

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
CZ	Republika 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	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

BOLETÍN ECONÓMICO OCTUBRE 2005

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*	

COMPARCENCIA 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. Permitanme 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 detacción 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 contractual 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 anticipa 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.

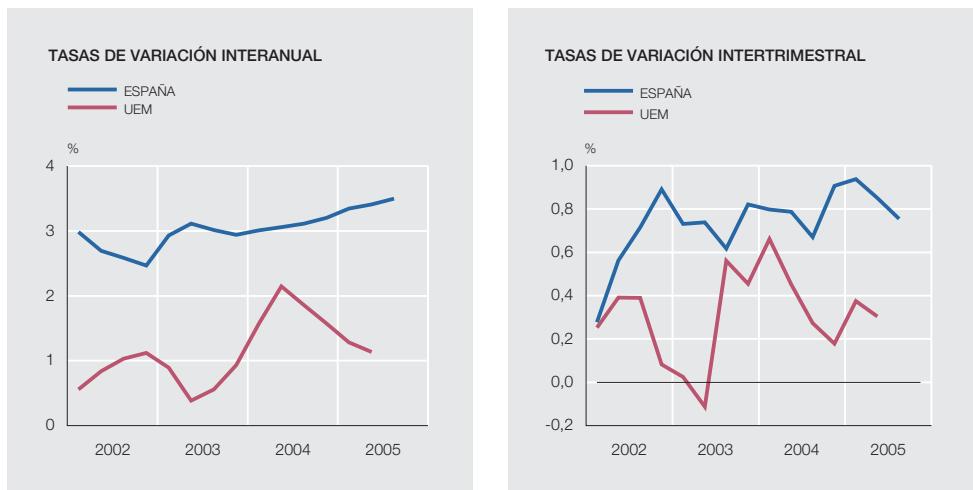
INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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 returnedo 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.

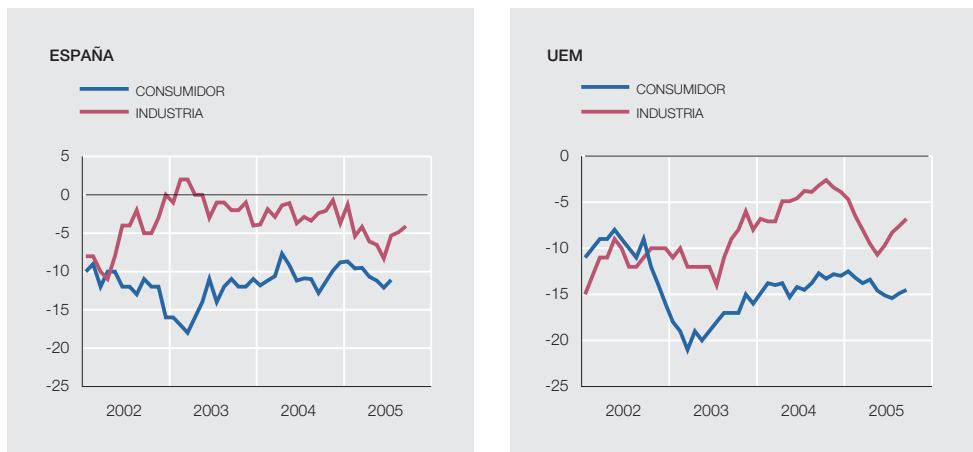


FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

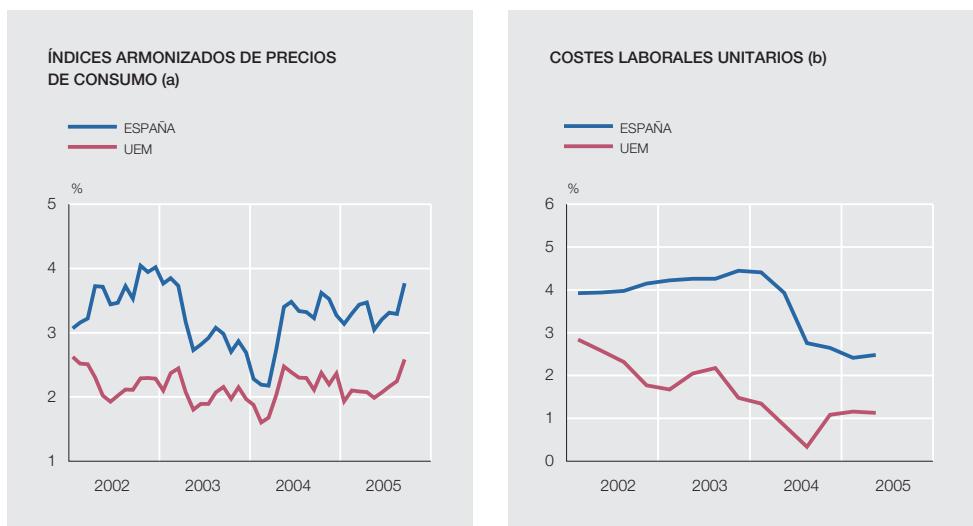


FUENTE: Comisión Europea.

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

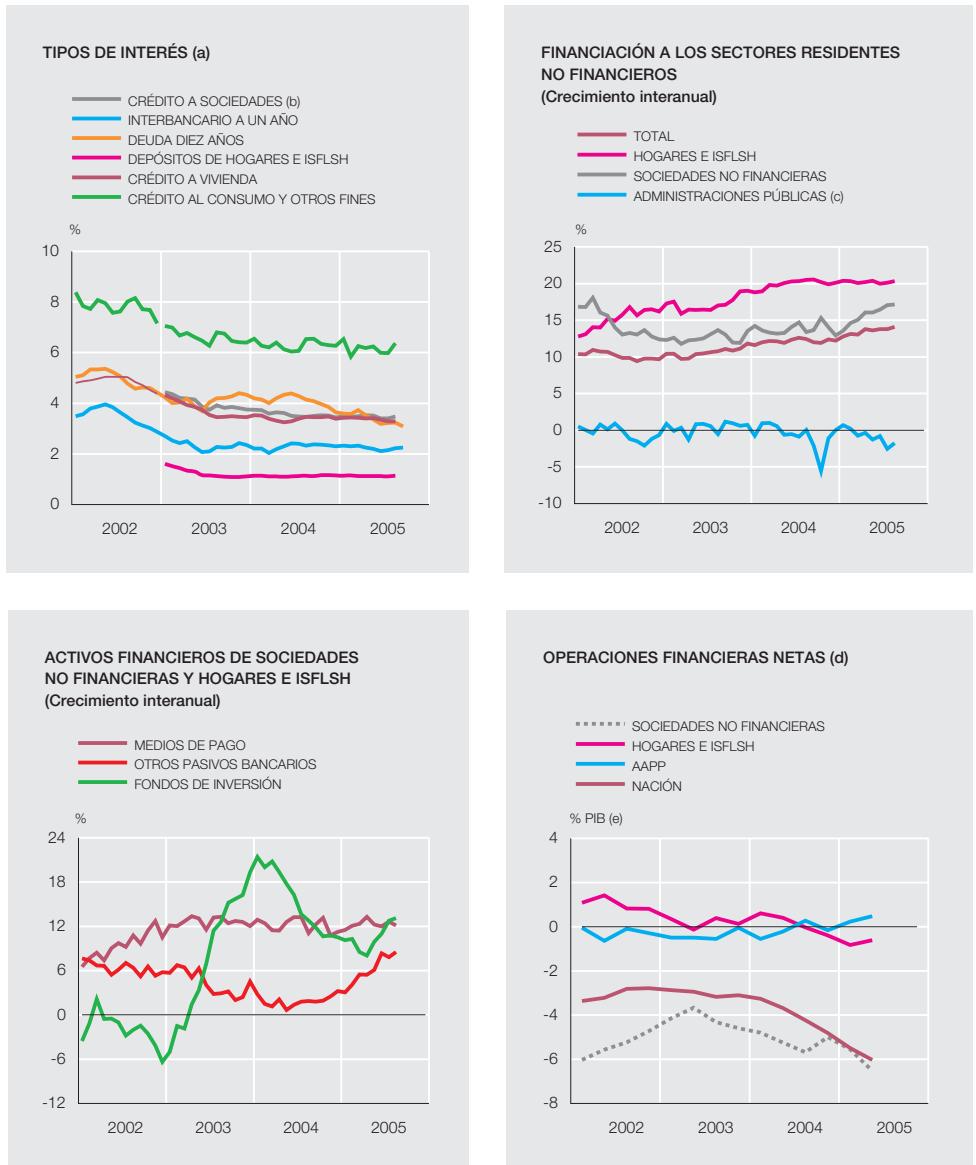
en las economía europeas, y que solo pueden ser abordados mediante un programa amplio y bien definido de actuaciones dirigidas a la mejora del funcionamiento de los mercados, al fomento de la innovación y al aumento del capital humano y tecnológico.

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.

- Para los tipos bancarios, en enero de 2003 se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.
- Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Datos acumulados de cuatro trimestres.
- 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 del 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 re conducir 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.

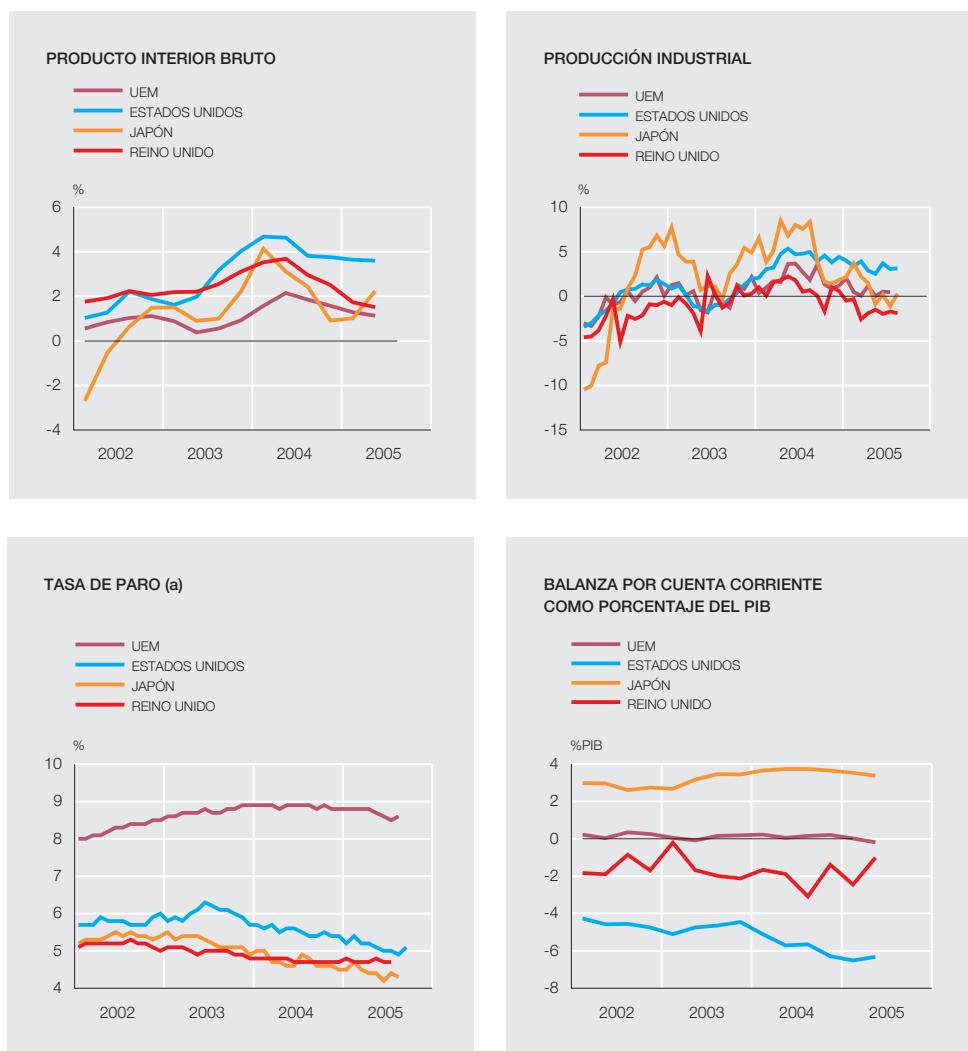
En los mercados financieros, la evolución del trimestre ha sido muy positiva; ahora bien, en las últimas semanas se han intensificado las expectativas de mercado sobre elevaciones adicionales de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos, por el aumento de los riesgos inflacionistas. Conforme a 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

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

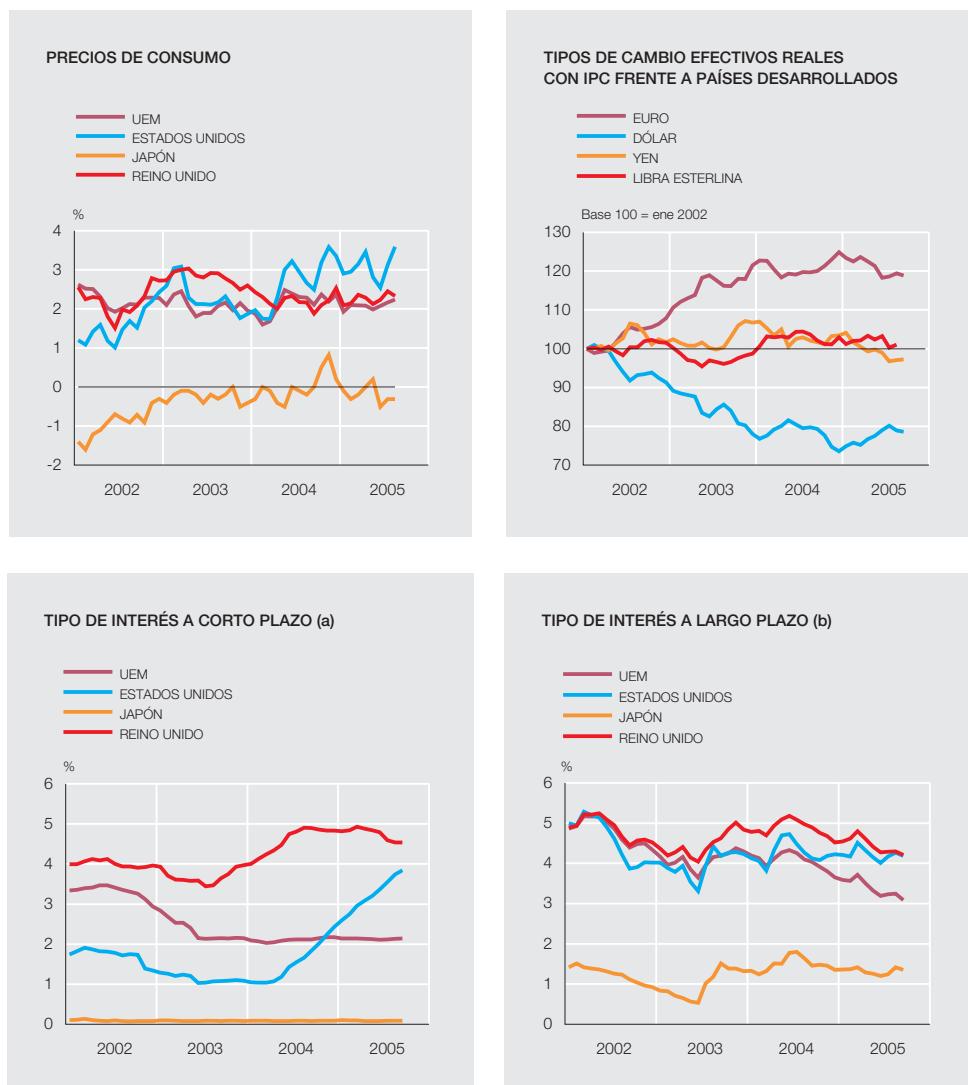


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

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 al 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 quizás 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 traspié 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 ligeramente (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.

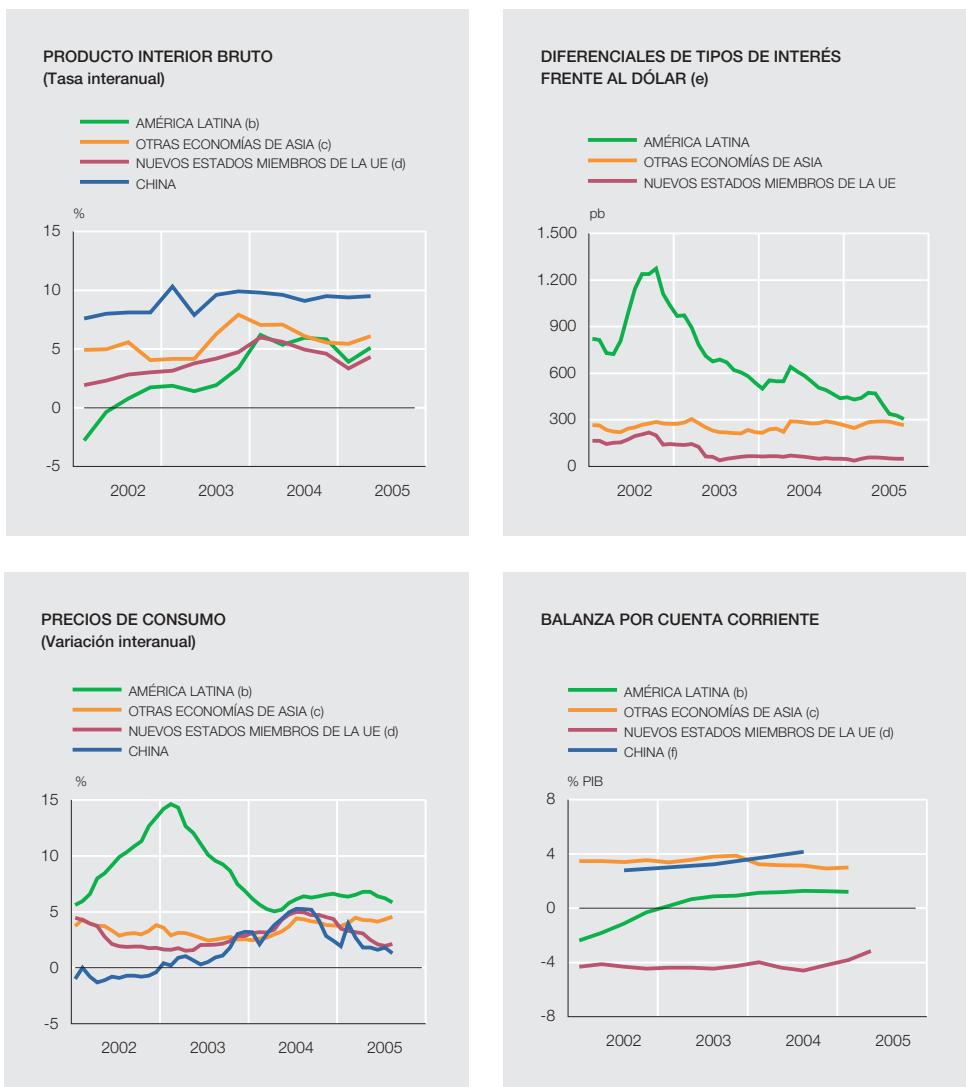
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

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-

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, 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.

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.

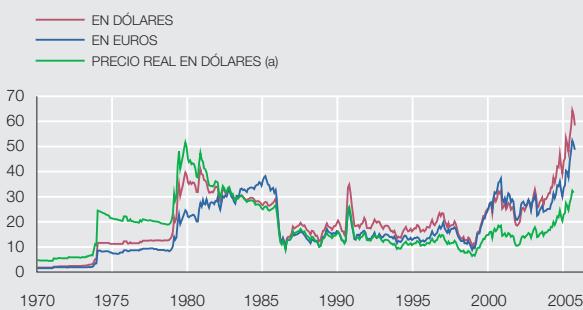
En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que los tipos de interés oficiales, que permanecen inalterados en el 2% desde junio de 2003, siguen siendo todavía apropiados. No obstante, el BCE ha señalado —en consonancia con la interpretación que los mercados han venido haciendo de los 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

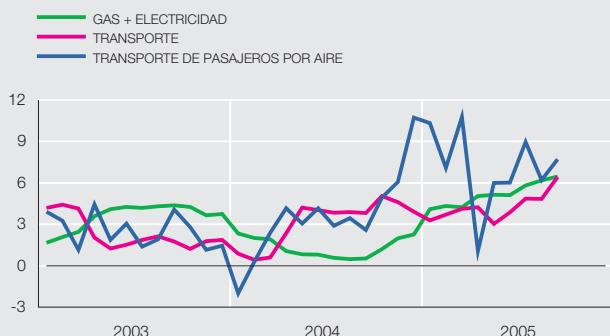
Unidos. En este contexto, este recuadro analiza hasta qué punto el aumento de la factura energética se está transmitiendo a los precios y salarios en el área del euro.

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

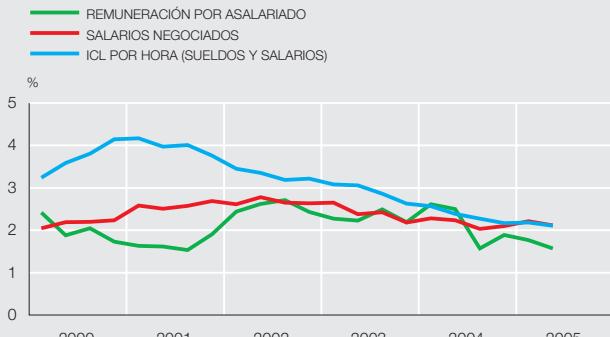
1. PRECIO DEL PETRÓLEO



3. EFECTOS INDIRECTOS (b)



5. SALARIOS (b)



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

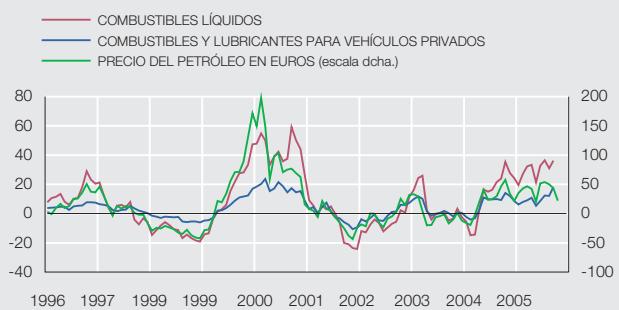
a. Deflactado por el IPC de Estados Unidos.

b. Tasas de variación interanual.

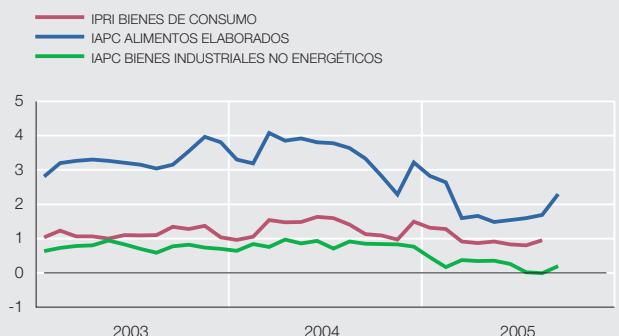
c. La inflación esperada se deriva de los bonos indicados de Francia con vencimiento en 2012.

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

2. COMPONENTE ENERGÉTICO (b)



4. EFECTOS INDIRECTOS (cont.) (b)



6. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



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%.

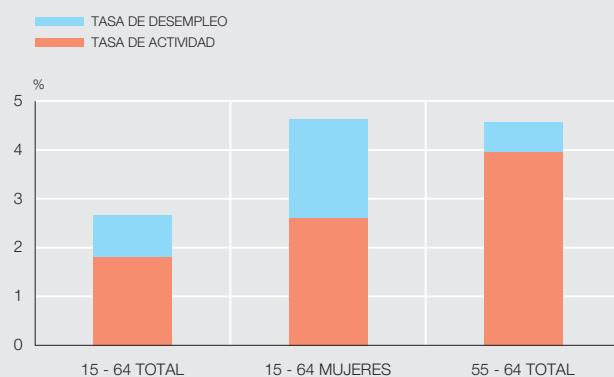
En el caso concreto del conjunto de países que integran el área del euro, los avances registrados hacia estos objetivos han sido modestos y desiguales. Así, en el caso de la población femenina, una simple extrapolación hacia el futuro de los avances cosechados hasta la fecha revela que el objetivo para 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)
TOTAL ENTRE 15 Y 64 AÑOS								
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		
MUJERES ENTRE 15 Y 64 AÑOS								
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		
TOTAL ENTRE 55 Y 64 AÑOS								
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		

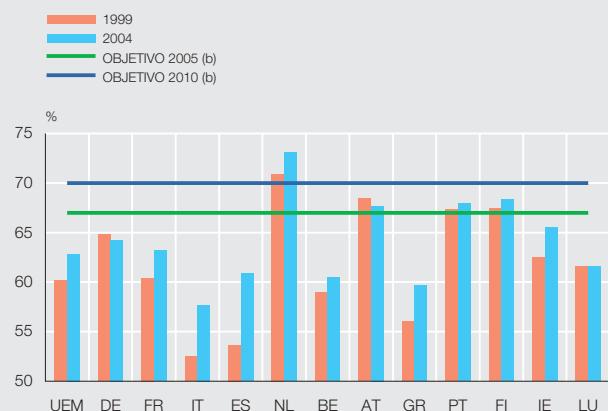
2. CONTRIBUCIONES A LOS CAMBIOS EN LA TASA DE OCUPACIÓN 1999 - 2004



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 el 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.

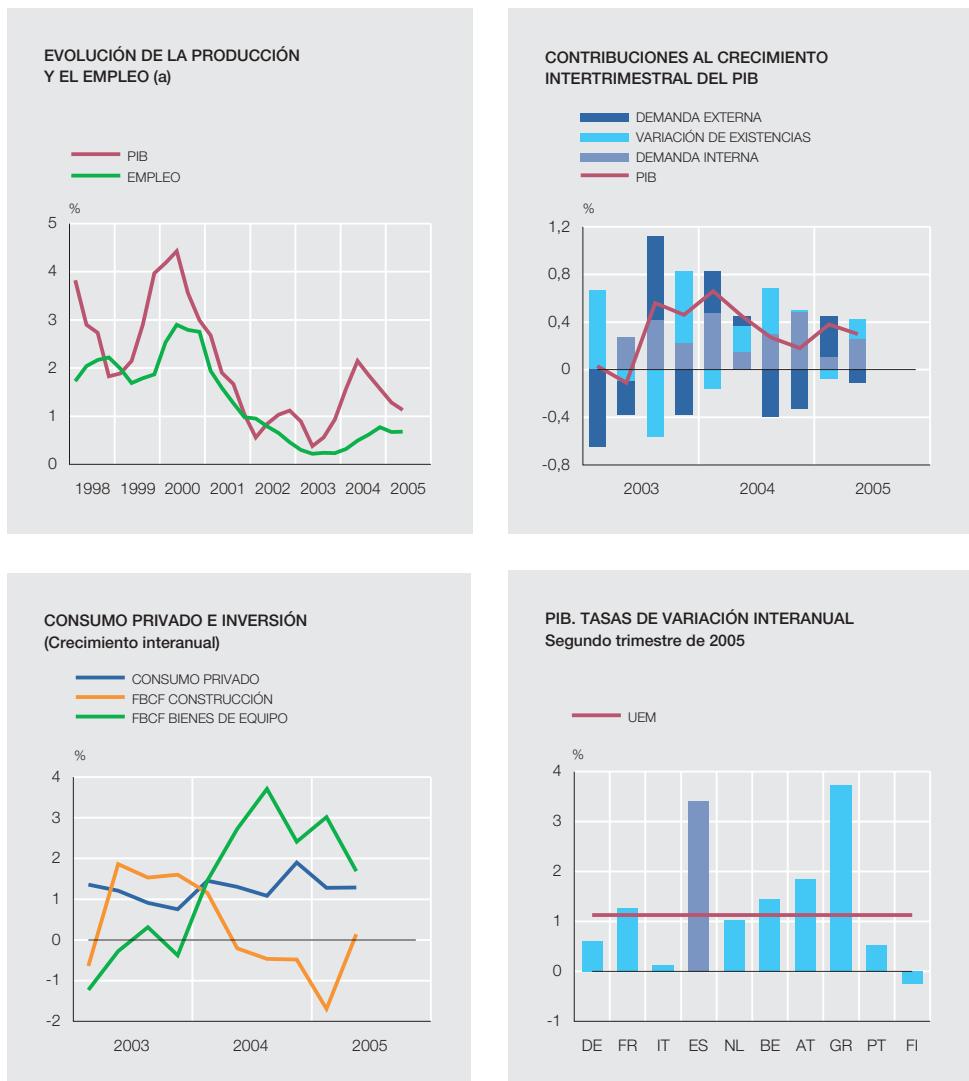
c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

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-

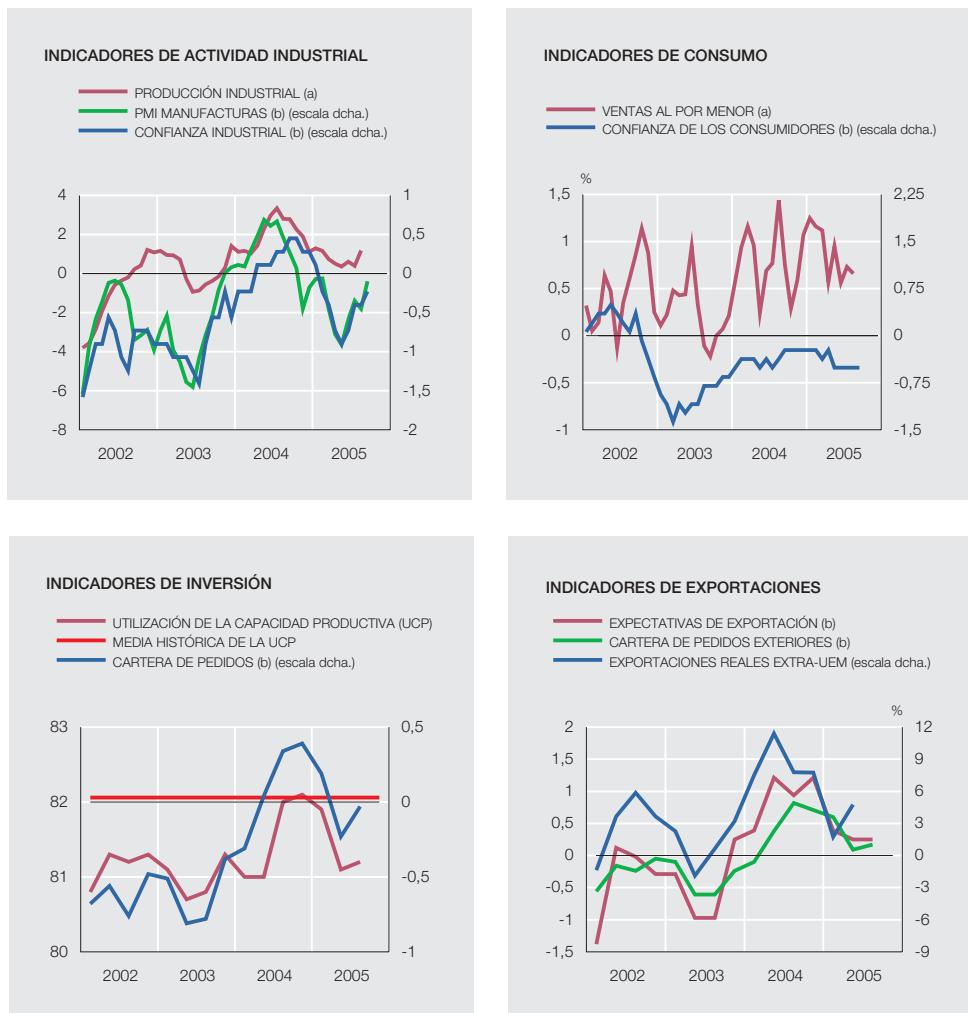


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

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

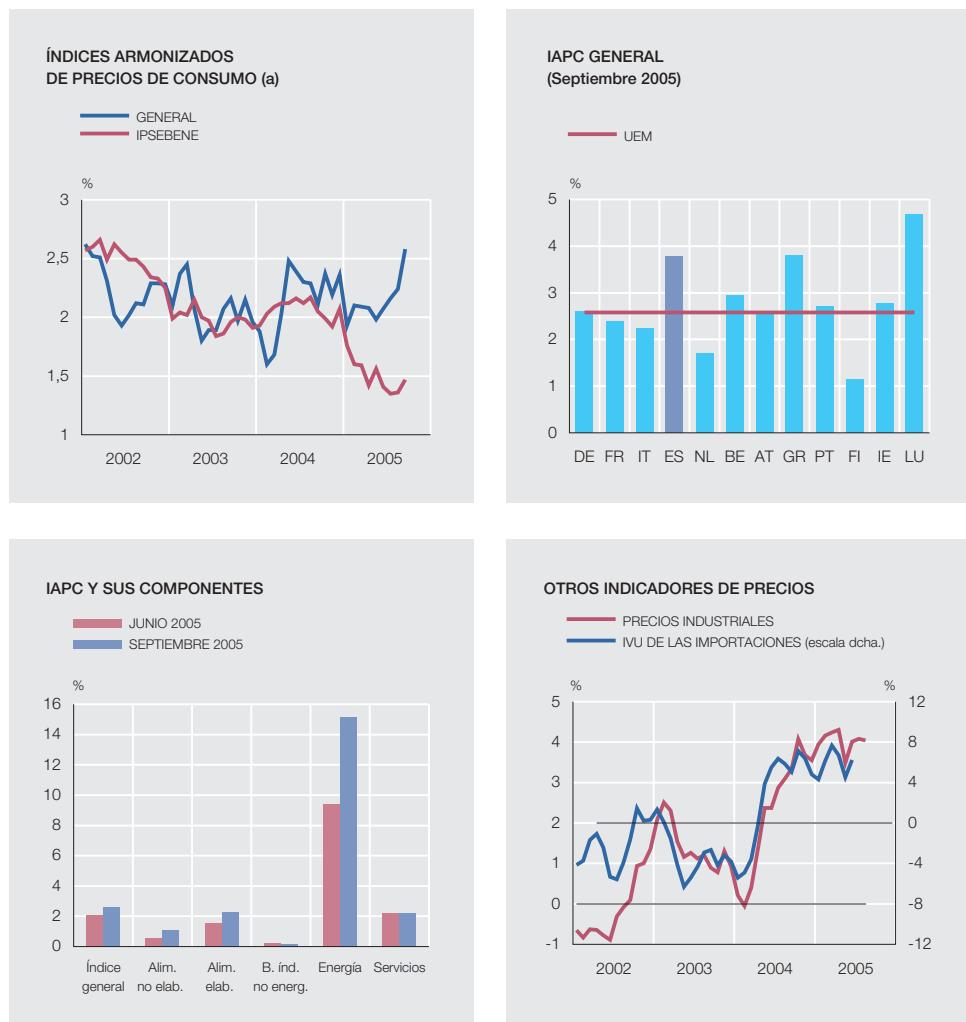


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

- 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.

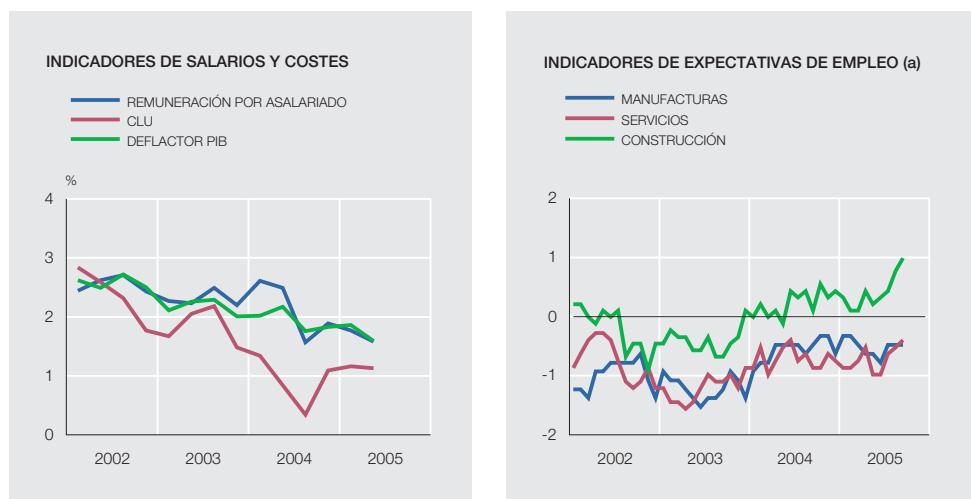


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

	% 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.

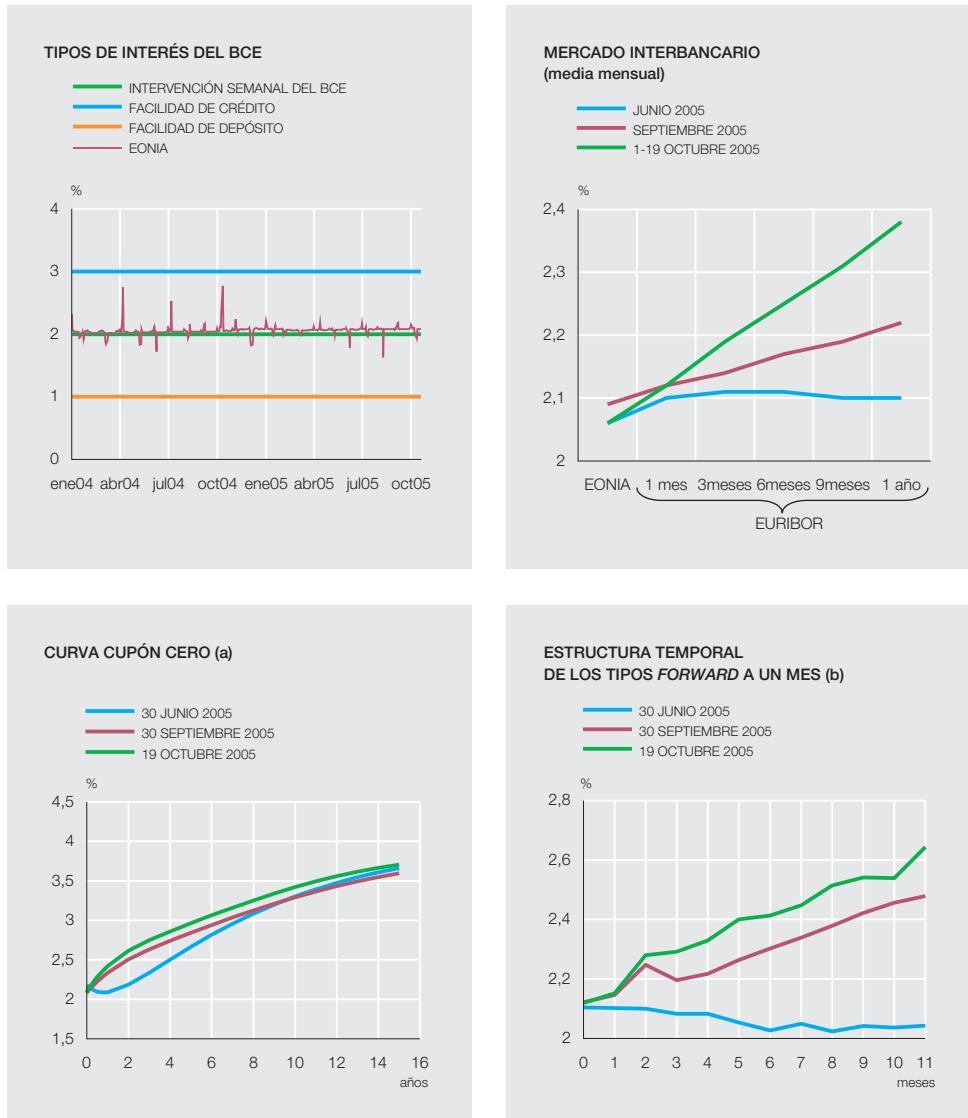
d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y junio de 2005.

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.

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



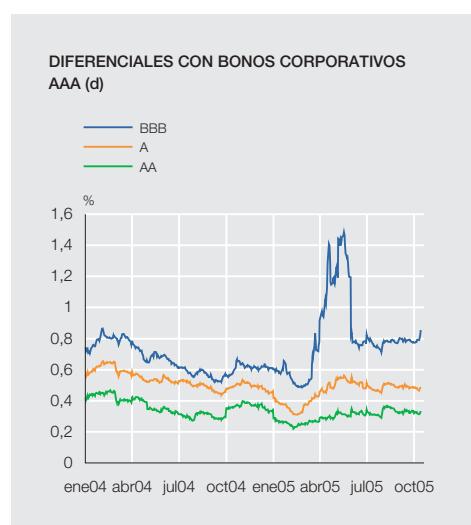
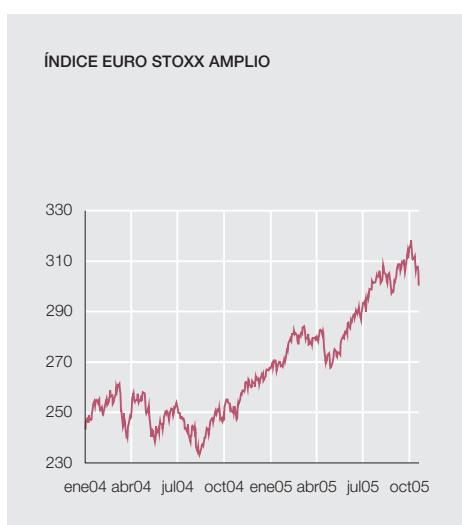
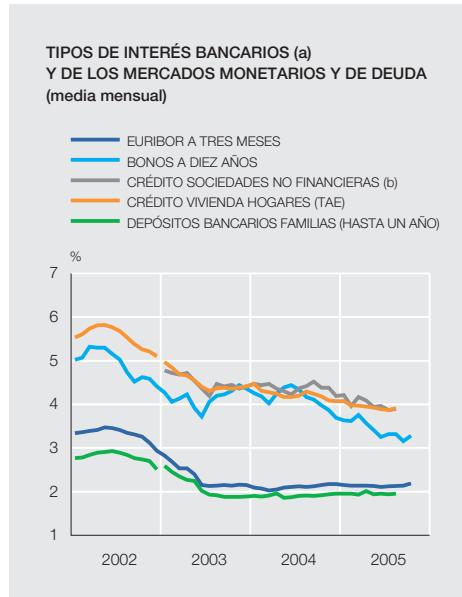
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- 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.

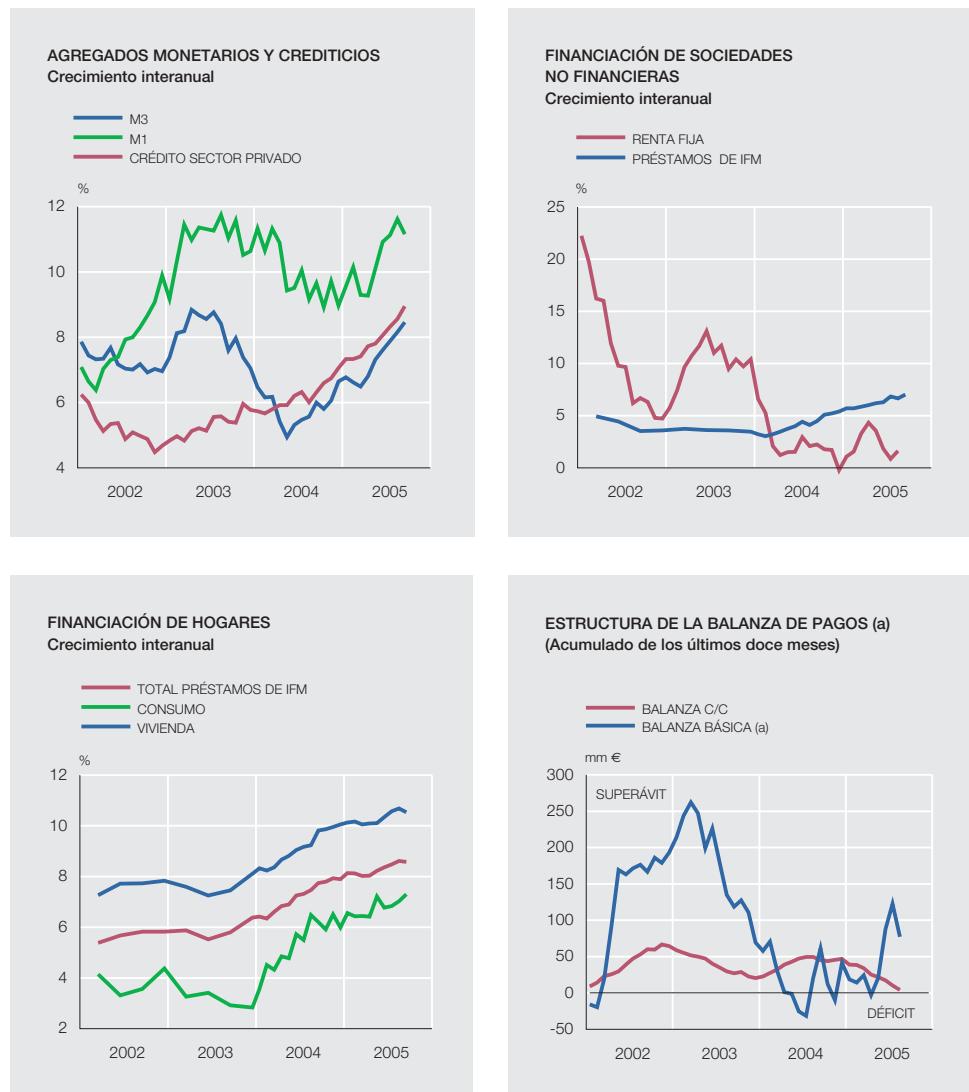
Los malos datos de inflación de septiembre que se fueron publicando repercutieron en un aumento de los tipos de interés del mercado monetario en los plazos más largos, de manera que, a mediados de octubre, el perfil de la curva de los tipos de interés *forward* a un mes



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
- Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
- Índice del tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- 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.

Coinciendo 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 detacción 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%).

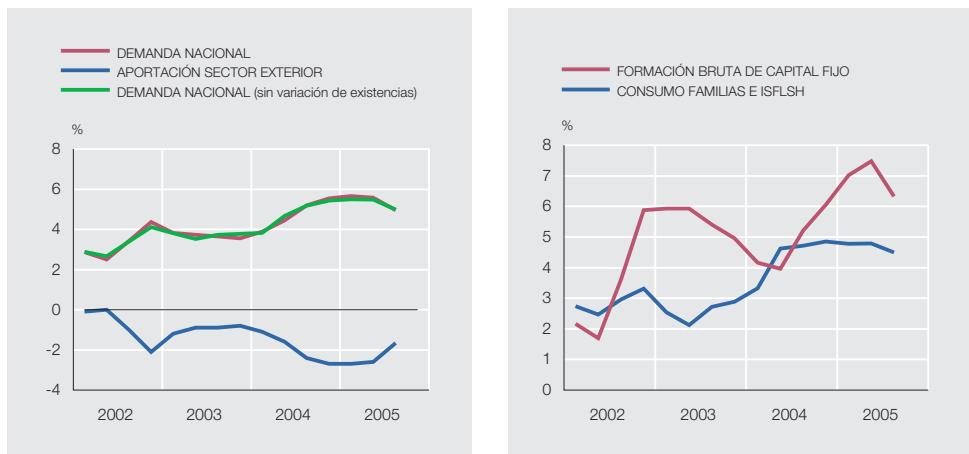
La remuneración por asalariado creció a tasas muy moderadas en la primera mitad de 2005, y se estima que en la segunda parte se aproximará a ritmos más cercanos a los que muestran los indicadores salariales, dando lugar, en conjunción con el bajo crecimiento de la productividad, a una aceleración de 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-

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

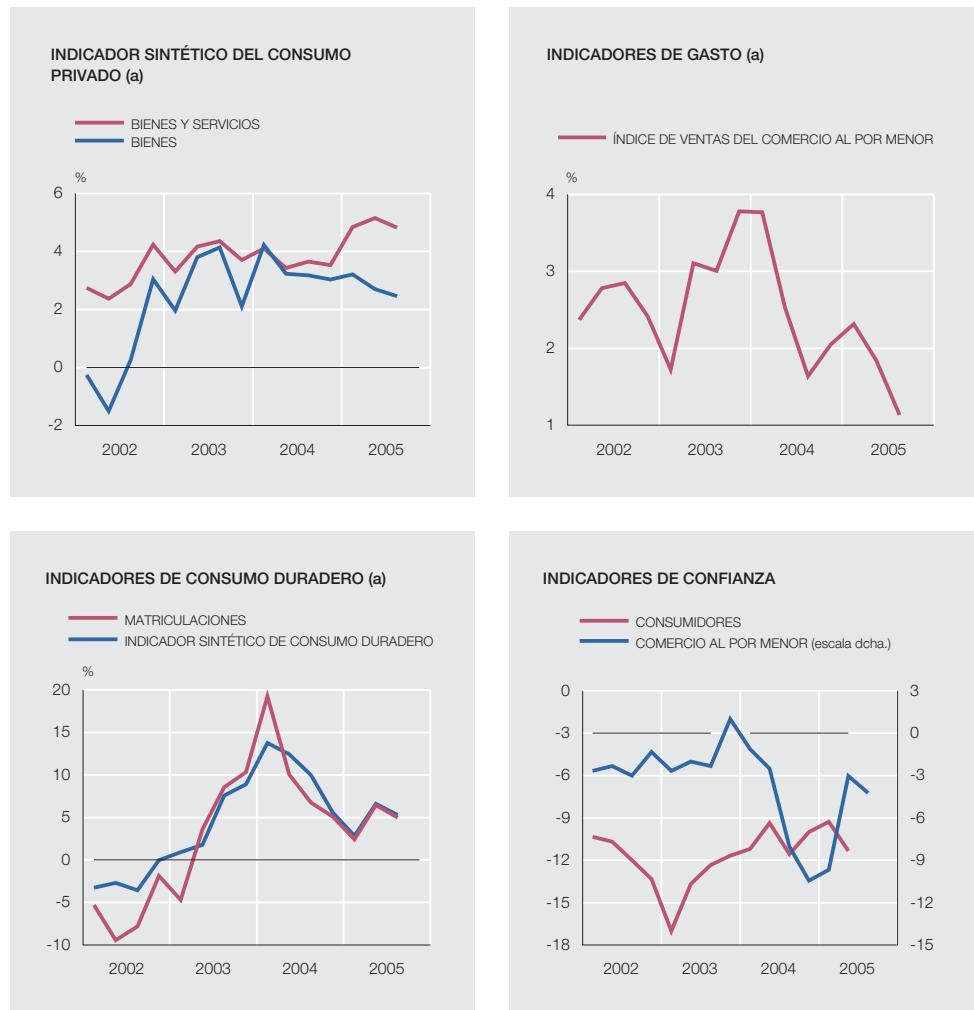
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

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.

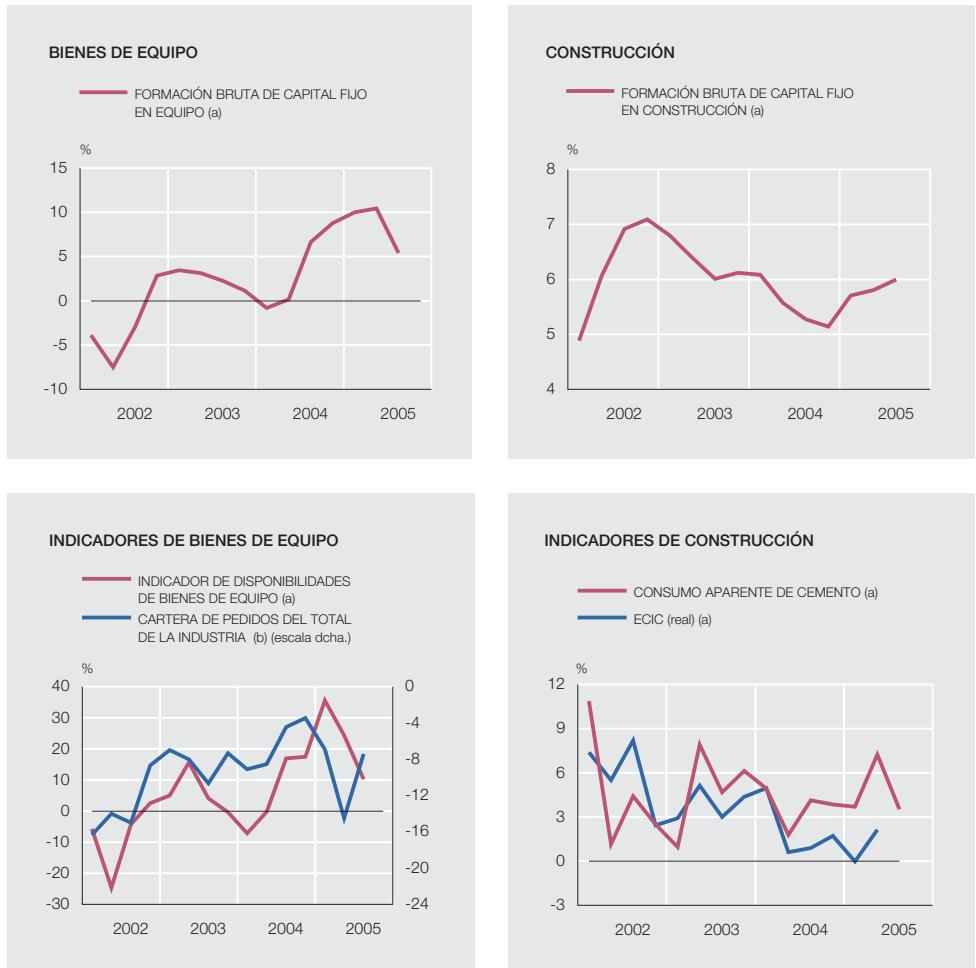
a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



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

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

de la 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.

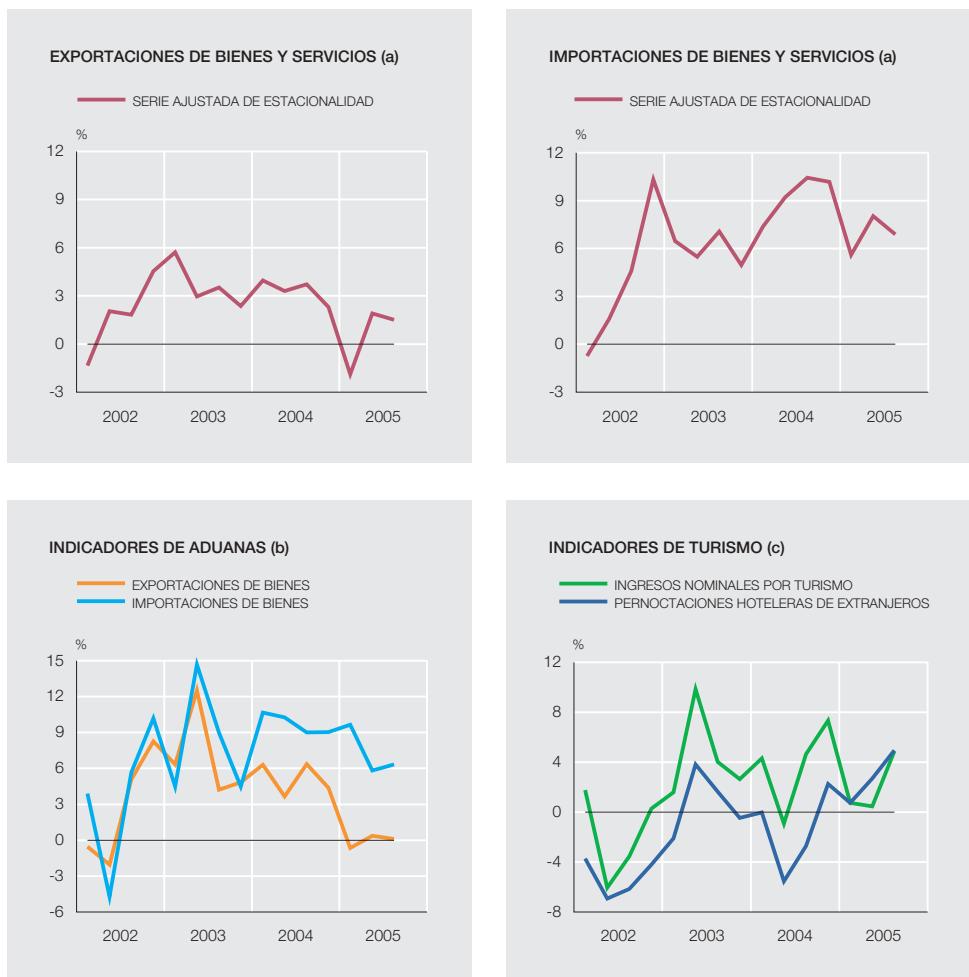
Diferenciando por tipo de obra, se observa una moderación de los elevados ritmos de crecimiento de la edificación residencial y una cierta reactivación de la edificación no residencial,

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.

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

GRÁFICO 19



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, 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 empleo¹ 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 empleo² 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.

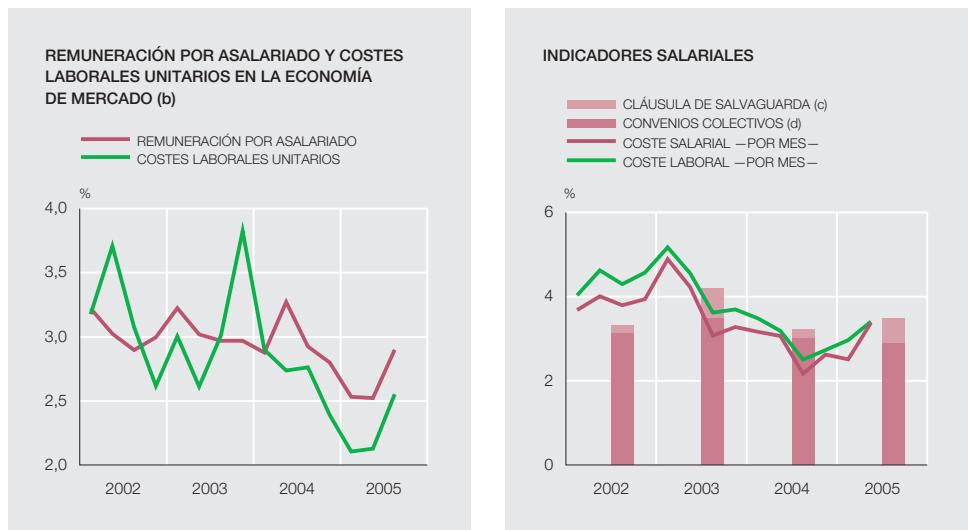
Atendiendo a la duración del contrato, los datos de la EPA (corregidos de los cambios metodológicos introducidos al comienzo de 2005) indican que, en el tercer trimestre los asalariados temporales volvieron a mostrar un comportamiento muy dinámico, mientras que el ritmo de crecimiento del empleo indefinido 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 ligeró 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 Interconfederados para la Negociación Colectiva (AINC) que han venido suscribiendo los agentes sociales desde el año 2002.

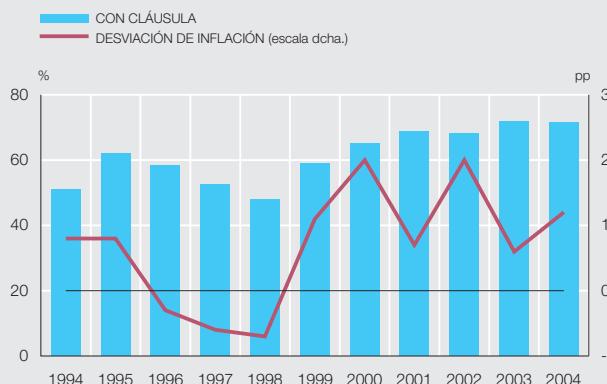
El primer cuadro del gráfico adjunto muestra el uso mayoritario de las cláusulas de salvaguarda que se hace en el sistema de negociación colectiva –en 2004, el porcentaje de convenios afectados ascendió al 72% del total–, así como la existencia de una relación positiva entre el número de trabajadores 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

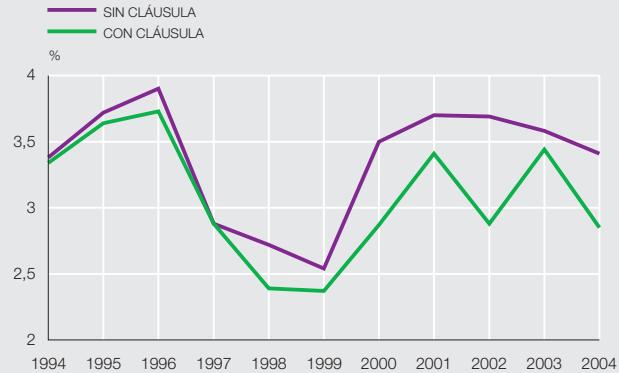
tienen un efecto indirecto sobre el incremento salarial pactado ex-ante, en la medida en que su presencia permita pactar un incremento salarial diferente –normalmente, más reducido– al que se pactaría sin ellas. En segundo lugar, una vez conocida la tasa de inflación, las cláusulas de salvaguarda firmadas 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 cuadros 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.

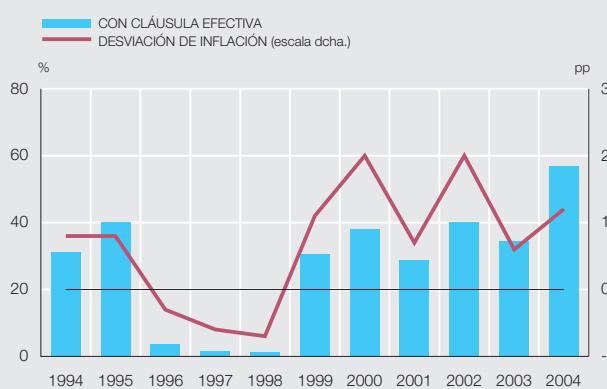
1. PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON CLÁUSULA



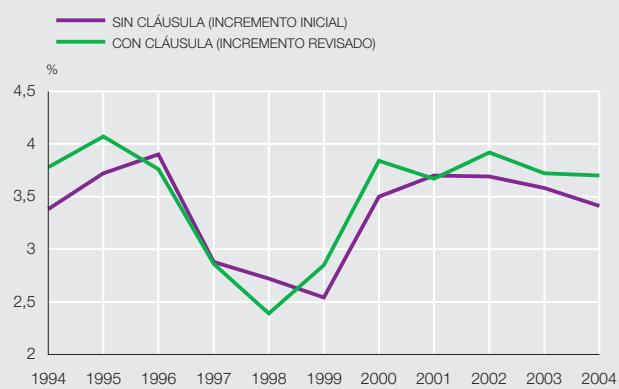
2. INCREMENTOS SALARIALES INICIALES PACTADOS EN EL TOTAL DE CONVENIOS



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-

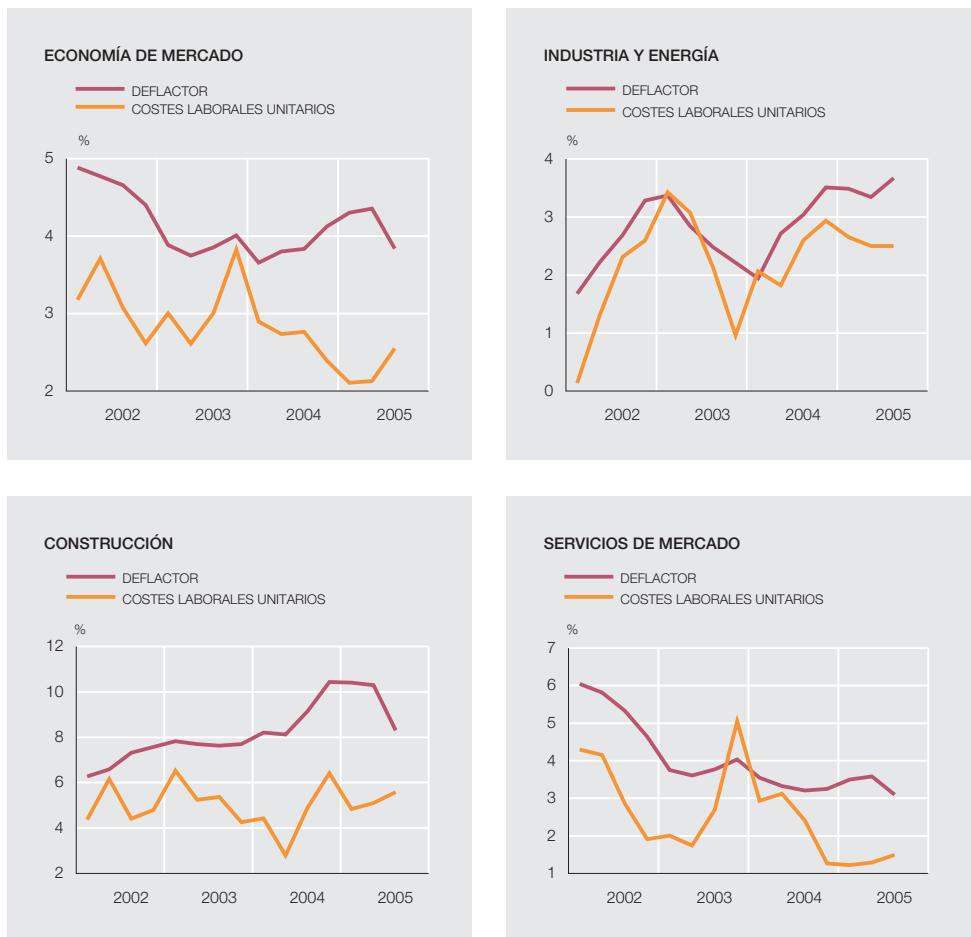
tuó su incremento final 0,3 pp por encima del acordado en los convenios sin cláusula. El signo de este diferencial ha sido históricamente positivo —entre 0,1 pp y 0,4 pp—, con la excepción del período 1996-1998, años en los que el cumplimiento de la previsión oficial de inflación hizo que las cláusulas 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.



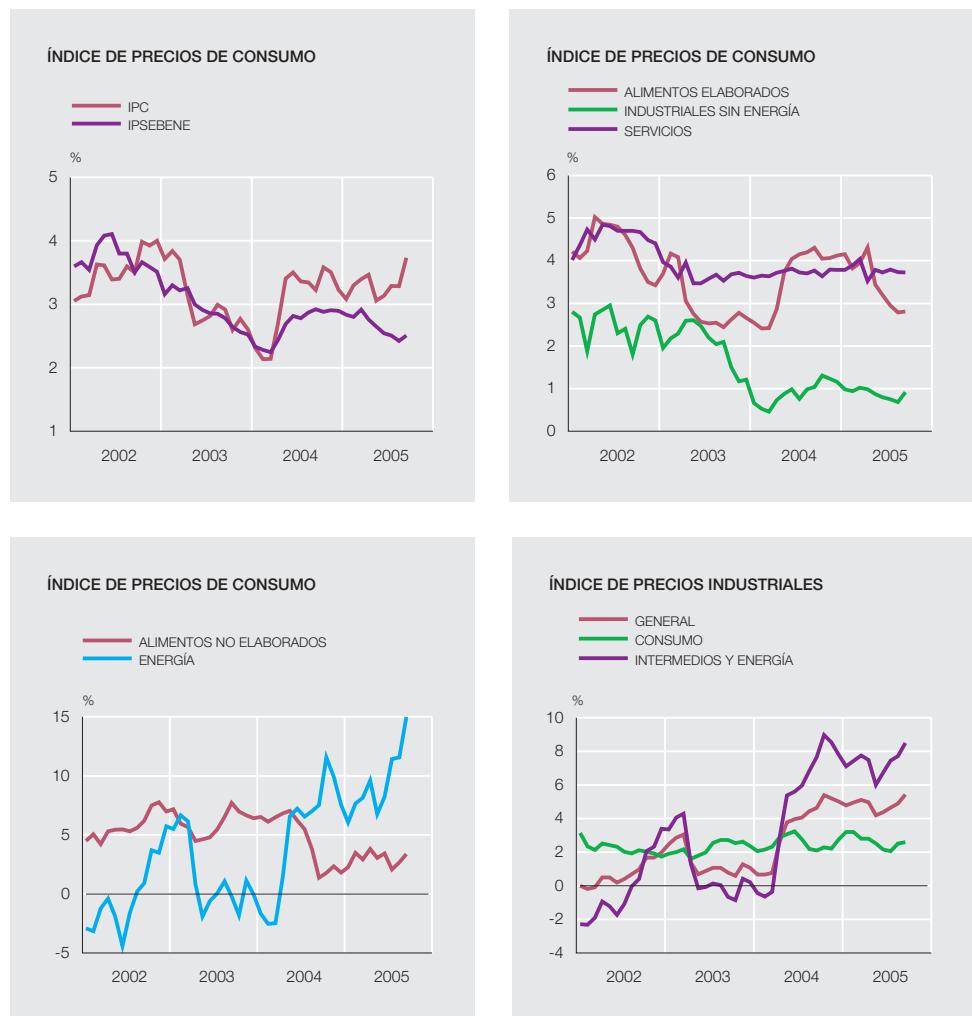
FUENTES: INE y Banco de España.

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

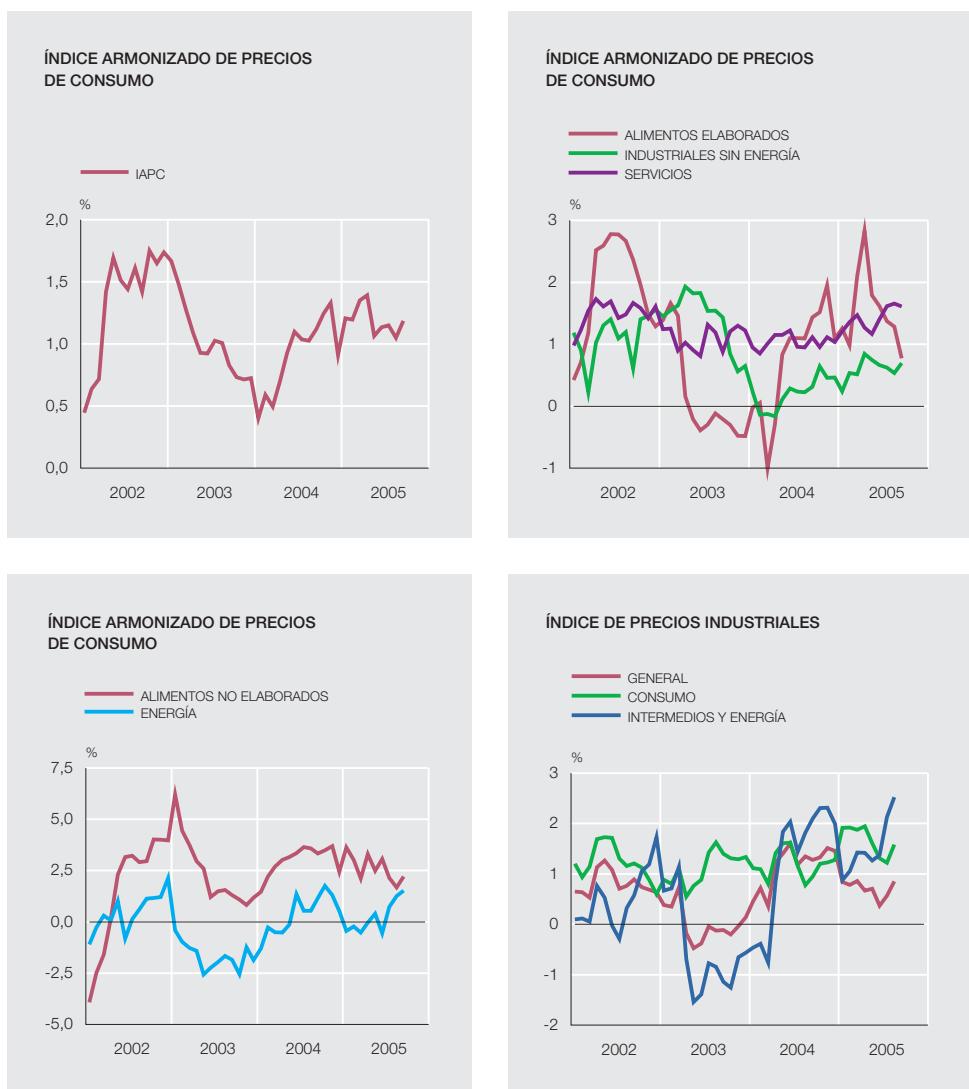


FUENTE: INE.

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 IAIPC 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 Pluriannual 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 2004³. 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 anterior¹ (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

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

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.

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		Presupuesto		ENE-ABR		
	2004	2005	% variación	% variación	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. Esta 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 cumpliese 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

	Liquidación							
	Liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Avance de Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Liquidación ENE-JUN 2005/2004	2004	2005	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	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
2 PAGOS NO FINANCIEROS	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
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	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
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN	-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.

5.1 Rasgos más destacados

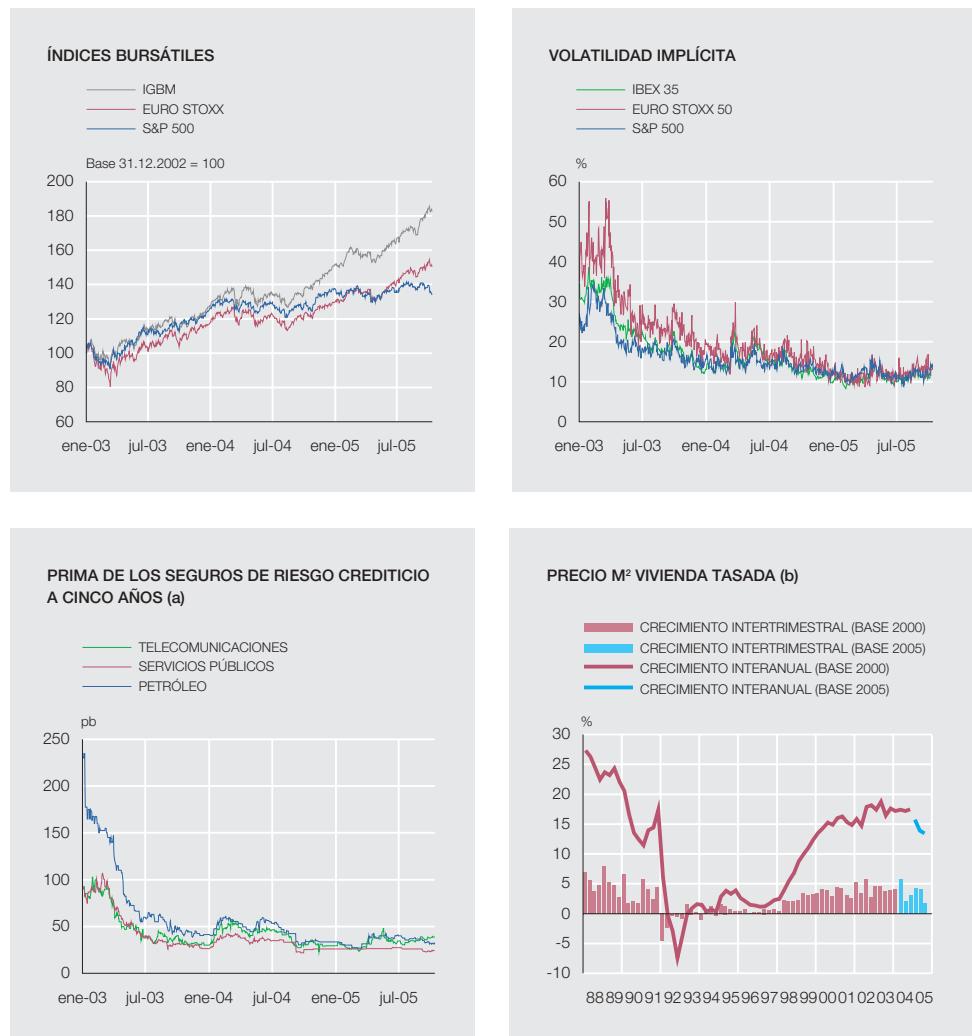
Durante el tercer trimestre de 2005 las condiciones financieras de los hogares y las sociedades españolas vinieron determinadas en gran medida por el contexto de bajos tipos de interés. En septiembre, el EURIBOR a un año se situó en un nivel medio del 2,22%, 12 puntos básicos (pb) por encima del dato 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	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.

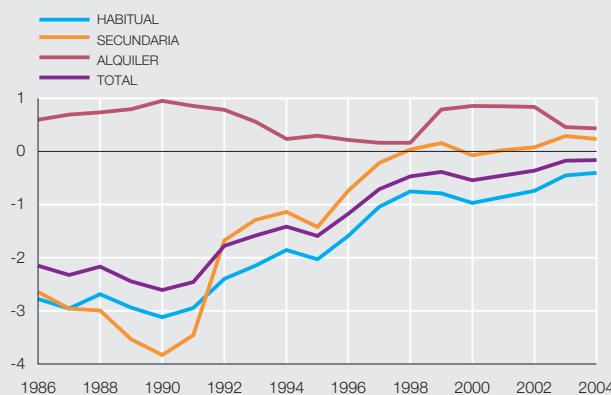
En este recuadro se presenta una estimación del incentivo neto que ha supuesto la fiscalidad sobre la demanda de viviendas en España, durante el período 1986-2004, teniendo en cuenta la estructura (renta, número de declarantes, recurso a la financiación ajena) de los hogares demandantes de viviendas 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.

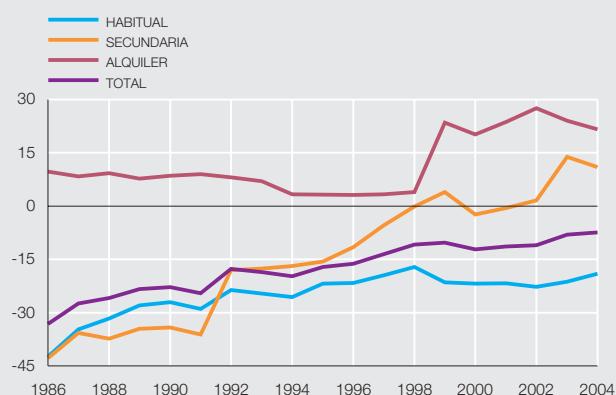
A lo largo del período considerado, la cuña fiscal total ha mostrado una tendencia decreciente en términos del precio de la vivienda. Esta evolución responde fundamentalmente, aunque no exclusivamente, al descenso en los tipos de interés nominales. Así, tipos más bajos suponen una menor rentabilidad 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



FUENTE: Banco de España.

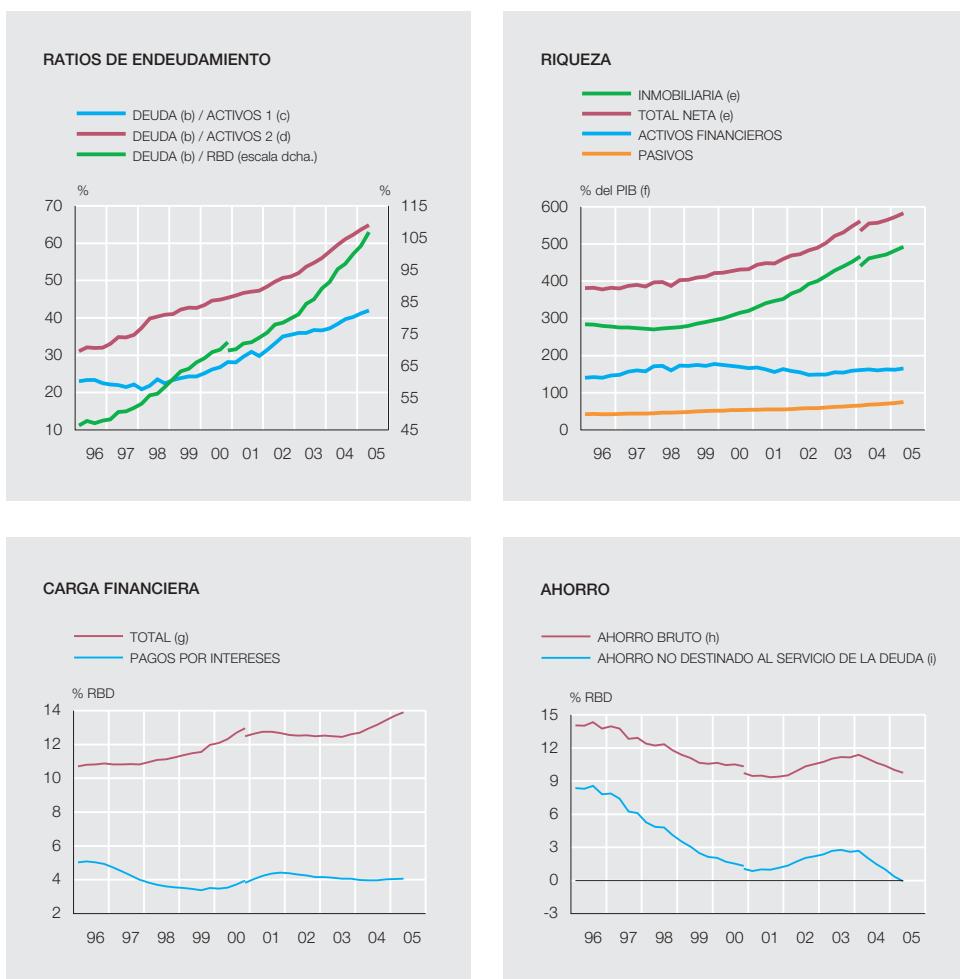
2. EN % DEL COSTE DE USO ANTES DE IMPUESTOS



% del PIB (a)	2001	2002	2003	2004		2005
				IV TR	I TR	
HOGARES E ISFLSH:						
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
<i>FIAMM</i>	1,2	0,7	0,6	-0,2	-0,1	0,0
<i>FIM</i>	-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>						
<i>De vida</i>	1,4	1,4	0,7	0,7	0,7	0,8
<i>De jubilación</i>	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
<i>Créditos para adquisición de vivienda (d)</i>	4,7	5,1	7,0	8,7	9,2	9,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (d)</i>	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
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
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>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	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
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
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 «Otras».
- 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 m². 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).

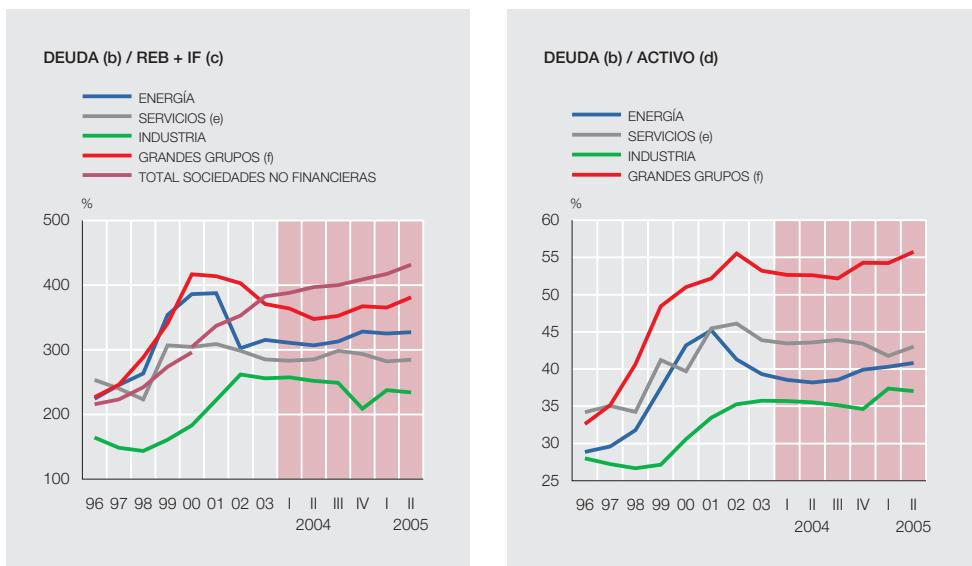
Por su parte, la riqueza neta del sector continuó creciendo durante el segundo trimestre, impulsada por la evolución de las cotizaciones bursátiles y, sobre todo, del precio de los inmuebles. Como resultado del aumento del valor de estos últimos, siguió incrementándose el esfuerzo teórico necesario para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

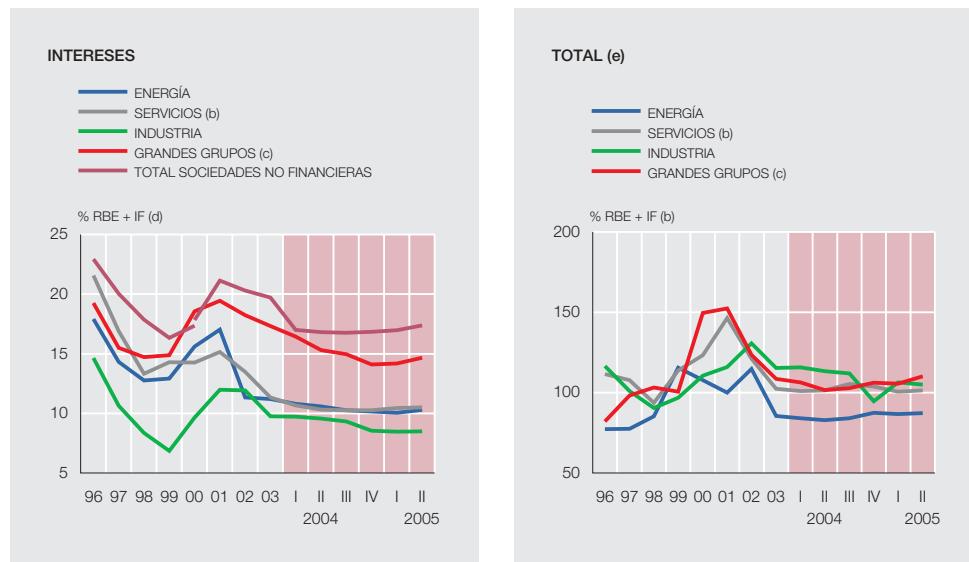
cima de la cifra anterior). Por su parte, las adquisiciones de acciones descendieron 0,3 pp, hasta representar el 4,6% del PIB, evolución que se explica totalmente por la evolución de los títulos emitidos por no residentes, mientras que los fondos materializados en otros depósitos y valores de renta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

CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 27

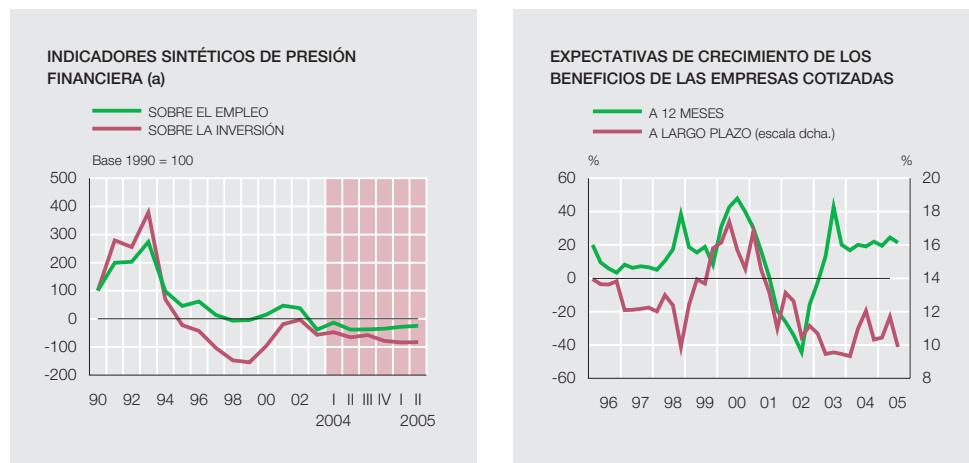


FUENTE: Banco de España.

- 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. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- d. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

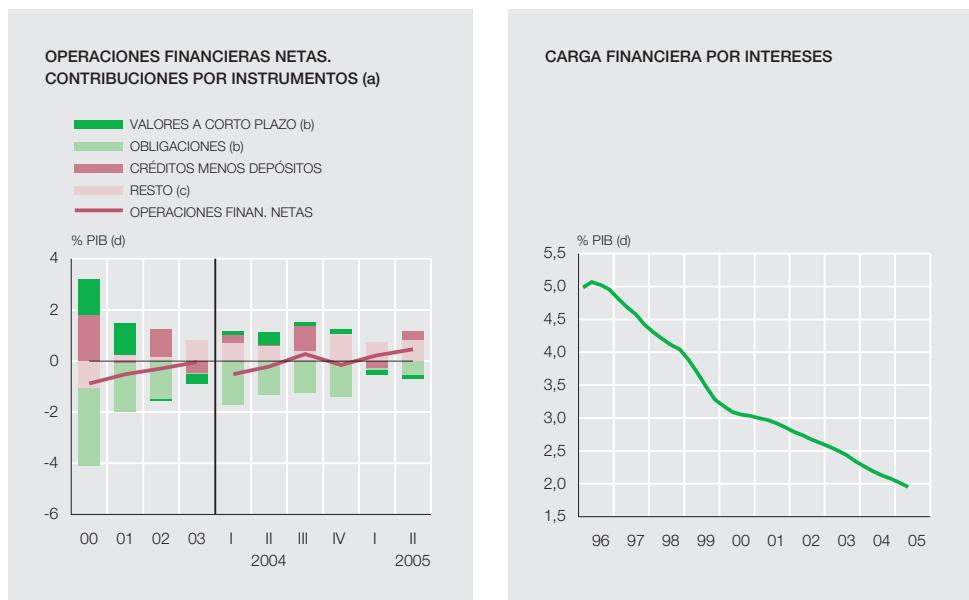
OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

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	
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>						
Entidades de crédito	1,9	0,5	3,5	1,0	0,6	1,9
Inversores institucionales (b)	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>						
Sociedades no financieras	3,9	4,8	4,5	2,6	3,4	3,1
Inversores institucionales (b)	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
Instituciones financieras	1,4	3,1	6,4	9,6	11,3	14,1
Resto de sectores nacionales	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>						
Sociedades no financieras	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.

% 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.

EFECTOS 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.

Introducción¹

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)² permite analizar la transmisión del tipo de cambio a los precios a través de las ecuaciones de los deflactores 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 rechazada³. 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
PRECIOS	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
PIB Y SUS COMPONENTES	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
CONTRIBUCIÓN A LA PERTURBACIÓN	Porcentajes del PIB, desviaciones absolutas respecto al escenario de referencia		
Demanda exterior neta	-0,16	-0,29	-0,30
MERCADO DE TRABAJO	Desviaciones porcentuales sobre los niveles del escenario de referencia		
Empleo total	-0,19	-0,47	-0,57
PRECIOS EXTERIORES (en euros)	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
PRECIOS	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 reestimaciones recursivas y secuenciales de los coeficientes de corto plazo relevantes del modelo trimestral⁴. 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.

	1980-1990	1990-2000	1993-2003
DEFLACTOR DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES DEL RESTO DEL MUNDO			
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
DEFLACTOR DE LAS IMPORTACIONES DE SERVICIOS			
Precios exteriores	0,11	0,40	0,48
DEFLACTOR DEL CONSUMO			
Deflactor de las importaciones de bienes del resto del mundo	0,04	0,02	0,04
DEFLACTOR DE LA INVERSIÓN PRIVADA			
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.

	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 2004⁵ 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).

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 detacción 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 reales⁶. 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.

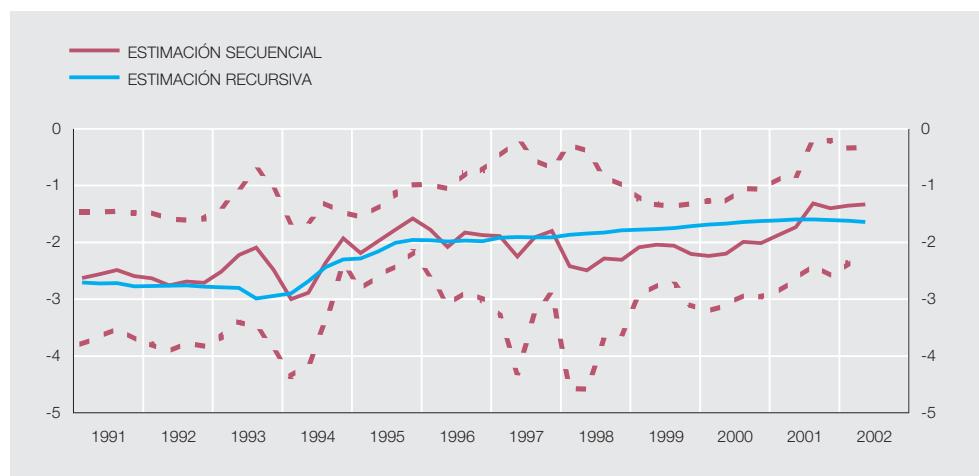
Para contrastar estadísticamente la posible existencia de una modificación en la respuesta de las exportaciones a las variaciones del tipo de cambio, se han efectuado estimaciones recursivas y secuenciales de la ecuación de exportación para España presentada en Buisán, Caballero y Jiménez (2004). En 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 parecen 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 Sebastiá (2005a) estiman un sistema de oferta y demanda de exportaciones de manufacturas utilizando datos desagregados para doce ramas indus-

ESPAÑA. DEMANDA DE EXPORTACIONES DE MANUFACTURAS. ELASTICIDAD CON RESPECTO A LA COMPETITIVIDAD A LARGO PLAZO (a)

GRÁFICO 1



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 del 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 irrecuperables, 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.

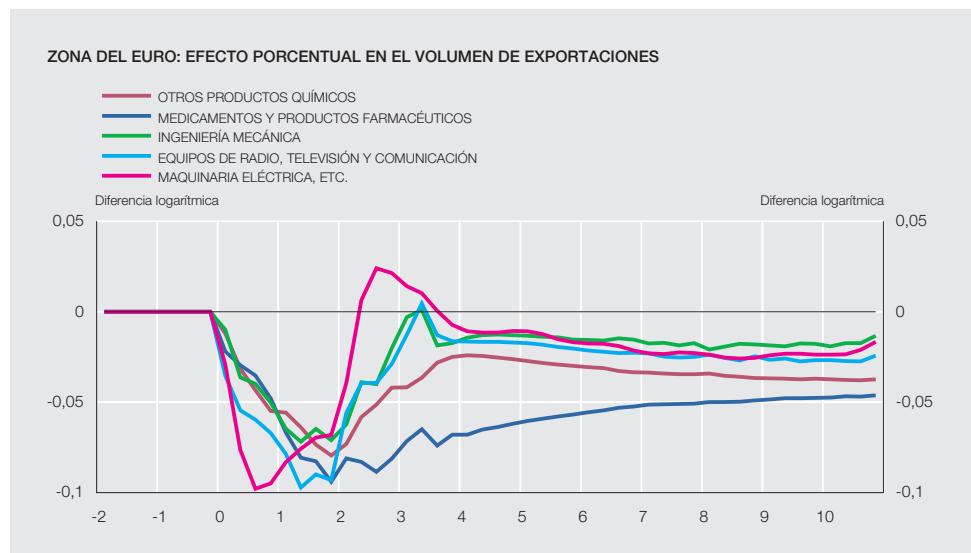
Buisán, Learmonth y Sebastiá (2005b) contrastan la posible presencia del fenómeno de histéresis en los flujos comerciales utilizando datos desagregados correspondientes a doce ramas industriales. Empleando la misma metodología que Buisán, Caballero, Campa y Jiménez (2004), obtienen resultados más coherentes 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.

RESULTADOS DE LA SIMULACIÓN EN SECTORES CON HISTÉRESIS:
APRECIACIÓN TRANSITORIA DEL 10% DEL TCE NOMINAL DURANTE
CUATRO TRIMESTRES

GRÁFICO 2



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). *Ánálisis 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.

HETEROGENEIDAD EN LOS MERCADOS DE TRABAJO REGIONALES

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 madrileña¹.

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.

TAZA DE ACTIVIDAD, TASA DE OCUPACIÓN Y TASA DE PARO (a) (b)

GRÁFICO 1



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 variación² 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 UEM³. 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.

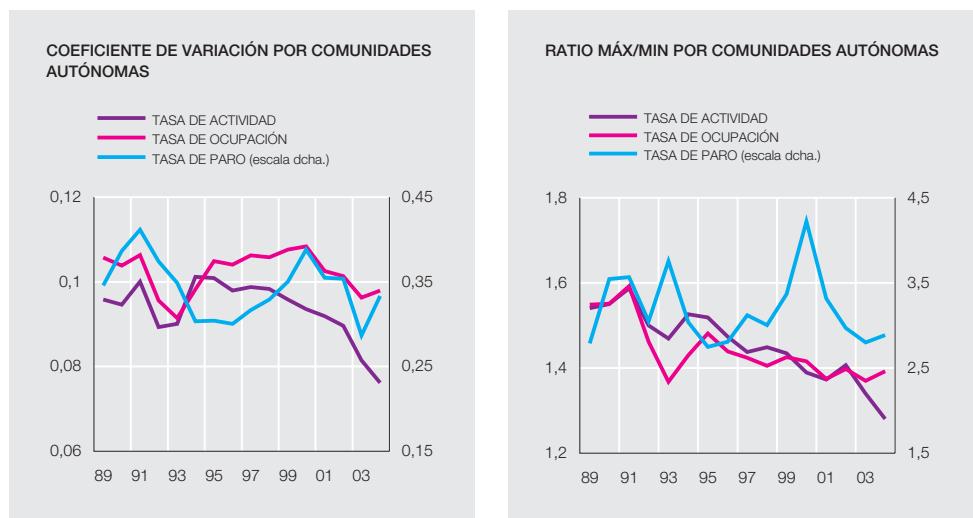
En el gráfico 2 se reproduce la evolución del coeficiente de variación⁴ de las tasas de actividad, empleo y paro durante los últimos 15 años, observándose una estabilidad muy elevada, que indica la persistencia de los diferenciales regionales comentados previamente. En el caso de la tasa de actividad, 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.

MEDIDAS DE DISPERSIÓN DE LAS TASAS DE ACTIVIDAD, DE OCUPACIÓN Y DE PARO DE LAS DISTINTAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS (a)

GRÁFICO 2



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, respectivamente⁵. 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 α_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 (0,117) **	-0,28 (0,129) *	-0,43 (0,205) *	-0,00 (0,072)	-0,18 (0,065) **	0,19 (0,130)
Constante	1,82 (0,450) **	-0,07 (0,114)	0,99 (0,478) *	-0,59 (3,394)	0,05 (0,027)	3,12 (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						
	TASA DE ACTIVIDAD	TASA DE OCUPACIÓN	TASA DE PARO	TASA DE ACTIVIDAD	TASA DE OCUPACIÓN	TASA DE PARO
Nivel inicial	-0,04 (0,080)	0,19 (0,132)	-0,39 (0,108) ***	-0,14 (0,054) ***	-0,05 (0,058)	-0,32 (0,167) *
Constante	6,37 (3,699)	-0,00 (0,052)	-0,29 (1,766)	11,72 (2,745) ***	0,06 (0,027) **	4,14 (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 total⁶. 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 ACTIVIDAD	TASA DE OCUPACIÓN	TASA DE PARO	TASA DE ACTIVIDAD	TASA DE OCUPACIÓN	TASA DE 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 ACTIVIDAD	TASA DE OCUPACIÓN	TASA DE 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?

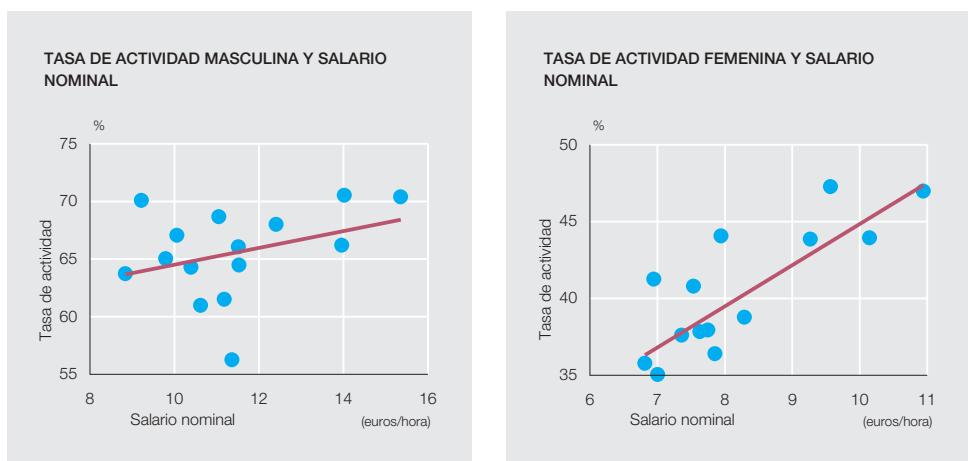
En esta sección se avanzan algunas hipótesis sobre algunos de los factores que pueden explicar las divergencias regionales en tasas de actividad, empleo y paro, así como la persistencia de esta heterogeneidad. En primer lugar, el cuadro 2 presenta información desagregada por sexos, incluyendo los coeficientes 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 región⁷, 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.

RELACIÓN ENTRE LA TASA DE ACTIVIDAD Y EL SALARIO NOMINAL A NIVEL REGIONAL POR SEXOS EN 2002

GRÁFICO 3

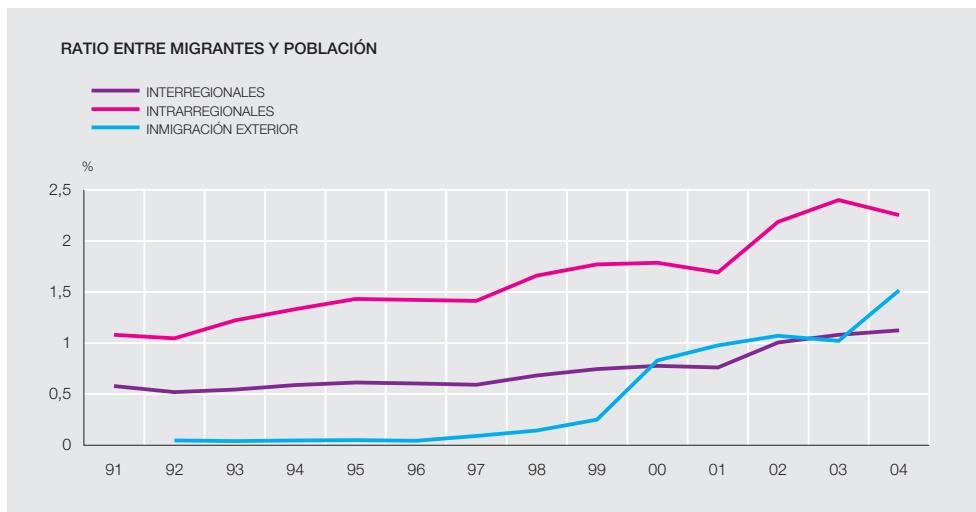


FUENTE: INE.

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 reducido⁸. 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 elevados⁹. 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 autores¹⁰ 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 regiones¹¹.

Conclusiones

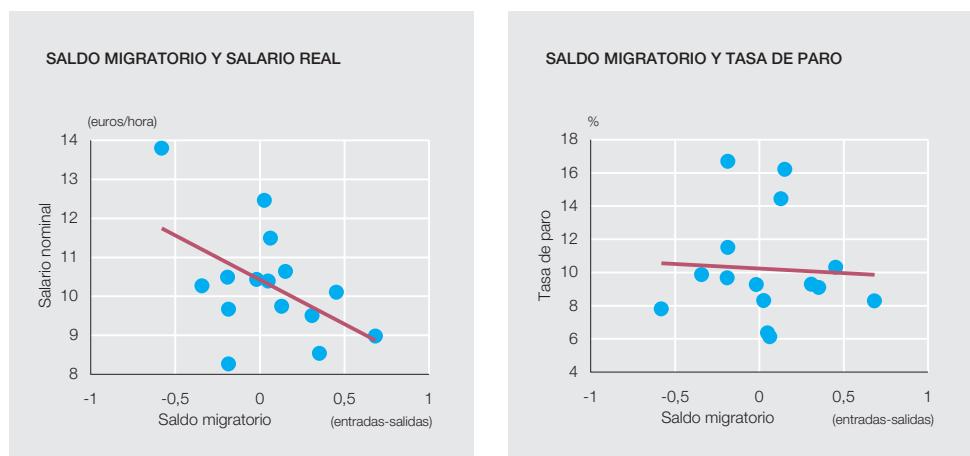
Este artículo ha mostrado que la magnitud y persistencia de las divergencias regionales en tasas de actividad, empleo y paro son elevadas. Diferentes medidas de dispersión han permitido comparar estas diferencias regionales con las observadas entre regiones de otros países o entre conjuntos de países. 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.

RELACIÓN ENTRE LOS MOVIMIENTOS MIGRATORIOS CON EL SALARIO
Y LA TASA DE PARO

GRÁFICO 5



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 crédito¹, el porcentaje del crédito con garantía real² 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 1999-2004 (d)
CRÉDITO HIPOTECARIO (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
TITULIZACIONES HIPOTECARIAS							
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 2005³ (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 2004⁴), 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 empréstitos⁵, 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 efectivo⁶, 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 préstamo⁷. 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 mismos⁸.

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 epígrafe⁹.

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 específicas¹⁰ 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 autorización¹¹. 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 reciban¹². 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 financiero¹³. 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 mismos¹⁴.

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 balance¹⁵, 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 especial¹⁶ 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 entidades¹⁷, 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 mínimos¹⁸, 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 variables¹⁹.

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 G10²⁰ 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 dudosos²¹ (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 LGD²² (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%.

	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), si 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 Internacionales¹.

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 señoraje. 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 régimen 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.

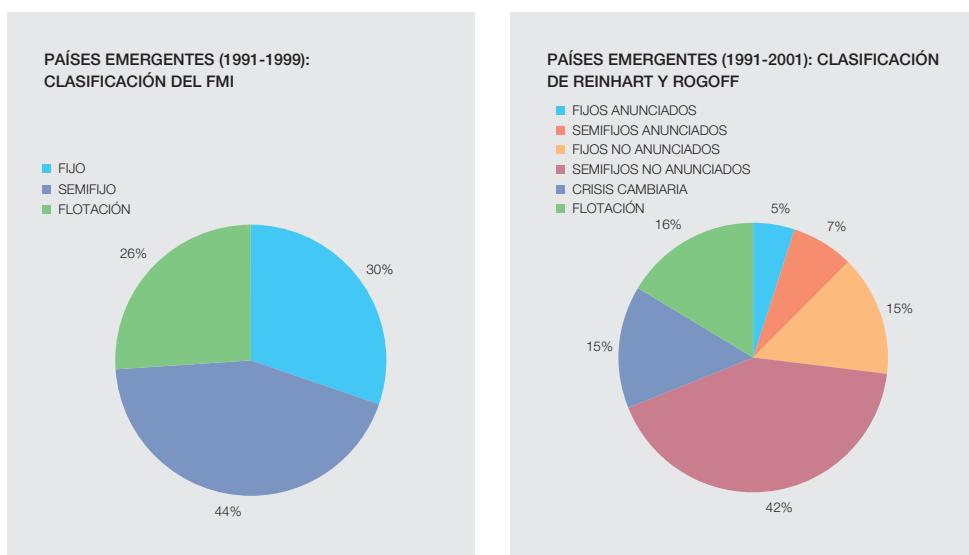
La clasificación de los regímenes: de iure y de facto

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 REGÍMENES 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

TIPO DE RÉGMEN CAMBIARIO	CLASIFICACIÓN DEL FMI		CLASIFICACIÓN DE REINHART Y ROGOFF	
	Sin efectos fijos (1)	Con efectos fijos (2)	Sin efectos fijos (3)	Con efectos fijos (4)
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.

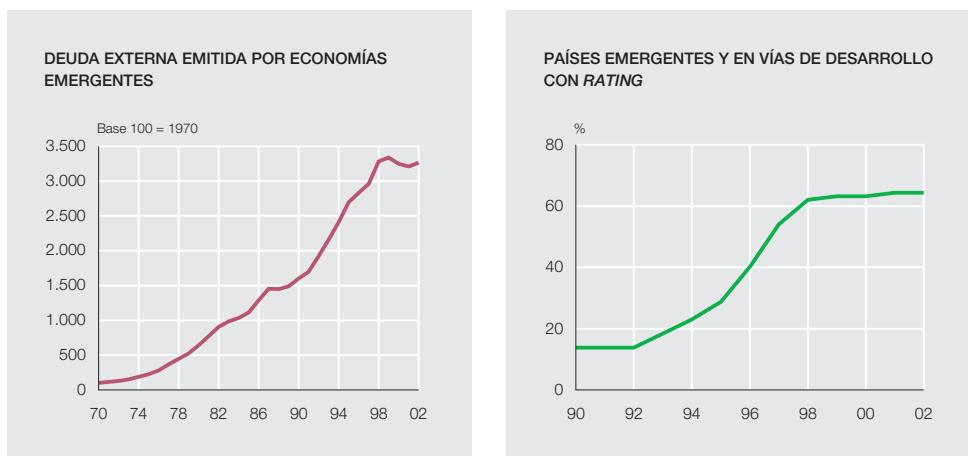
fiscal primario entre los regímenes fijos o semifijos en comparación con aquellos que dejan flotar su moneda, según la clasificación del FMI y según la clasificación RR. Las cifras reflejan la diferencia en promedio y el asterisco junto a este promedio indica si tal diferencia resulta significativa en 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 econometricamente 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 financiación². 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.

Corrobora 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% 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 retramiento 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)¹.

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								
	2003	2004	2003	2004	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							

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/GT² 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 31.12.2001		Situación al 31.12.2002		Situación al 31.12.2003		Situación al 31.12.2004	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas	Altas	Bajas	Altas	Bajas
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	2.906	126	310	2.722	124	174	2.672	149
I. Total grupo CV/GT (a)	46	7	—	53	2	—	55	3
I.a. Total grupo CTV (b)	32	6	—	38	2	—	40	3
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	28	5	—	33	2	—	35	3
I.a.2. Resto (d)	4	1	—	5	—	—	5	—
I.b. Total grupo CV (e)	14	1	—	15	—	—	15	—
II. Total grupo COMP (f)	2.860	119	310	2.669	122	174	2.617	146
II.a. Actividad principal (g)	318	12	64	266	15	24	257	30
II.b. Actividad complementaria (h)	2.542	107	246	2.403	107	150	2.360	116
PRO MEMORIA: Distribución geográfica del grupo COMP								
Andalucía (i)	402	21	40	383	27	40	370	34
Aragón	6	—	2	4	—	—	4	—
Asturias	4	—	—	4	—	—	4	—
Baleares	751	26	77	700	20	28	692	32
Canarias	672	18	68	622	18	38	602	25
Cantabria	11	—	—	11	1	1	11	—
Castilla-La Mancha	5	—	—	5	—	—	5	—
Castilla y León	19	3	3	19	—	1	18	1
Cataluña	543	25	80	488	12	32	468	25
Extremadura	10	—	3	7	—	—	7	1
Galicia	18	—	2	16	1	1	16	2
La Rioja	3	—	—	3	—	—	3	1
Madrid	155	14	6	163	21	6	178	9
Murcia	13	1	2	12	—	1	11	—
Navarra	2	—	—	2	1	—	3	—
País Vasco	26	—	3	23	3	3	23	1
Valencia	220	11	24	207	18	23	202	15
								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.

	Actividad												% establecimientos informantes s/ total registrados	
	Total		Compraventa de divisas a clientes		Transferencias		Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s/ total actividad con clientes (%)		De los que: Comisión media por transferencia de divisas (%)					
	2003	2004 p	2003	2004 p	2003	2004 p	2003	2004 p	2003	2004 p	2003	2004 p		
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														
	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		
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.

Denominación de la moneda	Contravalor en m€									
	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias				Total actividad con clientes	
	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.
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.5

Miles de euros y %								
BALANCE	2002		2003			2004		
	IMPORTE	% s/ t. act.	IMPORTE	% s/ t. act.	% Δ	IMPORTE	% s/ t. act.	% Δ
ACTIVO								
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
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	127.164	100,0	140.906	100,0	10,8	154.141	100,0	9,4
PASIVO								
Acreedores a corto plazo	50.196	39,5	54.043	38,4	7,7	59.351	38,5	9,8
Transferencias pendientes de pago	14.277	11,2	7.111	5,0	-50,2	10.150	6,6	42,7
Otros acreedores no comerciales	16.766	13,2	26.199	18,6	56,3	19.069	12,4	-27,2
Otros	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								
CUENTA DE RESULTADOS	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
Comisiones pagadas	49.134	38,6	63.910	45,4	30,1	83.444	54,1	30,6
Comisiones netas	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
PRO MEMORIA								
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 cobertura.

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 junio¹, 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 marzo², 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 junio³, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito.

Más adelante, la CBE 4/2004, de 22 de diciembre⁴, 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*⁵, 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 1999⁶, 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 España⁷». Más adelante, la Resolución de 20 de febrero de 2002⁸ 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 permuto 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 elabora-

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 desvén 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 diciembre⁹, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005, en sus disposiciones adicionales, modificó la Ley 41/1999, de 12 de noviembre¹⁰, 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 marzo¹¹, desarrollado por el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio¹², 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 sustancial 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 anexo 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»¹³, 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 anexo 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 anexo IX¹⁴.

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 julio¹⁵, 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 del 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.

13. 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. **14.** El método de estimación de la cobertura genérica que se recoge en el anexo 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. **15.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, octubre de 2004, Banco de España, p. 135.

EL ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

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

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

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

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

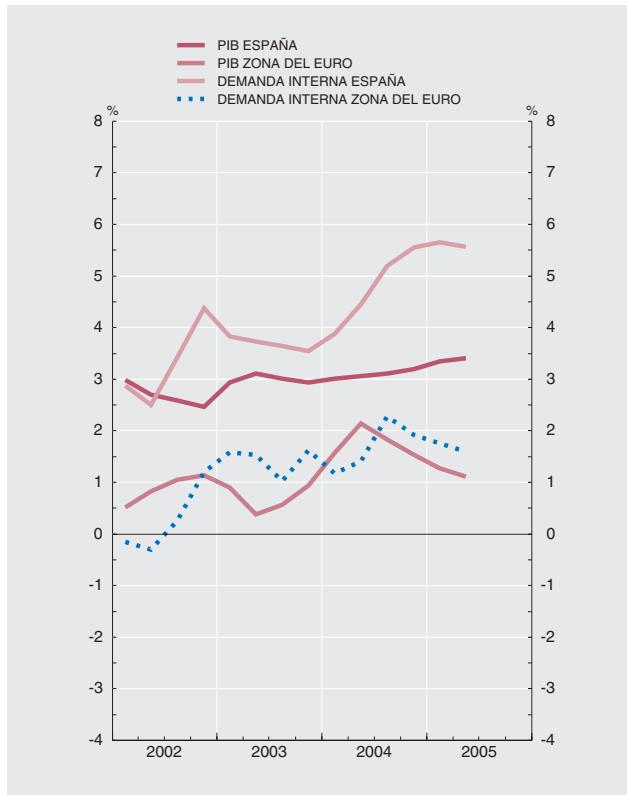
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

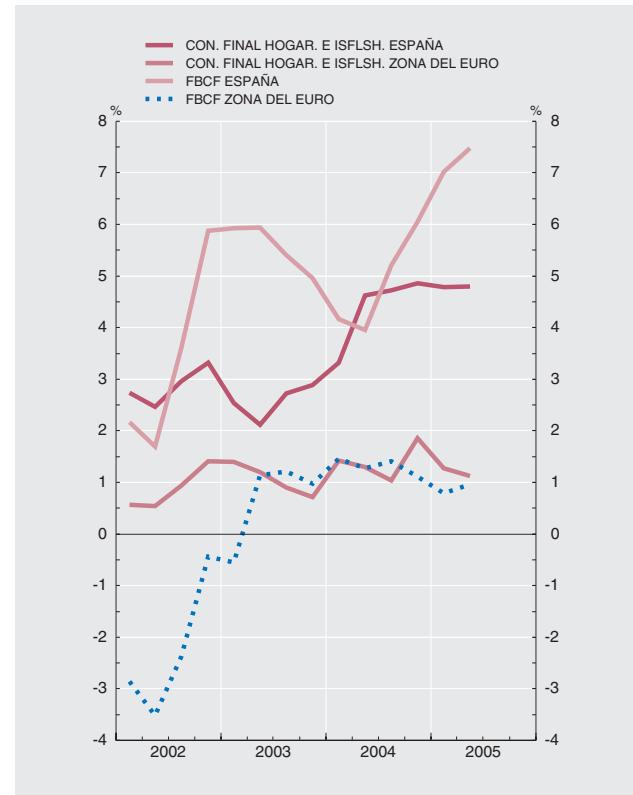
Tasas de variación interanual

	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	I	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	I	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	I	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.

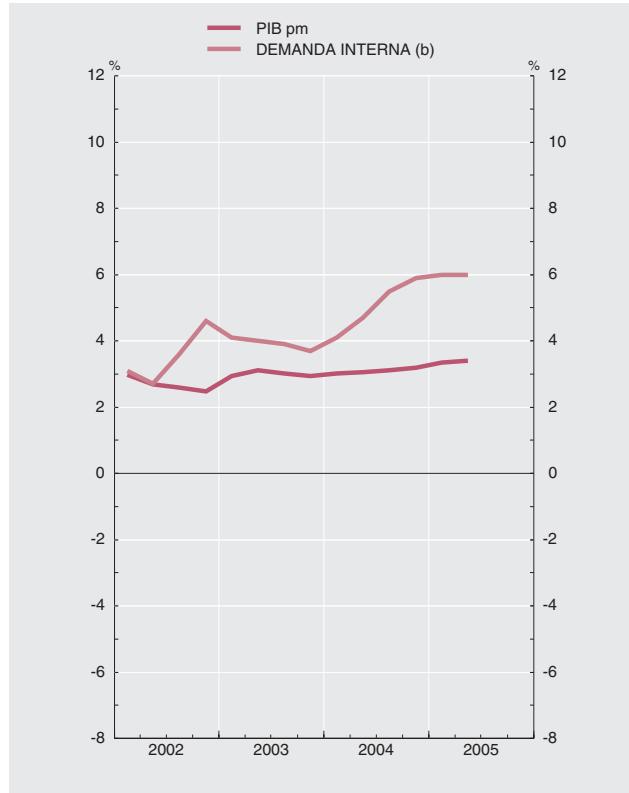
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

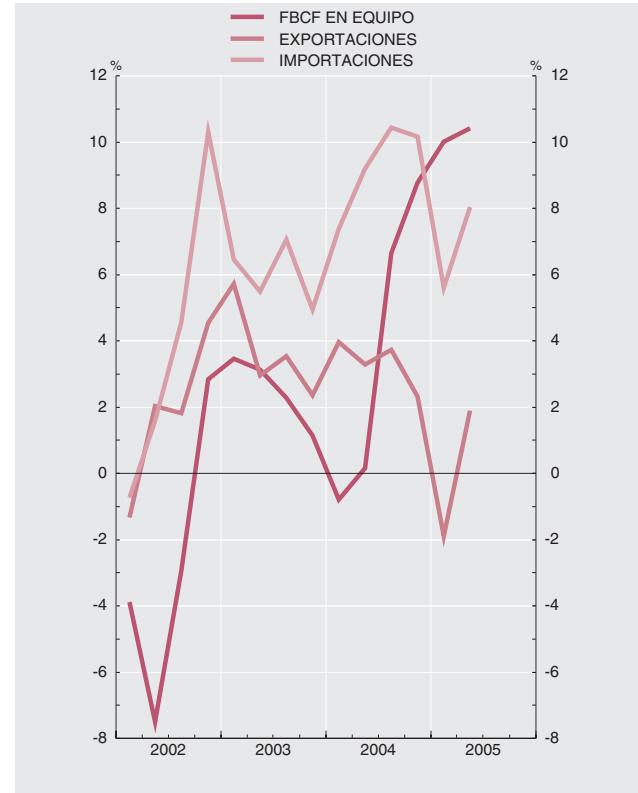
Tasas de variación interanual

	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	Demandada 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	3,6	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
//	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	
///	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
//	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	
///	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).

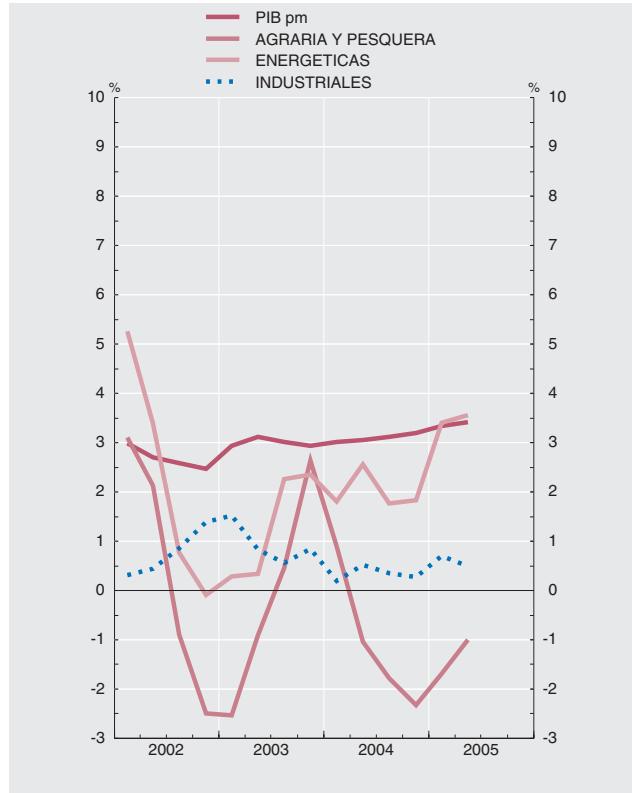
b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

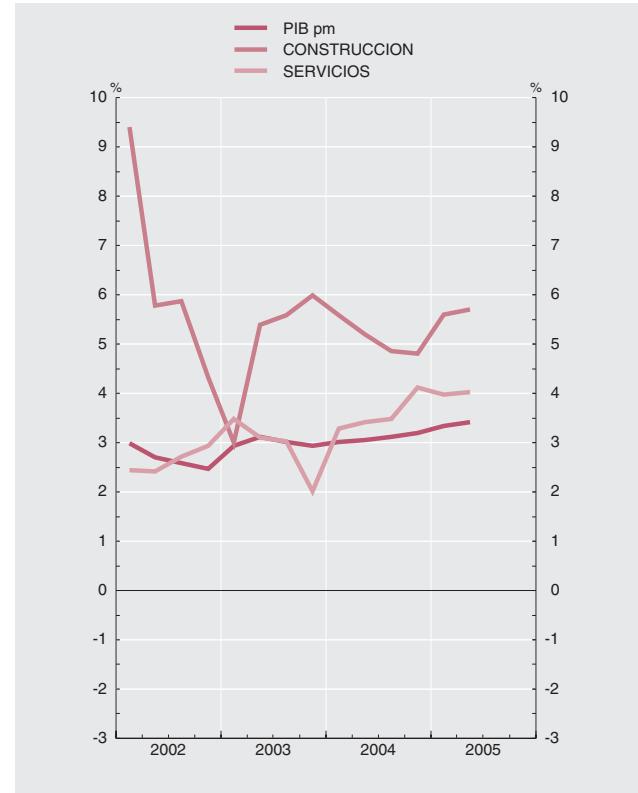
■ Serie representada gráficamente.

	1	2	3	4	5	6	Ramas de los servicios			9	10	11	Tasas de variación interanual
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado				
							7	8	9				
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	III	P	2,6	-0,9	0,8	0,9	5,9	2,7	2,5	3,4	0,6	1,1	10,0
	IV	P	2,5	-2,5	-0,1	1,4	4,3	2,9	3,0	2,6	-1,9	1,9	9,5
03	I	P	2,9	-2,5	0,3	1,5	3,0	3,5	3,1	5,0	1,3	4,5	10,4
	II	P	3,1	-0,9	0,3	0,8	5,4	3,1	2,8	4,2	7,1	5,5	7,3
	III	P	3,0	0,4	2,3	0,6	5,6	3,0	2,9	3,6	4,3	8,1	8,2
	IV	P	2,9	2,6	2,3	0,8	6,0	2,0	1,5	3,9	8,8	8,4	12,1
04	I	P	3,0	0,9	1,8	0,2	5,6	3,3	3,3	3,4	1,3	12,4	9,5
	II	P	3,1	-1,0	2,6	0,5	5,2	3,4	3,4	3,3	0,1	12,9	10,6
	III	P	3,1	-1,8	1,8	0,4	4,9	3,5	3,5	3,5	4,7	10,8	6,2
	IV	P	3,2	-2,3	1,8	0,3	4,8	4,1	4,1	4,3	3,9	12,0	0,3
05	I	P	3,3	-1,7	3,4	0,7	5,6	4,0	4,0	4,0	4,2	6,6	-0,6
	II	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).

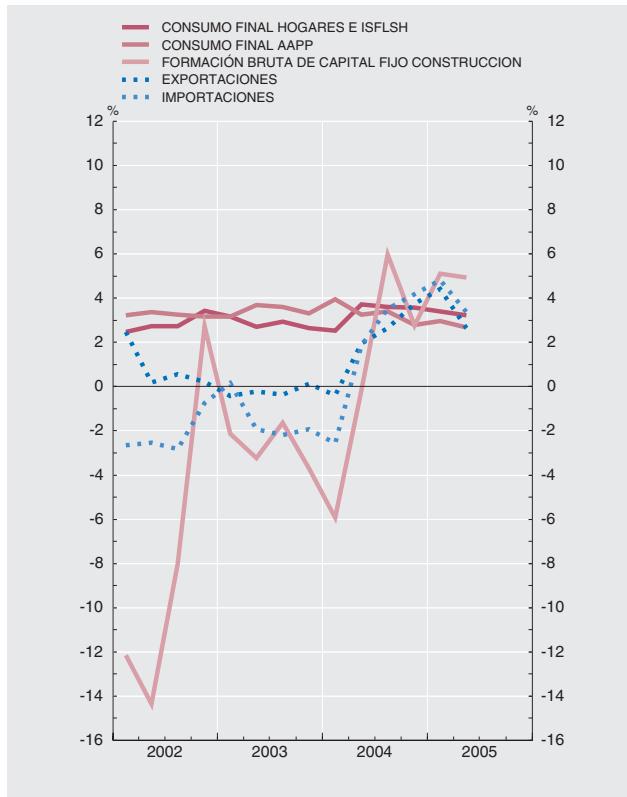
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

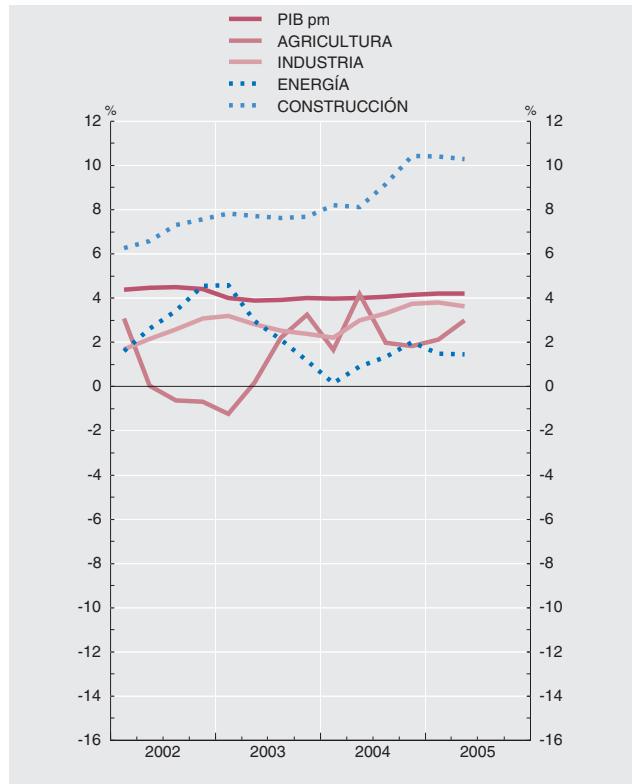
Tasas de variación interanual

	Componentes de la demanda								Ramas de actividad						De los que	
	Consumo final de los hogares y de las ISFLSH	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera		Ramas Energeticas		Ramas Industriales		Construcción	Ramas de los servicios
			Bienes	Construcción	Otros productos				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	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	///	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
	IV	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	/	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
	II	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
	IV	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	/	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
	II	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
	IV	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	/	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
	II	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. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



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

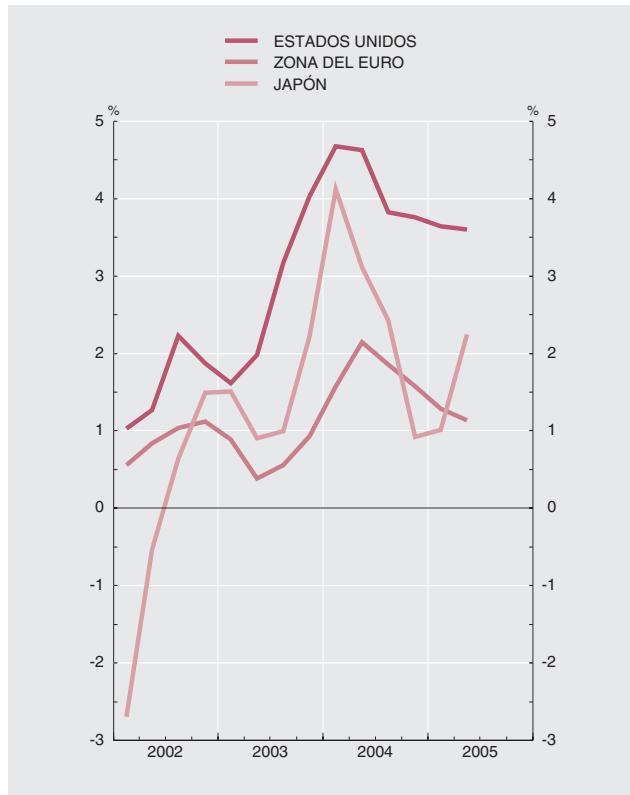
a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

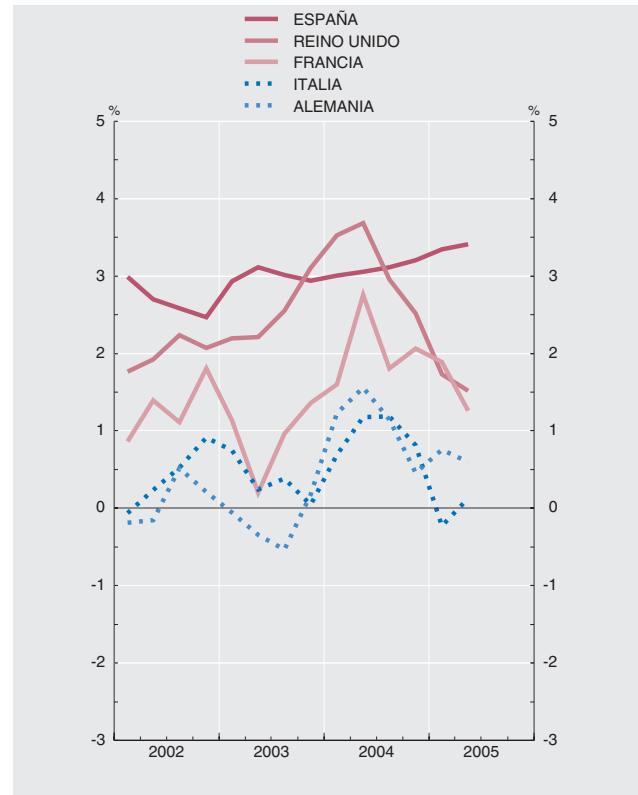
■ Serie representada gráficamente.

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

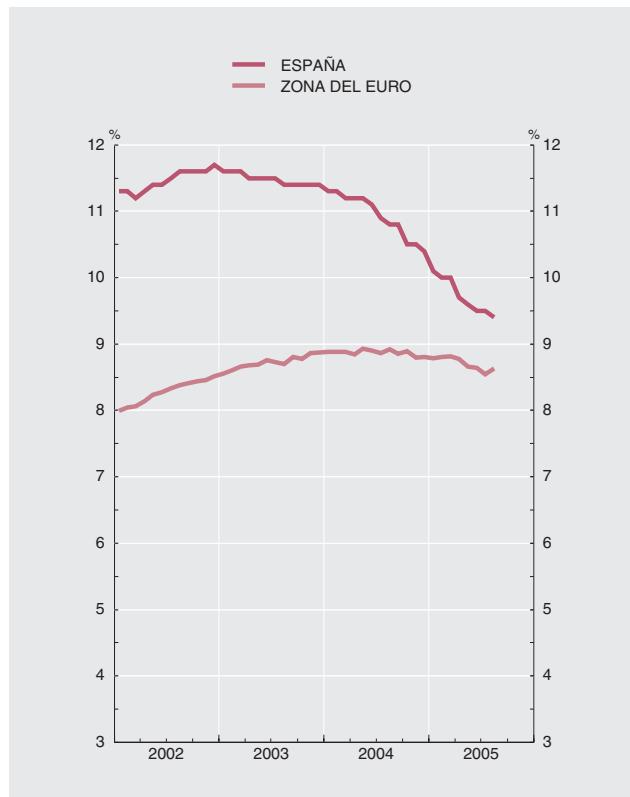
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

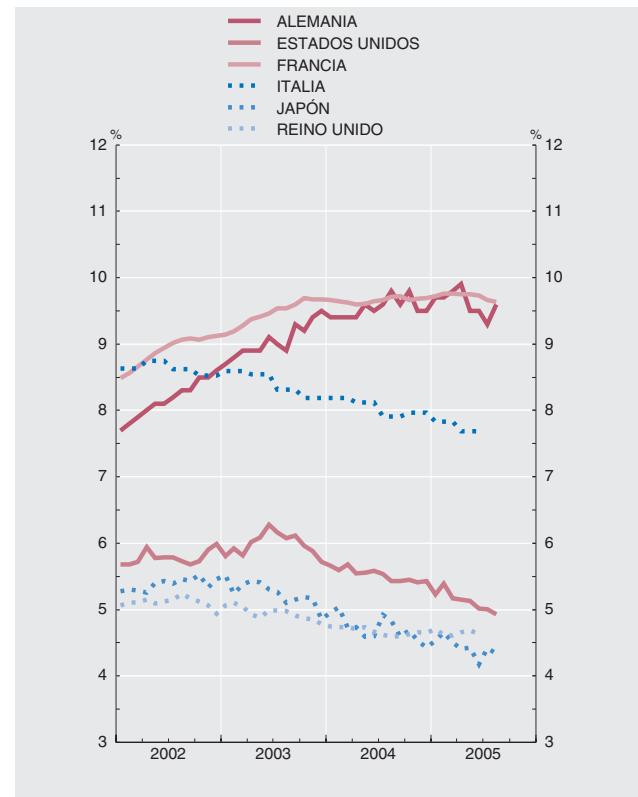
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
02	6,9	7,6	8,3	8,2	11,5	5,8	8,9	8,6	5,4	5,1	
03	7,1	8,0	8,7	9,1	11,5	6,0	9,5	8,4	5,3	4,9	
04	6,9	8,1	8,9	9,5	10,9	5,5	9,7	8,0	4,7	4,7	
04 Mar	7,0	8,1	8,9	9,4	11,2	5,7	9,6	8,2	4,7	4,7	
Abr	6,9	8,1	8,8	9,4	11,2	5,6	9,6	8,1	4,7	4,7	
May	6,9	8,1	8,9	9,6	11,2	5,6	9,6	8,1	4,6	4,7	
Jun	6,9	8,1	8,9	9,5	11,1	5,6	9,6	8,1	4,6	4,7	
Jul	6,9	8,1	8,9	9,6	10,9	5,5	9,7	7,9	4,9	4,6	
Ago	6,9	8,1	8,9	9,8	10,8	5,4	9,7	7,9	4,8	4,6	
Sep	6,8	8,1	8,8	9,6	10,8	5,4	9,7	7,9	4,6	4,6	
Oct	6,8	8,1	8,9	9,8	10,5	5,5	9,7	8,0	4,7	4,6	
Nov	6,8	8,0	8,8	9,5	10,5	5,4	9,7	8,0	4,5	4,7	
Dic	6,8	8,0	8,8	9,5	10,4	5,4	9,7	8,0	4,4	4,7	
05 Ene	6,7	8,0	8,8	9,7	10,1	5,2	9,7	7,8	4,5	4,7	
Feb	6,8	8,0	8,8	9,7	10,0	5,4	9,8	7,8	4,7	4,6	
Mar	6,7	8,0	8,8	9,8	10,0	5,2	9,8	7,8	4,5	4,6	
Abr	6,6	8,0	8,8	9,9	9,7	5,2	9,8	7,7	4,4	4,7	
May	6,6	7,9	8,7	9,5	9,6	5,1	9,8	7,7	4,4	4,7	
Jun	6,5	7,9	8,6	9,5	9,5	5,0	9,7	7,7	4,2	4,6	
Jul	6,5	7,8	8,5	9,3	9,5	5,0	9,7	7,7	4,4	4,6	
Ago	6,5	7,9	8,6	9,6	9,4	4,9	9,6	...	4,3	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



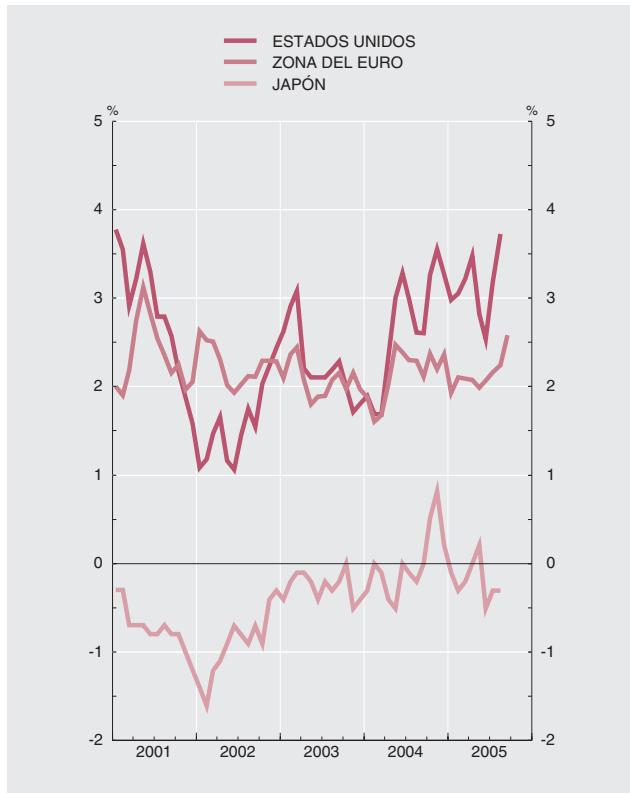
FUENTES: BCE y OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

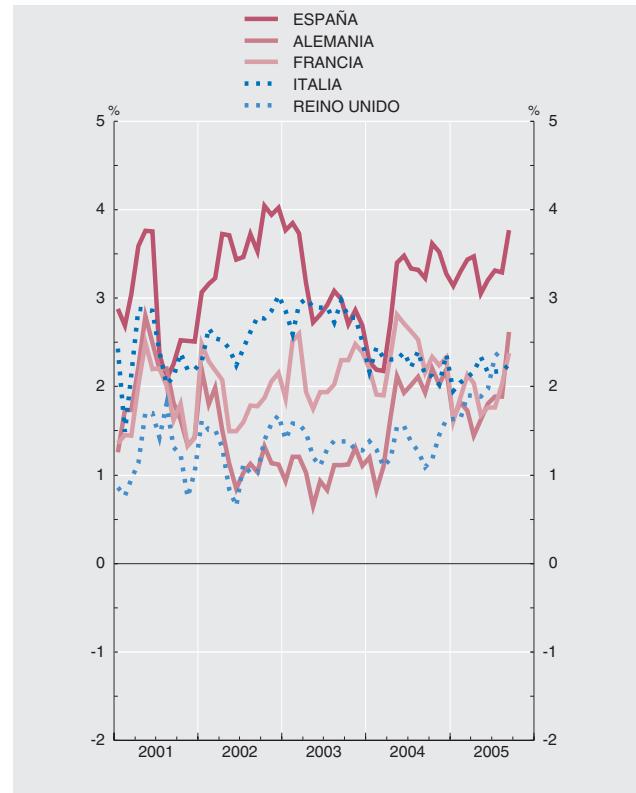
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
01	3,5	2,2	2,3	1,9	2,8	2,8	1,8	2,3	-0,7	1,2	
02	2,6	2,1	2,3	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3	
03	2,5	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,3	1,4	
04	2,5	2,0	2,1	1,8	3,0	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3	
04 Abr	2,1	1,8	2,0	1,7	2,7	2,3	2,4	2,3	-0,4	1,2	
May	2,7	2,3	2,5	2,1	3,4	3,0	2,8	2,3	-0,5	1,5	
Jun	2,8	2,2	2,4	1,9	3,5	3,3	2,7	2,4	-	1,6	
Jul	2,7	2,1	2,3	2,0	3,3	3,0	2,6	2,2	-0,1	1,4	
Ago	2,6	2,1	2,3	2,1	3,3	2,6	2,5	2,4	-0,2	1,3	
Sep	2,5	1,9	2,1	1,9	3,2	2,6	2,2	2,1	-	1,1	
Oct	2,8	2,1	2,4	2,2	3,6	3,3	2,3	2,1	0,5	1,2	
Nov	3,0	2,0	2,2	2,0	3,5	3,5	2,2	2,0	0,8	1,5	
Dic	2,8	2,2	2,4	2,2	3,3	3,3	2,3	2,4	0,2	1,6	
05 Ene	2,5	1,8	1,9	1,6	3,1	3,0	1,6	2,0	-0,1	1,6	
Feb	2,5	2,0	2,1	1,8	3,3	3,1	1,9	2,0	-0,3	1,6	
Mar	2,5	2,0	2,1	1,7	3,4	3,2	2,1	2,1	-0,2	1,9	
Abr	2,8	2,0	2,1	1,4	3,5	3,5	2,0	2,2	-	1,9	
May	2,4	1,9	2,0	1,6	3,0	2,8	1,7	2,3	0,2	1,9	
Jun	2,2	2,0	2,1	1,8	3,2	2,5	1,8	2,2	-0,5	2,0	
Jul	2,5	2,2	2,2	1,9	3,3	3,2	1,8	2,2	-0,3	2,3	
Ago	2,8	2,3	2,2	1,9	3,3	3,7	2,0	2,2	-0,3	2,4	
Sep	...	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.

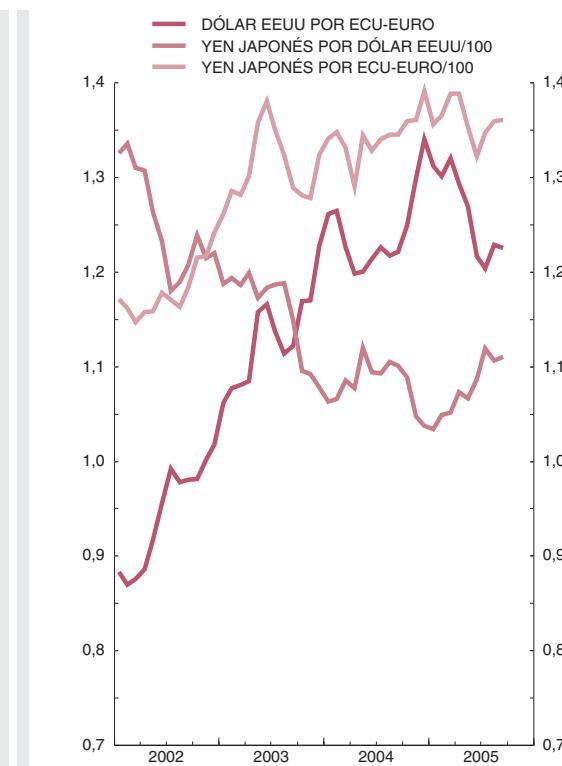
2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

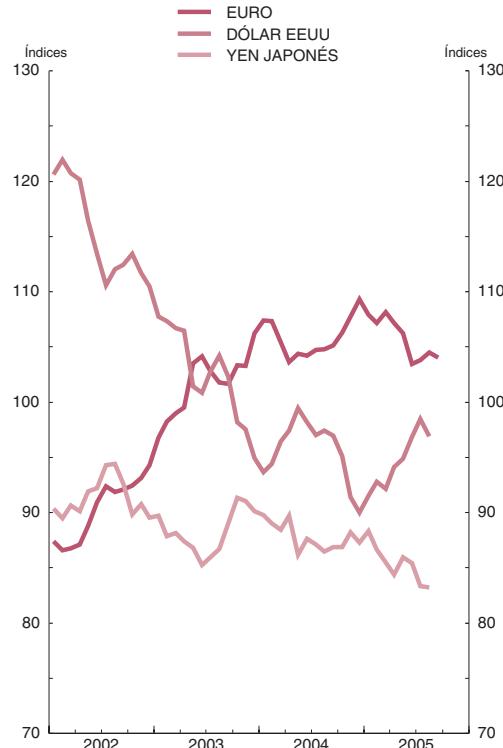
Media de cifras diarias

	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 euro/pecu	Yen japonés por euro/pecu	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	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 PAISES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

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

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

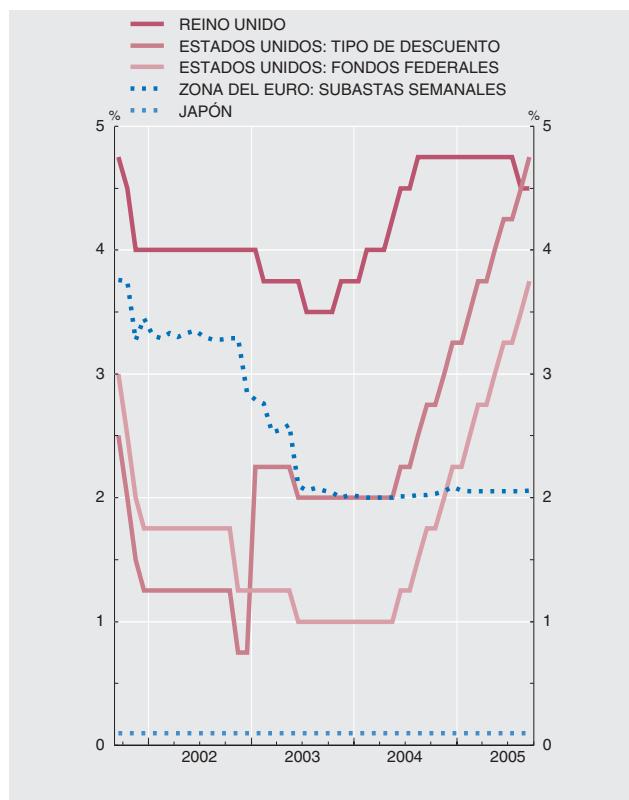
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

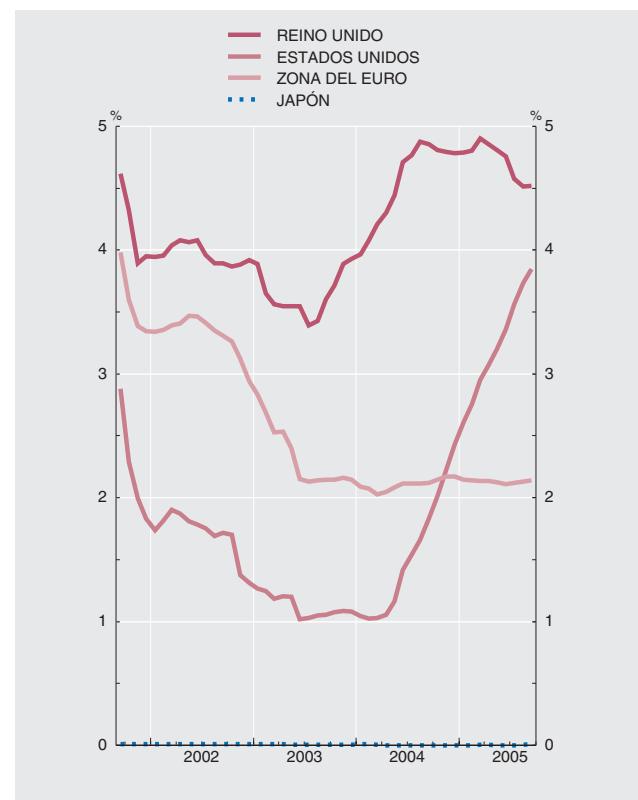
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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).

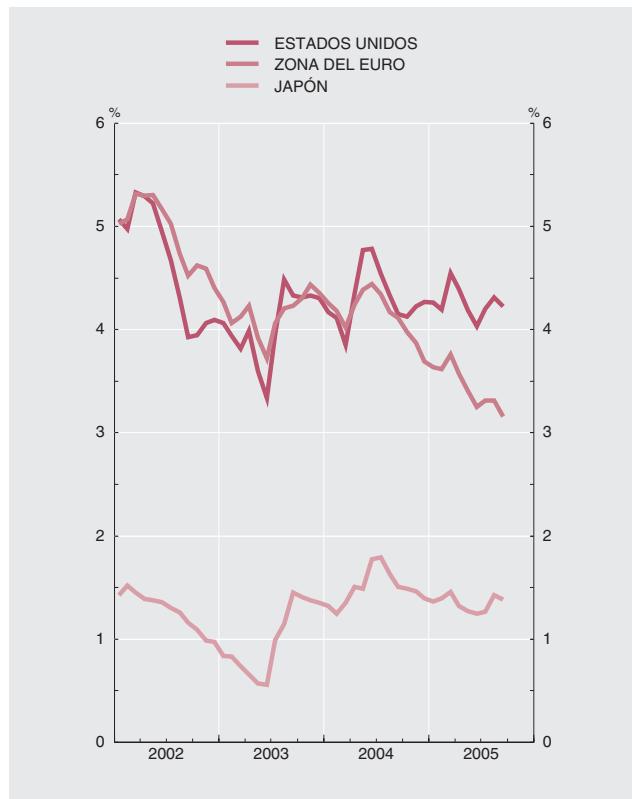
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

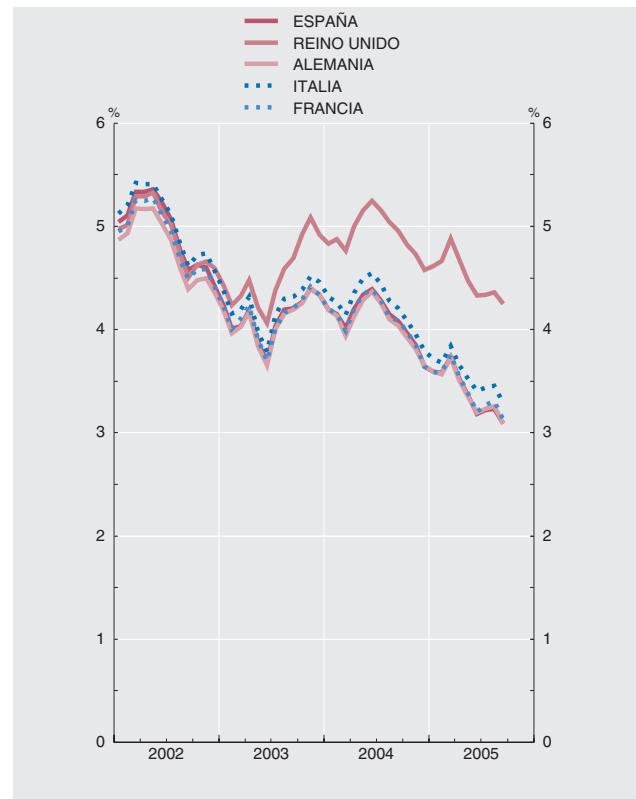
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
02	4,27	4,92	4,92	4,80	4,96	4,65	4,88	5,04	1,27	4,93	
03	3,68	4,22	4,16	4,10	4,12	4,04	4,13	4,24	0,99	4,53	
04	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93	
04 Abr	3,93	4,34	4,24	4,13	4,20	4,35	4,20	4,35	1,51	5,00	
May	4,16	4,50	4,39	4,29	4,33	4,77	4,34	4,50	1,49	5,16	
Jun	4,24	4,56	4,44	4,37	4,39	4,79	4,39	4,55	1,77	5,25	
Jul	4,10	4,46	4,34	4,26	4,28	4,54	4,28	4,44	1,79	5,15	
Ago	3,93	4,30	4,17	4,10	4,15	4,33	4,12	4,28	1,63	5,04	
Sep	3,80	4,24	4,11	4,04	4,08	4,15	4,09	4,20	1,50	4,96	
Oct	3,74	4,12	3,98	3,92	3,97	4,13	3,98	4,08	1,49	4,82	
Nov	3,73	4,01	3,87	3,82	3,85	4,22	3,86	3,96	1,46	4,74	
Dic	3,66	3,82	3,69	3,65	3,64	4,27	3,64	3,79	1,39	4,58	
05 Ene	3,63	3,77	3,63	3,59	3,59	4,26	3,58	3,72	1,36	4,62	
Feb	3,60	3,76	3,62	3,57	3,58	4,20	3,59	3,68	1,40	4,66	
Mar	3,83	3,93	3,76	3,73	3,73	4,55	3,76	3,84	1,46	4,88	
Abr	3,66	3,73	3,57	3,51	3,53	4,39	3,55	3,66	1,32	4,69	
May	3,49	3,56	3,41	3,35	3,36	4,19	3,38	3,52	1,27	4,47	
Jun	3,36	3,40	3,25	3,19	3,19	4,04	3,20	3,41	1,24	4,33	
Jul	3,44	3,44	3,32	3,23	3,22	4,20	3,27	3,44	1,26	4,34	
Ago	3,52	3,47	3,32	3,26	3,23	4,31	3,30	3,46	1,43	4,36	
Sep	3,42	3,31	3,16	3,09	3,09	4,23	3,13	3,29	1,38	4,25	

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.

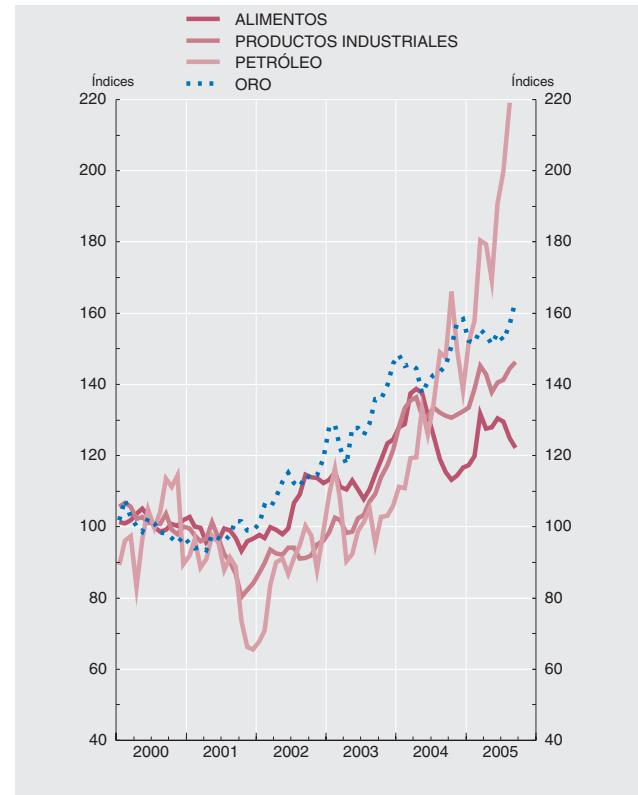
Base 2000 = 100

	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							
	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	
Apr	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.

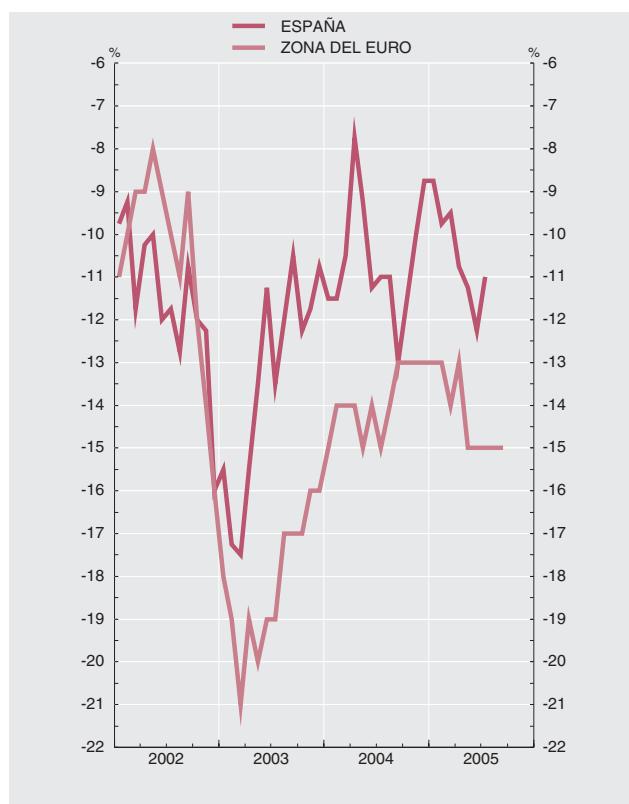
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

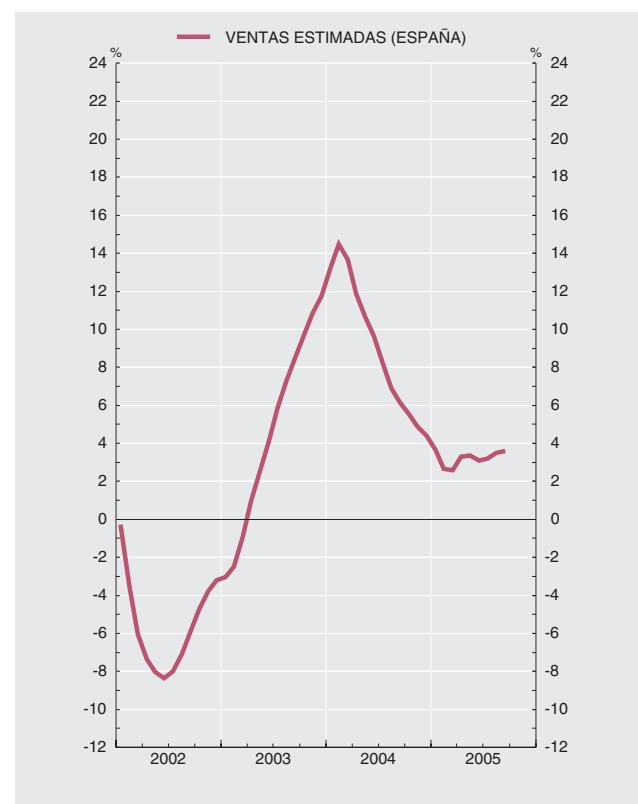
	Encuestas de opinión (porcentajes netos)							Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice 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	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)	Resto (c)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
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	0,3	
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	0,4	
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	0,8	
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	0,8	
05 E-S	A	...	...	-6	-14	-8	2,5	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	0,2	
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	1,4	
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	1,4	
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	1,1	
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	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	1,5	
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	-1,0	
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	2,2	
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	0,6	
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	0,1	
Ago	A	...	...	...	-4	-15	-9	9,3	9,1	9,5	7,4	6,3	3,1	5,1	2,0	4,0	1,5
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. Suplement 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.

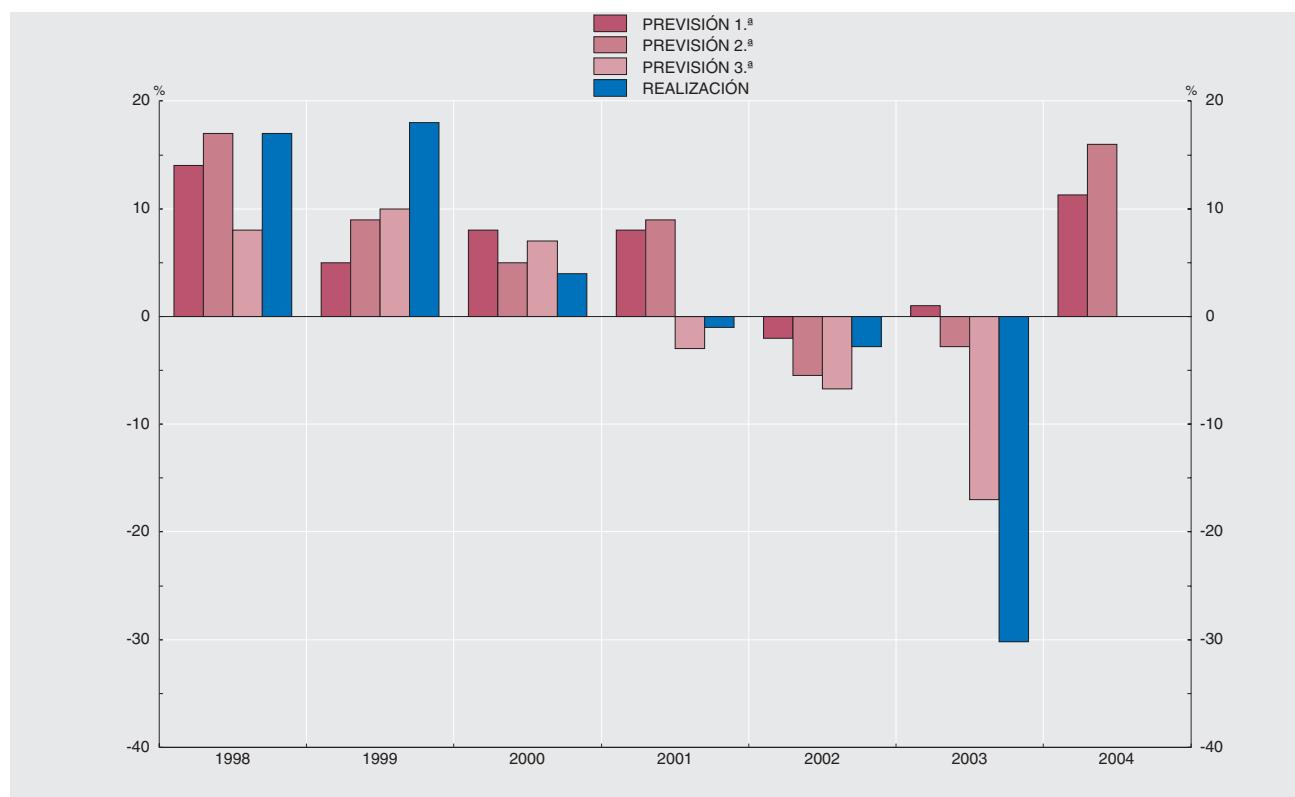
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

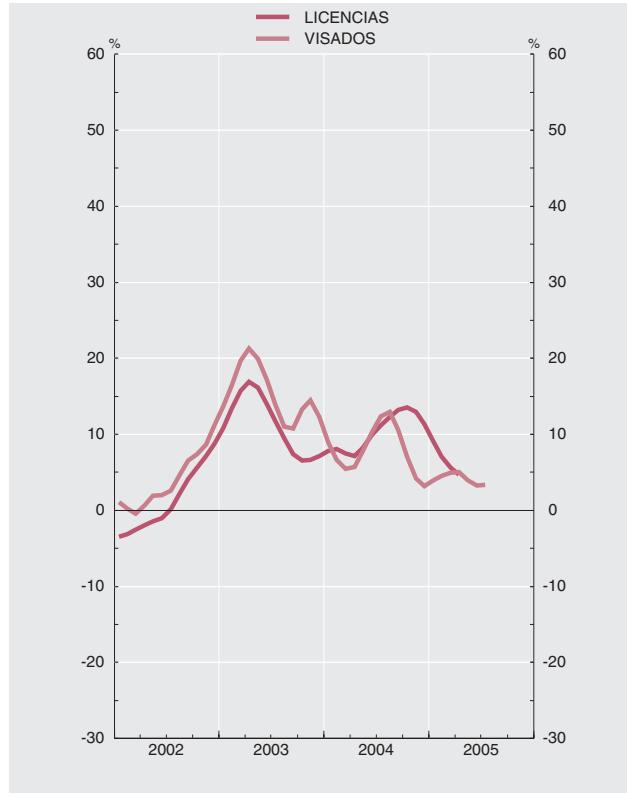
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

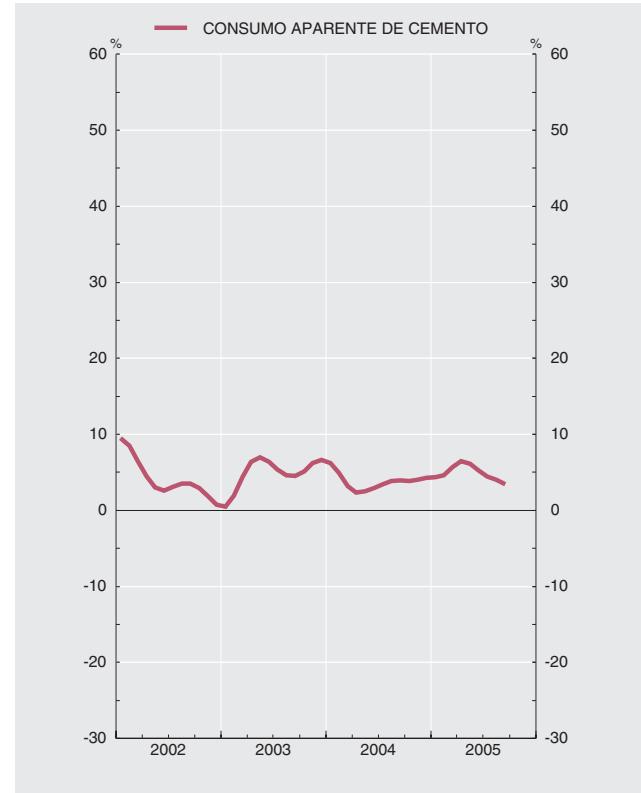
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento		
	Total	De la cual			Total	De la cual			Total		Edificación								
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Ingeniería civil						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14						
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.

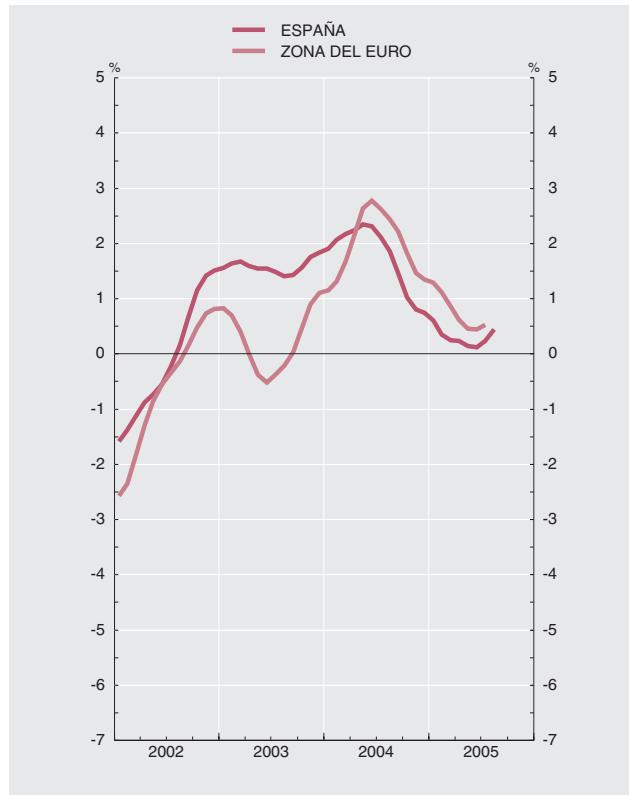
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

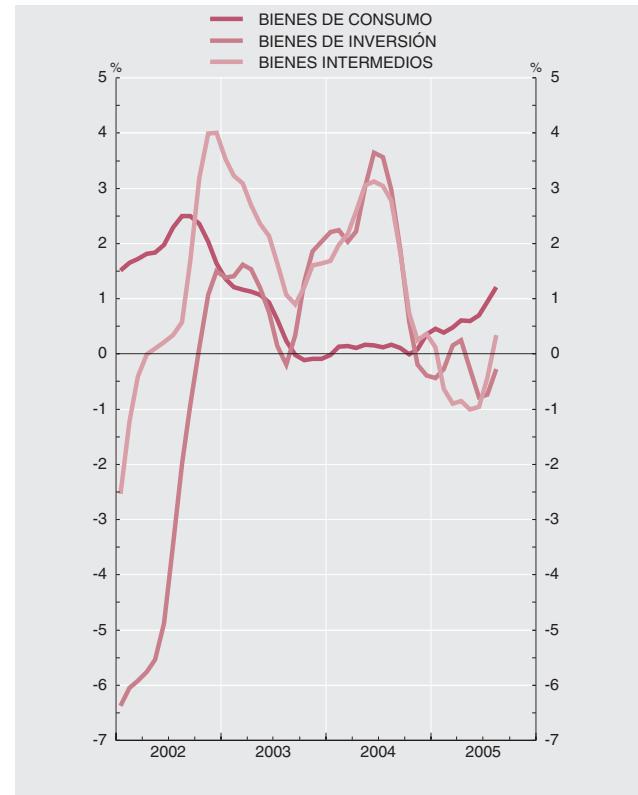
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro						
			Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Total	Del cual		Por destino económico de los bienes			
	Total	Serie original	1 T 12	3	4	5	6	7	8		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.

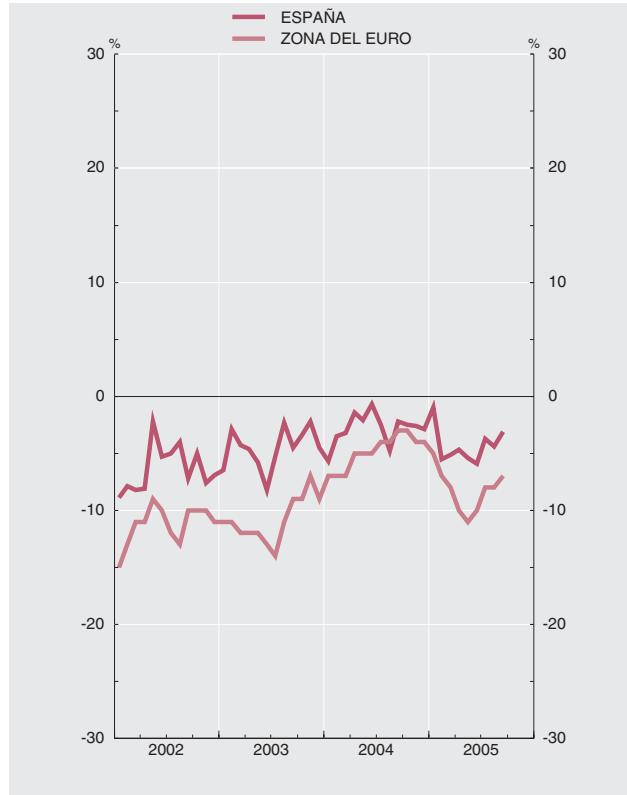
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

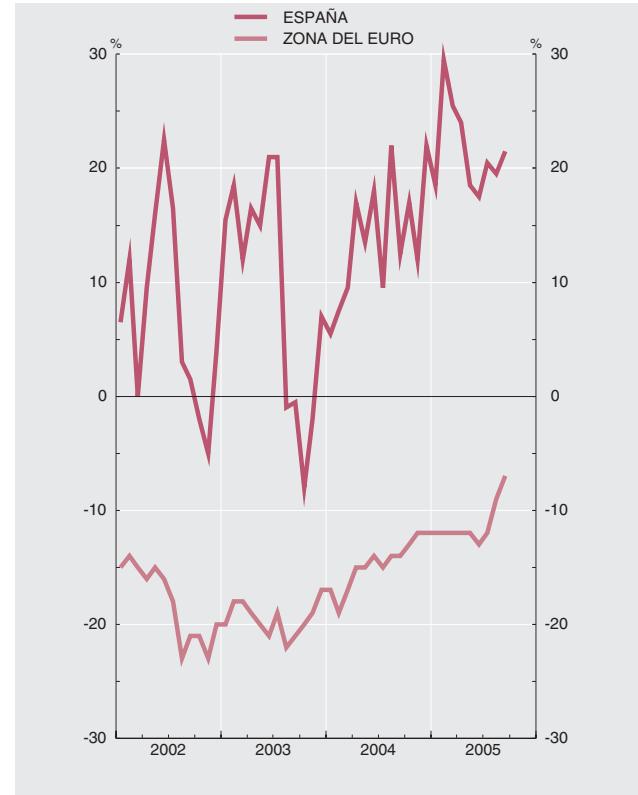
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro						
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción	
								Consumo	Equipos	Intermedios	Otros sectores				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		
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	19	30	-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	-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.

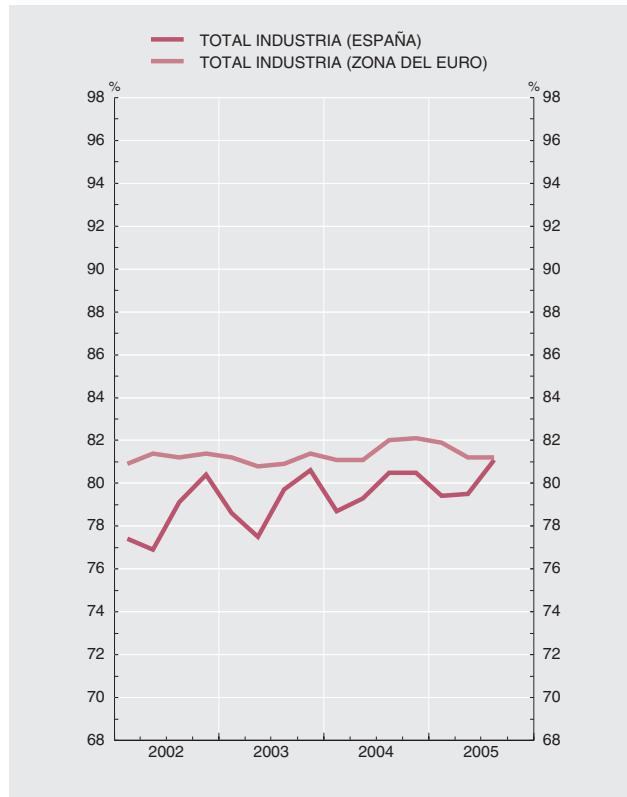
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

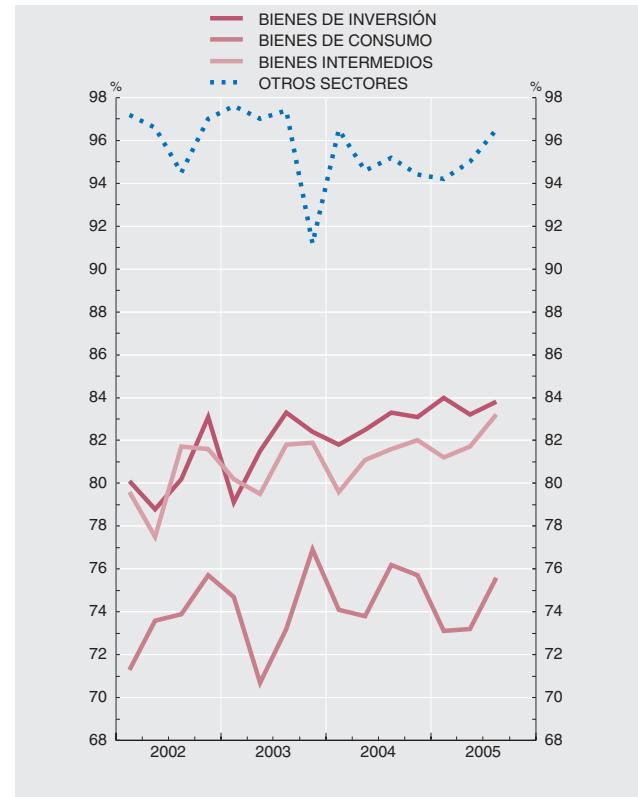
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utili- zación de la capaci- dad produc- tiva (%)
	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada			
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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.

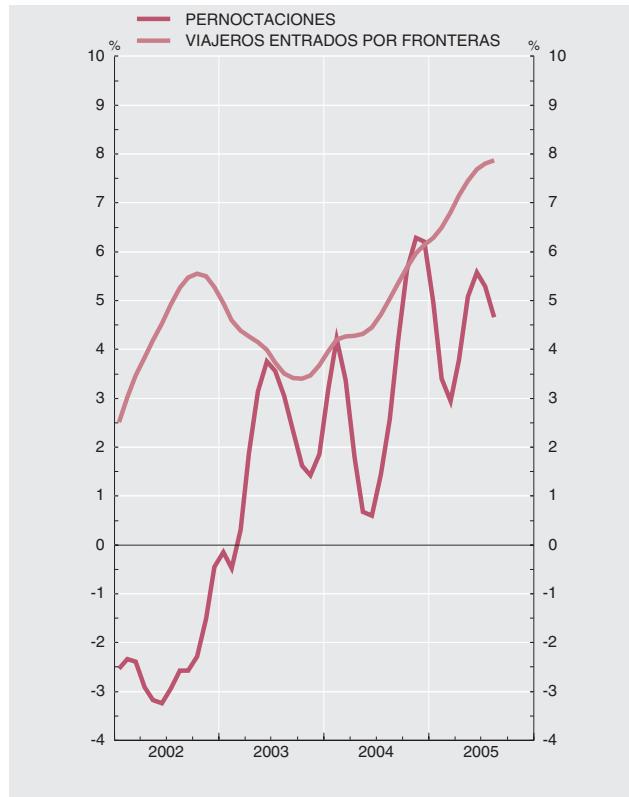
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

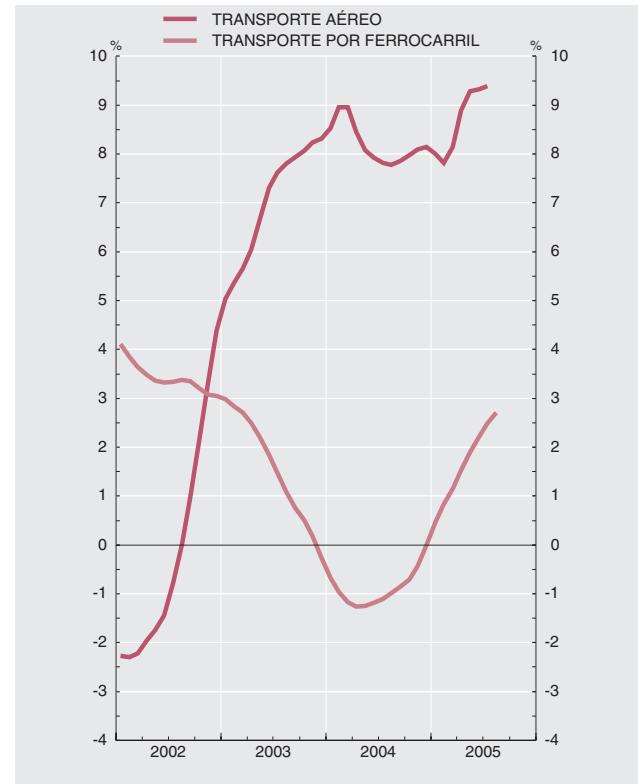
Tasas de variación interanual

	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		
								Total	En vuelos nacionales							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	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	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	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	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	-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
Apr	P	-1,4	-3,6	-6,7	-5,5	-0,7	0,0	-1,7	5,4	12,3	0,4	-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.

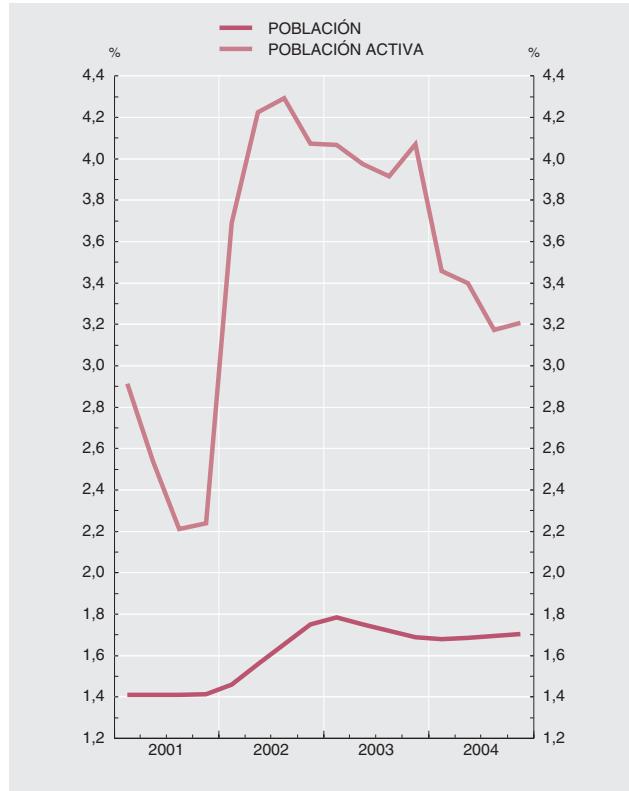
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

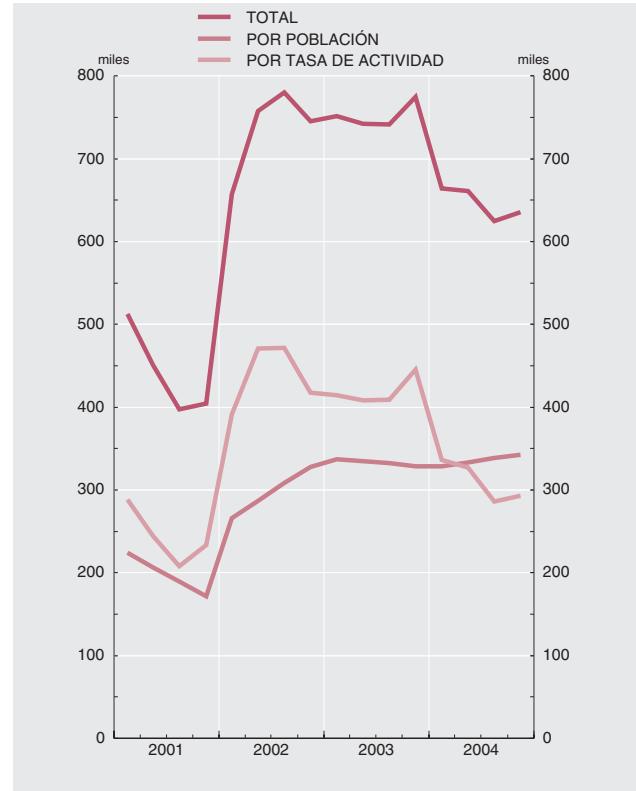
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	4		Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			
							6	7	8	
02	M	34 615	547	1,6	54,27	18 786	735	297	438	
03	M	35 215	601	1,7	55,48	19 538	753	333	419	
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	
04 I-II	M	35 659	590	1,7	56,06	19 990	1 325	662	664	
05 I-II	M	36 261	602	1,7	57,13	20 716	1 451	688	763	
02 IV		34 846	600	1,8	54,63	19 037	745	328	418	
03 I		34 996	613	1,8	54,93	19 223	751	337	414	
II		35 142	605	1,8	55,30	19 432	743	334	408	
III		35 288	597	1,7	55,79	19 685	742	333	409	
IV		35 434	588	1,7	55,91	19 812	775	329	446	
04 I		35 583	587	1,7	55,89	19 888	664	328	336	
II		35 735	593	1,7	56,23	20 093	661	333	327	
III		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	
IV		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	
II		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	

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)

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.

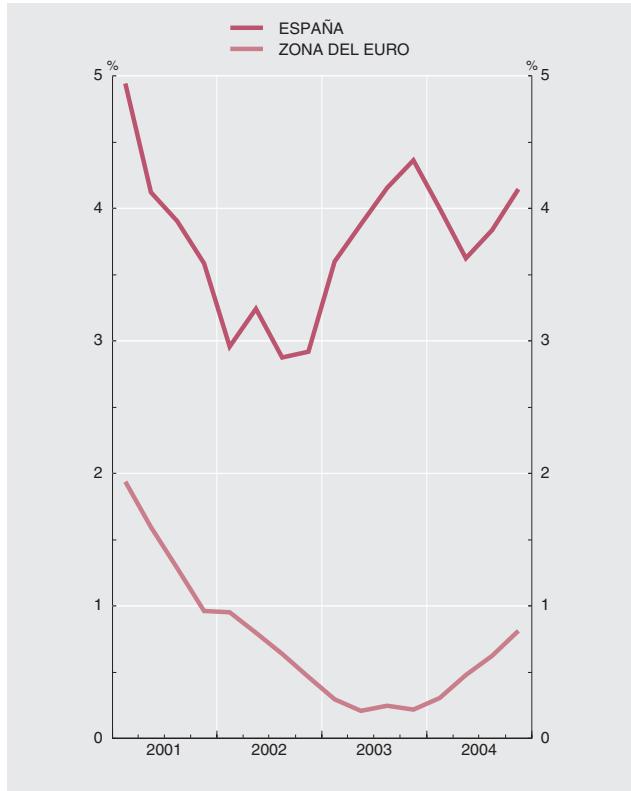
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

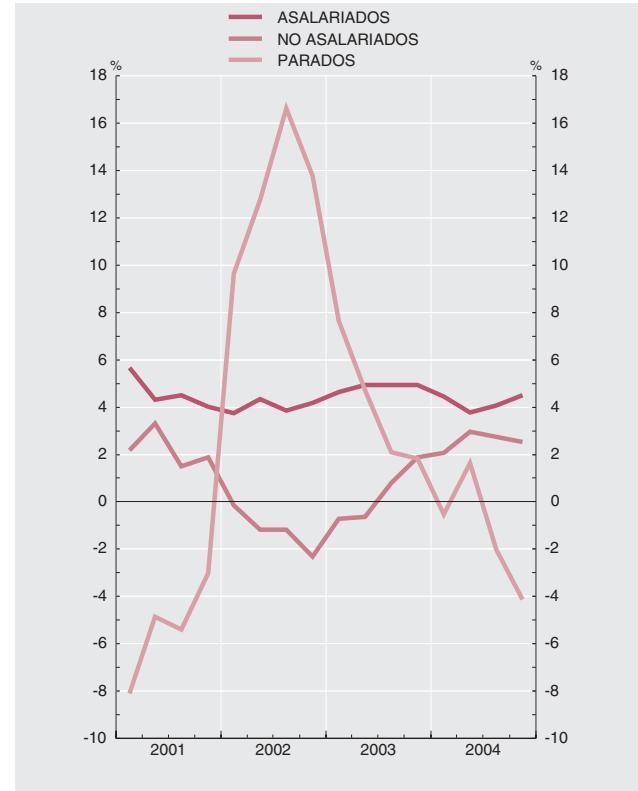
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)		
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas (Miles de personas)	1 T 4	13,2	0,7	8,27	
02	M	16 630	484	3,0	13 472	522	4,0	3 158	-38	-1,2	2 155	251	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	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
II		17 241	644	3,9	14 078	664	4,9	3 163	-20	-0,6	2 191	99	4,7	11,28	0,2	8,71
III		17 459	696	4,2	14 293	672	4,9	3 166	25	0,8	2 226	45	2,1	11,31	0,2	8,74
IV		17 560	734	4,4	14 375	676	4,9	3 185	59	1,9	2 252	40	1,8	11,37	0,2	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
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
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
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
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)

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.

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

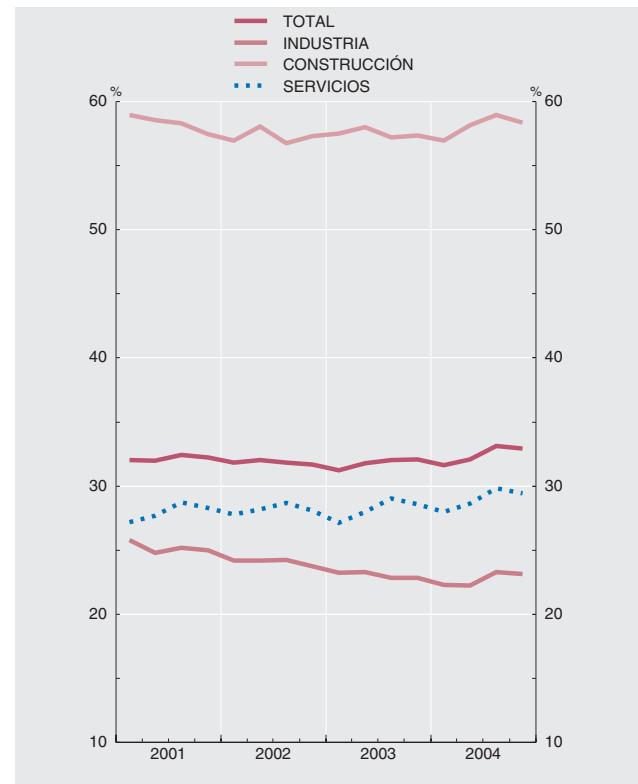
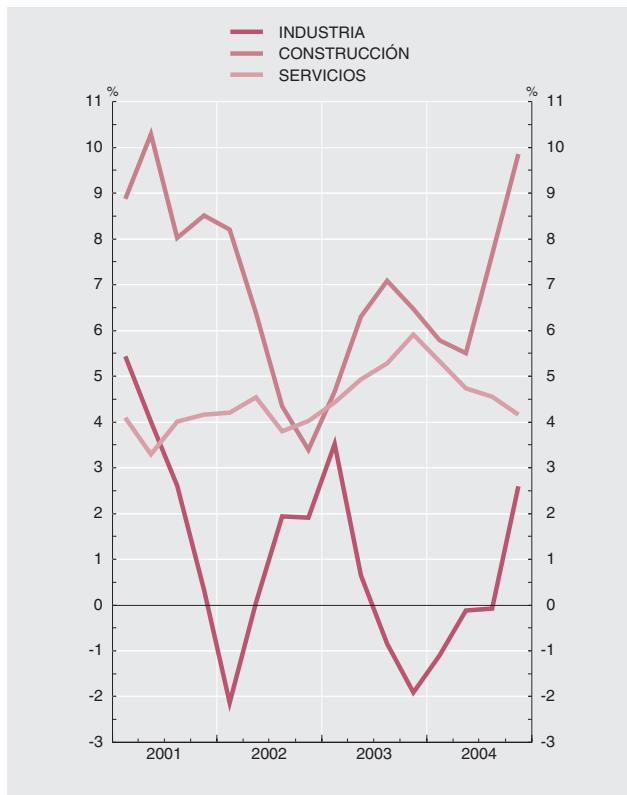
■ Serie representada gráficamente.

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	4,8	4,8	3,6	-3,8	6,9	6,9	4,3	6,1	...	...
02 I/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
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
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
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
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
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
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	...	...
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.

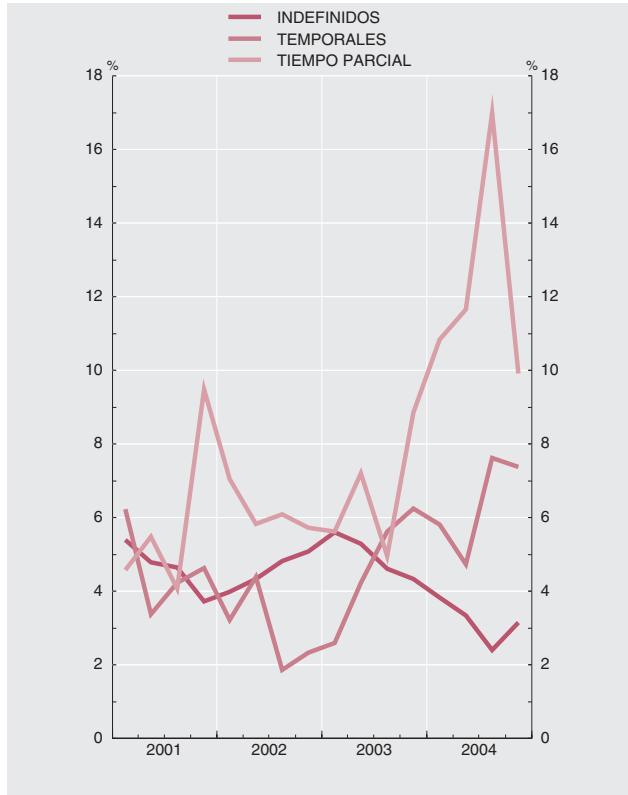
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

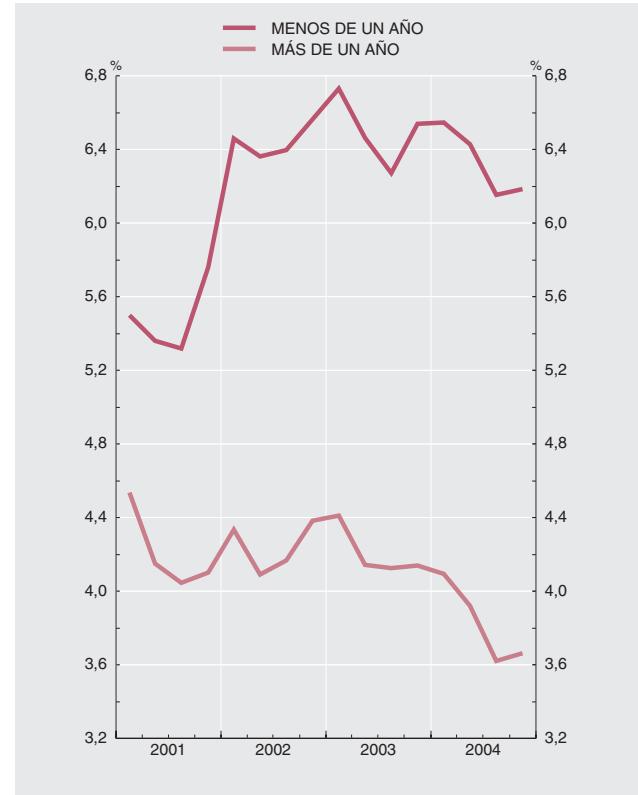
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Asalariados															Parados						
Por tipo de contrato										Por duración de jornada					Por duración			% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)			
Indefinido			Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año									
Variación interanual (Miles de personas)	1	2	Variación interanual (Miles de personas)	3	4	Ratio de temporalidad (%)	5	Variación interanual (Miles de personas)	6	Variación interanual (Miles de personas)	7	Variación interanual (Miles de personas)	8	% sobre asalariados	9	Tasa de paro (%) (a)	10	Tasa de paro (%) (a)	11	Cambio de residencia	
	T	4		T	4				T		T		T		T	T	4	T	4	15	Menor salario
																				16	Menor categoría
																				17	
02	M	400	4,6	122	2,9	31,84		458	3,8	65	6,2	8,30	6,45	22,3	4,24	5,0	20,16	43,32	48,93		
03	M	455	4,9	201	4,7	31,77		581	4,7	75	6,7	8,44	6,50	4,9	4,20	3,0	19,99	42,30	47,61		
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44		447	3,5	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 I/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		
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		
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		
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		
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		
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		
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	...	...	...
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)

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.

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

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

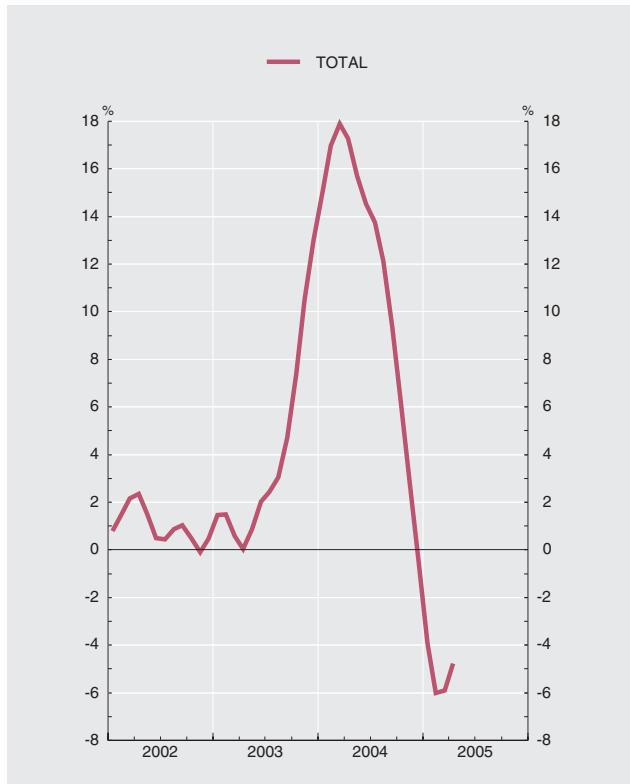
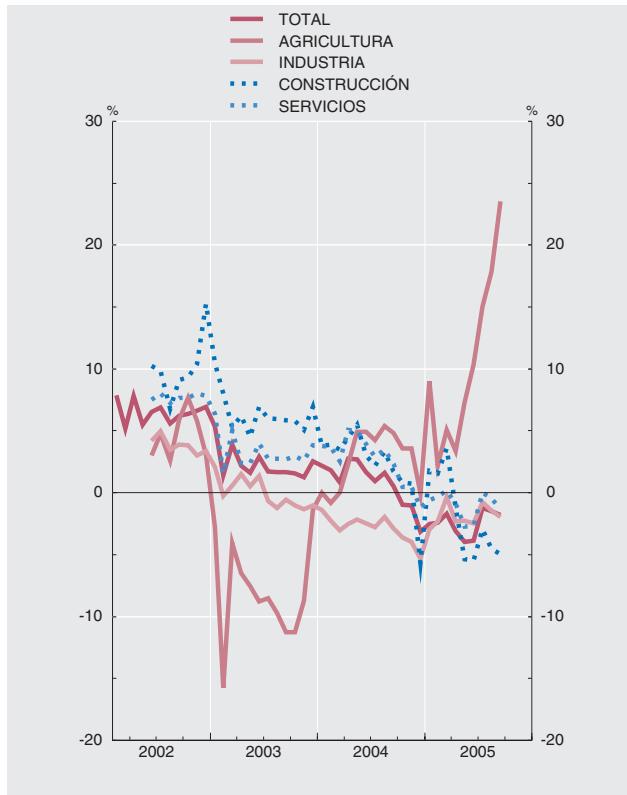
	Paro registrado												Contratos				Colocaciones		
	Total		Sin empleo anterior		Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total		Total				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 ¹ T 12	1 ¹ T 12	1 ¹ T 12						Miles de personas	1 ¹ T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 ¹ T 12		
					Total	Agri-cultura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios									
02	M	2 050	153	8,0	2,7	-8,2	3,1	...	6,4	3,3	1 182	0,9	9,05	20,80	90,95	1 145	1,0
03	M	2 097	47	2,3	-0,5	...	1,7	2,7	1,6	...	2,2	2,7	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	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.

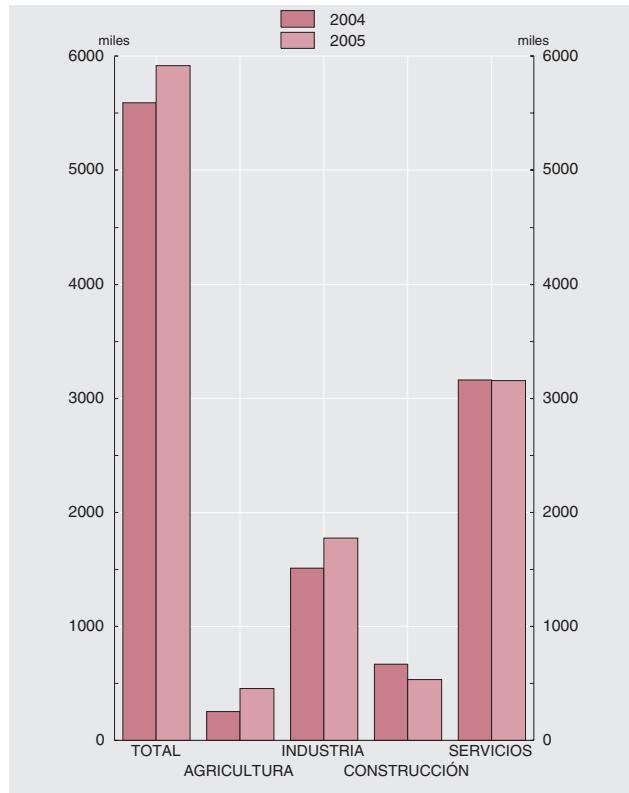
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

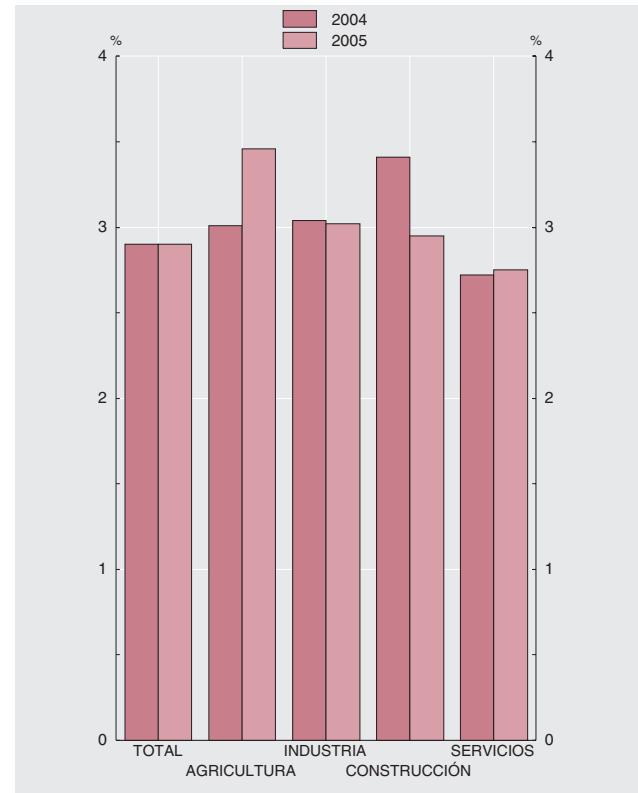
Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro													
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado									
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
02	9 697	3,85	5 528	2 280	7 808	202	589	2 538	771	3 910	2,82	3,62	3,05	3,49	2,84	3,52	3,03
03	9 995	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
04	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
04 Feb	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
Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
05 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	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 I-V		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	...		

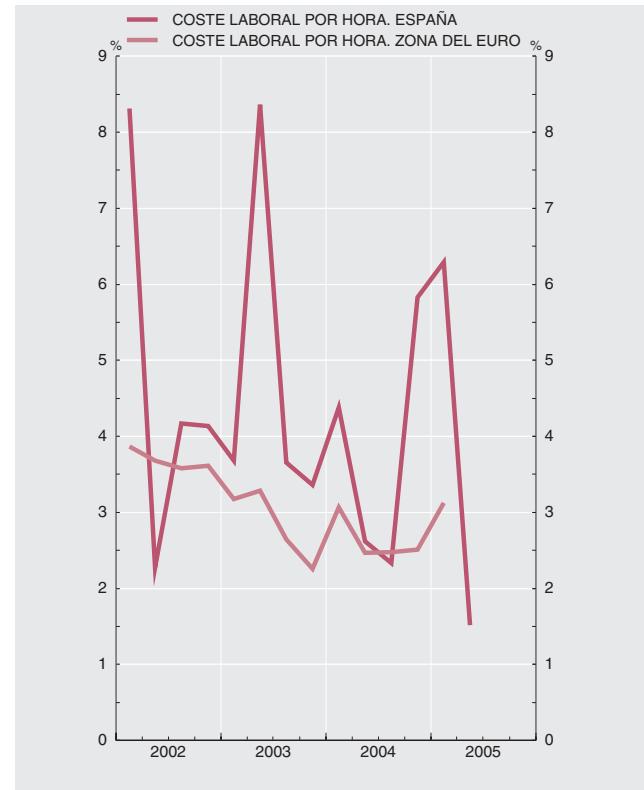
POR TRABAJADOR Y MES

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.

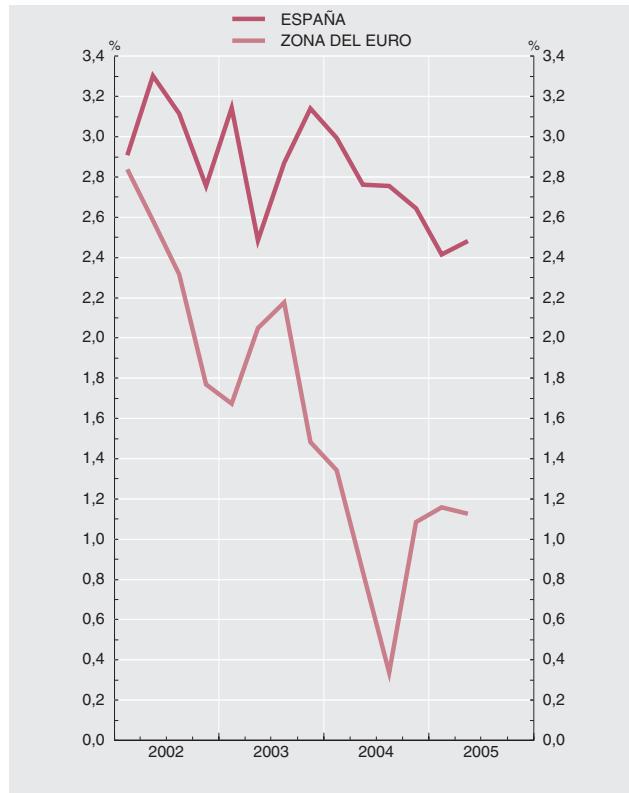
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

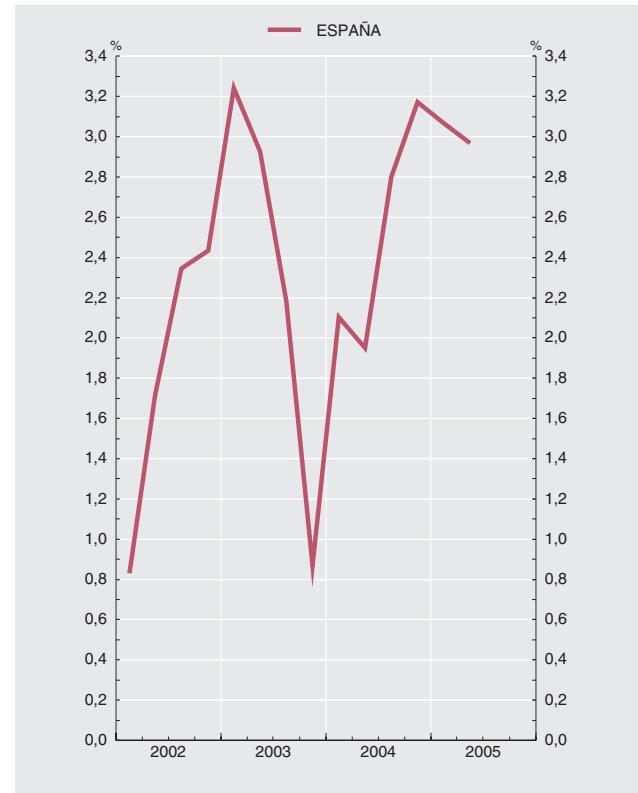
Tasas de variación interanual

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

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.

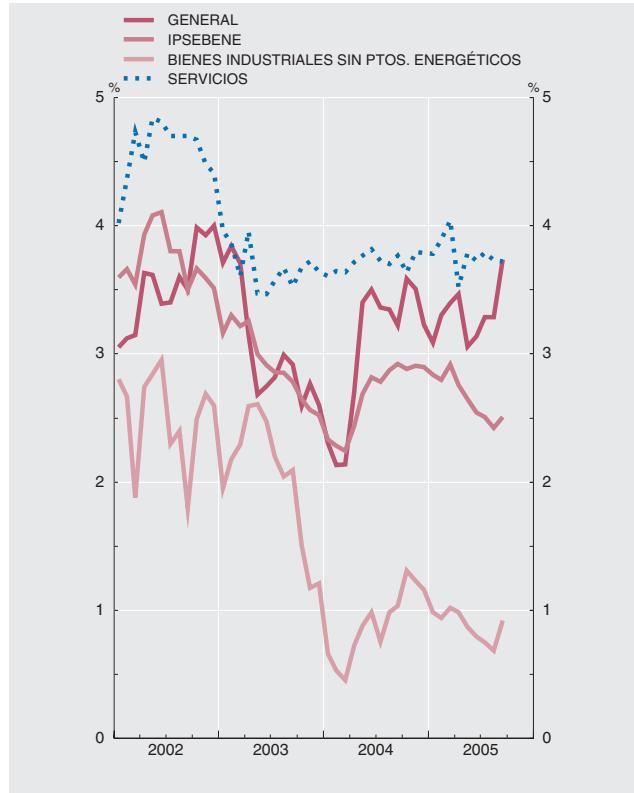
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

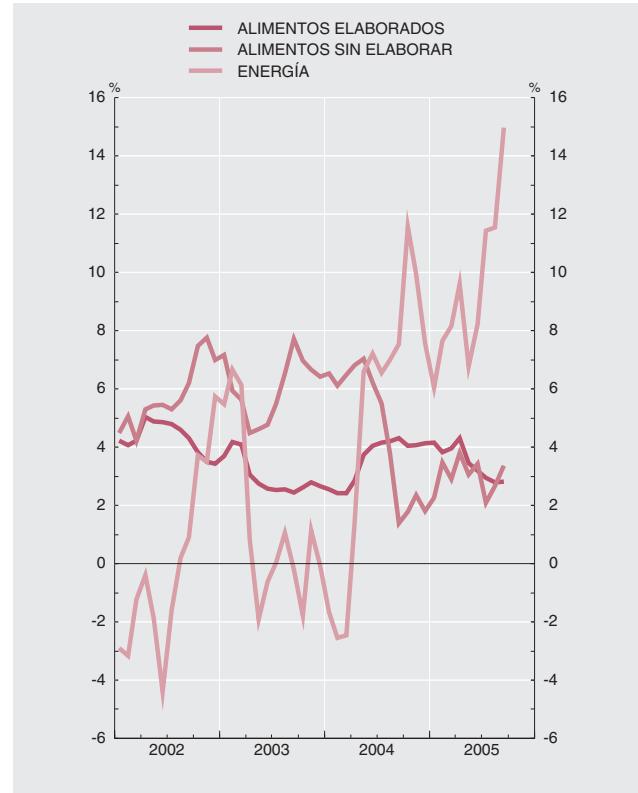
Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T ₁₂)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂ (c)	s/ dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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)

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)

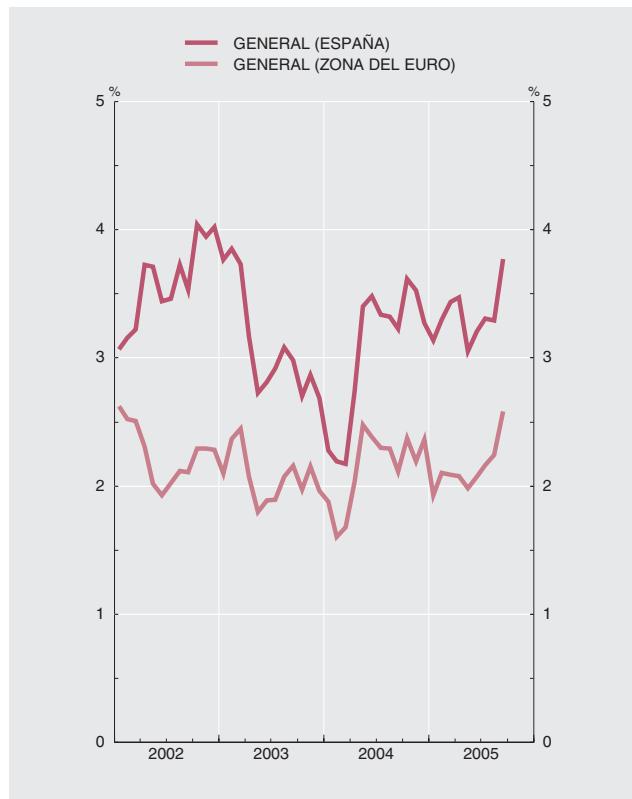
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios								
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro	España	Zona del euro					
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía										
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro									
02	M	3,6	2,3	3,0	1,7	4,8	3,1	4,9	3,1	4,7	3,1	1,0	2,6	1,5	-0,2	-0,6	4,6	3,1	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	1,2	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5	3,7	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	3,7	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	3,6	2,6	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	3,7	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						

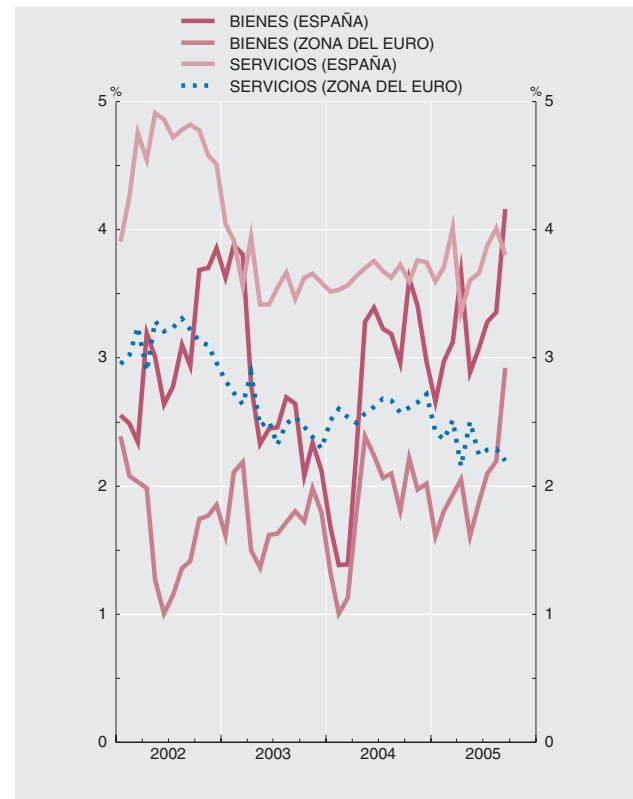
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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.eurostat.eu.int)

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

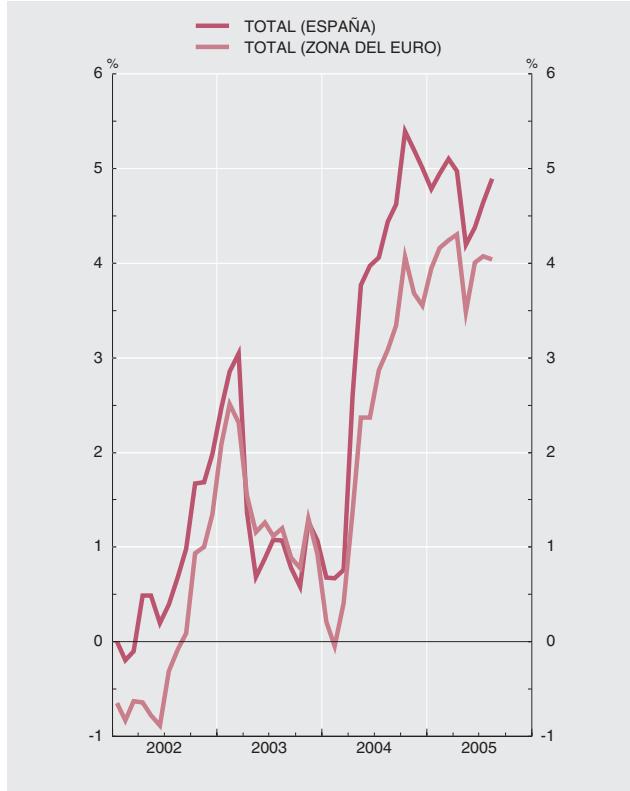
■ Serie representada gráficamente.

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 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	m 1 (b)	T 12	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	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

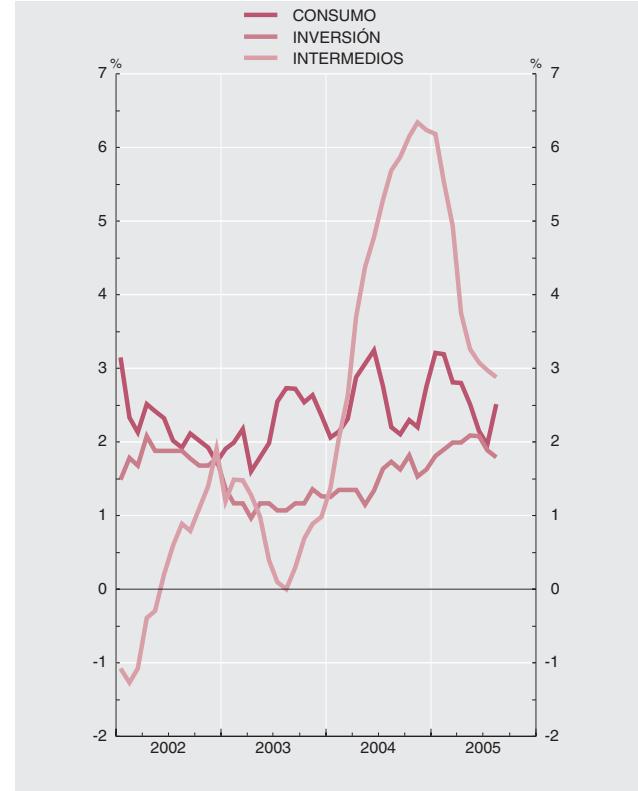
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

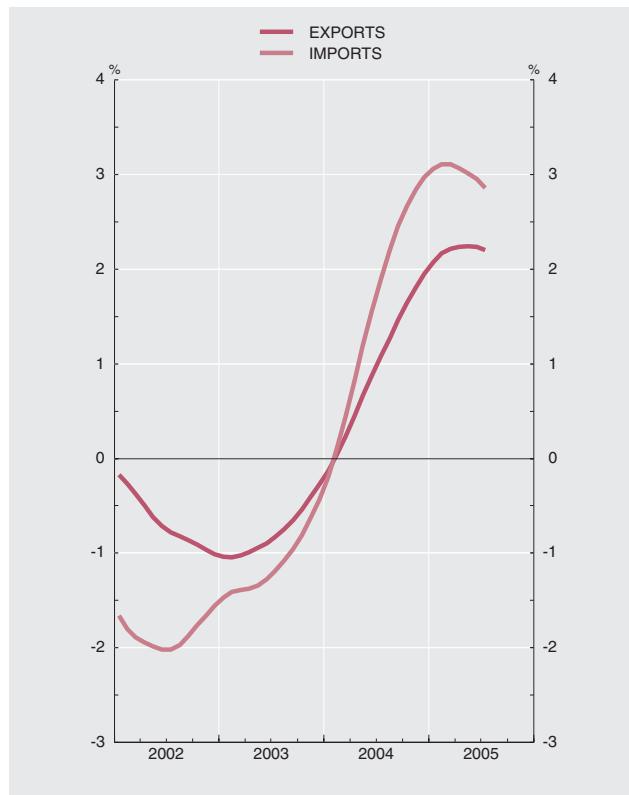
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA.

■ Serie representada gráficamente.

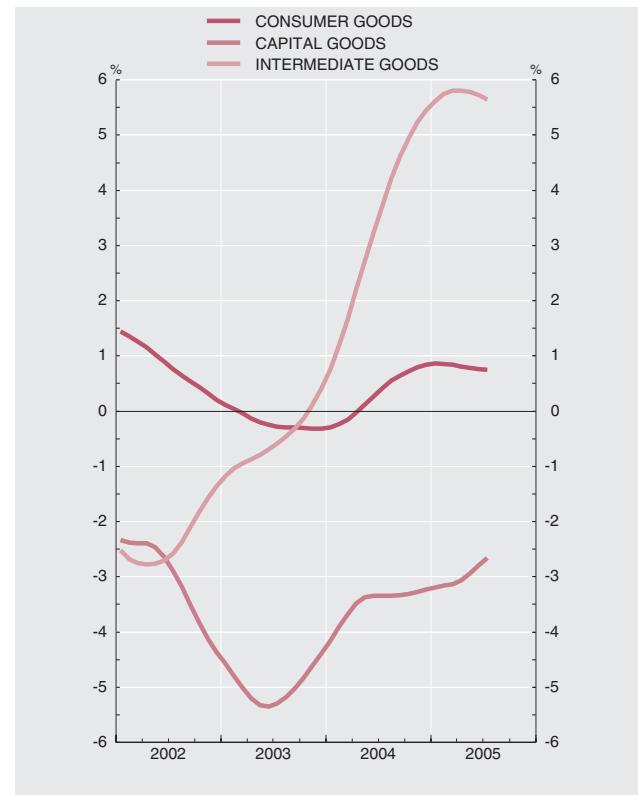
Tasas de variación interanual

	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).

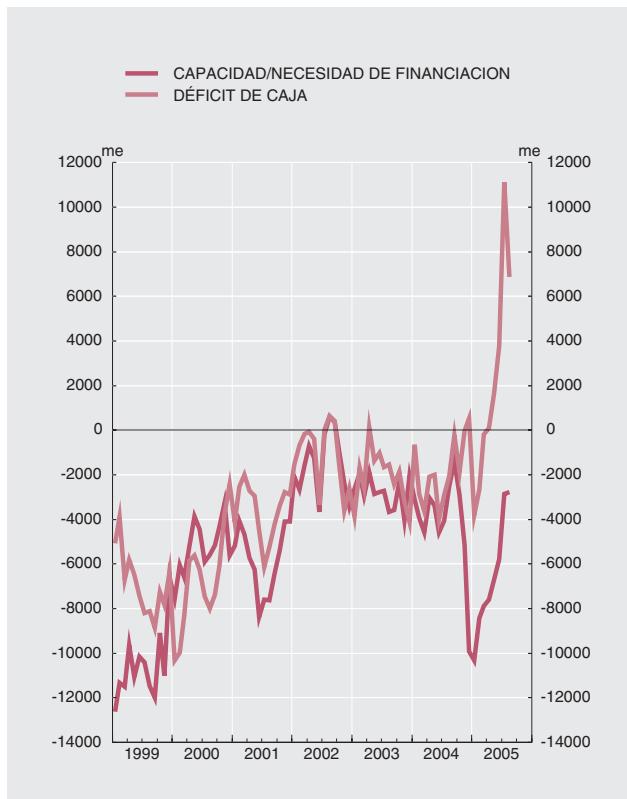
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

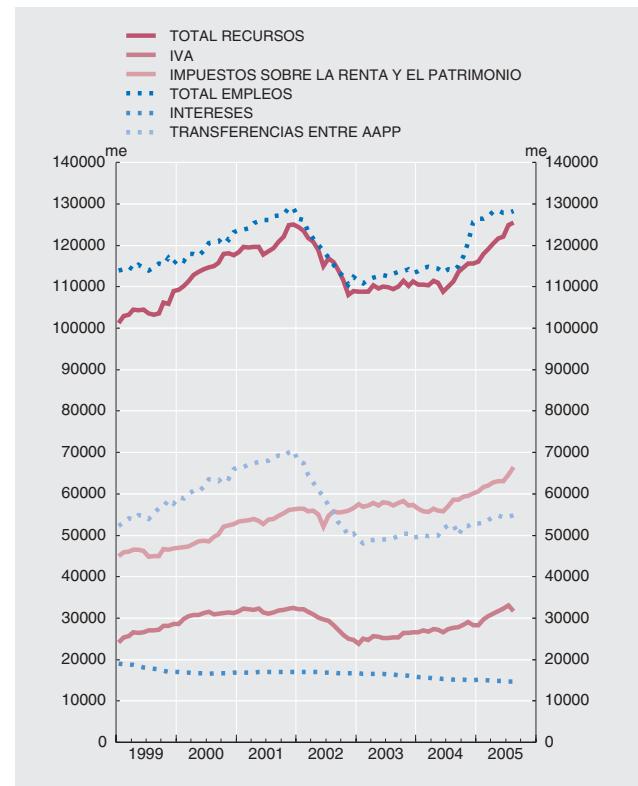
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos	
		1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	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
(Suma móvil 12 meses)



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

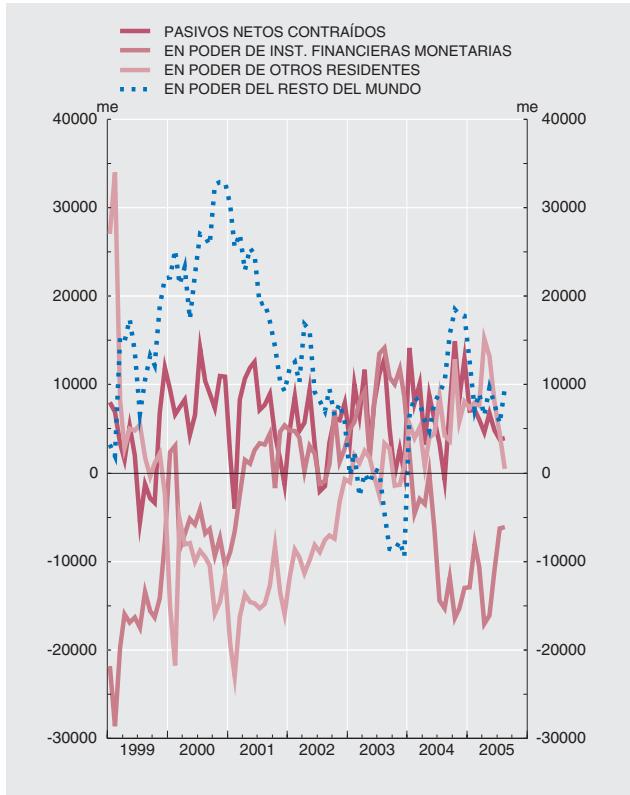
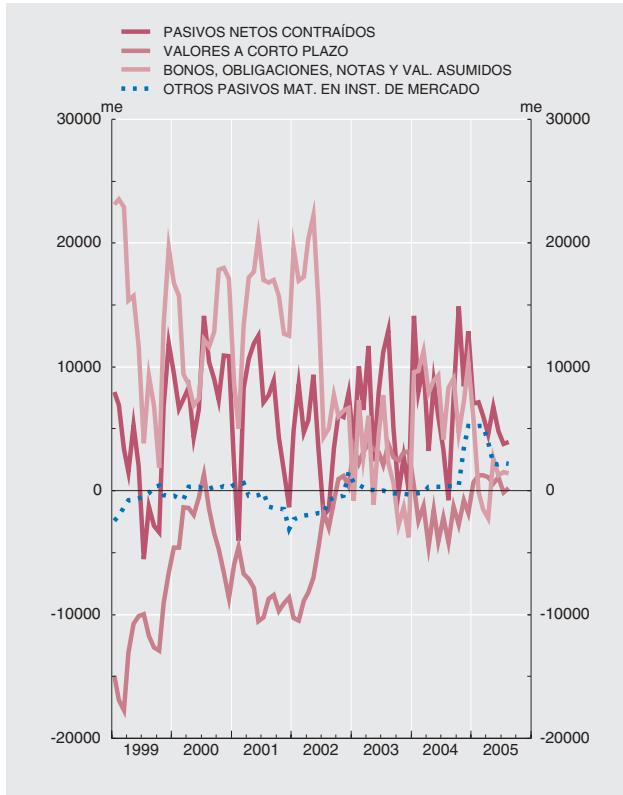
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
	Del cual	Depósitos en el Banco de España	Por instrumentos						Por sectores de contrapartida						
			Del cual		En monedas distintas de la peseta/euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo		
			Total	4	5	6	7	8	9	10	Total	12	13	14	15
1	2	3	4	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
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
Apr	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 de 12 meses)



FUENTE: BE.

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

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

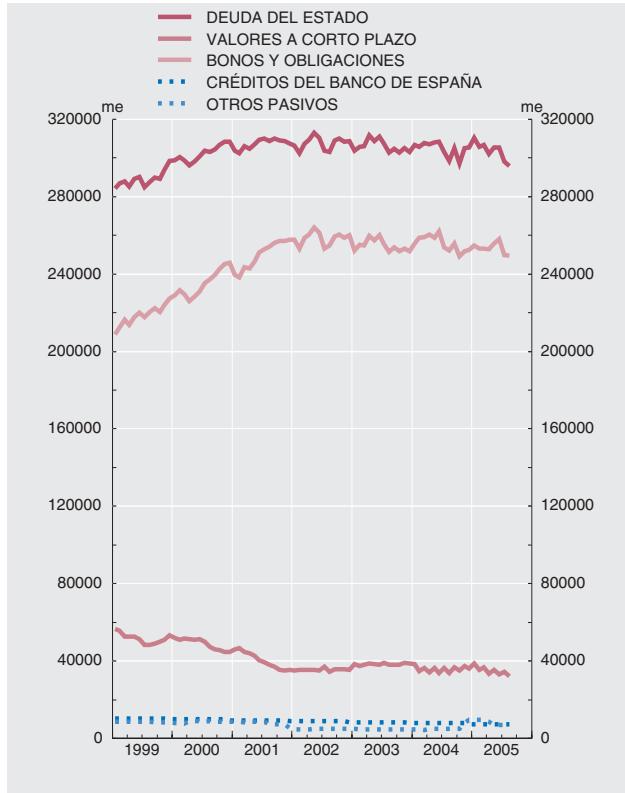
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

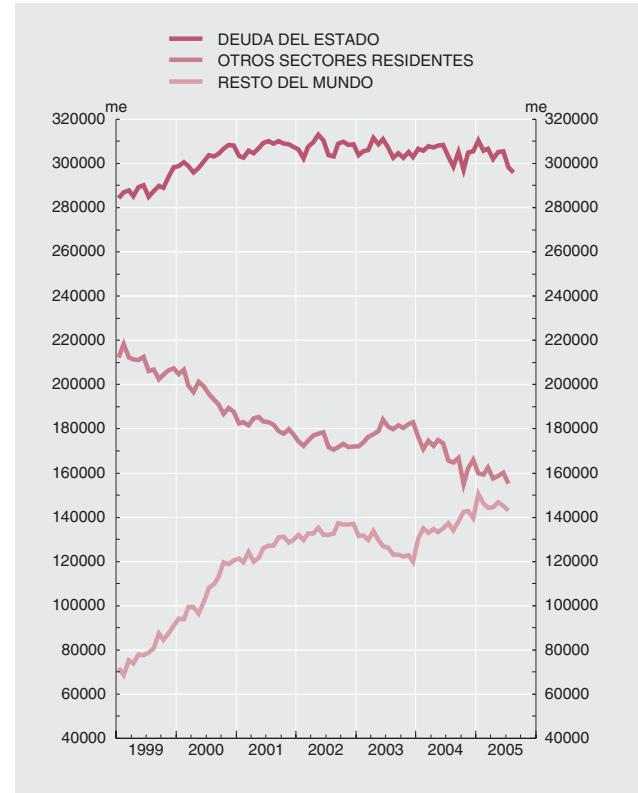
Millones de euros

Deuda del Estado elabora- da según la meto- dología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:				
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos presta- dos (saldo vivo)		
			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materiali- zados en instrumen- tos de mercado (a)	Total	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residen- tes			
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
Apr	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.

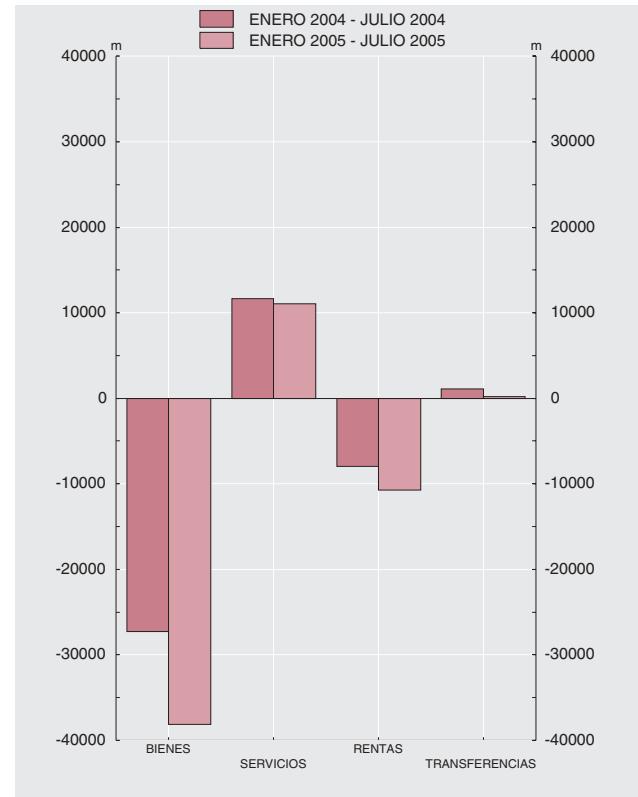
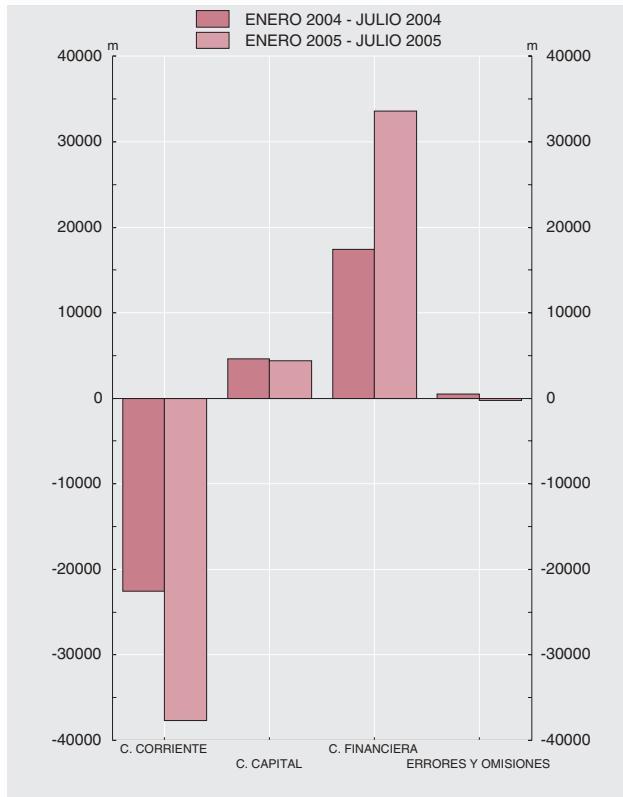
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

	Cuenta corriente (a)															Millones de euros	
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes			
		Saldo		Ingresos	Pagos	Saldo		Ingresos	Pagos								
		Total	1=2+5+ 10+13	Saldo	Ingresos	Total	Saldo	Ingresos	Total	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	
		3	2=3-4	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=16 (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
Apr	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).

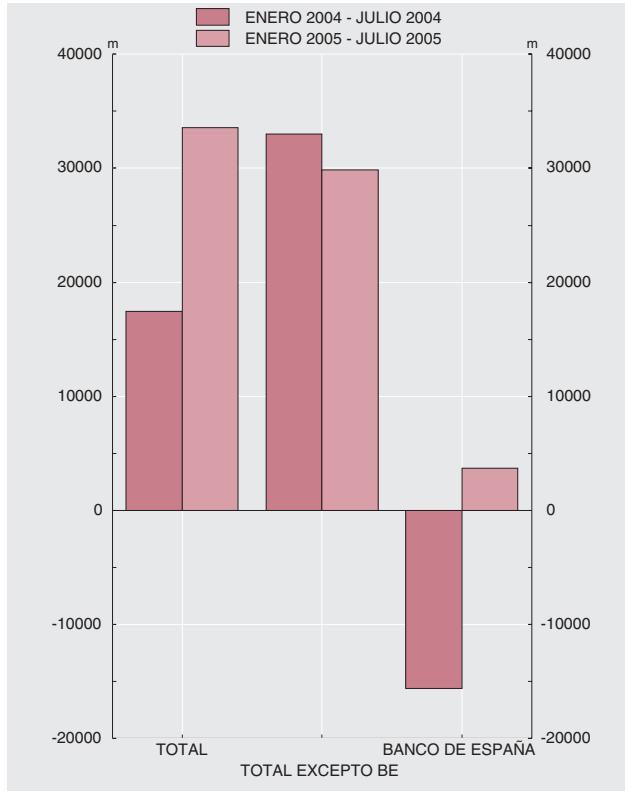
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

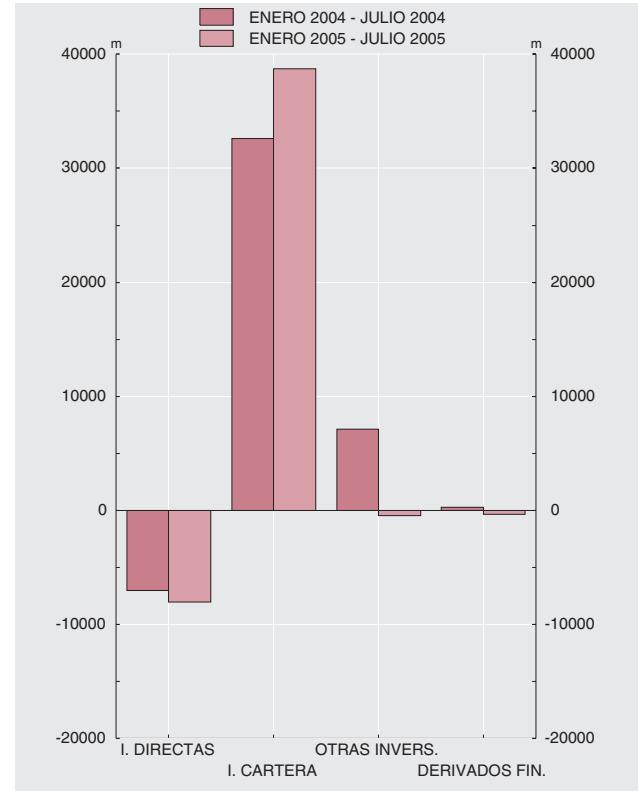
Millones de euros

Cuenta finan- ciaria (VNP- VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP- VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA)	Total (VNP- VNA)	Reser- vas (e)	Activos frente al Euro- sistema (e)	Otros activos netos (VNP- VNA)	
		Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)						
1=	2=3+6+	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+	14	15	16	
2+13	9+12											15+16				
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
Apr	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 FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

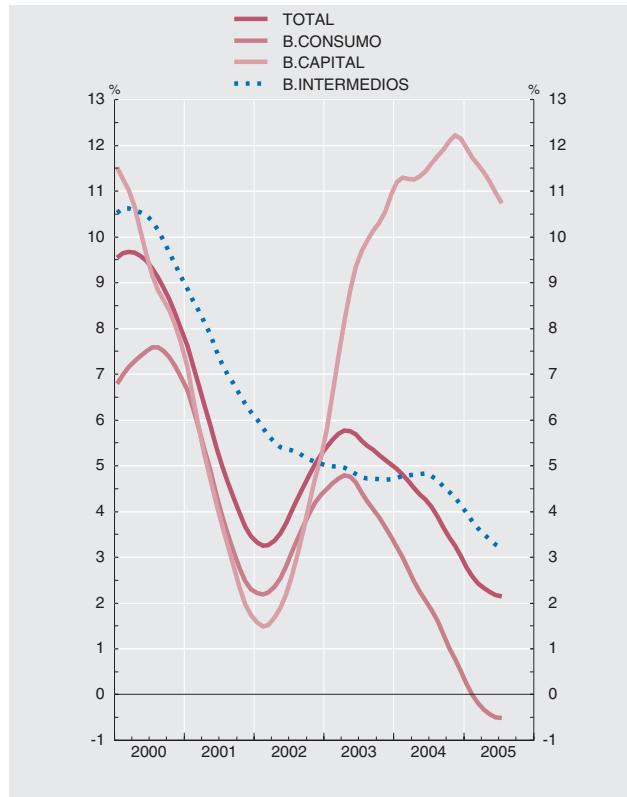
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:	UE 15	Del cual:	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		
Apr	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		

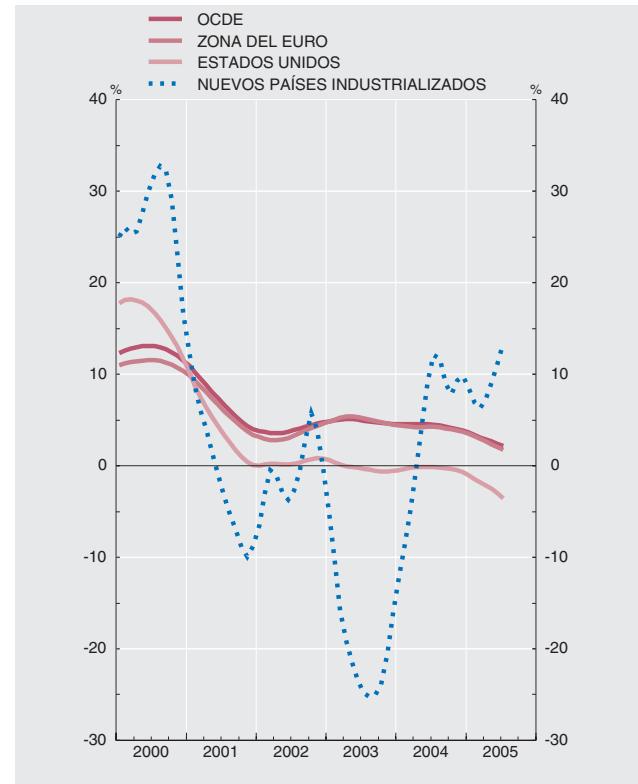
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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

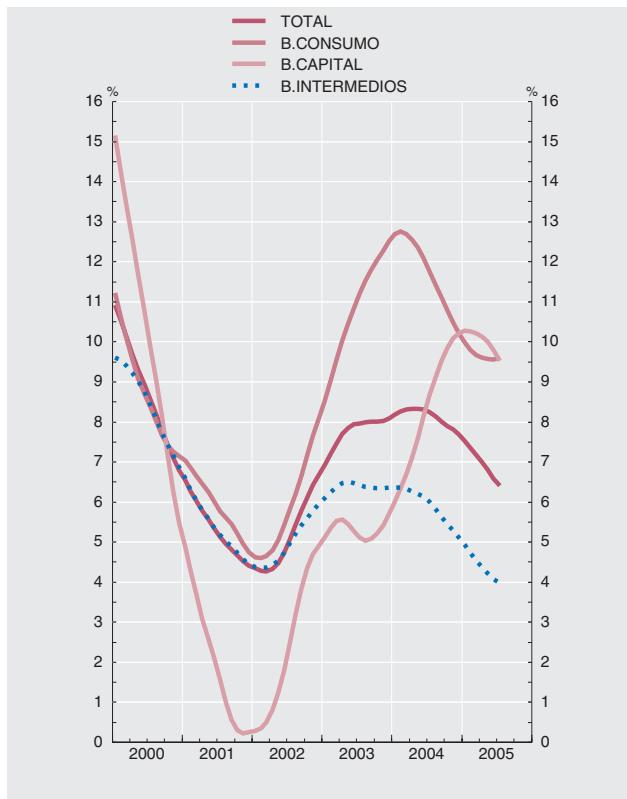
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:	Total	Del cual:					
	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
	<i>Jul</i>	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
	<i>Ago</i>	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
	<i>Sep</i>	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
	<i>Oct</i>	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
	<i>Nov</i>	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
	<i>Dic</i>	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
	<i>Feb</i>	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
	<i>Mar</i>	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
	<i>Abr</i>	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
	<i>May</i>	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
	<i>Jun</i>	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
	<i>Jul</i>	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

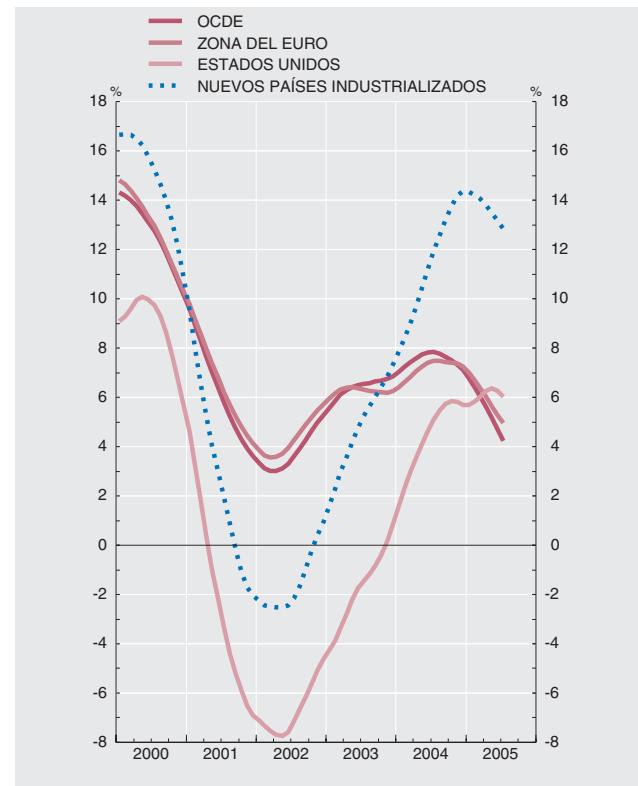
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

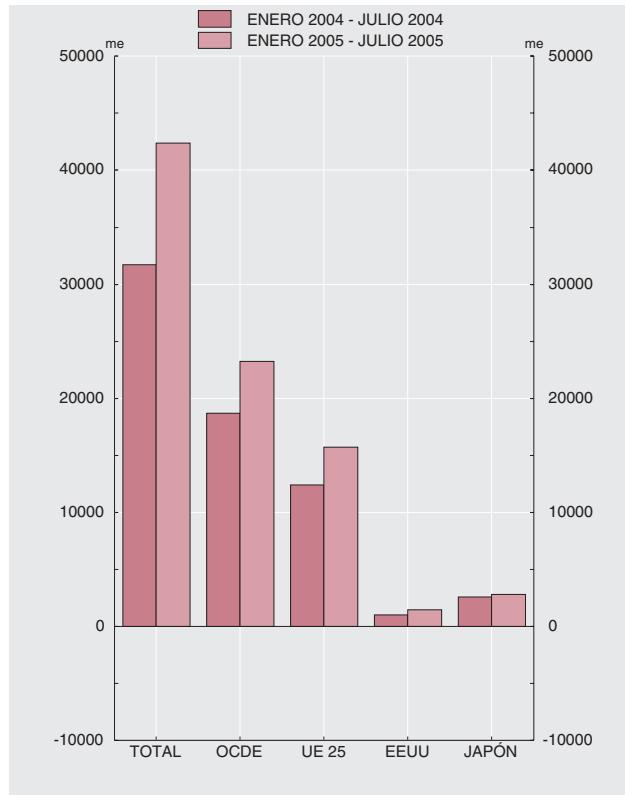
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

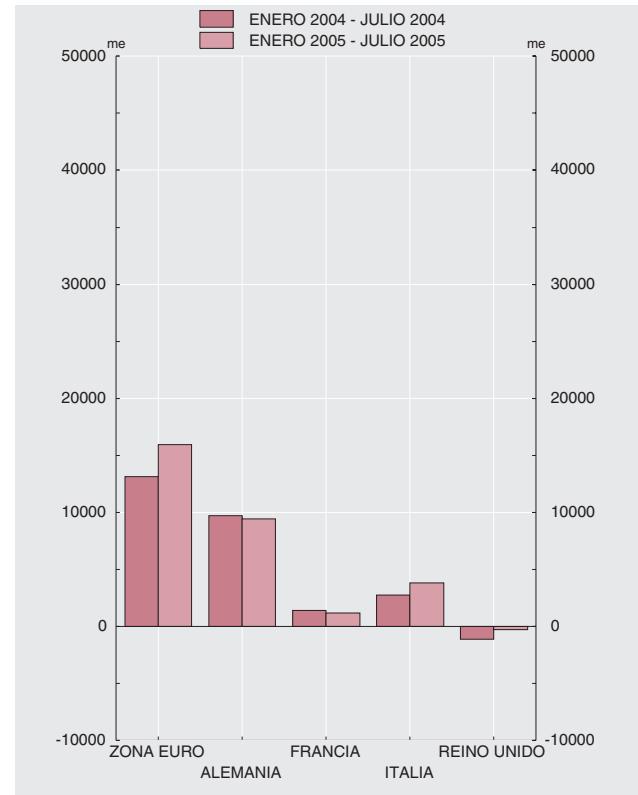
Millones de euros

	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								
			Del cual:						Alemania	Francia	Italia						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
00	-45 291	-19 173	-20 065	-17 816	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-388	-27 681	-2 707	-3 616	-10 879	936	-2 151		
01	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176		
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176		
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600		
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104		
04 E-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.

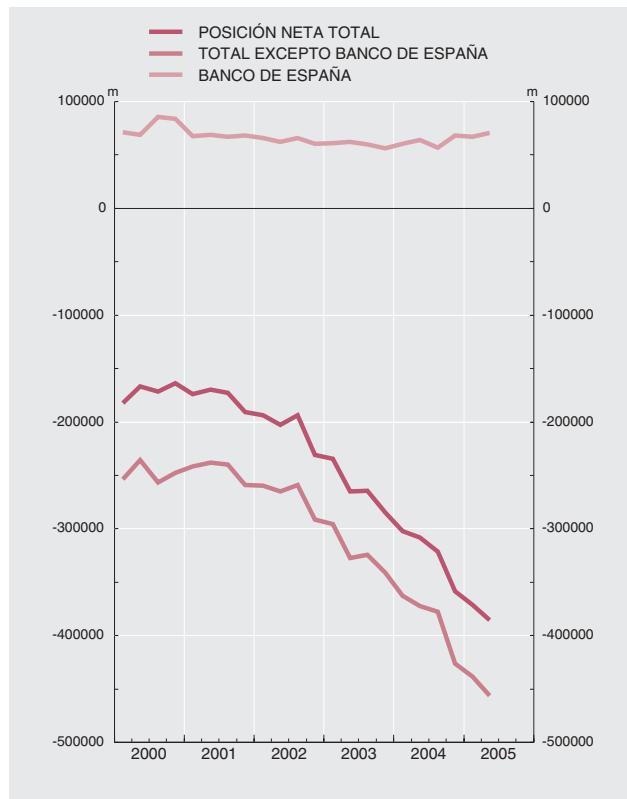
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

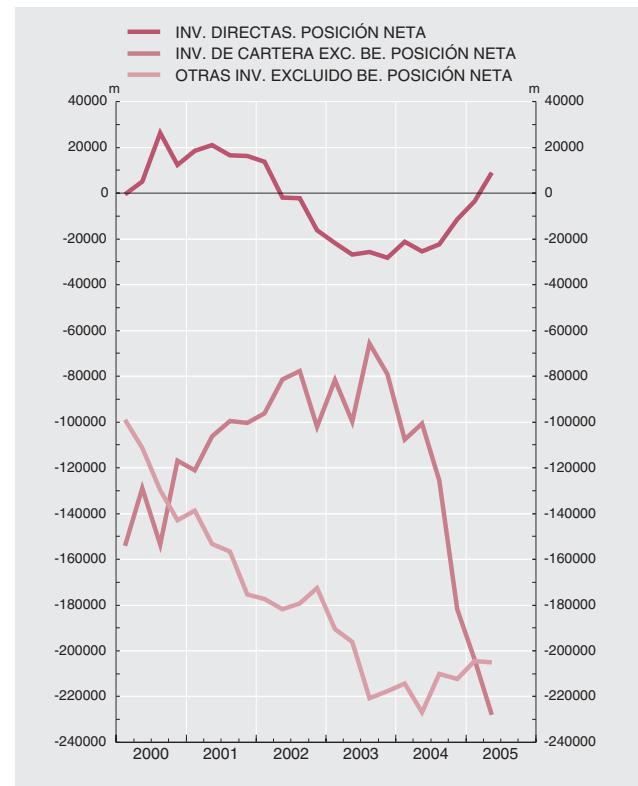
Saldos a fin de periodo en millones de euros

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 Banco de España (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 //	-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
///	R-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
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
03 /	-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
//	-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
///	-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
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
04 /	-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
//	-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
///	-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
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
05 /	-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
//	-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.

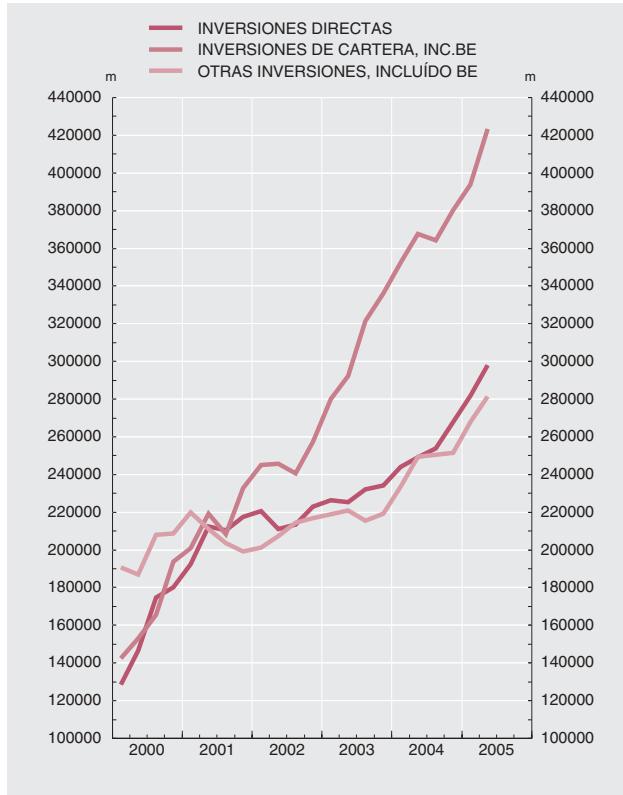
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

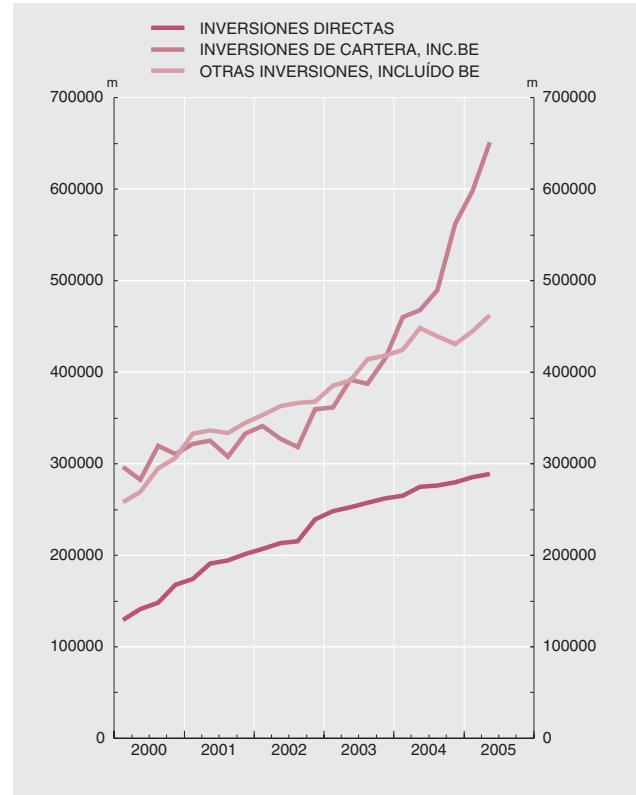
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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			
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	De España en el exterior	Del exterior en España
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
97	45 227	3 141	83 046	12 957	9 917	23 352	75 414	82 364	141 579	157 981
98	57 849	5 690	90 760	17 284	20 250	52 876	116 698	92 750	159 195	193 708
99	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 324	186 034	243 414
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 014	208 665	305 975
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 834	199 152	344 845
02 //	194 364	16 644	168 040	44 903	65 225	180 498	128 578	198 526	207 440	363 085
///	195 529	17 788	168 310	47 112	56 624	183 926	103 690	214 738	214 305	366 330
/V	206 268	16 815	188 898	50 456	50 712	206 581	116 967	242 432	216 920	367 646
03 /	209 136	17 301	198 182	50 018	47 089	232 800	116 359	245 201	218 897	385 465
//	208 085	17 340	201 738	50 480	51 400	240 716	133 812	258 086	220 861	390 636
///	216 213	15 804	204 784	52 823	56 847	264 737	130 593	256 839	215 382	413 739
/V	219 927	14 323	201 283	61 247	62 677	273 334	147 878	267 218	219 099	418 041
04 /	227 390	16 729	204 595	60 680	70 575	281 824	153 501	306 468	233 512	424 371
//	231 583	17 416	210 683	63 806	75 270	292 239	149 108	319 059	249 503	447 968
///	234 206	19 538	213 041	63 214	71 014	293 157	150 702	339 047	250 361	439 318
/V	250 128	17 705	213 738	65 695	78 052	302 019	183 210	378 695	251 575	431 028
05 /	261 630	20 126	215 790	69 579	79 828	314 117	184 791	412 857	267 687	444 605
//	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.

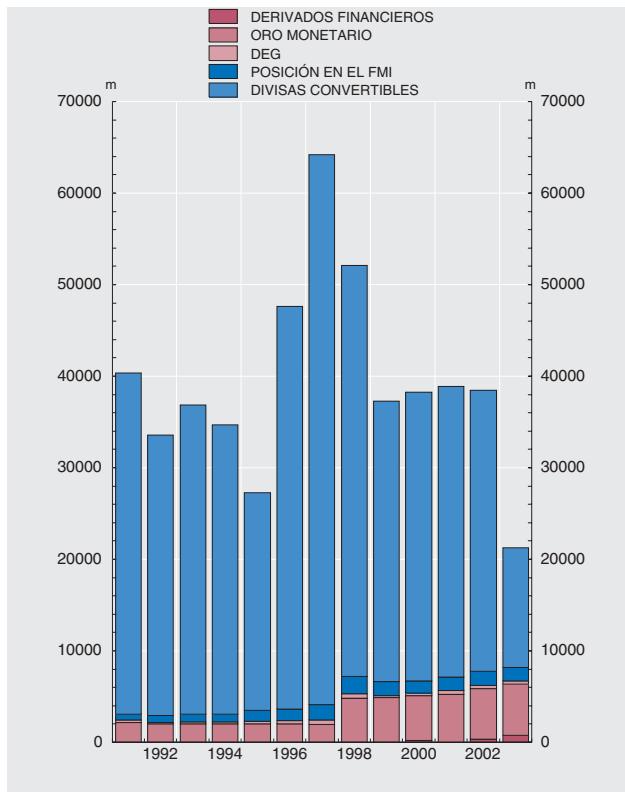
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

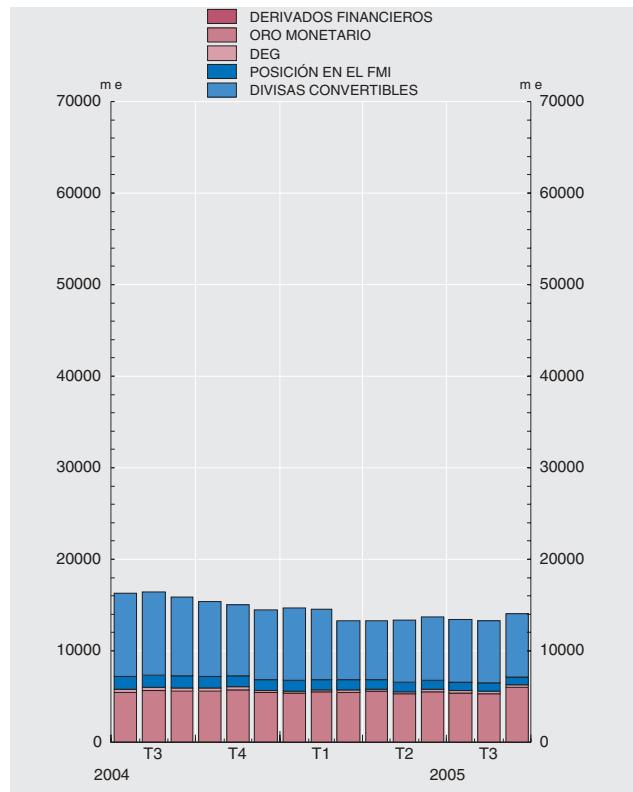
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro	
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros		
	1	2	3	4	5	6	7	
00	38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8	
01	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8	
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8	
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8	
04 Abr	16 539	9 200	1 537	343	5 459	-	16,8	
May	16 368	9 094	1 517	344	5 413	-	16,8	
Jun	16 245	8 985	1 464	346	5 451	-	16,8	
Jul	16 272	9 078	1 398	348	5 448	-	16,8	
Ago	16 415	9 073	1 345	346	5 651	-	16,8	
Sep	15 889	8 627	1 324	346	5 591	-	16,8	
Oct	15 368	8 138	1 264	343	5 623	-	16,8	
Nov	15 061	7 796	1 197	337	5 729	1	16,8	
Dic	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8	
05 Ene	14 712	7 962	1 142	250	5 453	-94	16,8	
Feb	14 576	7 719	1 107	253	5 531	-35	16,8	
Mar	13 321	6 490	1 117	255	5 549	-90	16,8	
Abr	13 276	6 439	1 000	256	5 667	-87	16,8	
May	13 356	6 782	1 022	262	5 577	-286	16,6	
Jun	13 672	6 895	989	269	5 846	-327	16,2	
Jul	13 409	6 827	918	270	5 726	-332	16,2	
Ago	13 260	6 784	882	274	5 610	-290	15,9	
Sep	14 032	6 896	839	275	6 236	-214	15,9	

ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo												Millones de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo					Total	Corto plazo		Largo plazo			
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos			
		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 /I	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 /I	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 /I	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 FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo												Millones de euros			
Autoridad monetaria			Otros sectores residentes									Inversión directa			
Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo						Total	Frente a:		
			Depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos			Inversores directos	Afiladas	
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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 /I	798	798	117 795	2 678	19 112	123	31 964	62 935	446	537	63 058	32 529	30 529		
II	870	870	119 510	2 497	17 755	167	34 248	63 830	437	576	65 429	32 735	32 694		
III	313	313	126 895	2 418	20 330	168	38 148	64 922	419	491	71 198	32 383	38 815		
IV	92	92	134 325	2 297	19 243	-	44 482	67 506	404	393	82 927	38 253	44 674		
04 /I	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 /I	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

Total	Préstamo neto						Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a APP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)				
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15
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
<i>May</i>	292 238	217 976	75 001	-619	1	129	249	153 524	439 836	4 579	311 341	20 449	940	136 720	1 054
<i>Jun</i>	315 670	240 727	75 000	-	3	121	181	176 467	447 220	20 992	310 497	18 753	751	137 398	1 054
<i>Jul</i>	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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	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
<i>Dic</i>	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	-
<i>Feb</i>	358 741	277 826	80 749	125	-1	121	78	217 765	488 278	26 949	280 344	-17 118	825	140 152	-
<i>Mar</i>	363 955	278 761	85 217	-152	-0	218	87	220 986	495 751	27 381	279 511	-22 636	373	142 597	-
<i>Abr</i>	366 616	276 523	90 002	-	-1	200	108	223 659	502 026	26 012	287 206	-17 174	-98	143 054	-
<i>May</i>	361 885	271 865	90 000	-	8	93	81	214 859	511 289	10 493	286 876	-20 047	611	146 415	-
<i>Jun</i>	379 967	290 273	90 002	-169	20	145	305	232 941	518 749	24 141	286 606	-23 343	818	146 207	-
<i>Jul</i>	396 451	307 025	90 000	-457	1	67	185	246 362	529 715	27 514	306 173	-4 694	523	149 566	-
<i>Ago</i>	398 523	308 783	89 998	-22	11	18	266	246 736	532 886	24 501	304 931	-5 720	771	151 016	-
<i>Sep</i>	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

Total	Préstamo neto						Contrapartidas										
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros					
	Oper. principales de financiación (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 APP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	16	17
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	-
<i>May</i>	22 748	19 387	3 363	-	-2	-	-	35 358	63 690	7 633	20 683	-15 281	-25 148	-23 226	-1 922	12 538	-
<i>Jun</i>	25 288	22 049	3 242	-	-1	-	2	38 291	64 808	8 776	20 671	-14 622	-26 221	-24 367	-1 854	13 218	-
<i>Jul</i>	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	-
<i>Ago</i>	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	-
<i>Sep</i>	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	-
<i>Oct</i>	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	-
<i>Nov</i>	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	-
<i>Dic</i>	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	-
<i>Feb</i>	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	-
<i>Mar</i>	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	-
<i>Apr</i>	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	-
<i>May</i>	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	-
<i>Jun</i>	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	-
<i>Jul</i>	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	-
<i>Ago</i>	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	-
<i>Sep</i>	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.

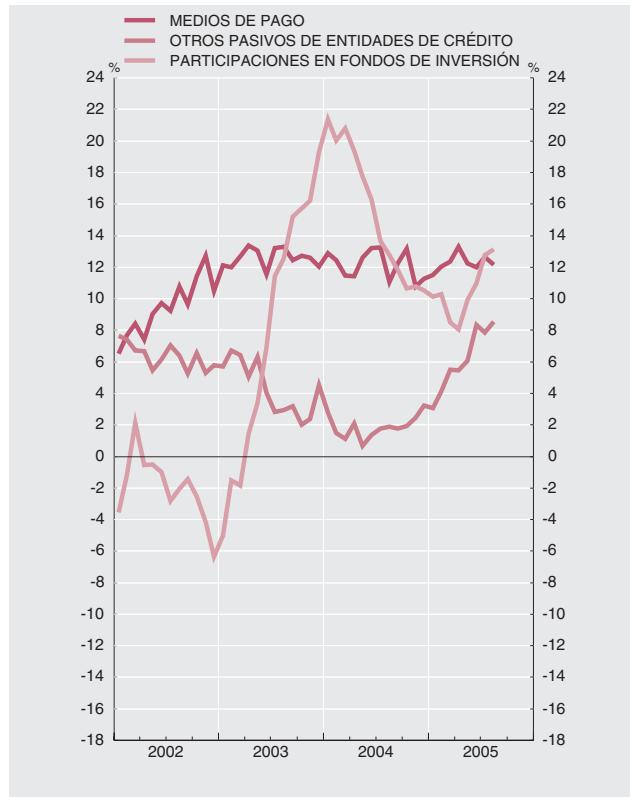
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

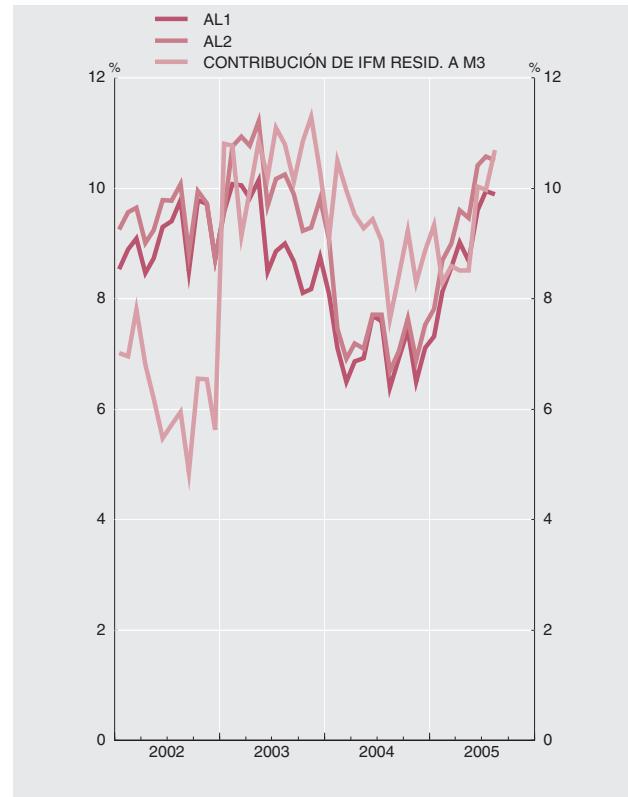
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión					Pro memoria		
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12			T 1/12		
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de enti- dades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exterior			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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	P 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	P 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.

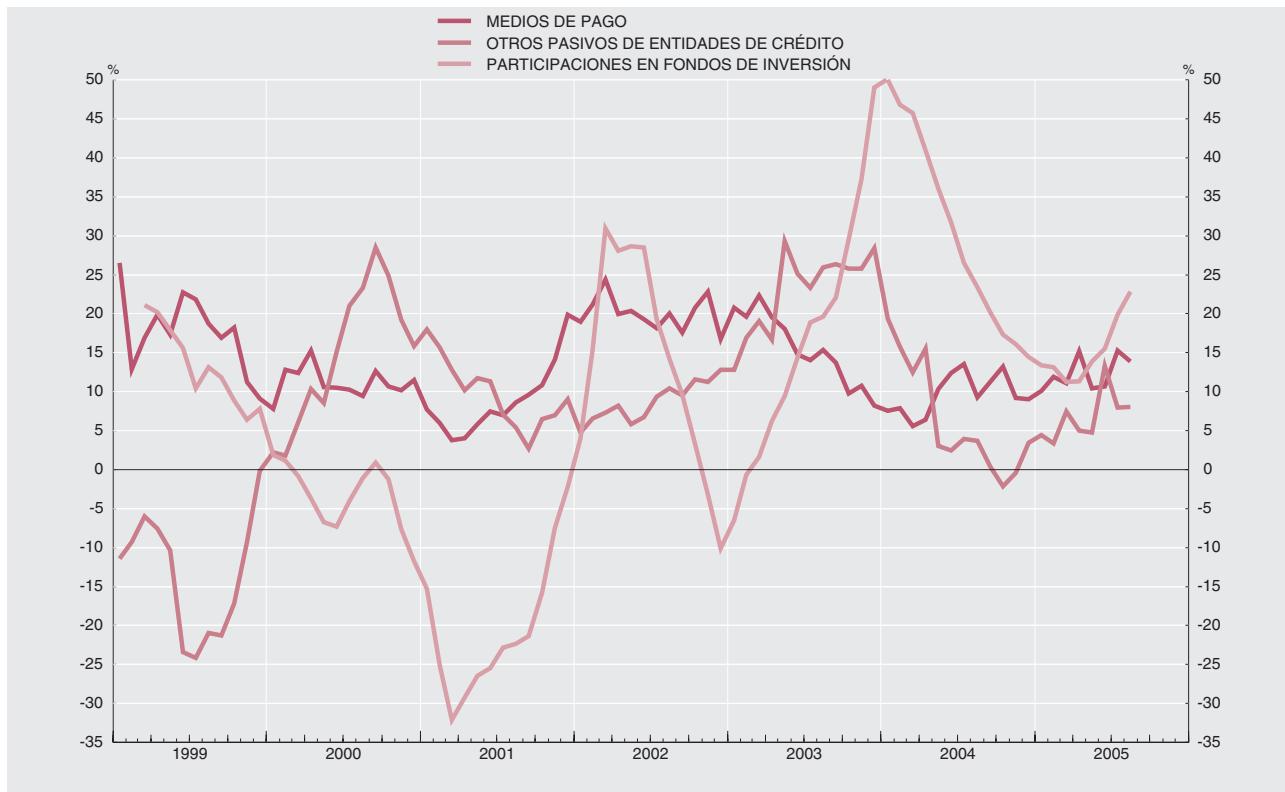
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	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	
02	77 652	16,7	49 423	12,8	19,1	9,4	13 730	-10,2	16,3	2,5	-25,7	
03	84 017	8,2	63 455	28,4	39,2	22,1	20 465	49,0	10,3	76,0	61,9	
04	91 617	9,0	65 614	3,4	24,6	-10,7	23 418	14,4	25,7	10,2	11,5	
04 May	86 699	10,3	58 938	3,0	11,7	-3,2	23 263	36,1	31,4	22,0	47,1	
Jun	92 288	12,4	57 471	2,5	9,8	-3,1	23 587	31,7	35,0	15,7	39,0	
Jul	89 826	13,5	56 968	4,0	10,6	-1,3	23 064	26,5	31,1	14,2	30,9	
Ago	86 663	9,2	59 187	3,7	10,7	-1,7	22 706	23,4	31,3	13,0	24,9	
Sep	90 115	11,3	57 542	0,4	12,9	-9,1	22 178	20,2	31,5	7,6	21,2	
Oct	88 202	13,2	57 561	-2,1	17,8	-16,2	22 528	17,3	29,3	8,5	16,1	
Nov	90 453	9,2	59 231	-0,4	19,7	-15,2	23 006	16,1	27,3	9,8	14,0	
Dic	91 617	9,0	65 614	3,4	24,6	-10,7	23 418	14,4	25,7	10,2	11,5	
05 Ene	89 730	10,1	61 703	4,4	28,4	-12,5	23 976	13,4	16,5	14,6	11,3	
Feb	92 133	11,9	61 050	3,4	29,4	-15,0	24 689	13,1	8,2	19,0	12,5	
Mar	93 841	11,1	63 700	7,4	30,2	-9,5	25 141	11,2	-5,0	19,9	14,7	
Apr	95 493	15,2	62 724	5,0	29,7	-13,5	25 620	11,3	-7,1	24,7	14,1	
May	95 725	10,4	61 754	4,8	31,2	-17,3	26 495	13,9	-9,9	30,2	19,0	
Jun	102 102	10,6	65 124	13,3	43,7	-12,6	27 239	15,5	-10,3	33,9	21,5	
Jul	P 103 515	15,2	61 482	7,9	34,4	-15,7	27 647	19,9	-6,8	33,5	28,4	
Ago	P 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.

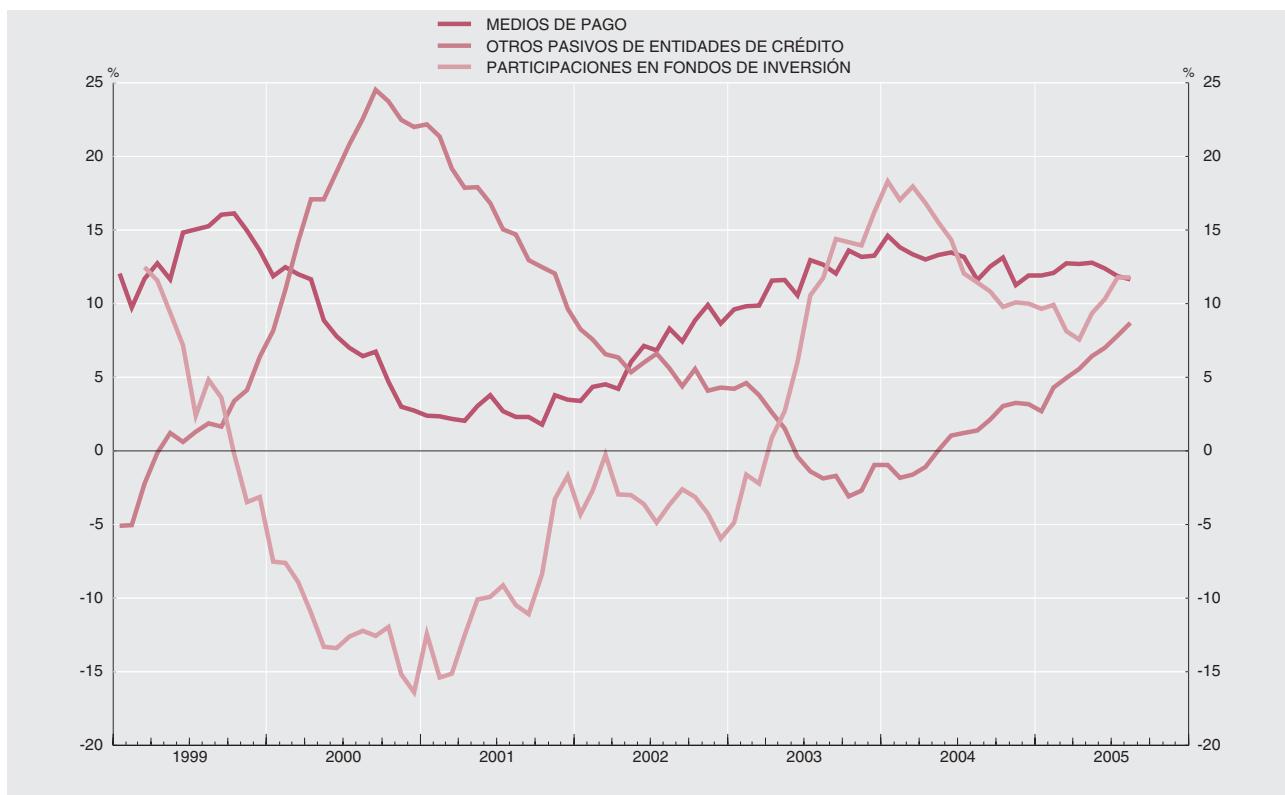
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			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	12	13
02	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
03	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
04	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
04 May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
05 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Apr	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
May	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
Jun	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
Jul	P 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
Ago	P 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.

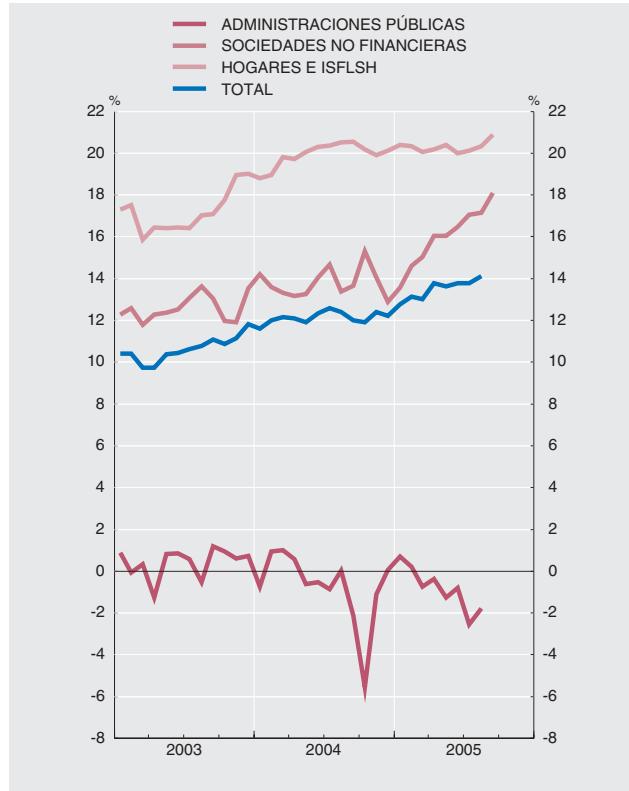
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

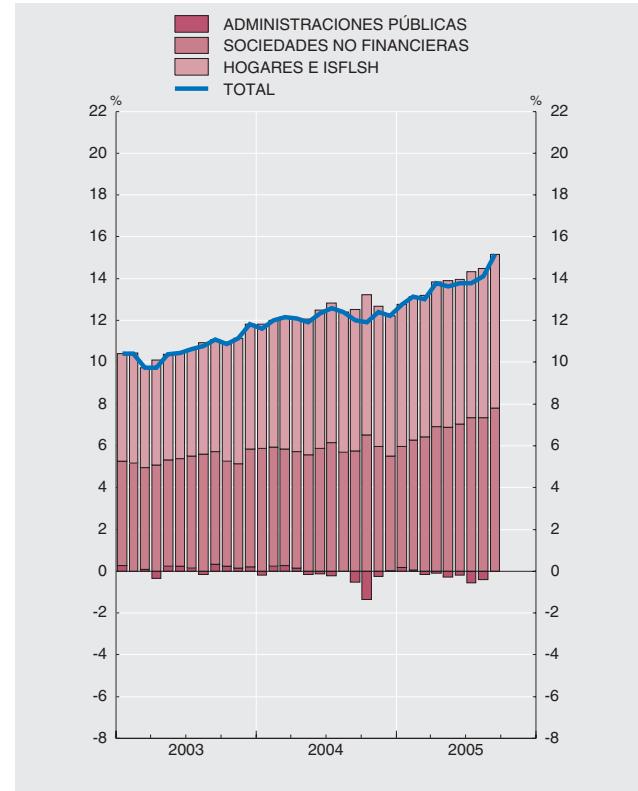
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistra- ciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistra- ciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores		Por instrumentos			
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos			
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prést- amos del exte- rior		Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prést- amos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prést- amos del exte- rior	
	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				
Apr	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	18,0	20,4	20,6	1,1	5,5	-0,3	13,9	6,9	7,0	13,2	0,0	0,7				
Jun	P 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	P 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	P 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.

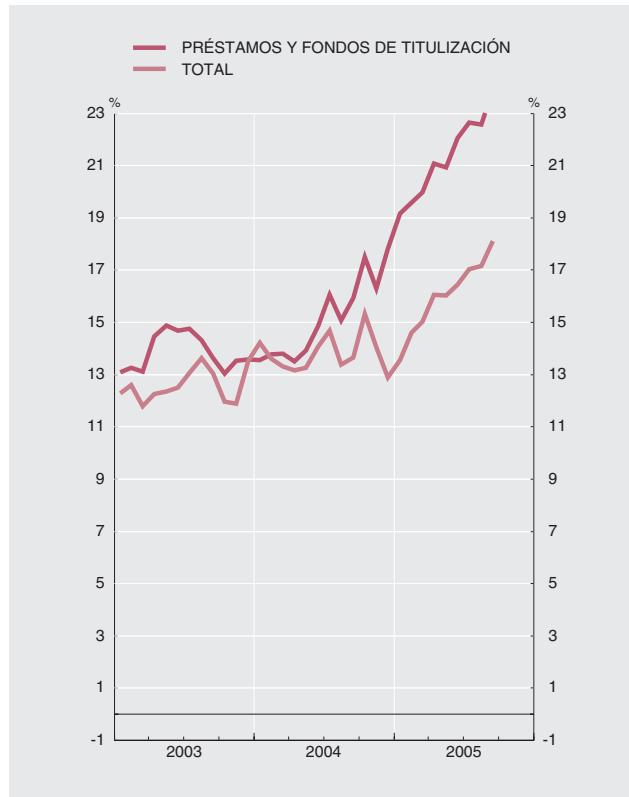
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

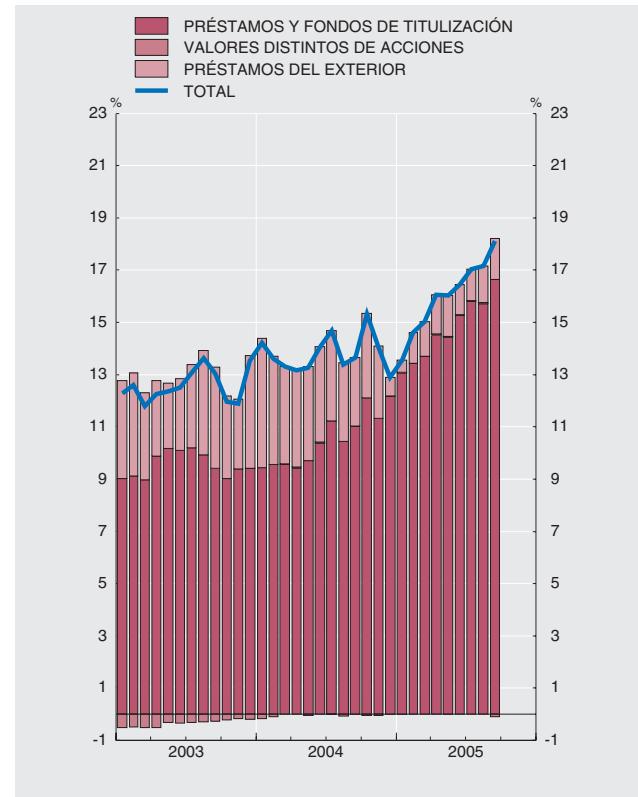
Millones de euros y porcentajes

	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 interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
02	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
03	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
04	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
04 May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
05 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	P 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
Ago	P 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.

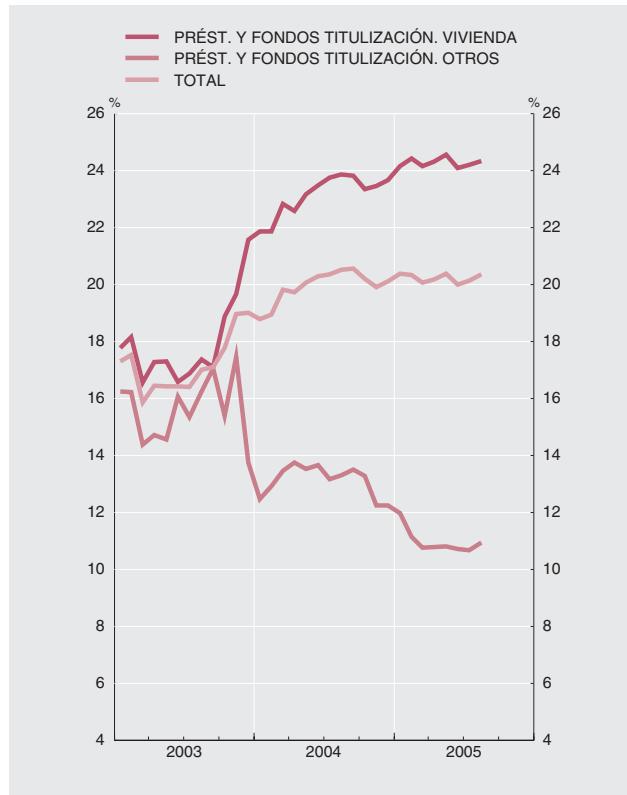
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

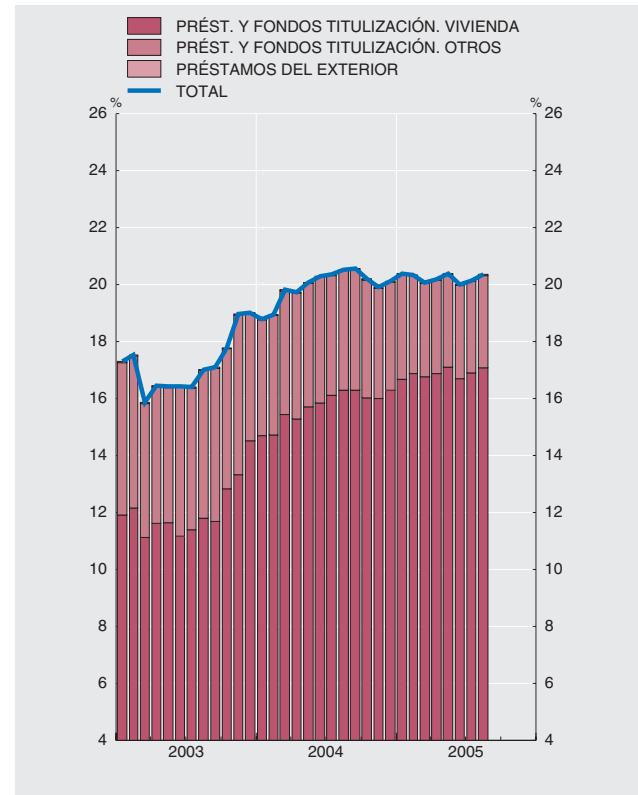
Millones de euros y porcentajes

	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 interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
02	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
03	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
04	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
04 May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
05 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	P 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
Ago	P 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.

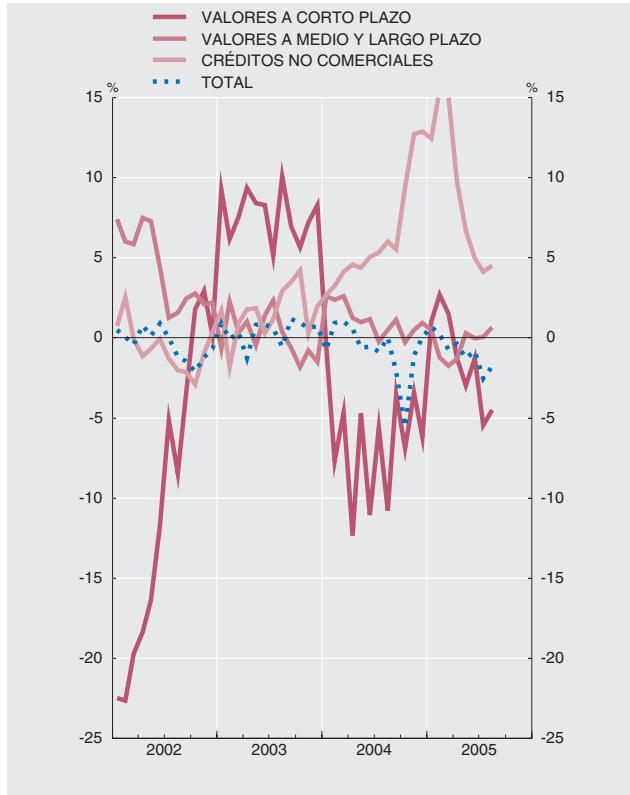
8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

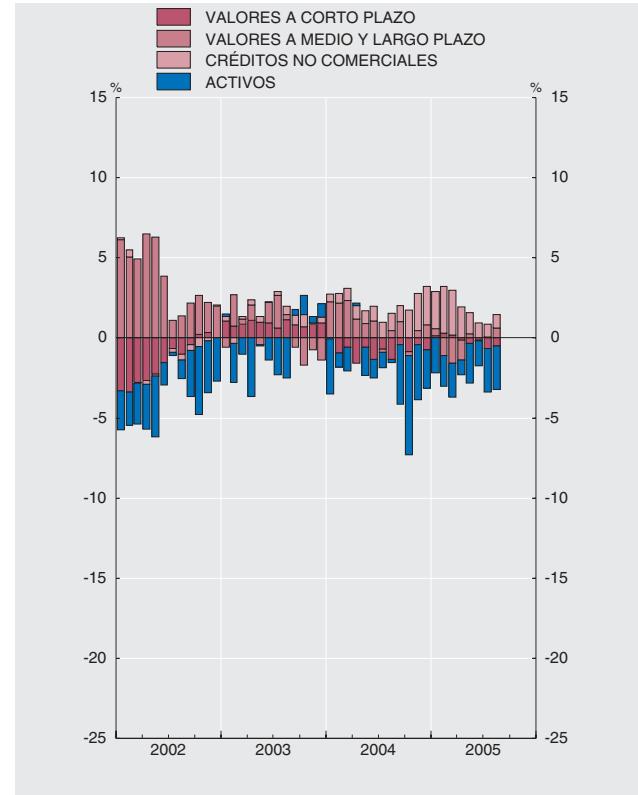
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Pasivos			Cred- itos no comer- ciales y res- to (a)		
	Saldo neto de pasivo- sos	Varia- ción mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (b)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de de- pósito- (c)	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	Acti- vos	Valores		Cred- itos no comer- ciales y res- to (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
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.

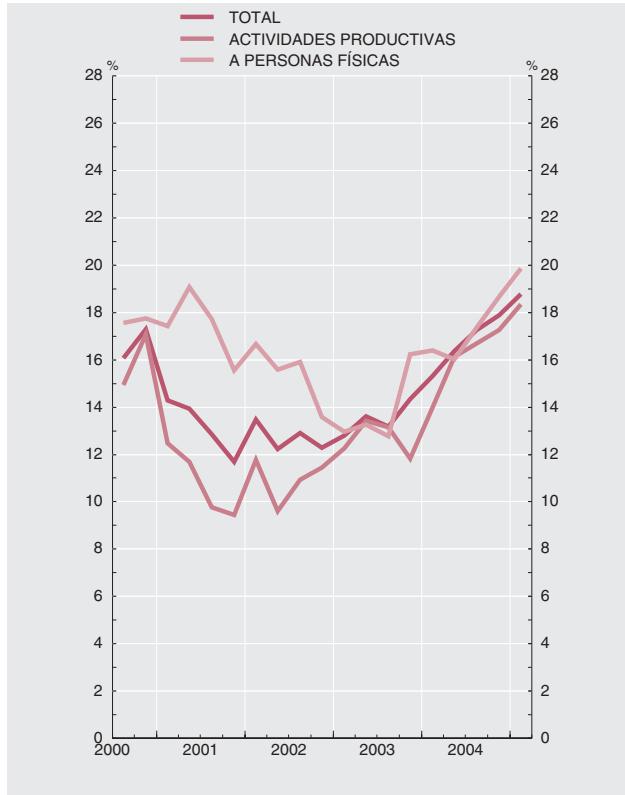
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

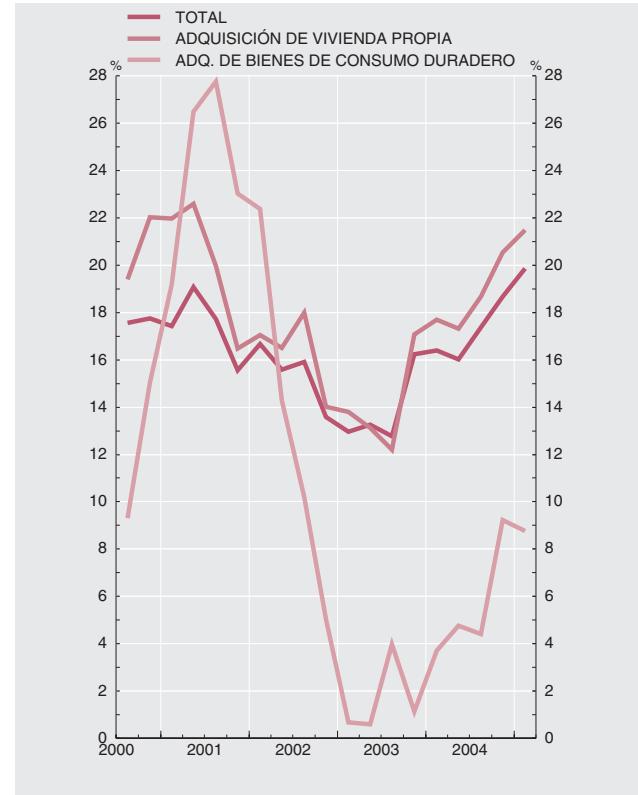
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Total	Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto					Finan- cia- ción a insti- tu- cio- nes pri- va- da- s sin fines de lu- cro	Sin clas- fi- car
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Adquisición y rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero	Resto (b)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
//	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
///	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	316 697	234 668	224 849	9 819	35 072	46 957	2 339	9 820
/IV	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
03 /	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	331 747	244 498	233 729	10 769	34 910	52 339	2 285	12 271
//	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	349 500	256 010	244 414	11 596	35 676	57 814	2 512	13 608
///	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
//	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
///	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.

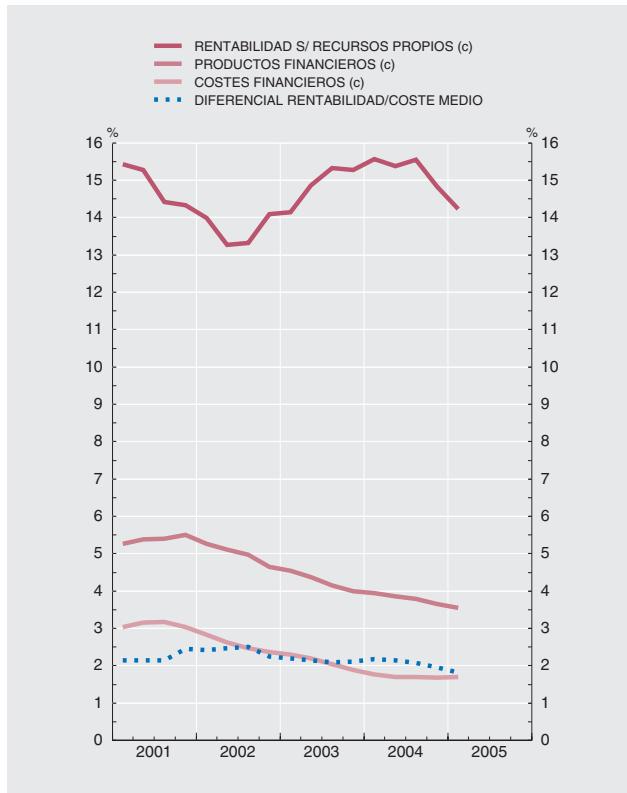
b. Recoge los préstamos y créditos a hogares destinados a la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades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

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

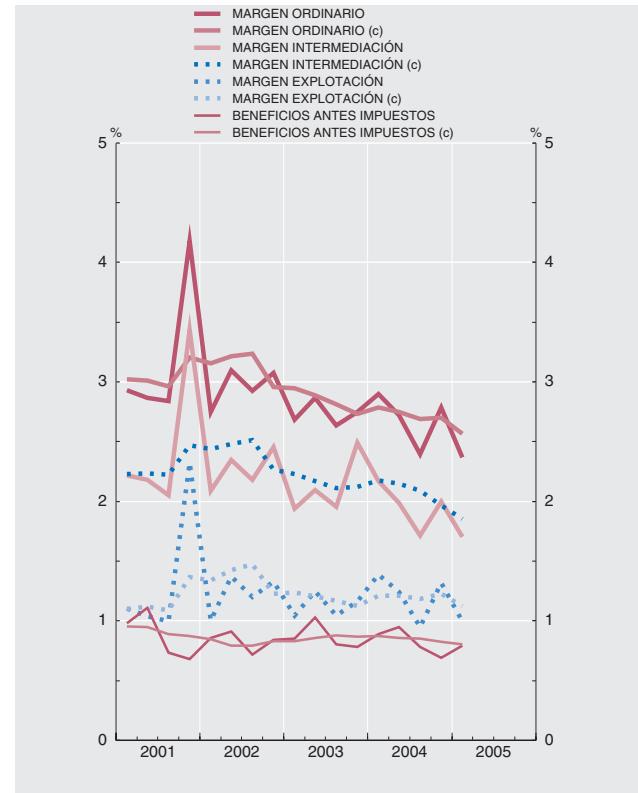
■ Serie representada gráficamente.

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



CUENTA DE RESULTADOS
Ratio 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.

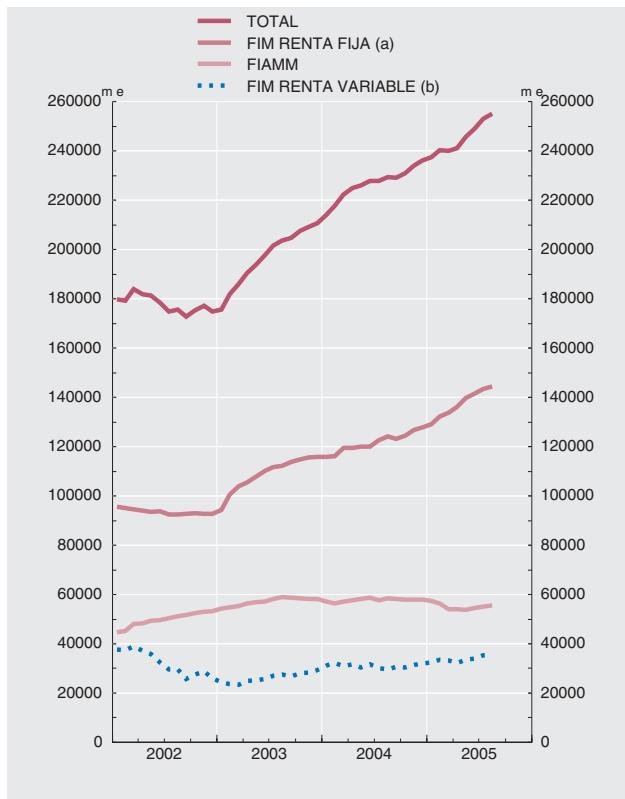
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

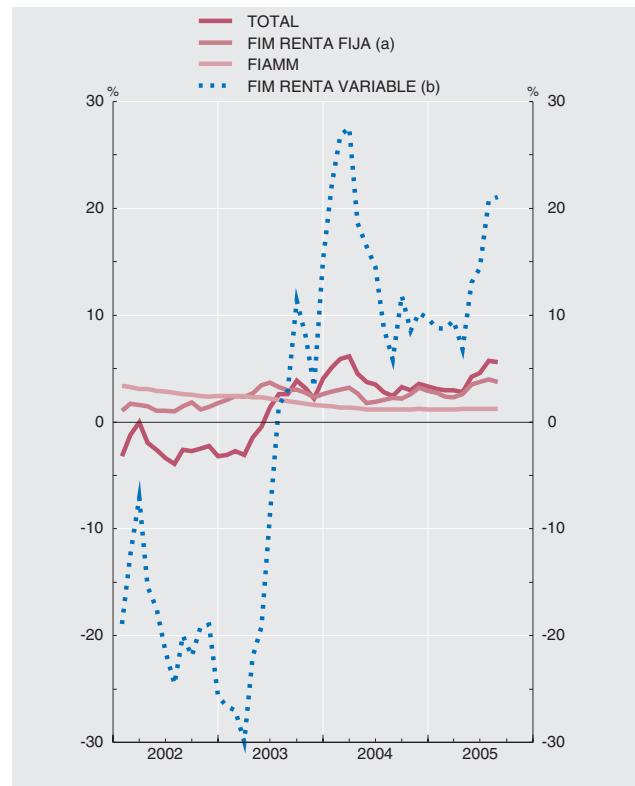
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)	
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	
			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
02	174 733	-6 590	1 274	-3,2	53 366	9 536	8 327	2,4	92 742	-4 504	-5 581	1,7	26 067	-11 427	-1 794	-25,7	2 558	
03	210 627	35 894	28 077	4,0	58 054	4 688	3 830	1,5	115 819	23 077	20 129	2,6	29 401	3 334	-202	15,1	7 353	
04	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	
04 May	225 991	984	1 576	3,7	58 295	712	671	1,2	119 904	439	1 019	1,8	30 404	-1 174	-669	16,5	17 387	
Jun	227 806	1 816	800	3,5	58 666	371	311	1,2	119 975	71	316	1,9	31 647	1 243	66	14,5	17 518	
Jul	227 862	56	719	2,8	57 743	-923	-984	1,2	122 510	2 535	1 936	2,1	30 096	-1 552	-216	8,8	17 514	
Ago	229 421	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	
Sep	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	
Oct	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	
Nov	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	
Dic	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	
05 Ene	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	
Feb	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	
Mar	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	
Apr	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	
May	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	
Jun	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	
Jul	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	
Ago	P 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

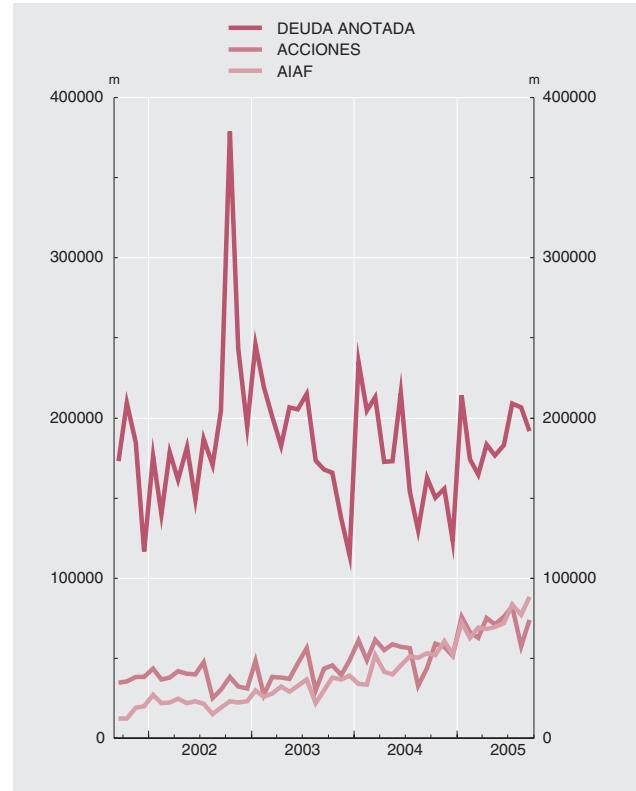
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)						
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURÓ STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	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)

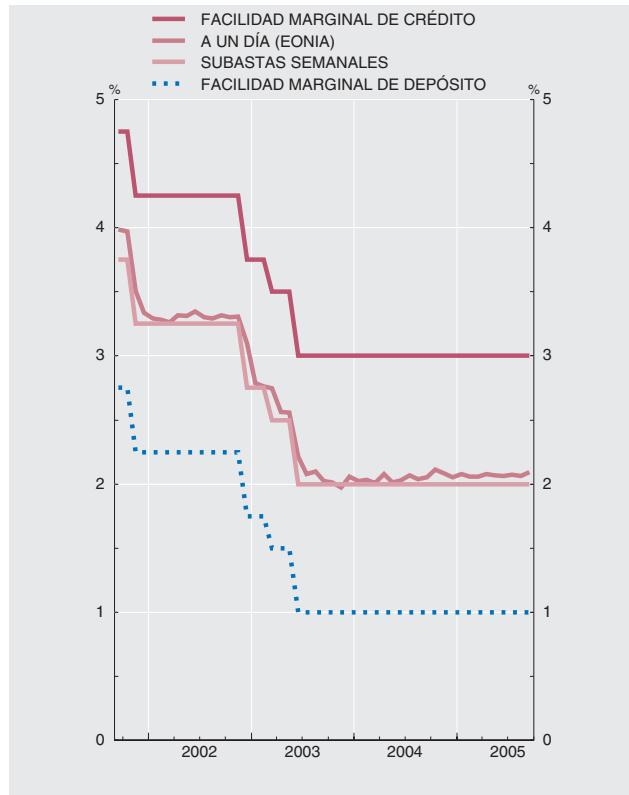
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

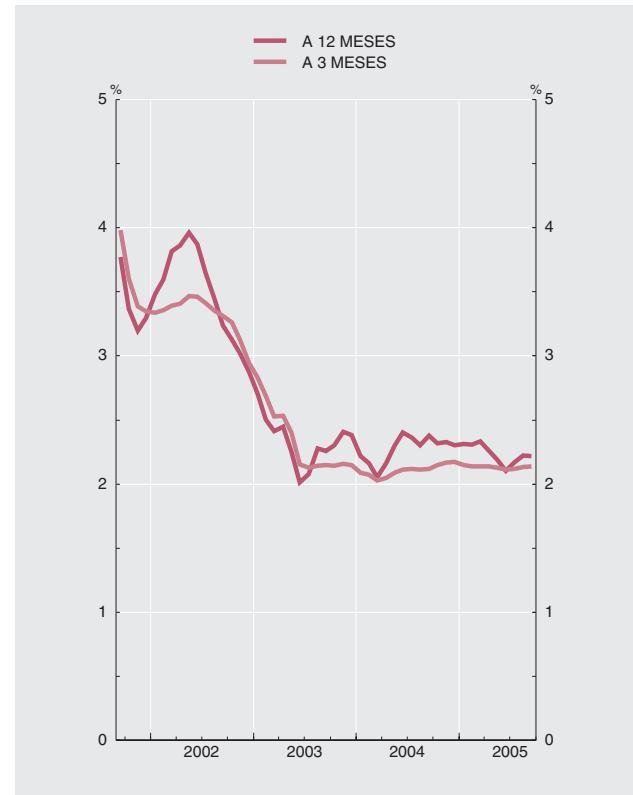
Medias de datos diarios. Porcentajes

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	-	2,09	3,00	1,00	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.

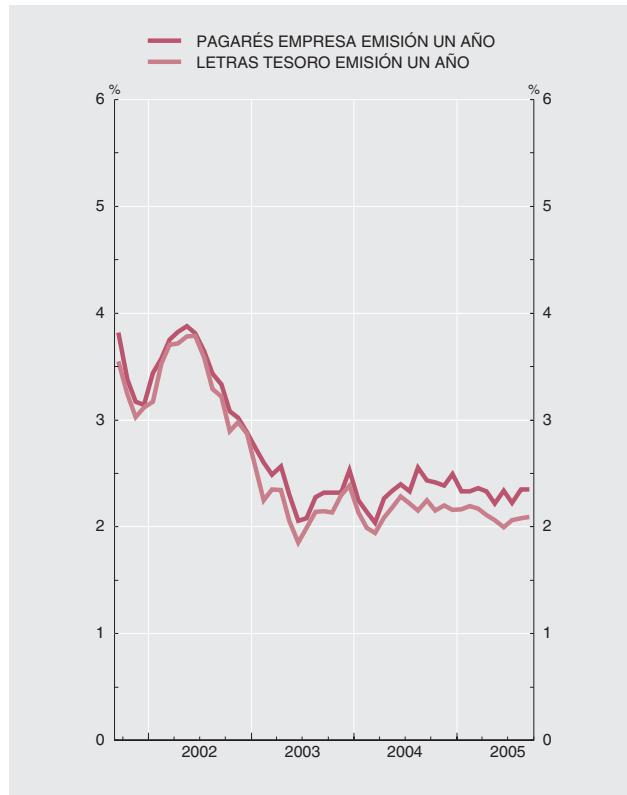
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

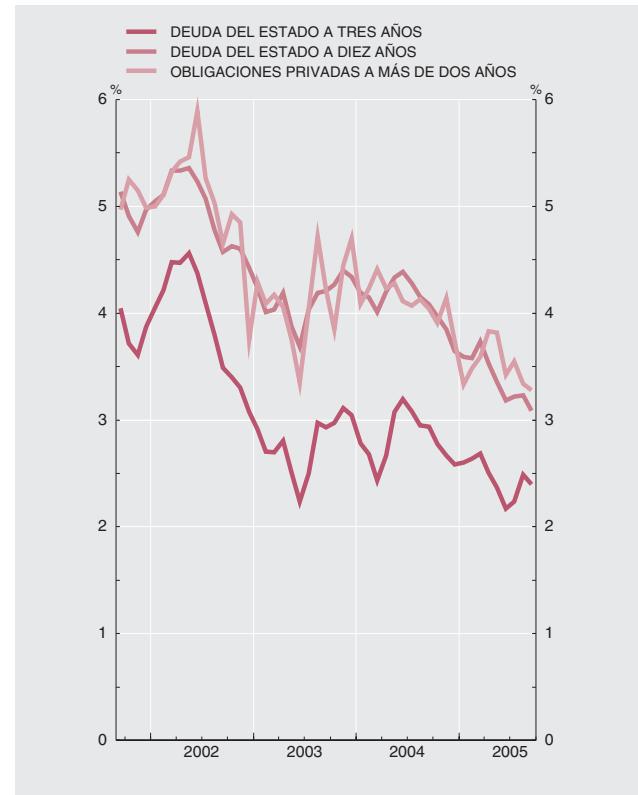
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
	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



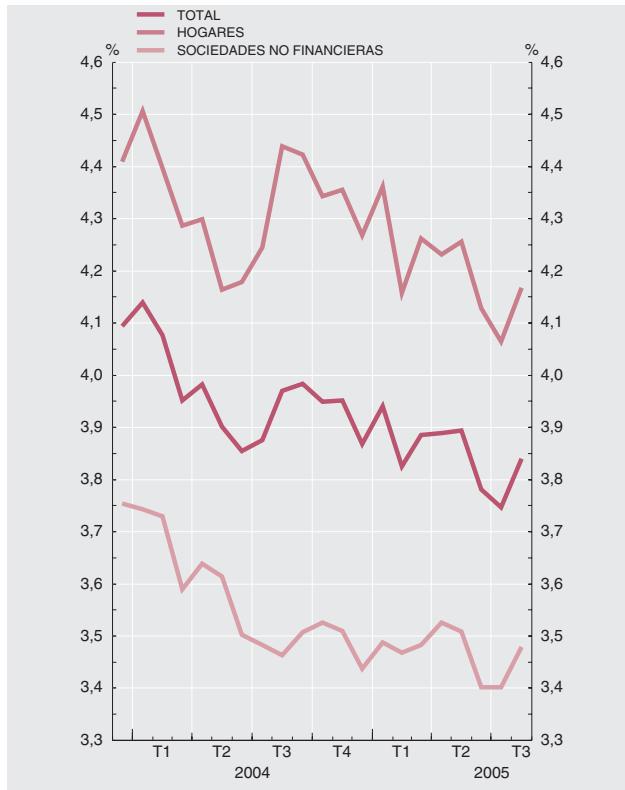
FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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

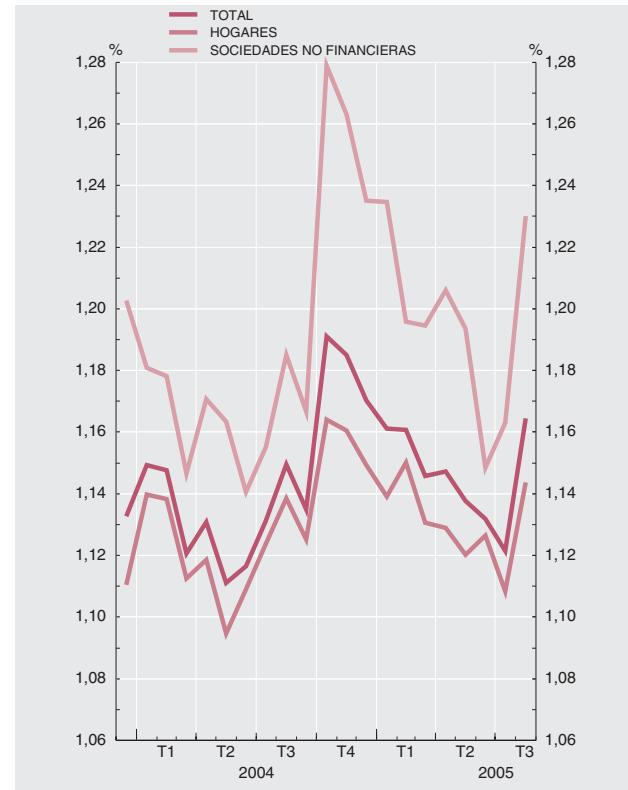
Porcentajes

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	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
03 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.

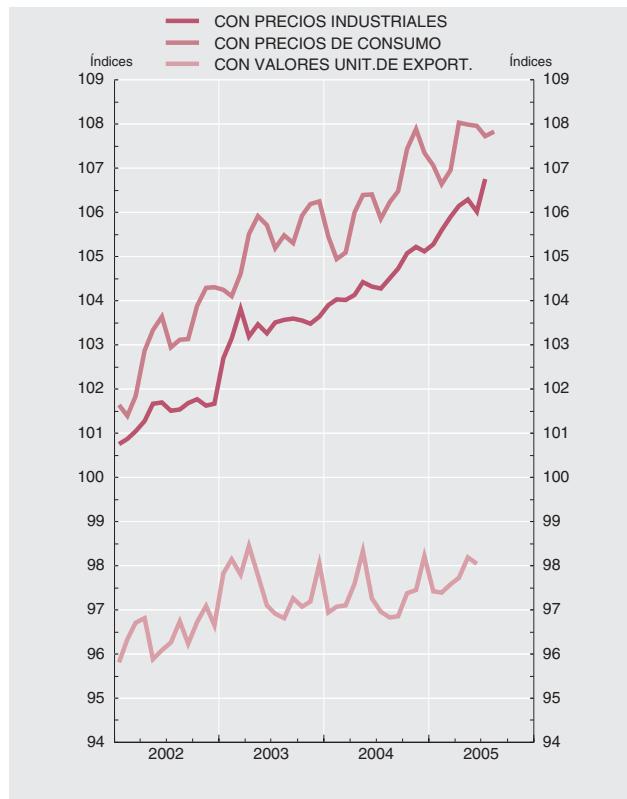
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FREnte A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

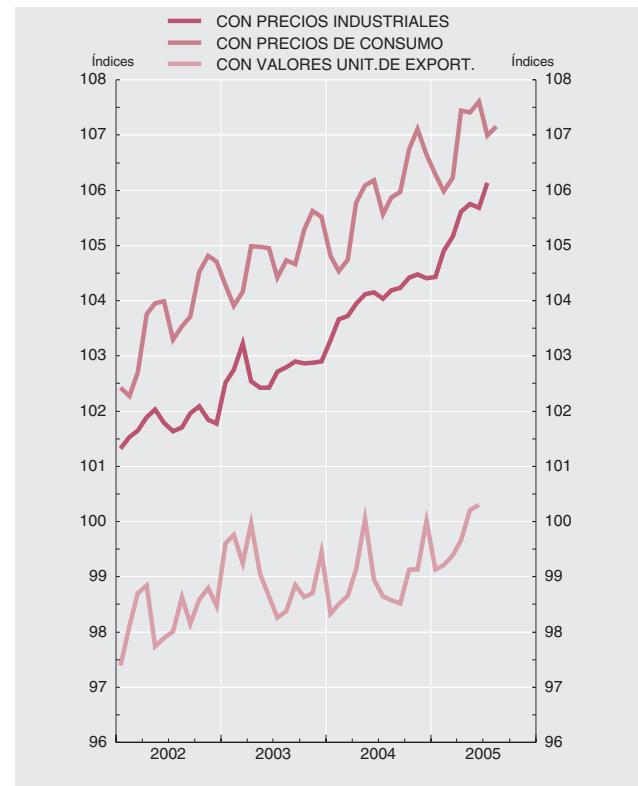
Base 1999 I = 100

	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 manuf	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manuf	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manuf	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 /IV	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	
04 I /II	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	
04 III /IV	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	
04 IV	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	
05 I /II	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 II	105,6	106,9	...	97,5	100,2	105,4	106,7	...	97,3	104,8	106,2	...	99,2	
05 Dic	106,2	108,0	...	98,0	100,0	106,2	108,0	...	98,0	105,7	107,5	...	100,1	
05 Ene	105,1	107,3	...	98,2	100,2	104,9	107,2	...	98,1	104,4	106,6	...	100,0	
Feb	105,6	106,6	...	97,4	100,1	105,5	106,5	...	97,3	104,9	106,0	...	99,2	
Mar	105,9	107,0	...	97,6	100,2	105,7	106,8	...	97,4	105,2	106,2	...	99,4	
Apr	106,1	108,0	...	97,7	100,0	106,1	108,0	...	97,7	105,6	107,4	...	99,7	
May	106,3	108,0	...	98,2	100,0	106,3	108,0	...	98,2	105,8	107,4	...	100,2	
Jun	106,0	108,0	...	98,0	99,8	106,2	108,2	...	98,2	105,7	107,6	...	100,3	
Jul	106,8	107,7	...	...	100,2	106,6	107,6	...	...	106,1	107,0	...	...
Ago	...	107,8	...	...	100,1	...	107,7	...	...	...	107,2	...	...
Sep	...	...	...	...	100,0	...	...	...	...	...	...	...	...

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



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

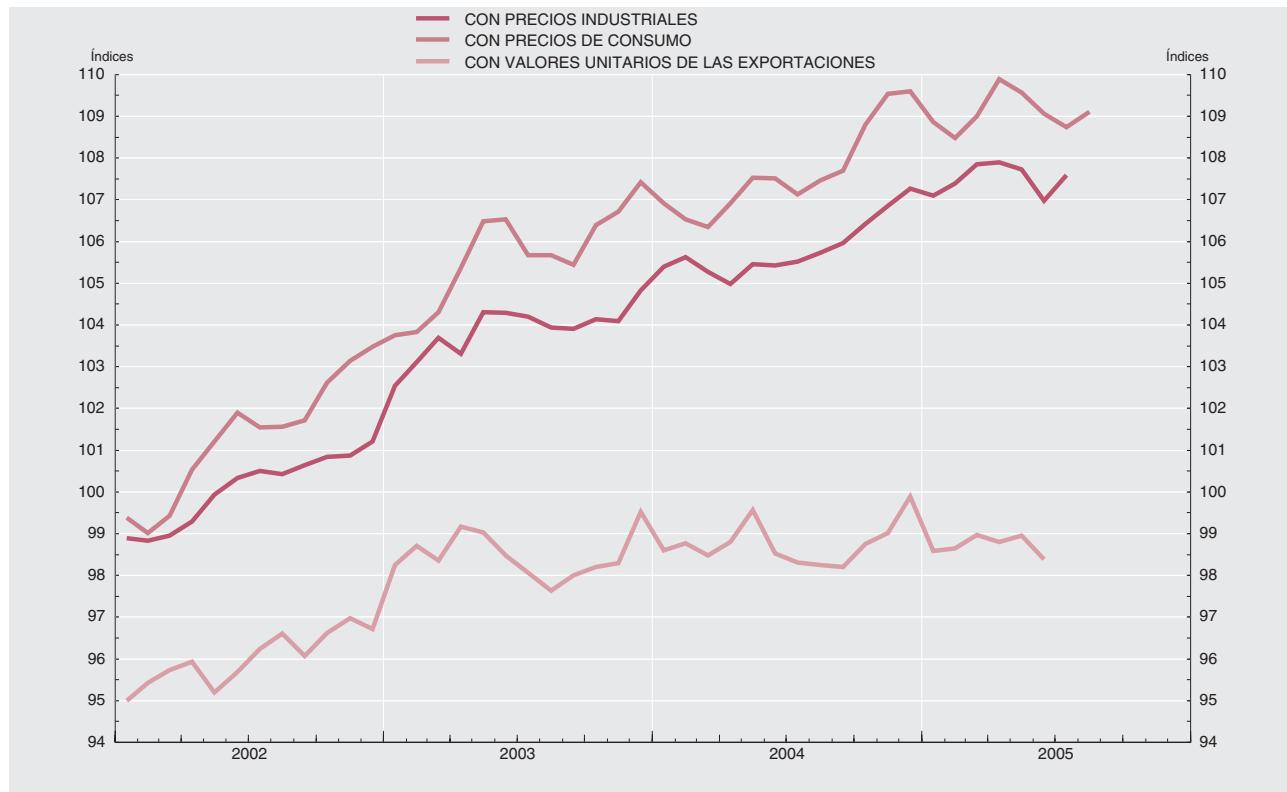
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
02	100,1	101,3	104,4	96,0	97,1	103,1	104,3	107,5	98,9
03	103,9	105,6	108,0	98,5	100,0	103,9	105,6	108,0	98,5
04	105,8	107,7	111,2	98,8	100,8	105,0	106,9	110,4	98,0
03 III	104,0	105,6	108,0	97,9	100,1	103,9	105,5	107,8	97,8
IV	104,4	106,8	108,4	98,7	100,4	103,9	106,4	108,0	98,2
04 I	105,4	106,6	109,5	98,6	100,9	104,5	105,7	108,6	97,8
II	105,3	107,3	110,1	99,0	100,3	105,0	107,0	109,8	98,7
III	105,7	107,4	111,5	98,3	100,5	105,2	106,9	110,9	97,7
IV	106,9	109,3	113,8	99,2	101,4	105,4	107,8	112,3	97,9
05 I	107,4	108,8	...	98,7	101,5	105,9	107,2	...	97,3
II	107,5	109,5	...	98,7	100,9	106,6	108,6	...	97,9
04 Dic	107,3	109,6	...	99,9	101,7	105,4	107,7	...	98,2
05 Ene	107,1	108,9	...	98,6	101,5	105,5	107,3	...	97,1
Feb	107,4	108,5	...	98,6	101,4	106,0	107,0	...	97,3
Mar	107,9	109,0	...	99,0	101,6	106,2	107,3	...	97,4
Abr	107,9	109,9	...	98,8	101,3	106,5	108,5	...	97,5
May	107,7	109,6	...	99,0	101,0	106,6	108,5	...	98,0
Jun	107,0	109,1	...	98,4	100,3	106,6	108,7	...	98,1
Jul	107,6	108,7	...	...	100,6	106,9	108,1	...	...
Ago	...	109,1	...	...	100,8	...	108,2	...	...
Sep	...	...	...	...	100,6	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTE: BE.

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

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

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

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

JUN 2004	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2004 39 Los efectos de la ampliación de la UE sobre la economía española: estructuras productivas y flujos comerciales 53 La carga financiera de las familias españolas: un primer análisis desagregado 67 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2003 79
JUL-AGO 2004	Informe trimestral de la economía española 11 El consumo privado en la UEM 75 Algunas simulaciones con el modelo macroeconómico trimestral del Banco de España 87 Una valoración de las perspectivas a medio plazo para América Latina 99 Las entidades de tasación: actividad en 2003 111 Regulación financiera: segundo trimestre de 2004 125
SEP 2004	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2004 29 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2004 45 Informe semestral de economía latinoamericana 55 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: segundo trimestre de 2004 81 La competitividad del sector turístico 89 La evolución del endeudamiento de las Comunidades Autónomas: 1995-2003 107 Implicaciones del nuevo Tratado Constitucional para la Unión Económica y Monetaria 115 Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2003 127
OCT 2004	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 21 Valoración de los avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional desde la crisis asiática 85 Un indicador sintético para el consumo privado 109 La dinámica de los precios de consumo en la economía española 119 Regulación financiera: tercer trimestre de 2004 131
NOV 2004	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2003 y hasta el tercer trimestre de 2004 29 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2004 51 Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares 61 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: tercer trimestre de 2004 83 La presión financiera y el comportamiento reciente de la inversión productiva privada en España 93 La reforma del sistema financiero chino 101
DIC 2004	Evolución reciente de la economía española 11 Una valoración de la evolución reciente del precio del petróleo 29 Las implicaciones del endeudamiento de los hogares sobre el consumo privado 47 Proyecciones de población para la economía española 55 Las series de stock de capital humano y tecnológico en los indicadores de convergencia real 63 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
ENE 2005	Informe trimestral de la economía española 11 La dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM 75 Un indicador sintético de presión financiera para las empresas españolas 87 Efectos de balance y riesgo soberano en las economías emergentes 97 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004 107
FEB 2005	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2004, según la Encuesta de Población Activa 29 Inmigración: desarrollos recientes y consecuencias económicas 39 Los gastos en tecnología y la eficiencia, productividad y costes de las entidades bancarias españolas 51 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: cuarto trimestre de 2004 63 El sector textil de la UEM ante la eliminación de contingentes en el comercio exterior 73

MAR 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2004 y avance de cierre del ejercicio 29 Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas 45 Informe semestral de economía latinoamericana 55
ABR 2005	Informe trimestral de la economía española 11 Inflación, productividad y márgenes sectoriales 77 El sistema impositivo español y su comparación con el europeo 85 La recaudación impositiva en el último decenio 97 La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido 111 Evolución y retos de la economía china 135 Regulación financiera: primer trimestre de 2005 151
MAY 2005	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 29 La dinámica de los precios de producción en la economía española 41 Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias 53 Indicadores de accesibilidad y esfuerzo en el mercado de la vivienda 63 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: primer trimestre de 2005 73 Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2004 83
JUN 2005	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2005 39 La Contabilidad Nacional de España, Base 2000: principales cambios e implicaciones para los agregados macroeconómicos 57 El relanzamiento de la estrategia de Lisboa 73 Características de la innovación tecnológica en las empresas españolas 93 La revisión de la serie 1995-2004 de la Balanza de Pagos de España 109 El stock de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional 129 Las sociedades de garantía recíprocas: actividad y resultados en 2004 149
JUL-AGO 2005	Informe trimestral de la economía española 11 La evolución del endeudamiento de las Administraciones Públicas: 2000-2004 75 El impacto de China en la inversión extranjera directa hacia América Latina 85 Los depósitos auxiliares del Banco de España 95 Regulación financiera: segundo trimestre de 2005 105
SEP 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre del año 2005 29 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 45 Informe semestral de la economía latinoamericana 55 Encuesta sobre Préstamos Bancarios: segundo trimestre de 2005 85 Las decisiones de gasto de las familias españolas y sus principales determinantes 95 El grado de flexibilidad de los precios de consumo en la zona del euro 107 Las entidades de tasación: actividad en 2004 115
OCT 2005	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 23 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

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 LEARMONTY 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 VARIAS¹

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.
PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.
MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.
BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.
JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.
RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS 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 crédito²
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

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

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

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

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