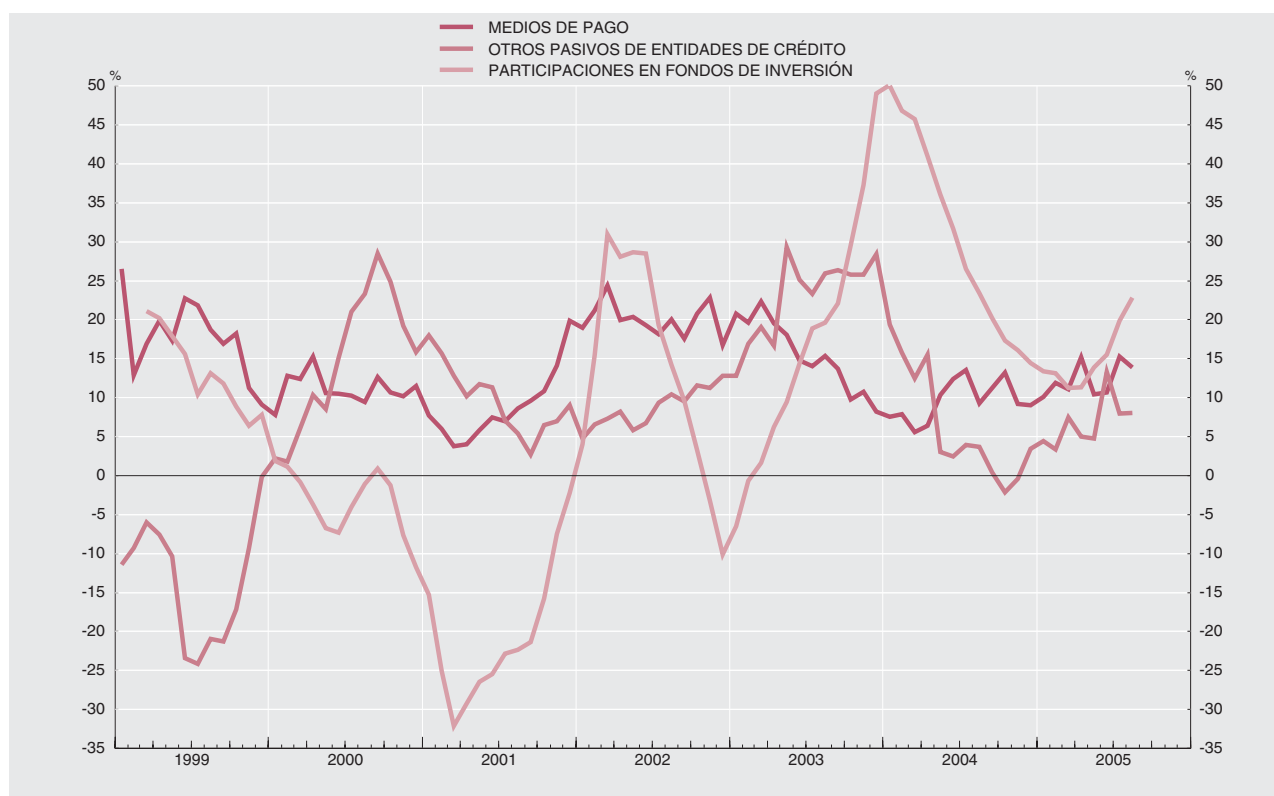
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

|               | Medios de pago (b) |                  | Otros pasivos de entidades de crédito |                  |                     |   | Participaciones en fondos de inversión |                  |                 |                         |           |
|---------------|--------------------|------------------|---------------------------------------|------------------|---------------------|---|--|------------------|-----------------|-------------------------|-----------|
|               | Saldos             | Tasa inter-anual | Saldos                                | Tasa inter-anual | Tasa interanual     |   | Saldos                                 | Tasa inter-anual | Tasa interanual |                         |           |
|               |                    |                  |                                       |                  | Otros depósitos (c) | Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext. |  |                  | FIAMM           | FIM renta fija en euros | Resto FIM |
|               | 1                  | 2                | 3                                     | 4                | 5                   | 6   | 7                                      | 8                | 9               | 10                      | 11        |
| <b>02</b>     | 77 652             | 16,7             | 49 423                                | 12,8             | 19,1                | 9,4   | 13 730                                 | -10,2            | 16,3            | 2,5                     | -25,7     |
| <b>03</b>     | 84 017             | 8,2              | 63 455                                | 28,4             | 39,2                | 22,1  | 20 465                                 | 49,0             | 10,3            | 76,0                    | 61,9      |
| <b>04</b>     | 91 617             | 9,0              | 65 614                                | 3,4              | 24,6                | -10,7   | 23 418                                 | 14,4             | 25,7            | 10,2                    | 11,5      |
| <b>04 May</b> | 86 699             | 10,3             | 58 938                                | 3,0              | 11,7                | -3,2  | 23 263                                 | 36,1             | 31,4            | 22,0                    | 47,1      |
| <b>Jun</b>    | 92 288             | 12,4             | 57 471                                | 2,5              | 9,8                 | -3,1  | 23 587                                 | 31,7             | 35,0            | 15,7                    | 39,0      |
| <b>Jul</b>    | 89 826             | 13,5             | 56 968                                | 4,0              | 10,6                | -1,3  | 23 064                                 | 26,5             | 31,1            | 14,2                    | 30,9      |
| <b>Ago</b>    | 86 663             | 9,2              | 59 187                                | 3,7              | 10,7                | -1,7  | 22 706                                 | 23,4             | 31,3            | 13,0                    | 24,9      |
| <b>Sep</b>    | 90 115             | 11,3             | 57 542                                | 0,4              | 12,9                | -9,1  | 22 178                                 | 20,2             | 31,5            | 7,6                     | 21,2      |
| <b>Oct</b>    | 88 202             | 13,2             | 57 561                                | -2,1             | 17,8                | -16,2   | 22 528                                 | 17,3             | 29,3            | 8,5                     | 16,1      |
| <b>Nov</b>    | 90 453             | 9,2              | 59 231                                | -0,4             | 19,7                | -15,2   | 23 006                                 | 16,1             | 27,3            | 9,8                     | 14,0      |
| <b>Dic</b>    | 91 617             | 9,0              | 65 614                                | 3,4              | 24,6                | -10,7   | 23 418                                 | 14,4             | 25,7            | 10,2                    | 11,5      |
| <b>05 Ene</b> | 89 730             | 10,1             | 61 703                                | 4,4              | 28,4                | -12,5   | 23 976                                 | 13,4             | 16,5            | 14,6                    | 11,3      |
| <b>Feb</b>    | 92 133             | 11,9             | 61 050                                | 3,4              | 29,4                | -15,0   | 24 689                                 | 13,1             | 8,2             | 19,0                    | 12,5      |
| <b>Mar</b>    | 93 841             | 11,1             | 63 700                                | 7,4              | 30,2                | -9,5  | 25 141                                 | 11,2             | -5,0            | 19,9                    | 14,7      |
| <b>Abr</b>    | 95 493             | 15,2             | 62 724                                | 5,0              | 29,7                | -13,5   | 25 620                                 | 11,3             | -7,1            | 24,7                    | 14,1      |
| <b>May</b>    | 95 725             | 10,4             | 61 754                                | 4,8              | 31,2                | -17,3   | 26 495                                 | 13,9             | -9,9            | 30,2                    | 19,0      |
| <b>Jun</b>    | 102 102            | 10,6             | 65 124                                | 13,3             | 43,7                | -12,6   | 27 239                                 | 15,5             | -10,3           | 33,9                    | 21,5      |
| <b>Jul</b>    | 103 515            | 15,2             | 61 482                                | 7,9              | 34,4                | -15,7   | 27 647                                 | 19,9             | -6,8            | 33,5                    | 28,4      |
| <b>Ago</b>    | 98 655             | 13,8             | 63 964                                | 8,1              | 36,4                | -16,5   | 27 888                                 | 22,8             | -5,4            | 36,0                    | 32,7      |

#### 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.



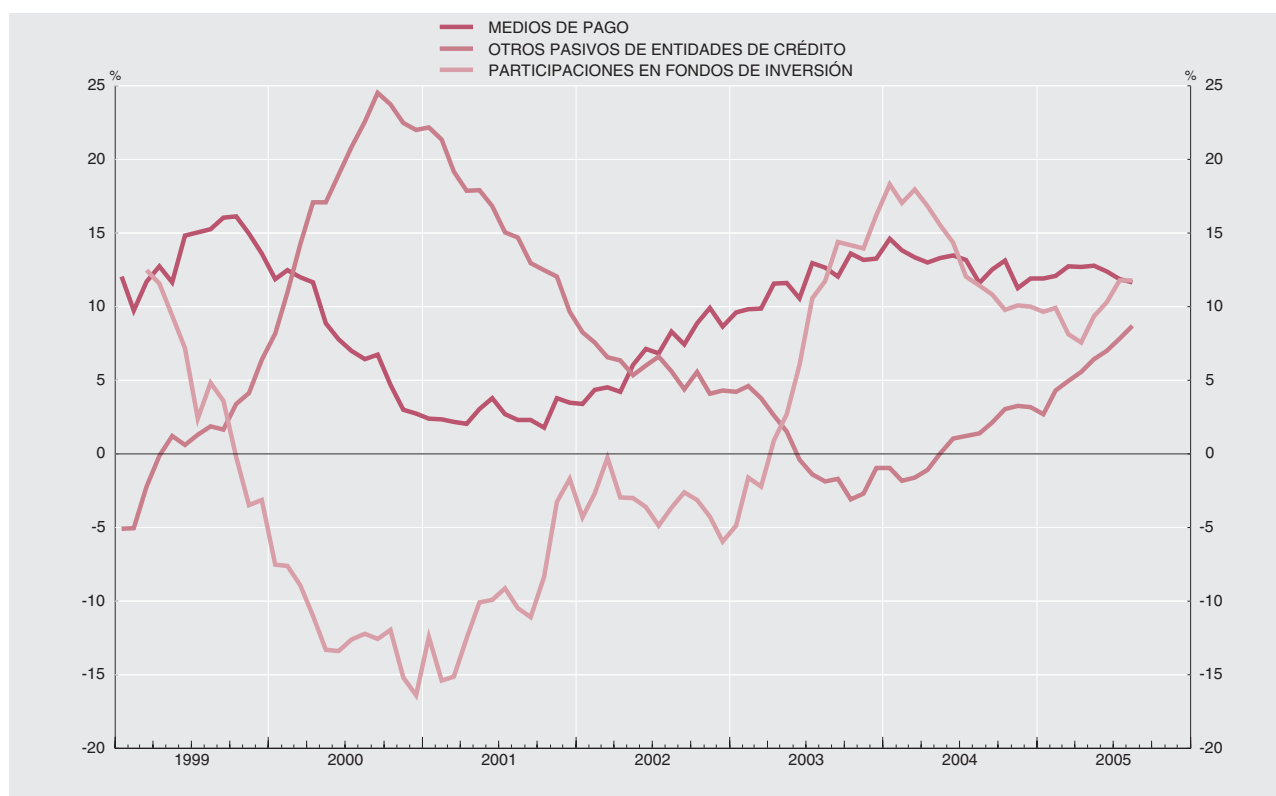
# 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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. |  |                  | FIAMM            | FIM renta fija en euros | Resto FIM |
|               | 1              | 2                | 3                | 4                         | 5                                     | 6                | 7                    | 8   | 9                                      | 10               | 11               | 12                      | 13        |
| <b>02</b>     | 244 258        | 8,7              | 19,4             | 6,3                       | 216 267                               | 4,3              | 5,8                  | -3,7  | 132 028                                | -6,0             | 13,9             | 9,3                     | -20,8     |
| <b>03</b>     | 276 676        | 13,3             | 21,2             | 11,3                      | 214 234                               | -0,9             | -1,4                 | 1,9   | 153 452                                | 16,2             | 10,1             | 25,9                    | 15,8      |
| <b>04</b>     | 309 667        | 11,9             | 19,7             | 9,8                       | 221 034                               | 3,2              | 6,1                  | -13,0   | 168 793                                | 10,0             | -3,8             | 15,1                    | 16,4      |
| <b>04 May</b> | 284 627        | 13,3             | 21,0             | 11,3                      | 215 862                               | 0,0              | 1,2                  | -6,1  | 162 518                                | 15,5             | 0,5              | 8,4                     | 30,8      |
| <b>Jun</b>    | 296 701        | 13,5             | 20,7             | 11,7                      | 216 170                               | 1,1              | 2,5                  | -6,8  | 163 360                                | 14,4             | 0,5              | 7,1                     | 28,6      |
| <b>Jul</b>    | 300 446        | 13,2             | 21,8             | 11,0                      | 215 853                               | 1,2              | 3,3                  | -10,0   | 163 600                                | 12,0             | -3,4             | 9,0                     | 25,0      |
| <b>Ago</b>    | 295 015        | 11,6             | 20,6             | 9,3                       | 216 891                               | 1,4              | 4,0                  | -12,4   | 165 005                                | 11,4             | -4,4             | 11,3                    | 23,1      |
| <b>Sep</b>    | 298 864        | 12,5             | 21,3             | 10,3                      | 216 608                               | 2,1              | 4,5                  | -10,7   | 165 091                                | 10,8             | -5,2             | 9,4                     | 23,3      |
| <b>Oct</b>    | 300 796        | 13,1             | 21,0             | 11,1                      | 218 718                               | 3,1              | 6,0                  | -13,1   | 165 911                                | 9,8              | -4,9             | 11,4                    | 19,2      |
| <b>Nov</b>    | 302 438        | 11,3             | 20,0             | 9,0                       | 219 305                               | 3,3              | 6,5                  | -14,1   | 167 659                                | 10,1             | -4,6             | 13,7                    | 18,1      |
| <b>Dic</b>    | 309 667        | 11,9             | 19,7             | 9,8                       | 221 034                               | 3,2              | 6,1                  | -13,0   | 168 793                                | 10,0             | -3,8             | 15,1                    | 16,4      |
| <b>05 Ene</b> | 306 864        | 11,9             | 20,0             | 9,8                       | 223 249                               | 2,7              | 6,0                  | -14,9   | 170 511                                | 9,7              | -0,7             | 16,2                    | 12,9      |
| <b>Feb</b>    | 310 116        | 12,1             | 19,3             | 10,2                      | 225 443                               | 4,3              | 6,7                  | -9,0  | 173 317                                | 9,9              | 1,4              | 17,6                    | 11,2      |
| <b>Mar</b>    | 314 834        | 12,7             | 19,0             | 11,0                      | 226 414                               | 5,0              | 5,8                  | 0,2   | 173 768                                | 8,1              | -1,6             | 15,2                    | 10,2      |
| <b>Abr</b>    | 316 511        | 12,7             | 18,3             | 11,2                      | 228 096                               | 5,6              | 6,7                  | -0,7  | 174 542                                | 7,6              | -1,4             | 17,8                    | 7,8       |
| <b>May</b>    | 321 026        | 12,8             | 17,9             | 11,4                      | 229 748                               | 6,4              | 6,9                  | 3,6   | 177 716                                | 9,4              | -2,2             | 20,7                    | 10,4      |
| <b>Jun</b>    | 333 538        | 12,4             | 18,2             | 10,8                      | 231 356                               | 7,0              | 6,7                  | 9,0   | 180 227                                | 10,3             | -0,4             | 22,0                    | 10,7      |
| <b>Jul</b>    | 336 080        | 11,9             | 16,3             | 10,6                      | 232 713                               | 7,8              | 7,1                  | 12,6  | 182 871                                | 11,8             | 1,6              | 18,6                    | 14,0      |
| <b>Ago</b>    | 329 373        | 11,6             | 15,7             | 10,5                      | 235 730                               | 8,7              | 7,4                  | 16,8  | 184 476                                | 11,8             | 1,2              | 17,6                    | 14,8      |

## 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.

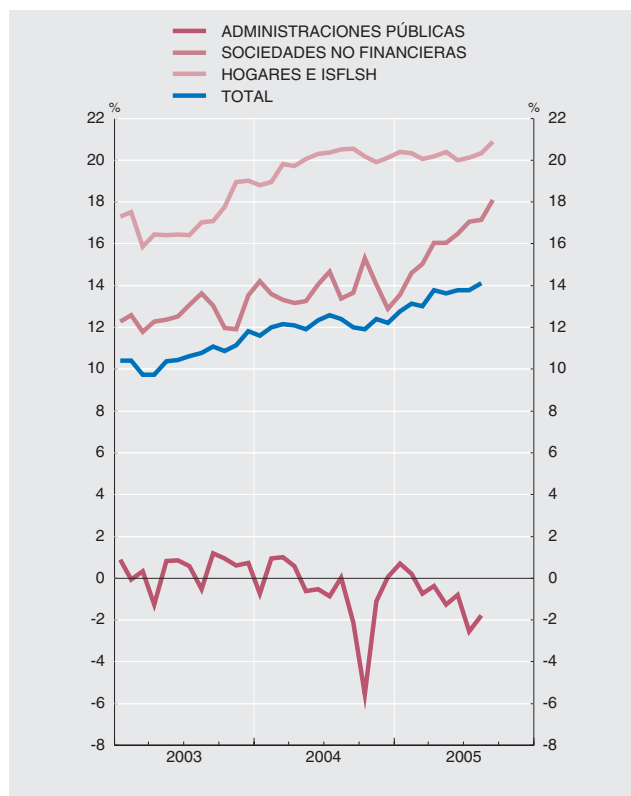
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

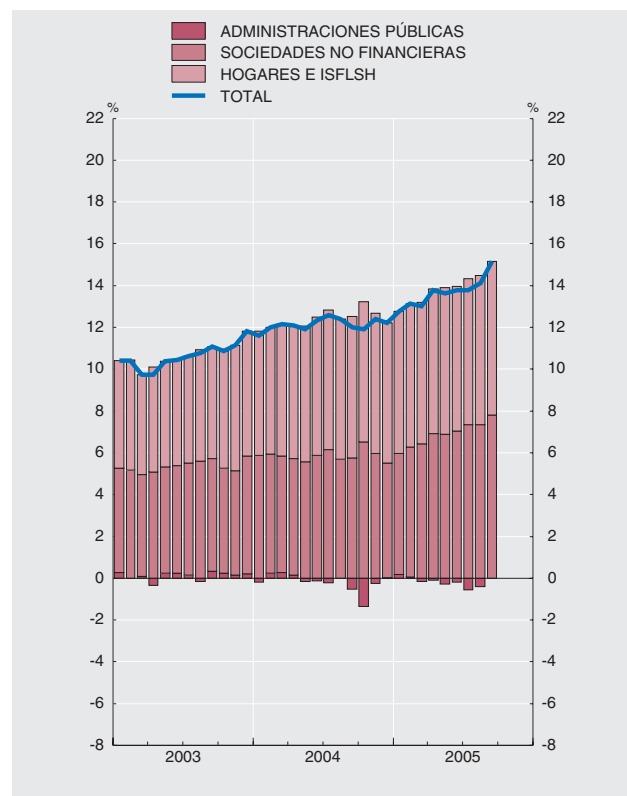
Millones de euros y porcentajes

|        | Total     |                |                 | Tasa interanual               |  |                  |   |                               |                        |                           | Contribución a la tasa del total |  |   |                               |                        |      |     |
|--------|-----------|----------------|-----------------|-------------------------------|--|------------------|---|-------------------------------|------------------------|---------------------------|----------------------------------|--|---|-------------------------------|------------------------|------|-----|
|        | 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  |
| 02     | 1 195 088 | 105 569        | 9,7             | -0,7                          | 14,0   | 12,4             | 16,2  | 14,2                          | -16,7                  | 16,4                      | -0,2                             | 9,9  | 5,0   | 4,8                           | 8,2                    | -0,2 | 1,8 |
| 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     | 1 511 091 | 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 |
| 04 May | 1 398 809 | 16 277         | 11,9            | -0,6                          | 16,2   | 13,3             | 20,1  | 17,1                          | -1,5                   | 12,9                      | -0,2                             | 12,1   | 5,6   | 6,5                           | 10,6                   | -0,0 | 1,5 |
| Jun    | 1 428 631 | 29 926         | 12,3            | -0,5                          | 16,8   | 14,1             | 20,3  | 17,7                          | 2,0                    | 13,1                      | -0,1                             | 12,5   | 5,9   | 6,6                           | 10,9                   | 0,0  | 1,5 |
| Jul    | 1 445 682 | 17 005         | 12,6            | -0,9                          | 17,2   | 14,7             | 20,3  | 18,3                          | -0,1                   | 12,4                      | -0,2                             | 12,8   | 6,2   | 6,7                           | 11,4                   | -0,0 | 1,5 |
| Ago    | 1 441 398 | -3 709         | 12,4            | 0,0                           | 16,5   | 13,4             | 20,5  | 18,0                          | -2,7                   | 10,6                      | 0,0                              | 12,4   | 5,7   | 6,7                           | 11,1                   | -0,0 | 1,3 |
| Sep    | 1 450 865 | 8 927          | 12,0            | -2,1                          | 16,7   | 13,7             | 20,6  | 18,4                          | 0,7                    | 9,2                       | -0,5                             | 12,5   | 5,8   | 6,8                           | 11,4                   | 0,0  | 1,1 |
| 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    | 1 511 091 | 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 | 1 530 532 | 18 854         | 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    | 1 538 302 | 9 470          | 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 | 21 892         | 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    | 1 576 860 | 12 440         | 13,8            | -0,4                          | 17,9   | 16,1             | 20,2  | 20,6                          | 2,6                    | 5,2                       | -0,1                             | 13,9   | 6,9   | 6,9                           | 13,2                   | 0,0  | 0,7 |
| May    | 1 594 273 | 16 764         | 13,6            | -1,3                          | 18,0   | 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    | 1 632 641 | 36 227         | 13,8            | -0,8                          | 18,0   | 16,5             | 20,0  | 20,9                          | 1,0                    | 4,1                       | -0,2                             | 14,0   | 7,0   | 6,9                           | 13,5                   | 0,0  | 0,5 |
| Jul    | 1 651 758 | 19 166         | 13,8            | -2,5                          | 18,4   | 17,0             | 20,1  | 21,3                          | 1,5                    | 4,3                       | -0,6                             | 14,3   | 7,3   | 7,0                           | 13,8                   | 0,0  | 0,5 |
| Ago    | 1 652 229 | 504            | 14,1            | -1,8                          | 18,6   | 17,1             | 20,3  | 21,4                          | 3,0                    | 4,9                       | -0,4                             | 14,5   | 7,4   | 7,1                           | 13,9                   | 0,0  | 0,6 |

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.

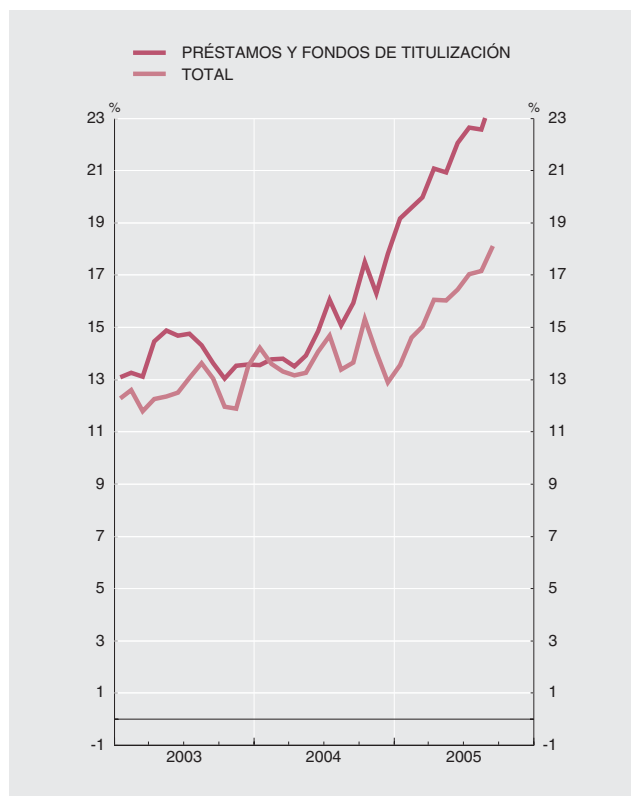
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

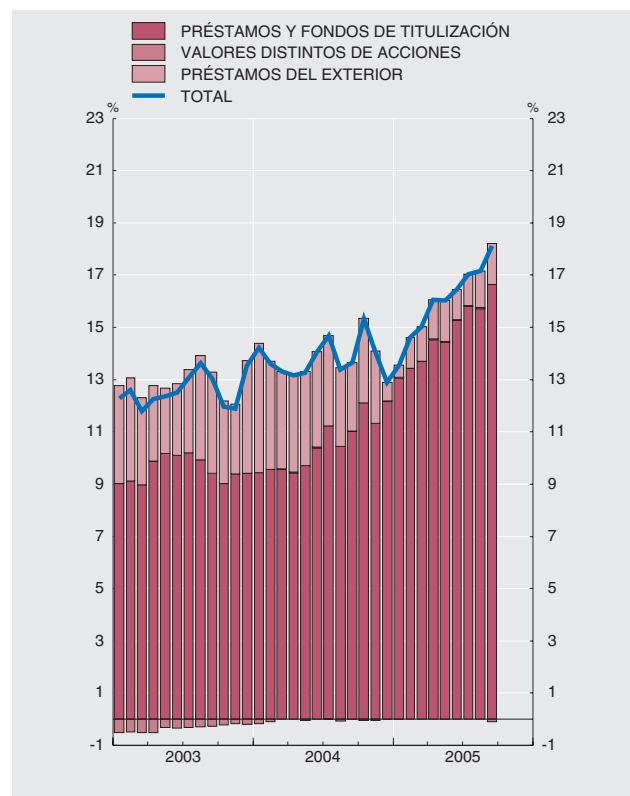
Millones de euros y porcentajes

|               | 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>02</b>     | 498 067 | 55 100         | 12,4             | 345 565  | 12,1             | 8,4                              | 11 903                        | -16,7            | -0,5                             | 140 599                | 16,4             | 4,5                              | 13 330   |
| <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>04 May</b> | 600 527 | 3 707          | 13,3             | 414 358  | 13,9             | 9,7                              | 11 686                        | -1,5             | -0,0                             | 174 483                | 12,8             | 3,6                              | 12 506   |
| <b>Jun</b>    | 611 464 | 10 988         | 14,1             | 423 880  | 14,8             | 10,4                             | 11 896                        | 2,0              | 0,0                              | 175 688                | 13,1             | 3,6                              | 12 540   |
| <b>Jul</b>    | 622 903 | 11 369         | 14,7             | 434 713  | 16,1             | 11,2                             | 11 608                        | -0,1             | -0,0                             | 176 582                | 12,4             | 3,5                              | 12 372   |
| <b>Ago</b>    | 618 428 | -3 937         | 13,4             | 430 647  | 15,1             | 10,4                             | 11 386                        | -2,7             | -0,1                             | 176 395                | 10,5             | 3,0                              | 12 469   |
| <b>Sep</b>    | 625 393 | 6 364          | 13,7             | 436 567  | 15,9             | 11,0                             | 11 789                        | 0,7              | 0,0                              | 177 038                | 9,1              | 2,6                              | 12 172   |
| <b>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> | 661 915 | 10 388         | 13,6             | 469 292  | 19,2             | 13,1                             | 11 222                        | 1,4              | 0,0                              | 181 400                | 1,6              | 0,5                              | 14 897   |
| <b>Feb</b>    | 667 766 | 7 529          | 14,6             | 474 492  | 19,6             | 13,4                             | 11 706                        | 0,6              | 0,0                              | 181 568                | 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>    | 697 000 | 13 661         | 16,1             | 495 431  | 21,1             | 14,5                             | 12 160                        | 2,6              | 0,1                              | 189 410                | 5,1              | 1,5                              | 12 143   |
| <b>May</b>    | 702 136 | 4 475          | 16,0             | 500 635  | 20,9             | 14,4                             | 11 812                        | 1,1              | 0,0                              | 189 690                | 5,4              | 1,6                              | 11 754   |
| <b>Jun</b>    | 719 692 | 15 326         | 16,5             | 516 831  | 22,0             | 15,3                             | 12 014                        | 1,0              | 0,0                              | 190 847                | 4,0              | 1,2                              | 7 060  |
| <b>Jul</b>    | 736 578 | 16 899         | 17,0             | 532 657  | 22,6             | 15,8                             | 11 785                        | 1,5              | 0,0                              | 192 136                | 4,3              | 1,2                              | 6 418  |
| <b>Ago</b>    | 732 496 | -4 047         | 17,1             | 527 345  | 22,6             | 15,7                             | 11 729                        | 3,0              | 0,1                              | 193 422                | 4,8              | 1,4                              | 6 364  |

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.

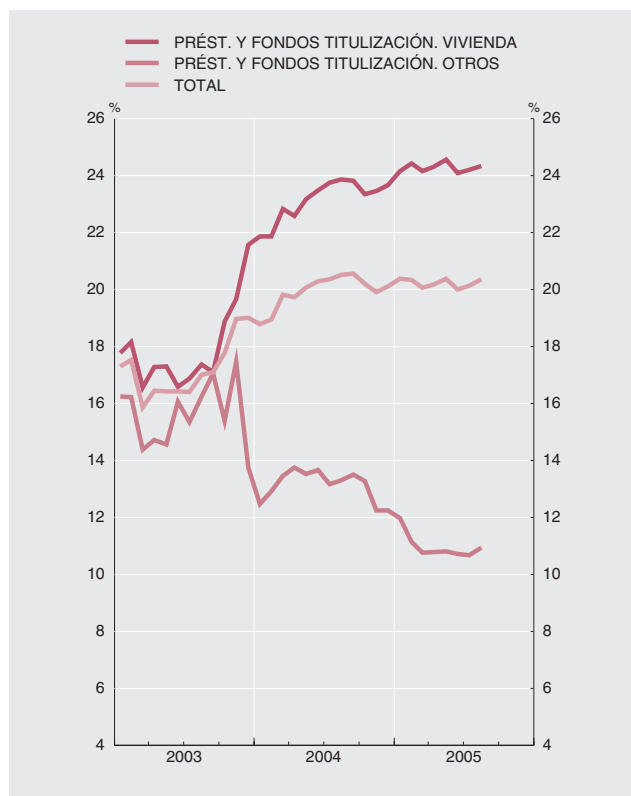
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

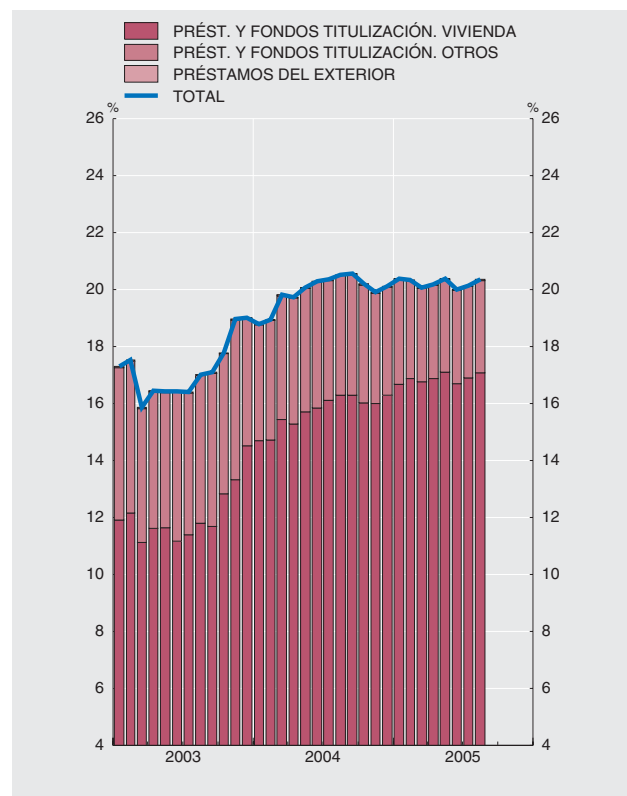
Millones de euros y porcentajes

|               | 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>02</b>     | 376 612 | 52 607         | 16,2             | 253 552   | 17,1             | 11,4                             | 122 447  | 14,4             | 4,8                              | 613                    | 27,0             | 0,0                              | 18 466   | 3 934 |
| <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>04 May</b> | 482 171 | 7 748          | 20,1             | 335 655   | 23,2             | 15,7                             | 145 736  | 13,5             | 4,3                              | 780                    | 20,4             | 0,0                              | 36 797   | 6 236 |
| <b>Jun</b>    | 494 584 | 12 466         | 20,3             | 342 837   | 23,5             | 15,8                             | 150 949  | 13,7             | 4,4                              | 798                    | 21,0             | 0,0                              | 41 300   | 6 311 |
| <b>Jul</b>    | 502 118 | 7 556          | 20,3             | 350 792   | 23,7             | 16,1                             | 150 516  | 13,2             | 4,2                              | 810                    | 19,9             | 0,0                              | 45 670   | 6 362 |
| <b>Ago</b>    | 505 493 | 3 412          | 20,5             | 354 651   | 23,9             | 16,3                             | 150 022  | 13,3             | 4,2                              | 819                    | 20,7             | 0,0                              | 45 633   | 6 680 |
| <b>Sep</b>    | 511 833 | 6 402          | 20,6             | 359 990   | 23,8             | 16,3                             | 151 013  | 13,5             | 4,2                              | 830                    | 19,5             | 0,0                              | 44 969   | 6 635 |
| <b>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> | 543 344 | 6 116          | 20,4             | 386 991   | 24,1             | 16,7                             | 155 477  | 12,0             | 3,7                              | 876                    | 18,2             | 0,0                              | 46 673   | 8 754 |
| <b>Feb</b>    | 550 144 | 6 823          | 20,3             | 393 386   | 24,4             | 16,9                             | 155 873  | 11,1             | 3,4                              | 886                    | 18,3             | 0,0                              | 46 815   | 8 225 |
| <b>Mar</b>    | 559 129 | 9 040          | 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>    | 569 730 | 10 606         | 20,2             | 409 201   | 24,3             | 16,9                             | 159 631  | 10,8             | 3,3                              | 898                    | 17,3             | 0,0                              | 51 203   | 8 014 |
| <b>May</b>    | 580 000 | 10 281         | 20,4             | 418 030   | 24,5             | 17,1                             | 161 061  | 10,8             | 3,3                              | 909                    | 16,6             | 0,0                              | 54 343   | 7 764 |
| <b>Jun</b>    | 592 963 | 13 052         | 20,0             | 425 364   | 24,1             | 16,7                             | 166 675  | 10,7             | 3,3                              | 924                    | 15,3             | 0,0                              | 34 300   | 3 385 |
| <b>Jul</b>    | 602 656 | 9 728          | 20,1             | 435 624   | 24,2             | 16,9                             | 166 100  | 10,7             | 3,2                              | 931                    | 15,0             | 0,0                              | 33 893   | 3 592 |
| <b>Ago</b>    | 607 872 | 5 215          | 20,3             | 440 930   | 24,3             | 17,1                             | 165 999  | 10,9             | 3,2                              | 942                    | 15,0             | 0,0                              | 34 035   | 3 514 |

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.

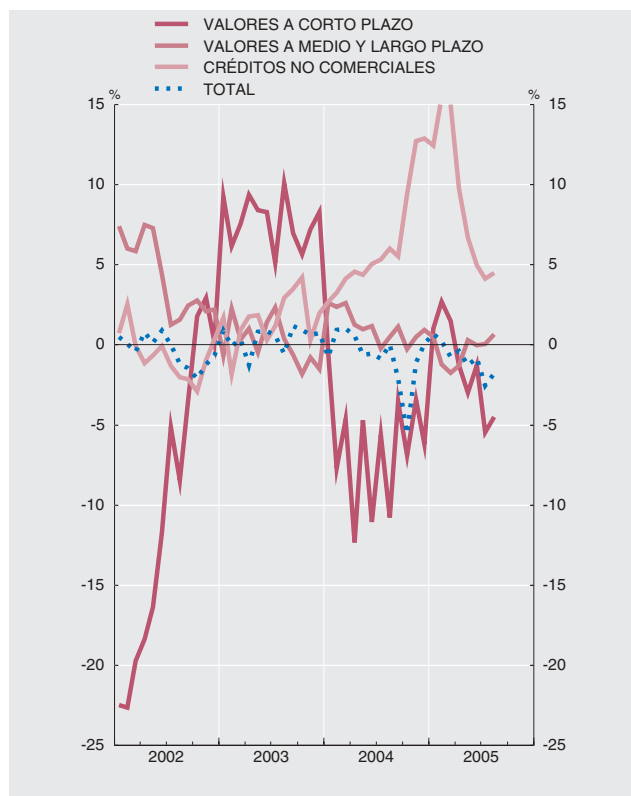
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

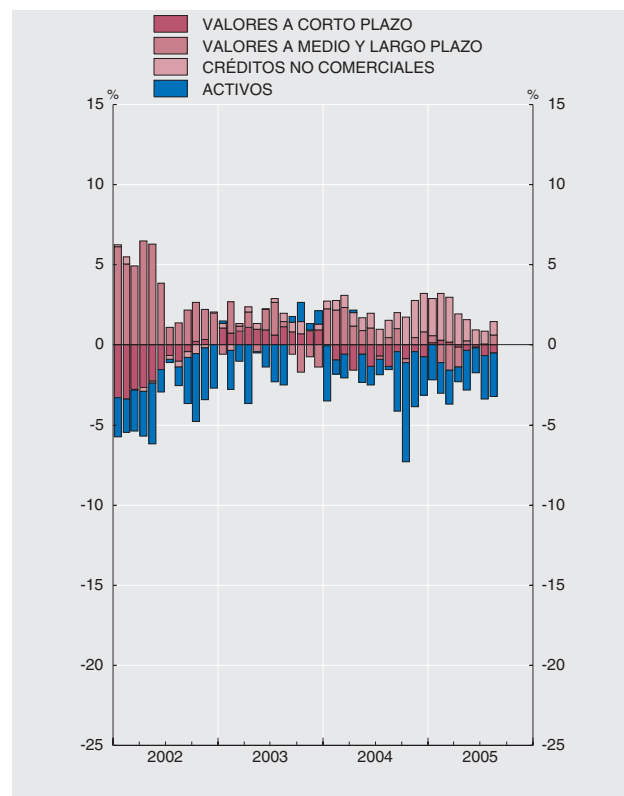
Millones de euros y porcentajes

|        | Financiación neta           |  |                              | Variación mensual de los saldos |                     |                              |  |  |                                   | T 1/12 de los saldos |                     |                              |              |  | Contribución a T1/12 total |                              |              |   |
|--------|-----------------------------|--|------------------------------|---------------------------------|---------------------|------------------------------|--|--|-----------------------------------|----------------------|---------------------|------------------------------|--------------|--|----------------------------|------------------------------|--------------|---|
|        |                             |  |                              | Pasivos (a)                     |                     |                              | Activos  |  |                                   | Pasivos              |                     |                              | Acti-<br>vos | Pasivos  |                            |                              | Acti-<br>vos |   |
|        | Saldo<br>neto de<br>pasivos | Varia-<br>ción<br>mensual<br>(col.<br>4-8-9) | T<br>1/12<br>de<br>col.<br>1 | Total                           | Valores             |                              | Crédi-<br>tos no<br>comer-<br>ciales<br>y res-<br>to (b) | Depó-<br>sitos<br>en el<br>Banco<br>de<br>España | Resto<br>de depó-<br>sitos<br>(c) | Total                | Valores             |                              |              | Crédi-<br>tos no<br>comer-<br>ciales<br>y res-<br>to (a) | Valores                    |                              |              | Credito-<br>no com-<br>erciales<br>y res-<br>to (a) |
|        |                             |  |                              |                                 | A<br>corto<br>plazo | Medio<br>y<br>largo<br>plazo |  |  |                                   |                      | A<br>corto<br>plazo | Medio<br>y<br>largo<br>plazo |              |  | A<br>corto<br>plazo        | Medio<br>y<br>largo<br>plazo |              |   |
|        | 1                           | 2  | 3                            | 4                               | 5                   | 6                            | 7  | 8  | 9                                 | 10                   | 11                  | 12                           | 13           | 14   | 15                         | 16                           | 17           | 18  |
| 02     | 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  |
| 03     | 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   |
| 04     | 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  |
| 04 Mar | 324 332                     | 4 575  | 1,0                          | 2 824                           | 1 618               | 629                          | 577  | 499  | -2 250                            | 2,1                  | -4,6                | 2,6                          | 4,1          | 7,6  | -0,6                       | 2,3                          | 0,7          | -1,5  |
| Abr    | 311 289                     | -13 043                                      | 0,6                          | 265                             | -2 315              | 1 454                        | 1 127  | 3 306  | 10 003                            | 0,3                  | -12,3               | 1,2                          | 4,6          | -0,5   | -1,6                       | 1,2                          | 0,9          | 0,1   |
| May    | 316 111                     | 4 822  | -0,6                         | 701                             | 2 654               | -1 721                       | -232   | -61  | -4 061                            | 0,9                  | -4,7                | 1,0                          | 4,4          | 7,7  | -0,6                       | 0,9                          | 0,8          | -1,7  |
| Jun    | 322 583                     | 6 472  | -0,5                         | 852                             | -2 846              | 3 418                        | 280  | -70  | -5 550                            | 0,5                  | -11,1               | 1,2                          | 5,1          | 5,6  | -1,3                       | 1,1                          | 0,9          | -1,2  |
| Jul    | 320 662                     | -1 921                                       | -0,9                         | -4 483                          | 2 966               | -8 370                       | 920  | -2 007   | -556                              | 0,1                  | -5,6                | -0,2                         | 5,3          | 4,7  | -0,7                       | -0,2                         | 1,0          | -1,0  |
| Ago    | 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  |
| Sep    | 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  |
| Oct    | 296 450                     | -17 189                                      | -5,5                         | -4 711                          | -1 504              | -5 616                       | 2 408  | 11 558   | 920                               | 0,5                  | -6,9                | -0,3                         | 9,4          | 27,6   | -0,9                       | -0,2                         | 1,7          | -6,2  |
| Nov    | 311 011                     | 14 561                                       | -1,1                         | 6 745                           | 2 149               | 3 996                        | 600  | -12 925  | 5 109                             | 1,9                  | -3,4                | 0,5                          | 12,7         | 15,3   | -0,4                       | 0,5                          | 2,3          | -3,4  |
| Dic    | 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  |
| 05 Ene | 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  |
| Feb    | 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  |
| Mar    | 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  |
| Abr    | 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  |
| May    | 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  |
| Jun    | 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  |
| Jul    | A 312 525                   | -7 462                                       | -2,5                         | -6 341                          | 1 337               | -8 111                       | 432  | 181  | 939                               | 0,2                  | -5,5                | 0,1                          | 4,1          | 12,7   | -0,6                       | 0,0                          | 0,8          | -2,7  |
| Ago    | A 311 861                   | -663   | -1,8                         | -2 983                          | -2 350              | -73                          | -560   | -220   | -2 100                            | 0,8                  | -4,5                | 0,7                          | 4,5          | 13,0   | -0,5                       | 0,6                          | 0,9          | -2,7  |

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.

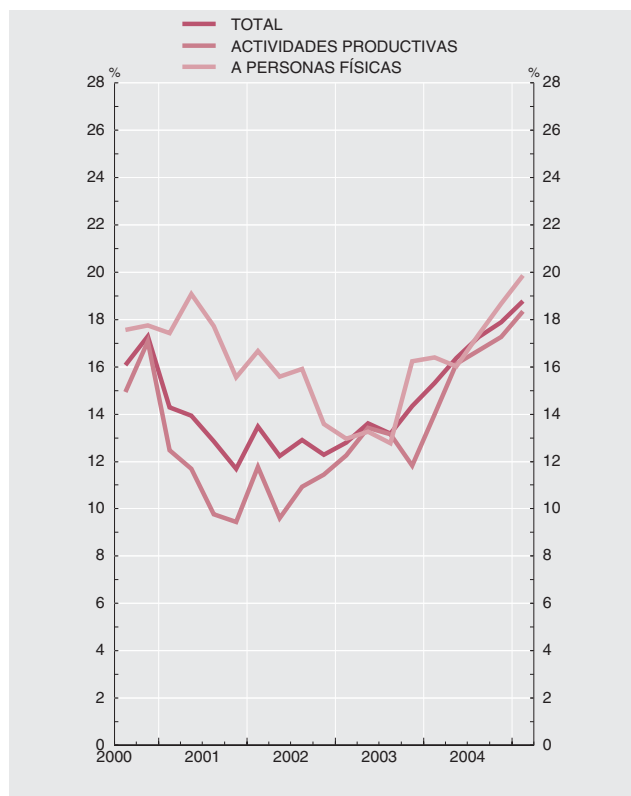
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

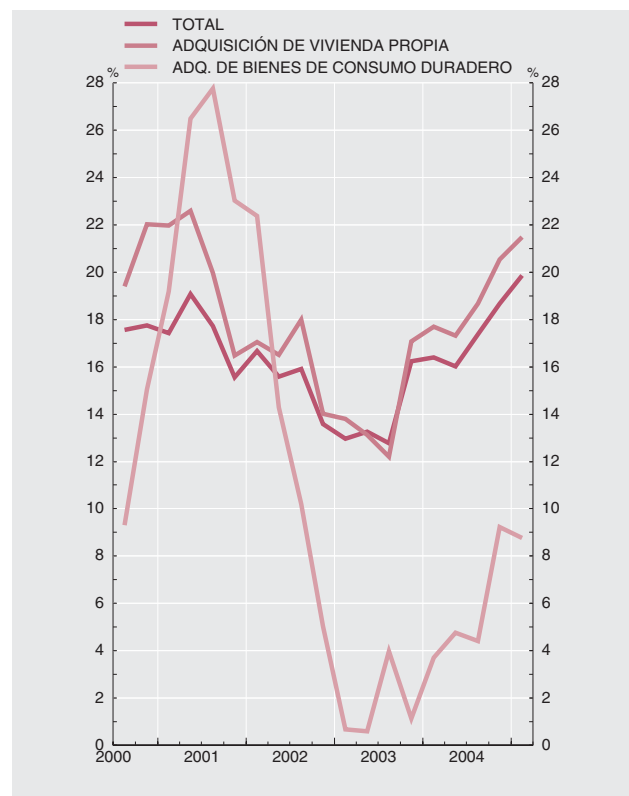
Millones de euros y porcentajes

|      | Total<br>(a) | Financiación de actividades productivas |                                      |  |              |           | Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto |  |             |                |                                  |              | Finan-<br>ciación<br>a insti-<br>tuciones<br>privadas<br>sin fines<br>de lucro | Sin<br>clasi-<br>ficar |
|------|--------------|---|--------------------------------------|--|--------------|-----------|--|--|-------------|----------------|----------------------------------|--------------|--|------------------------|
|      |              | Total                                   | Agricultura,<br>ganadería y<br>pesca | Industria<br>(excepto<br>construcción) | Construcción | Servicios | Total  | Adquisición y rehabilitación de<br>vivienda propia |             |                | Bienes de<br>consumo<br>duradero | Resto<br>(b) |  |                        |
|      |              |   |                                      |  |              |           |  | Total  | Adquisición | Rehabilitación |                                  |              |  |                        |
|      | 1            | 2                                       | 3                                    | 4                                      | 5            | 6         | 7  | 8  | 9           | 10             | 11                               | 12           | 13   | 14                     |
| 02   | 701 663      | 368 466                                 | 15 122                               | 85 762                                 | 57 376       | 210 206   | 320 053  | 235 086  | 224 830     | 10 256         | 34 741                           | 50 227       | 2 324  | 10 819                 |
| 03   | 802 212      | 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                 |
| 04   | 945 697      | 483 061                                 | 18 104                               | 90 487                                 | 78 372       | 296 097   | 441 443  | 333 826  | 317 268     | 16 557         | 38 379                           | 69 238       | 3 677  | 17 517                 |
| 02 / | 640 193      | 334 865                                 | 13 420                               | 82 689                                 | 47 487       | 191 269   | 293 673  | 214 354  | 205 404     | 8 949          | 34 671                           | 44 648       | 2 382  | 9 273                  |
| II   | 664 446      | 343 191                                 | 13 980                               | 81 235                                 | 50 770       | 197 207   | 308 555  | 225 521  | 216 080     | 9 441          | 35 466                           | 47 568       | 2 287  | 10 413                 |
| III  | 680 806      | 351 950                                 | 14 281                               | 82 834                                 | 53 777       | 201 057   | 316 697  | 234 668  | 224 849     | 9 819          | 35 072                           | 46 957       | 2 339  | 9 820                  |
| IV   | 701 663      | 368 466                                 | 15 122                               | 85 762                                 | 57 376       | 210 206   | 320 053  | 235 086  | 224 830     | 10 256         | 34 741                           | 50 227       | 2 324  | 10 819                 |
| 03 / | 722 204      | 375 901                                 | 15 138                               | 86 559                                 | 56 975       | 217 229   | 331 747  | 244 498  | 233 729     | 10 769         | 34 910                           | 52 339       | 2 285  | 12 271                 |
| II   | 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                 |
| III  | 770 523      | 398 206                                 | 16 462                               | 87 240                                 | 61 902       | 232 601   | 357 146  | 264 453  | 252 316     | 12 136         | 36 468                           | 56 225       | 2 651  | 12 520                 |
| IV   | 802 212      | 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                 |
| 04 / | 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                 |
| II   | 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                 |
| III  | 903 590      | 464 652                                 | 17 655                               | 88 360                                 | 75 494       | 283 143   | 419 230  | 315 021  | 299 447     | 15 574         | 38 075                           | 66 134       | 3 426  | 16 281                 |
| IV   | 945 697      | 483 061                                 | 18 104                               | 90 487                                 | 78 372       | 296 097   | 441 443  | 333 826  | 317 268     | 16 557         | 38 379                           | 69 238       | 3 677  | 17 517                 |
| 05 / | 989 196      | 507 164                                 | 18 188                               | 93 815                                 | 83 421       | 311 740   | 462 910  | 351 757  | 334 224     | 17 532         | 39 375                           | 71 778       | 3 548  | 15 574                 |

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual



### CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

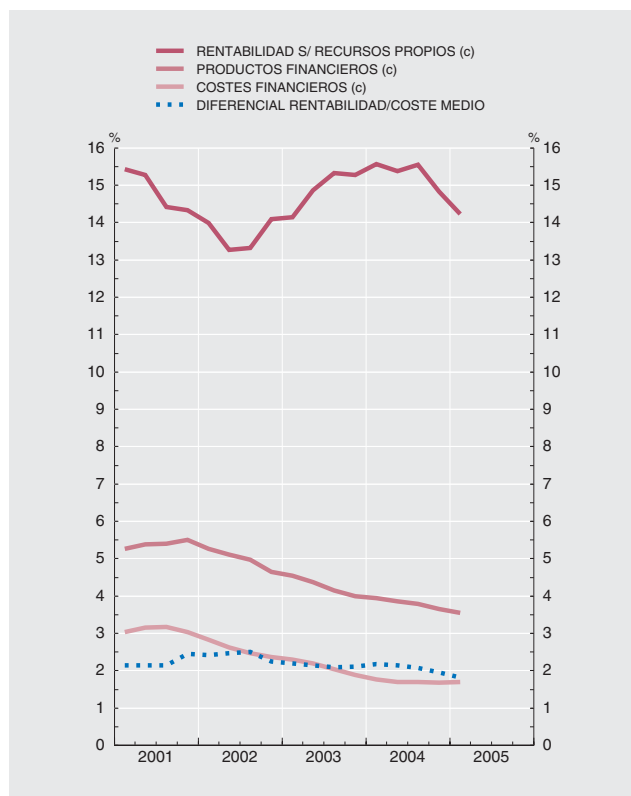
b. Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades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

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

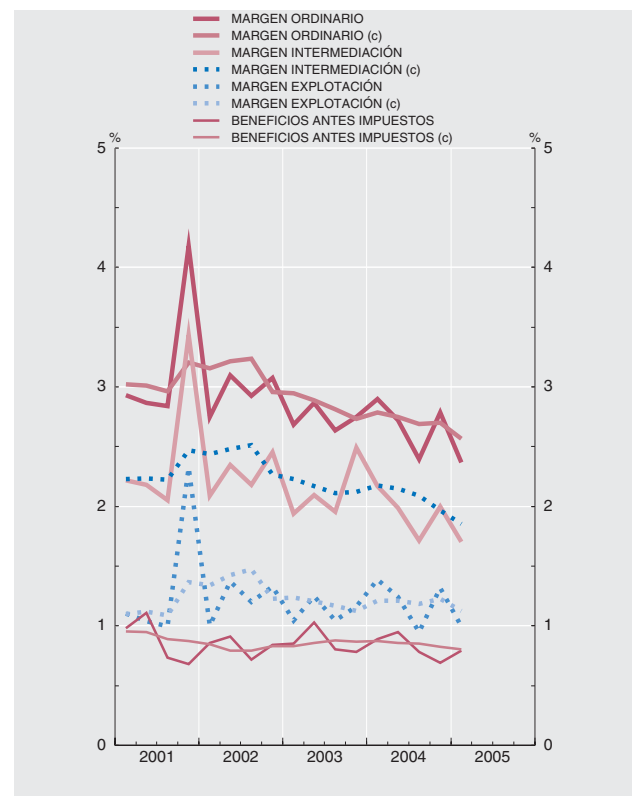
■ Serie representada gráficamente.

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

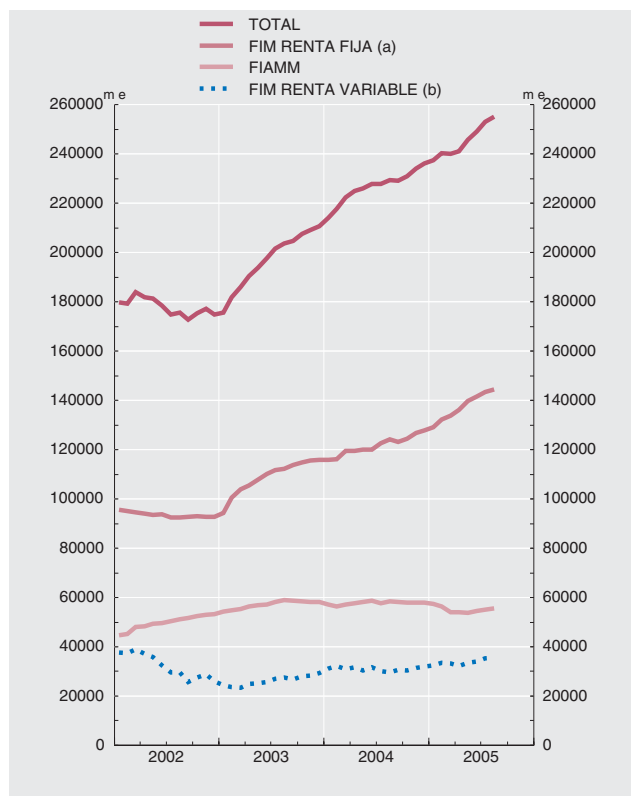
# 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

|               | Total      |                           |  |   | FIAMM      |                           |  |   | FIM renta fija (a) |                           |  |   | FIM renta variable (b) |                           |  |   | Otros fondos (c) |
|---------------|------------|---------------------------|--|---|------------|---------------------------|--|---|--------------------|---------------------------|--|---|------------------------|---------------------------|--|---|------------------|
|               | Patrimonio | Varia-<br>ción<br>mensual | De la<br>cual<br>Sus-<br>crip-<br>ción<br>neta | Renta-<br>bilidad<br>últimos<br>12<br>meses | Patrimonio | Varia-<br>ción<br>mensual | De la<br>cual<br>Sus-<br>crip-<br>ción<br>neta | Renta-<br>bilidad<br>últimos<br>12<br>meses | Patrimonio         | Varia-<br>ción<br>mensual | De la<br>cual<br>Sus-<br>crip-<br>ción<br>neta | Renta-<br>bilidad<br>últimos<br>12<br>meses | Patrimonio             | Varia-<br>ción<br>mensual | De la<br>cual<br>Sus-<br>crip-<br>ción<br>neta | Renta-<br>bilidad<br>últimos<br>12<br>meses | Patrimonio       |
|               | 1          | 2                         | 3  | 4   | 5          | 6                         | 7  | 8   | 9                  | 10                        | 11   | 12  | 13                     | 14                        | 15   | 16  | 17               |
| <b>02</b>     | 174 733    | -6 590                    | 1 274  | -3,2  | 53 366     | 9 536                     | 8 327  | 2,4   | 92 742             | -4 504                    | -5 581   | 1,7   | 26 067                 | -11 427                   | -1 794   | -25,7                                       | 2 558            |
| <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>04 May</b> | 225 991    | 984                       | 1 576  | 3,7   | 58 295     | 712                       | 671  | 1,2   | 119 904            | 439                       | 1 019  | 1,8   | 30 404                 | -1 174                    | -669   | 16,5  | 17 387           |
| <b>Jun</b>    | 227 806    | 1 816                     | 800  | 3,5   | 58 666     | 371                       | 311  | 1,2   | 119 975            | 71                        | 316  | 1,9   | 31 647                 | 1 243                     | 66   | 14,5  | 17 518           |
| <b>Jul</b>    | 227 862    | 56                        | 719  | 2,8   | 57 743     | -923                      | -984   | 1,2   | 122 510            | 2 535                     | 1 936  | 2,1   | 30 096                 | -1 552                    | -216   | 8,8   | 17 514           |
| <b>Ago</b>    | 229 421    | 1 559                     | 1 318  | 2,4   | 58 502     | 759                       | 707  | 1,2   | 124 031            | 1 521                     | 1 115  | 2,3   | 29 565                 | -531                      | -300   | 5,9   | 17 323           |
| <b>Sep</b>    | 229 216    | -204                      | -963   | 3,3   | 58 129     | -373                      | -435   | 1,2   | 123 035            | -996                      | 45   | 2,2   | 30 552                 | 987                       | -81  | 11,9  | 17 500           |
| <b>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                     | ...  | 5,6   | 55 571     | 588                       | ...  | 1,2   | 144 425            | 1 083                     | ...  | 3,7   | 35 532                 | 191                       | ...  | 21,1  | 19 599           |

## 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.



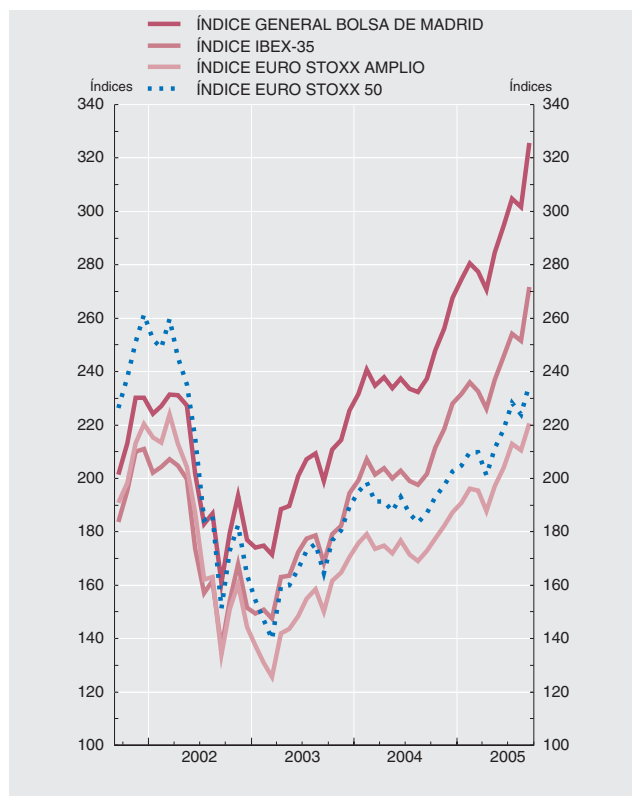
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

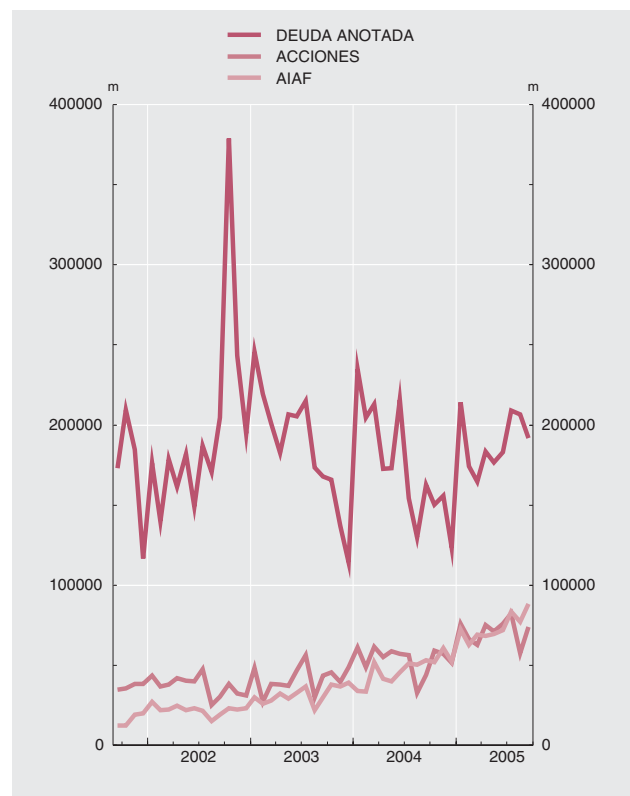
Índices, millones de euros y miles de contratos

|        | 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             |
| 03     | 706,88                            | 6 727,59  | 212,92                              | 2 413,39 | 499 745  | 74 346     | 2 234 366             | 380 204         | -                             | 11 677         | 1                            | 3 653          |
| 04     | 863,25                            | 8 195,58  | 251,25                              | 2 800,48 | 643 542  | 82 790     | 2 090 447             | 566 600         | -                             | 8 495          | 0                            | 4 473          |
| 05     | A 1 041,02                        | 9 670,23  | 287,95                              | 3 145,66 | 641 171  | 67 688     | 1 703 776             | 662 647         | ...                           | 8 136          | ...                          | 3 738          |
| 04 Jun | 850,50                            | 8 078,30  | 252,24                              | 2 811,08 | 57 168   | 7 528      | 215 732               | 45 679          | -                             | 726            | 0                            | 358            |
| Jul    | 836,80                            | 7 919,30  | 244,74                              | 2 720,05 | 56 271   | 7 640      | 154 223               | 51 245          | ...                           | 362            | ...                          | 376            |
| Ago    | 832,79                            | 7 869,50  | 241,33                              | 2 670,79 | 32 632   | 5 457      | 129 720               | 50 308          | ...                           | 398            | ...                          | 324            |
| Sep    | 850,78                            | 8 029,20  | 246,83                              | 2 726,30 | 44 141   | 7 021      | 162 746               | 53 188          | ...                           | 854            | ...                          | 335            |
| Oct    | 888,40                            | 8 418,30  | 253,20                              | 2 811,72 | 59 228   | 7 030      | 150 295               | 51 843          | ...                           | 733            | ...                          | 370            |
| 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            |
| 05 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    | P 1 166,48                        | 10 813,90 | 314,81                              | 3 428,51 | 73 796   | 7 603      | 191 907               | 88 115          | ...                           | 1 914          | ...                          | 433            |

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)

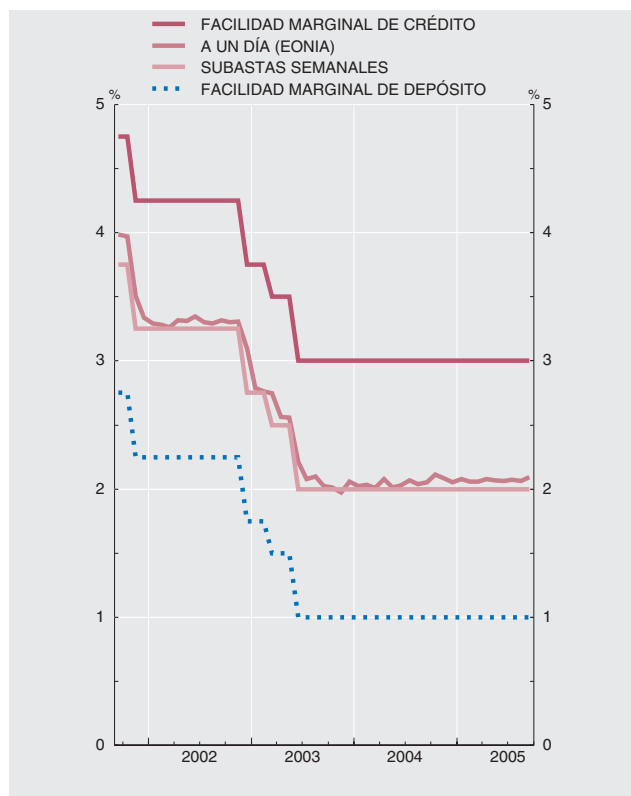
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

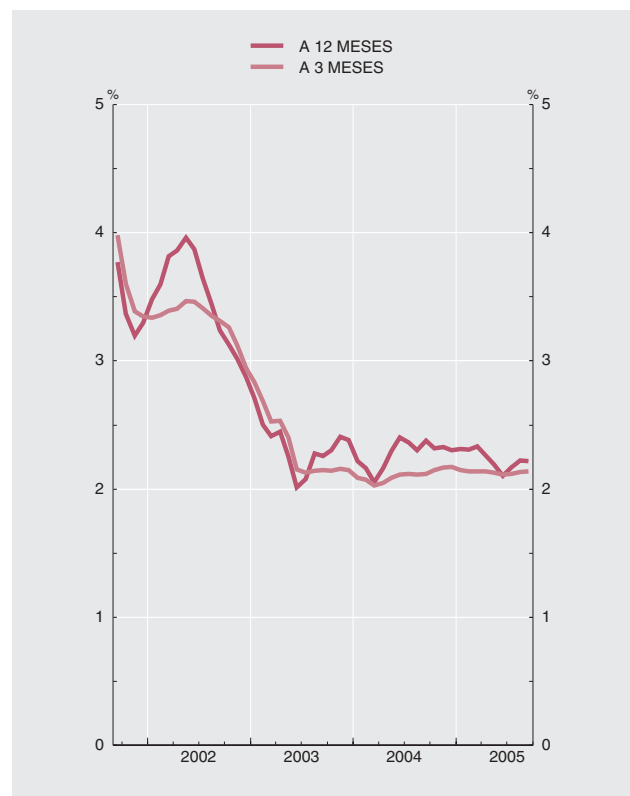
Medias de datos diarios. Porcentajes

|        | 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       |
| 03     | 2,00  | 2,12  | 3,00                    | 1,00        | 2,32                                   | 2,35     | 2,33         | 2,31         | 2,34     | 2,31                       | 2,34     | 2,33         | 2,35     | 2,26                                     | 2,26     | 2,21         | 2,23     |
| 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     | A   | -   | 2,09                    | 3,00        | 2,07                                   | 2,11     | 2,13         | 2,16         | 2,24     | 2,07                       | 2,09     | 2,12         | 2,24     | 2,03                                     | 2,02     | 2,03         | 2,13     |
| 04 Jun | 2,00  | -   | 3,00                    | 1,00        | 2,03                                   | 2,08     | 2,11         | 2,19         | 2,40     | 2,03                       | 2,06     | 2,10         | 2,41     | 1,99                                     | 1,98     | 1,99         | 2,15     |
| Jul    | 2,00  | 2,07  | 3,00                    | 1,00        | 2,07                                   | 2,08     | 2,12         | 2,19         | 2,36     | 2,05                       | 2,06     | 2,11         | 2,40     | 2,00                                     | 1,98     | 2,01         | 2,29     |
| Ago    | 2,00  | 2,06  | 3,00                    | 1,00        | 2,04                                   | 2,08     | 2,11         | 2,17         | 2,30     | 2,03                       | 2,06     | 2,11         | 2,33     | 2,00                                     | 2,00     | 2,01         | 2,22     |
| Sep    | 2,00  | 2,06  | 3,00                    | 1,00        | 2,05                                   | 2,08     | 2,12         | 2,20         | 2,38     | 2,05                       | 2,07     | 2,11         | 2,38     | 2,02                                     | 2,00     | 2,02         | 2,29     |
| Oct    | 2,00  | 2,10  | 3,00                    | 1,00        | 2,11                                   | 2,09     | 2,15         | 2,19         | 2,32     | 2,09                       | 2,07     | 2,15         | 2,37     | 2,05                                     | 2,00     | 2,04         | 2,22     |
| 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         | -        |
| 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     |
| 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     |
| 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     |
| 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     |
| 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         | -        |
| 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     |
| 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     |
| 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     |
| 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     |

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.

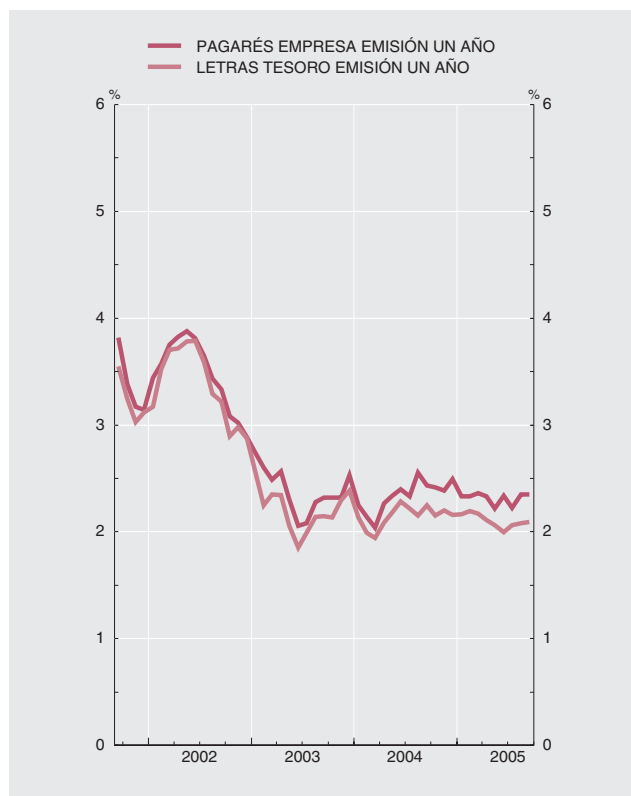
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

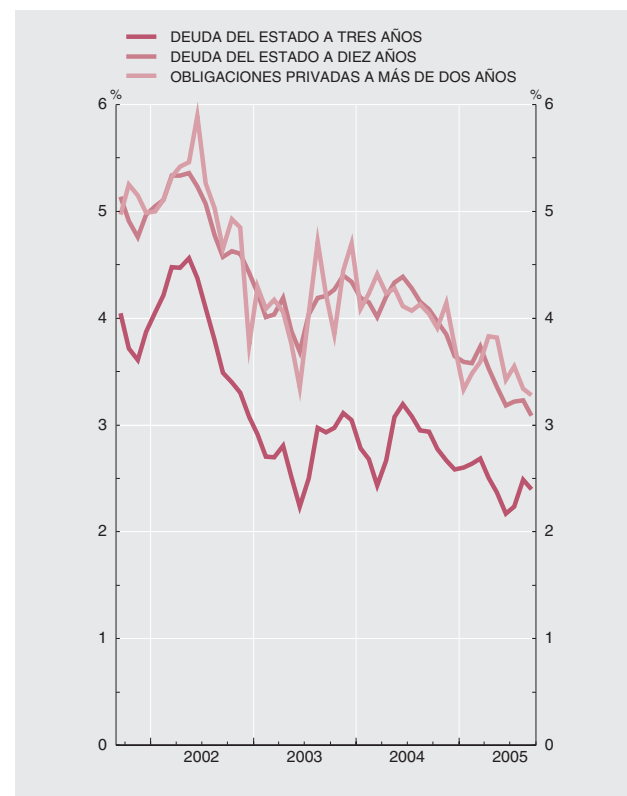
Porcentajes

|        | 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  |      |
| 03     |                            | 2,21   | 2,21                        | 2,38   | 2,34                   | 2,66         | 3,19        | 4,11          | 4,46           | 4,90  | 2,78        | 4,12  | 4,14 |
| 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     | A                          | 2,10   | 2,11                        | 2,31   | 2,27                   | 2,30         | 2,85        | 3,43          | 3,70           | 3,92  | 2,45        | 3,39  | 3,51 |
| 04 Jun |                            | 2,29   | 2,30                        | 2,40   | 2,26                   | 3,15         | -           | 4,44          | -              | -   | 3,20        | 4,39  | 4,11 |
| Jul    |                            | 2,22   | 2,24                        | 2,33   | 2,28                   | -            | 3,53        | -             | 4,51           | -   | 3,08        | 4,28  | 4,07 |
| Ago    |                            | 2,15   | 2,16                        | 2,56   | 2,38                   | -            | -           | -             | -              | -   | 2,95        | 4,15  | 4,13 |
| Sep    |                            | 2,25   | 2,17                        | 2,44   | 2,36                   | 2,78         | -           | 4,13          | -              | 4,71  | 2,94        | 4,08  | 4,04 |
| Oct    |                            | 2,15   | 2,17                        | 2,41   | 2,31                   | -            | 3,19        | -             | 4,10           | -   | 2,78        | 3,97  | 3,91 |
| 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 |

### 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 | Depósi-to a plazo | Cesio-nes tempo-rales | Tipo sintético            | A la vista | Depósi-to a pla-zo | Cesio-nes tempo-rales |
|        |                                |                  |           |                       |                           |                         |                        |                      |                  |                        |                   |                       |                           |            |                    |                       |
|        | 1                              | 2                | 3         | 4                     | 5                         | 6                       | 7                      | 8                    | 9                | 10                     | 11                | 12                    | 13                        | 14         | 15                 | 16                    |
| 03 Ago | 4,24                           | 4,54             | 3,45      | 6,80                  | 3,91                      | 4,47                    | 3,45                   | 1,14                 | 1,12             | 0,42                   | 1,89              | 2,02                  | 1,20                      | 0,69       | 1,98               | 1,97                  |
| Sep    | 4,19                           | 4,53             | 3,46      | 6,76                  | 3,82                      | 4,35                    | 3,38                   | 1,12                 | 1,10             | 0,41                   | 1,87              | 2,04                  | 1,20                      | 0,68       | 1,98               | 2,02                  |
| Oct    | 4,17                           | 4,45             | 3,48      | 6,46                  | 3,86                      | 4,41                    | 3,39                   | 1,11                 | 1,08             | 0,40                   | 1,84              | 2,03                  | 1,21                      | 0,68       | 1,98               | 2,00                  |
| Nov    | 4,13                           | 4,43             | 3,46      | 6,41                  | 3,80                      | 4,37                    | 3,33                   | 1,12                 | 1,09             | 0,39                   | 1,88              | 1,97                  | 1,21                      | 0,69       | 2,03               | 1,97                  |
| Dic    | 4,09                           | 4,41             | 3,46      | 6,40                  | 3,75                      | 4,25                    | 3,40                   | 1,13                 | 1,11             | 0,39                   | 1,93              | 2,05                  | 1,20                      | 0,66       | 2,01               | 1,98                  |
| 04 Ene | 4,14                           | 4,51             | 3,53      | 6,55                  | 3,74                      | 4,32                    | 3,29                   | 1,15                 | 1,14             | 0,39                   | 1,99              | 1,93                  | 1,18                      | 0,68       | 1,98               | 1,95                  |
| Feb    | 4,08                           | 4,40             | 3,51      | 6,27                  | 3,73                      | 4,22                    | 3,27                   | 1,15                 | 1,14             | 0,39                   | 1,99              | 1,96                  | 1,18                      | 0,66       | 2,02               | 1,99                  |
| Mar    | 3,95                           | 4,29             | 3,39      | 6,20                  | 3,59                      | 4,17                    | 3,13                   | 1,12                 | 1,11             | 0,39                   | 1,93              | 2,00                  | 1,15                      | 0,66       | 1,91               | 1,99                  |
| Abr    | 3,98                           | 4,30             | 3,31      | 6,40                  | 3,64                      | 4,14                    | 3,14                   | 1,13                 | 1,12             | 0,39                   | 1,95              | 2,01                  | 1,17                      | 0,65       | 1,99               | 1,96                  |
| May    | 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                  |
| Jun    | 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                  |
| Jul    | 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                  |
| Ago    | 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                  |
| Sep    | 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                  |
| Oct    | 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                  |
| Nov    | 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                  |
| Dic    | 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 Ene | 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                  |
| Feb    | 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                  |
| Mar    | 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                  |
| Abr    | 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                  |
| May    | 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                  |
| Jun    | 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                  |
| Jul    | 3,75                           | 4,06             | 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                  |
| Ago    | P 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                  |

#### 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.

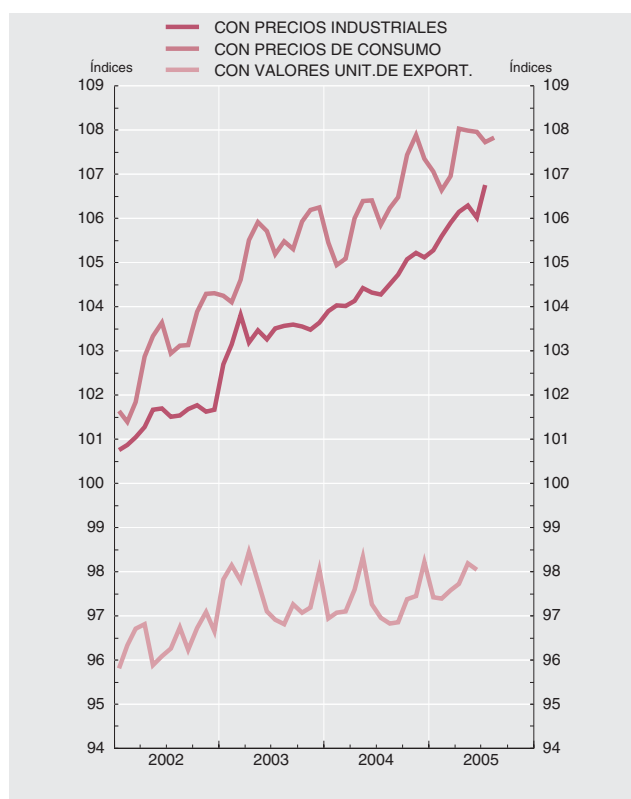
#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

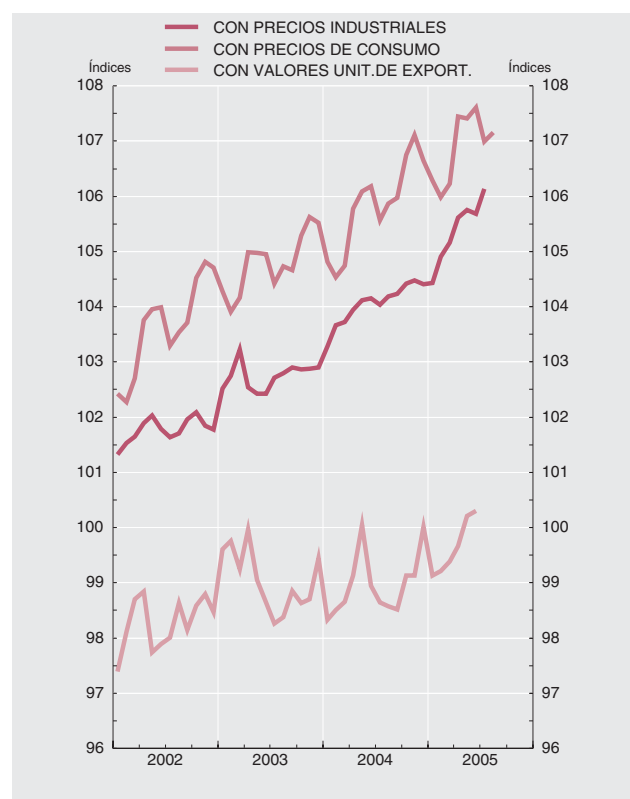
Base 1999 I = 100

|        | 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      | Con precios de consumo | Con costes laborales unitarios de manufacturas | Con valores unitarios de las exportaciones |
|        | Con precios industriales          | Con precios de consumo | Con costes laborales unitarios de manufacturas | Con valores unitarios de las exportaciones |                        | Con precios industriales | Con precios de consumo | Con costes laborales unitarios de manufacturas | Con valores unitarios de las exportaciones |                               |                        |  |  |
|        | 1                                 | 2                      | 3  | 4  |                        | 6                        | 7                      | 8  | 9  |                               |                        |  |  |
|        | ■                                 | ■                      |  | ■  |                        |                          |                        |  |  | ■                             | ■                      |  | ■  |
| 02     | 101,4                             | 103,0                  | 105,3  | 96,4                                       | 99,1                   | 102,4                    | 104,0                  | 106,3  | 97,4                                       | 101,8                         | 103,6                  | 105,9  | 98,3                                       |
| 03     | 103,4                             | 105,4                  | 107,0  | 97,5                                       | 100,1                  | 103,3                    | 105,2                  | 106,8  | 97,4                                       | 102,7                         | 104,8                  | 106,0  | 99,0                                       |
| 04     | 104,5                             | 106,3                  | 109,2  | 97,3                                       | 99,9                   | 104,6                    | 106,4                  | 109,3  | 97,4                                       | 104,1                         | 105,8                  | 108,5  | 99,0                                       |
| 03 III | 103,6                             | 105,3                  | 106,9  | 97,0                                       | 100,3                  | 103,3                    | 105,0                  | 106,6  | 96,7                                       | 102,8                         | 104,6                  | 105,7  | 98,5                                       |
|        | 103,6                             | 106,1                  | 107,0  | 97,4                                       | 100,2                  | 103,3                    | 105,9                  | 106,8  | 97,2                                       | 102,9                         | 105,5                  | 105,8  | 98,9                                       |
| 04 I   | 104,0                             | 105,2                  | 107,4  | 97,0                                       | 100,0                  | 104,0                    | 105,2                  | 107,4  | 97,1                                       | 103,6                         | 104,7                  | 106,7  | 98,5                                       |
|        | 104,3                             | 106,3                  | 108,4  | 97,7                                       | 99,7                   | 104,6                    | 106,5                  | 108,7  | 98,0                                       | 104,1                         | 106,0                  | 107,8  | 99,4                                       |
|        | 104,5                             | 106,2                  | 109,6  | 96,9                                       | 99,8                   | 104,7                    | 106,4                  | 109,8  | 97,0                                       | 104,1                         | 105,8                  | 109,1  | 98,6                                       |
|        | 105,1                             | 107,6                  | 111,4  | 97,7                                       | 100,2                  | 105,0                    | 107,4                  | 111,3  | 97,5                                       | 104,4                         | 106,8                  | 110,5  | 99,4                                       |
| 05 I   | 105,6                             | 106,9                  | ...  | 97,5                                       | 100,2                  | 105,4                    | 106,7                  | ...  | 97,3                                       | 104,8                         | 106,2                  | ...  | 99,2                                       |
|        | 106,2                             | 108,0                  | ...  | 98,0                                       | 100,0                  | 106,2                    | 108,0                  | ...  | 98,0                                       | 105,7                         | 107,5                  | ...  | 100,1                                      |
| 04 Dic | 105,1                             | 107,3                  | ...  | 98,2                                       | 100,2                  | 104,9                    | 107,2                  | ...  | 98,1                                       | 104,4                         | 106,6                  | ...  | 100,0                                      |
| 05 Ene | 105,3                             | 107,1                  | ...  | 97,4                                       | 100,2                  | 105,0                    | 106,8                  | ...  | 97,2                                       | 104,4                         | 106,3                  | ...  | 99,1                                       |
|        | 105,6                             | 106,6                  | ...  | 97,4                                       | 100,1                  | 105,5                    | 106,5                  | ...  | 97,3                                       | 104,9                         | 106,0                  | ...  | 99,2                                       |
|        | 105,9                             | 107,0                  | ...  | 97,6                                       | 100,2                  | 105,7                    | 106,8                  | ...  | 97,4                                       | 105,2                         | 106,2                  | ...  | 99,4                                       |
|        | 106,1                             | 108,0                  | ...  | 97,7                                       | 100,0                  | 106,1                    | 108,0                  | ...  | 97,7                                       | 105,6                         | 107,4                  | ...  | 99,7                                       |
|        | 106,3                             | 108,0                  | ...  | 98,2                                       | 100,0                  | 106,3                    | 108,0                  | ...  | 98,2                                       | 105,8                         | 107,4                  | ...  | 100,2                                      |
|        | 106,0                             | 108,0                  | ...  | 98,0                                       | 99,8                   | 106,2                    | 108,2                  | ...  | 98,2                                       | 105,7                         | 107,6                  | ...  | 100,3                                      |
|        | 106,8                             | 107,7                  | ...  | ...  | 100,2                  | 106,6                    | 107,6                  | ...  | ...  | 106,1                         | 107,0                  | ...  | ...  |
|        | ...                               | 107,8                  | ...  | ...  | 100,1                  | ...                      | 107,7                  | ...  | ...  | ...                           | 107,2                  | ...  | ...  |
|        | ...                               | ...                    | ...  | ...  | 100,0                  | ...                      | ...                    | ...  | ...  | ...                           | ...                    | ...  | ...  |

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



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

|               | Total (a)                |                        |  |  | Componente nominal (b) | Componente precios (c)   |                        |  |  |
|---------------|--------------------------|------------------------|--|--|------------------------|--------------------------|------------------------|--|--|
|               | Con precios industriales | Con precios de consumo | Con costes laborales unitarios de manufacturas | Con valores unitarios de las exportaciones |                        | Con precios industriales | Con precios de consumo | Con costes laborales unitarios de manufacturas | Con valores unitarios de las exportaciones |
|               | 1                        | 2                      | 3  | 4  | 5                      | 6                        | 7                      | 8  | 9  |
| <b>02</b>     | 100,1                    | 101,3                  | 104,4  | 96,0                                       | 97,1                   | 103,1                    | 104,3                  | 107,5  | 98,9                                       |
| <b>03</b>     | 103,9                    | 105,6                  | 108,0  | 98,5                                       | 100,0                  | 103,9                    | 105,6                  | 108,0  | 98,5                                       |
| <b>04</b>     | 105,8                    | 107,7                  | 111,2  | 98,8                                       | 100,8                  | 105,0                    | 106,9                  | 110,4  | 98,0                                       |
| <b>03 III</b> | 104,0                    | 105,6                  | 108,0  | 97,9                                       | 100,1                  | 103,9                    | 105,5                  | 107,8  | 97,8                                       |
| <b>IV</b>     | 104,4                    | 106,8                  | 108,4  | 98,7                                       | 100,4                  | 103,9                    | 106,4                  | 108,0  | 98,2                                       |
| <b>04 I</b>   | 105,4                    | 106,6                  | 109,5  | 98,6                                       | 100,9                  | 104,5                    | 105,7                  | 108,6  | 97,8                                       |
| <b>II</b>     | 105,3                    | 107,3                  | 110,1  | 99,0                                       | 100,3                  | 105,0                    | 107,0                  | 109,8  | 98,7                                       |
| <b>III</b>    | 105,7                    | 107,4                  | 111,5  | 98,3                                       | 100,5                  | 105,2                    | 106,9                  | 110,9  | 97,7                                       |
| <b>IV</b>     | 106,9                    | 109,3                  | 113,8  | 99,2                                       | 101,4                  | 105,4                    | 107,8                  | 112,3  | 97,9                                       |
| <b>05 I</b>   | 107,4                    | 108,8                  | ...  | 98,7                                       | 101,5                  | 105,9                    | 107,2                  | ...  | 97,3                                       |
| <b>II</b>     | 107,5                    | 109,5                  | ...  | 98,7                                       | 100,9                  | 106,6                    | 108,6                  | ...  | 97,9                                       |
| <b>04 Dic</b> | 107,3                    | 109,6                  | ...  | 99,9                                       | 101,7                  | 105,4                    | 107,7                  | ...  | 98,2                                       |
| <b>05 Ene</b> | 107,1                    | 108,9                  | ...  | 98,6                                       | 101,5                  | 105,5                    | 107,3                  | ...  | 97,1                                       |
| <b>Feb</b>    | 107,4                    | 108,5                  | ...  | 98,6                                       | 101,4                  | 106,0                    | 107,0                  | ...  | 97,3                                       |
| <b>Mar</b>    | 107,9                    | 109,0                  | ...  | 99,0                                       | 101,6                  | 106,2                    | 107,3                  | ...  | 97,4                                       |
| <b>Abr</b>    | 107,9                    | 109,9                  | ...  | 98,8                                       | 101,3                  | 106,5                    | 108,5                  | ...  | 97,5                                       |
| <b>May</b>    | 107,7                    | 109,6                  | ...  | 99,0                                       | 101,0                  | 106,6                    | 108,5                  | ...  | 98,0                                       |
| <b>Jun</b>    | 107,0                    | 109,1                  | ...  | 98,4                                       | 100,3                  | 106,6                    | 108,7                  | ...  | 98,1                                       |
| <b>Jul</b>    | 107,6                    | 108,7                  | ...  | ...  | 100,6                  | 106,9                    | 108,1                  | ...  | ...  |
| <b>Ago</b>    | ...                      | 109,1                  | ...  | ...  | 100,8                  | ...                      | 108,2                  | ...  | ...  |
| <b>Sep</b>    | ...                      | ...                    | ...  | ...  | 100,6                  | ...                      | ...                    | ...  | ...  |

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



FUENTE: BE.

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

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

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



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

|              |   |
|--------------|---|
| JUN 2004     | <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 2004 39</p> <p>Los efectos de la ampliación de la UE sobre la economía española: estructuras productivas y flujos comerciales 53</p> <p>La carga financiera de las familias españolas: un primer análisis desagregado 67</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2003 79</p>  |
| JUL-AGO 2004 | <p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>El consumo privado en la UEM 75</p> <p>Algunas simulaciones con el modelo macroeconómico trimestral del Banco de España 87</p> <p>Una valoración de las perspectivas a medio plazo para América Latina 99</p> <p>Las entidades de tasación: actividad en 2003 111</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2004 125</p>   |
| SEP 2004     | <p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2004 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2004 45</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 55</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: segundo trimestre de 2004 81</p> <p>La competitividad del sector turístico 89</p> <p>La evolución del endeudamiento de las Comunidades Autónomas: 1995-2003 107</p> <p>Implicaciones del nuevo Tratado Constitucional para la Unión Económica y Monetaria 115</p> <p>Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2003 127</p> |
| OCT 2004     | <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 21</p> <p>Valoración de los avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional desde la crisis asiática 85</p> <p>Un indicador sintético para el consumo privado 109</p> <p>La dinámica de los precios de consumo en la economía española 119</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2004 131</p>   |
| NOV 2004     | <p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2003 y hasta el tercer trimestre de 2004 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2004 51</p> <p>Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares 61</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: tercer trimestre de 2004 83</p> <p>La presión financiera y el comportamiento reciente de la inversión productiva privada en España 93</p> <p>La reforma del sistema financiero chino 101</p>  |
| 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 stock 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> |

## 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

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

- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.ª 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.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.

---

**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.

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

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.  
PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.  
MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.  
BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.  
JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.  
RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (\*\*).  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (\*).  
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.  
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS 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.)

## 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*.

BANCO DE ESPAÑA

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