

BOLETÍN ECONÓMICO

01/2006

BANCO DE ESPAÑA



BOLETÍN ECONÓMICO ENERO 2006

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

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

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

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones 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	OOAAPP	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 esterlinha)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

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

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 ENERO 2006

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española	
1 Rasgos básicos	13
2 Entorno exterior del área del euro	21
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	26
4 La economía española	42
5 Evolución financiera	64
Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos	77
Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM	87
Las facilidades financieras del FMI: señalización frente al aseguramiento	105
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005	119
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

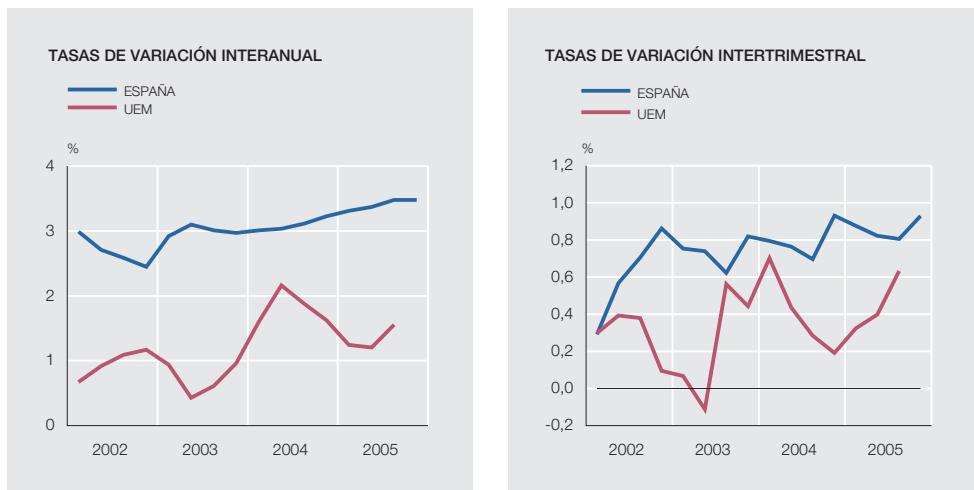
1 Rasgos básicos

A lo largo de los tres primeros trimestres de 2005, la economía española experimentó un crecimiento elevado y ligeramente ascendente, alcanzando una tasa de variación interanual del 3,5% en el tercer trimestre. Según la información disponible para los meses finales del año, esta tónica de notable dinamismo de la actividad se mantuvo en el cuarto trimestre, en el que se estima que el PIB registró de nuevo un avance interanual del 3,5%, compatible con un aumento de una décima en su tasa de variación intertrimestral, que habría sido del 0,9% (véase gráfico 1). La contribución de la demanda nacional al aumento del producto fue muy elevada y estable a lo largo del año como resultado del comportamiento expansivo de todos sus componentes. El consumo privado siguió creciendo a tasas superiores a la renta disponible, en un entorno de condiciones financieras favorables, aunque mostró una ligera tendencia a la moderación, que se hizo algo más intensa en el cuarto trimestre. En el caso de la inversión, cuyos componentes adquirieron un mayor vigor en el conjunto de 2005, la aceleración observada en la primera mitad del año tendió a frenarse a partir del tercer trimestre, debido a la suave desaceleración de la inversión en equipo y, más recientemente, también de la construcción. Por el contrario, la demanda exterior neta mantuvo un carácter fuertemente contractivo durante todo el año y apenas corrigió su aportación negativa al crecimiento del PIB, si bien en el cuarto trimestre se apreció en mayor medida la mejora del turismo.

Las estimaciones del cuarto trimestre sitúan el crecimiento del PIB en el conjunto del año 2005 en el 3,4%, por encima del 3,1% de 2004, como resultado de un mayor crecimiento de la demanda nacional y de una aportación algo más negativa de la demanda exterior neta, que se habría aproximado a los 2 puntos porcentuales (pp). La generación de empleo siguió siendo elevada y el número de puestos de trabajo creados aumentó por encima del 3% (frente al 2,6% de 2004), lo que se ha traducido en un avance muy reducido de la productividad del trabajo. Este hecho refleja, entre otras cosas, el peso de la construcción y de los servicios en la composición sectorial del crecimiento. En cuanto a la inflación, los precios de consumo se elevaron un 3,4% en media anual, tres décimas más que en 2004, finalizando el año en el 3,7%.

El buen comportamiento de la economía mundial a lo largo de 2005 se prolongó en los meses finales del año. Durante ese período, el precio del crudo retornó temporalmente a cotizaciones inferiores a los 60 dólares por barril, tras superar el fuerte repunte que experimentó durante el verano, mientras que los mercados bursátiles registraban nuevas subidas y los mercados financieros, en general, evolucionaban favorablemente. A ello ha contribuido el tono suave de las políticas económicas y, en particular, la anticipación del final del ciclo alcista de tipos de interés en Estados Unidos. En este contexto, el crecimiento económico de las principales zonas geográficas siguió siendo, en general, elevado, y las tasas de inflación, moderadas.

En Estados Unidos se registró un sólido avance de la actividad económica en el tercer trimestre de 2005, que alcanzó una tasa intertrimestral anualizada del 4,1%. La creación de empleo se mantuvo en ritmos elevados, a pesar de un pequeño bache en septiembre y octubre, relacionado con el impacto de los huracanes en el sur del país. La inflación subyacente ha continuado situada en tasas algo superiores al 2%, sin repercutir plenamente las alzas de la energía, mientras que el déficit comercial ha tendido a ampliarse, en relación con 2004. En Japón las cifras de crecimiento confirmaron también la recuperación de la economía, en tanto que en el Reino Unido las señales han sido más contradictorias. Por su parte, la actividad en las principales zonas emergentes —Asia, nuevos miembros de la UE y América Latina— ha seguido



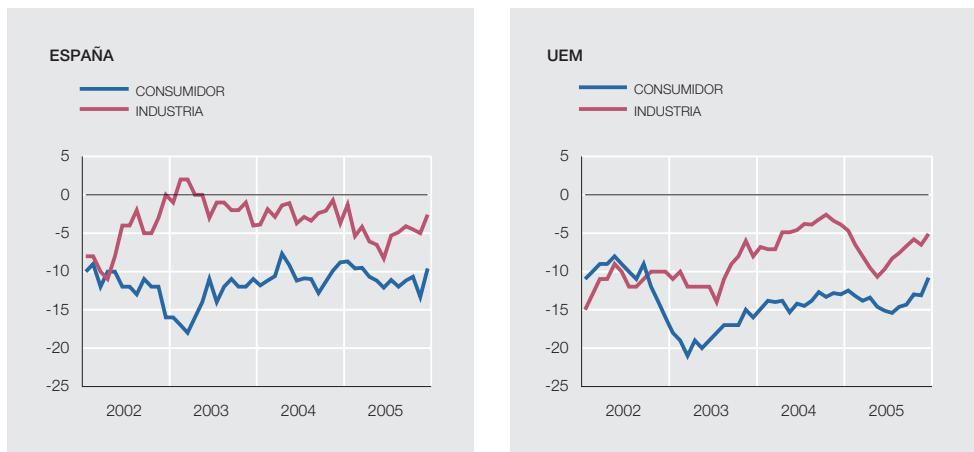
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

caracterizada por un dinamismo notable. En particular, la economía china mantiene tasas de crecimiento estables, ligeramente inferiores al 10%, aunque existe un cierto riesgo de recalentamiento de la actividad. En América Latina, la buena situación de las economías —salvo por la brusca desaceleración de Brasil en el tercer trimestre— ha derivado en una nueva mejora de los indicadores financieros y un nuevo recorte de las primas de riesgo soberano.

Las perspectivas sobre la evolución de la economía mundial en 2006 son positivas y apuntan a un crecimiento similar al observado en 2005, que se estima próximo al 4,5%. Persisten, sin embargo, las incertidumbres y los riesgos que han caracterizado al contexto internacional durante el último año. El mercado del petróleo es muy vulnerable a la aparición de problemas de oferta —ya sean de origen meteorológico o geopolítico— en una situación en la que la demanda sigue pulsando con firmeza. El repunte observado en el precio del crudo en enero, que se ha transmitido rápida e íntegramente a los mercados de futuros, ha vuelto a poner de manifiesto la existencia de importantes riesgos al alza sobre esta cotización. Además, los desequilibrios comerciales han seguido aumentando a nivel global, lo que mantiene abiertas las posibles vías de ajuste, entre ellas la de una depreciación significativa del dólar, al tiempo que persiste el riesgo de un ajuste al alza de los tipos de interés a largo plazo. Todo ello afecta especialmente a las perspectivas para la economía norteamericana, uno de los principales motores de la economía mundial, que aún debe absorber el rápido aumento de los tipos de interés que ha instrumentado la Reserva Federal desde mediados de 2004.

En la zona del euro, el año 2005 ha finalizado con un tono optimista. La información más actualizada apunta a que en el cuarto trimestre el PIB habría registrado un incremento cercano al estimado en el tercero, por encima del crecimiento del primer semestre. El mayor dinamismo del segundo semestre ha tenido su origen, por una parte, en la recuperación experimentada por la inversión en capital fijo, que continuó beneficiándose del tono holgado de las condiciones financieras y de la favorable situación de las empresas europeas, y, por otra parte, en el buen comportamiento de las exportaciones, que se beneficiaron de la expansión de la economía y el comercio mundiales, elevando la aportación de la demanda exterior neta. El consumo privado, sin embargo, no ha recuperado todavía un ritmo de crecimiento suficiente, que proporcione el soporte necesario para mantener a medio plazo la tasa actual de avance de la actividad. Aunque el aumento de la confianza de los consumidores en los meses finales de



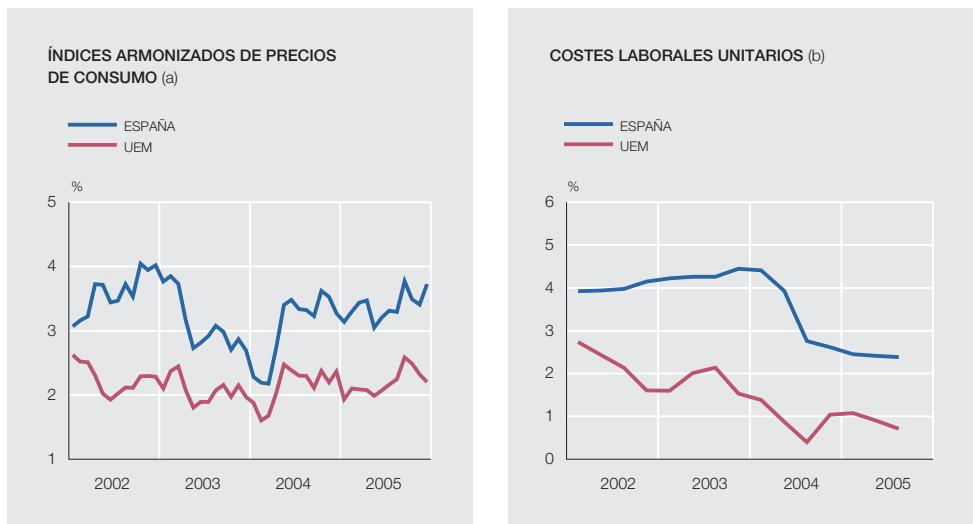
FUENTE: Comisión Europea.

2005 (véase gráfico 2) y la mejora de las expectativas de empleo pueden estar anticipando una mayor creación de puestos de trabajo y mayores aumentos de la renta disponible de los hogares, hay incertidumbre sobre el momento y la intensidad con la que se materializarán estos elementos, fundamentales para afianzar el gasto de los consumidores.

La inflación en la zona del euro tendió a reducirse a lo largo del último trimestre de 2005, favorecida por el recorte de los precios del petróleo, de forma que la tasa interanual del IAPC se situó en el 2,2% en diciembre (véase gráfico 3). Por su parte, la inflación subyacente se estabilizó en niveles ligeramente inferiores al 1,5%, sin que por el momento se haya observado un impacto significativo derivado de la traslación del encarecimiento de la energía sobre este índice. Tampoco se aprecian efectos de segunda vuelta sobre la evolución de los salarios. No obstante, la inestabilidad del mercado del petróleo, que eleva la probabilidad de que se produzcan nuevos encarecimientos, y el propio reforzamiento de la actividad, que facilita la incorporación de los aumentos de precios a los incrementos salariales, llevaron al Consejo de Gobierno del BCE a valorar que se había producido un aumento de los riesgos al alza sobre la estabilidad de precios. En consecuencia, en el mes de diciembre el Consejo decidió subir en un cuarto de punto los tipos de interés oficiales, dejando el tipo de interés correspondiente a las operaciones principales de financiación en el 2,25%, tras casi dos años y medio de permanencia en el 2%. Esta acción de política monetaria, plenamente coherente con la línea de comunicación seguida por el BCE, suscita solo variaciones modestas en los tipos de interés de mercado a medio y largo plazo. En todo caso, el tono de las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro sigue siendo holgado y respalda la recuperación económica del área.

La situación presupuestaria de los países de la UEM sigue mostrando, con escasas excepciones, un ajuste insuficiente a los requerimientos del marco fiscal europeo. Un número significativo de países de la zona ha vuelto a registrar déficits públicos por encima del límite del 3% del PIB en 2005, superando en muchos casos los objetivos fijados en los programas de estabilidad, y se estima que el déficit agregado habrá alcanzado el 2,9% del PIB del área. El retraso en la introducción de medidas que faciliten la consolidación fiscal —al que sin duda ha contribuido la situación cíclica en muchos países— aumenta la importancia de que la Comisión Europea y los Gobiernos apliquen de modo riguroso las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento recientemente acordadas.

En el ámbito de las reformas estructurales se han producido retrasos en la introducción de medidas que hacen muy difícil el cumplimiento de los objetivos de Lisboa para 2010. La pre-



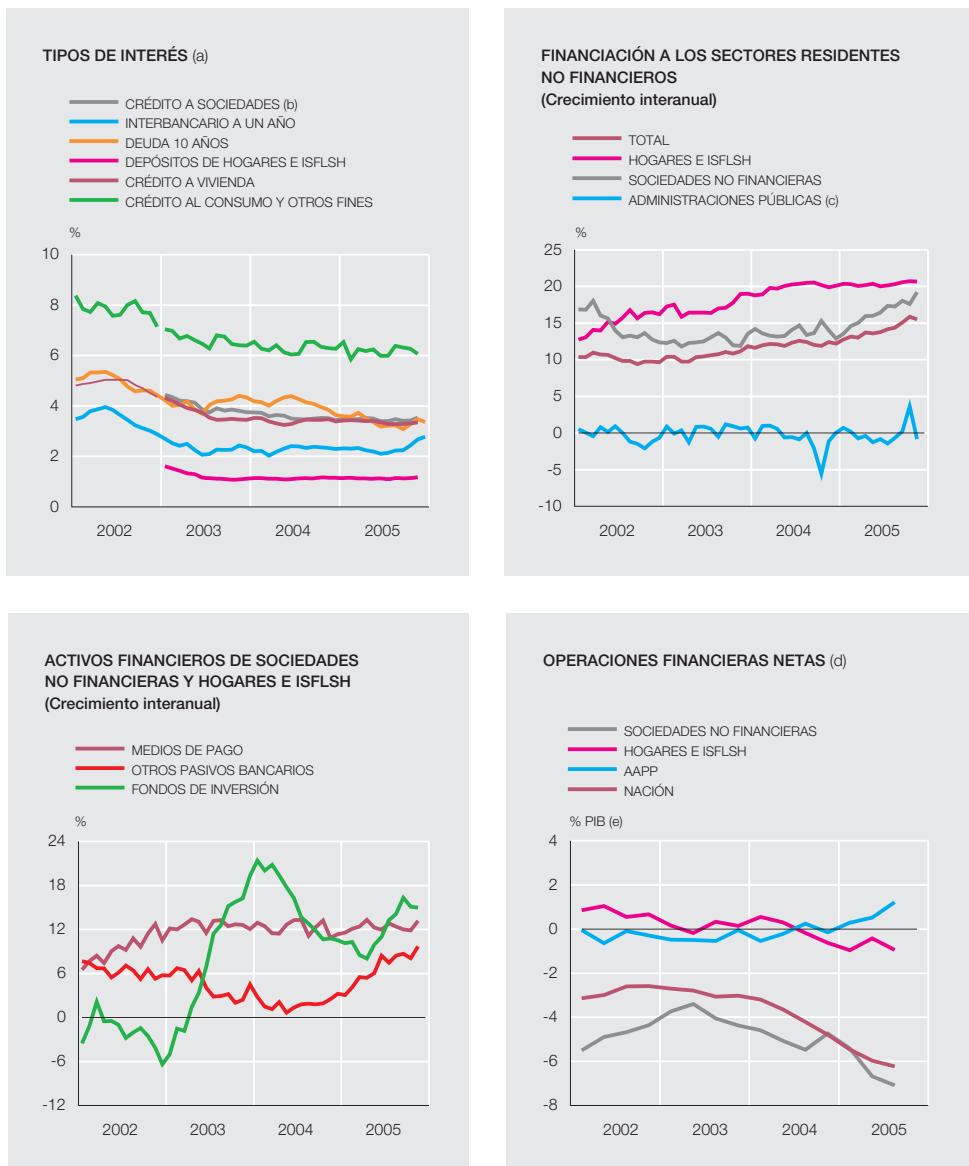
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

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

sentación de planes nacionales de reforma, tras la iniciativa adoptada por el Consejo Europeo en la primavera de 2005 para reconducir este proceso, proporciona una nueva oportunidad de impulsar las reformas económicas, necesarias para dotar de una base más sólida al crecimiento de las economías de la UEM y para afrontar las tendencias hacia la globalización y el cambio estructural que está experimentando la economía mundial. Además, solo una línea clara de actuación en ambos frentes —el de la política fiscal y el de las reformas estructurales— permitirá superar las incertidumbres que pesan todavía en las decisiones de buena parte de los agentes europeos.

La economía española, con un crecimiento estimado de 3,5% en el cuarto trimestre de 2005, se mantiene entre las economías más dinámicas de la UEM y se sigue caracterizando por una capacidad de generar empleo más intensa. Desde el punto de vista interno, el dinamismo de la economía en el cuarto trimestre respondió a las pautas observadas en los trimestres anteriores, sin que se apreciaran cambios muy marcados en cuanto a la composición del crecimiento, aunque la demanda nacional apuntó una modesta desaceleración, que se correspondió con una mejora, igualmente modesta, de la aportación negativa de la demanda exterior. En el conjunto del año, se observaron algunas novedades importantes en relación con 2004 —especialmente, la recuperación de la inversión en bienes de equipo—, aunque también se prolongaron las principales tendencias registradas en años anteriores, como la fortaleza del consumo de los hogares y de la inversión residencial, rasgos que vienen acompañados por un aumento del endeudamiento de las familias y de la aportación negativa del sector exterior al crecimiento, por una ampliación importante de las necesidades de financiación de la nación, y por el mantenimiento de un diferencial de inflación elevado, tanto en términos de costes como de precios.

En el caso de las familias, se observa una continuidad en los factores que han sustentado el gasto en consumo y en inversión residencial en los últimos trimestres. La renta disponible ha seguido creciendo a tasas algo superiores al 3%, en términos reales, apoyada en el aumento del empleo, y las condiciones financieras han mantenido un tono favorable, determinado por la importante revalorización de la riqueza, tanto financiera como no financie-



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.

ra, de los hogares y por el bajo coste del crédito (véase gráfico 4). A lo largo del pasado año, los incrementos del precio de la vivienda tendieron a moderarse, aun conservando tasas de dos dígitos. Esta moderada desaceleración, de confirmarse en los próximos meses, podría facilitar una absorción ordenada de la sobrevaloración existente. Por su parte, las condiciones de financiación se endurecieron ligeramente al final del año. Todo ello pudo influir sobre la suave desaceleración del gasto observada a partir del tercer trimestre, aunque cabe esperar que estos desarrollos tengan un impacto más intenso sobre la demanda en 2006. En su conjunto, 2005 se cerró con un nuevo retroceso de la tasa de ahorro de las familias, una ampliación importante de sus necesidades de financiación y un incremento

adicional de la ratio de endeudamiento, que habría superado el 110% de la renta disponible, y de la carga financiera asociada.

Como se desprende de la evolución expansiva del gasto en bienes de equipo y en construcción no residencial, la inversión empresarial experimentó una recuperación importante el año pasado, aunque en el segundo semestre tendió a suavizar el fuerte crecimiento de los primeros trimestres. A esta recuperación han contribuido la expansión de la demanda, la notable holgura de las condiciones de financiación, que solo se ha reducido, en alguna medida, en los meses finales del año, y la situación saneada de las empresas, según confirman los datos de la Central de Balances. Por ello, aunque el avance de la inversión ha venido acompañado de una aceleración del crédito, los niveles de endeudamiento alcanzados no impiden esperar que ese avance se mantenga si las condiciones de demanda lo sustentan.

Las exportaciones de bienes registraron crecimientos muy reducidos en los últimos trimestres de 2005 —a falta de los datos de cierre del año—, que no han permitido superar el retroceso de los primeros meses, de forma que, en media anual, su tasa de variación apenas alcanzó registros positivos. El comportamiento de los ingresos por turismo, con una recuperación importante en la segunda mitad de 2005, solo ha paliado parcialmente ese estancamiento. En comparación con el dinamismo del comercio mundial y de los mercados de exportación españoles, cuyo crecimiento ha superado el 5%, la atonía de las ventas al exterior ha supuesto una nueva caída de la cuota de mercado de los productos españoles, que ilustra el deterioro de su capacidad competitiva, a pesar de la depreciación del euro. También en el mercado interno se han percibido los efectos de esta pérdida de competitividad, pues las importaciones crecieron a tasas elevadas a lo largo de 2005, como viene siendo habitual, lo que dio lugar a un nuevo aumento de su ratio de penetración, aunque menos intenso que el registrado en 2004. Cabe mencionar, en particular, la fortaleza de los pagos por turismo que alcanzaron tasas de crecimiento real en el entorno del 25%. Como consecuencia de estas tendencias, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento intensificó su carácter negativo durante el pasado año, aunque, como se ha mencionado antes, mostró una leve corrección en los meses finales del año. Todo ello se ha traducido en una nueva ampliación del déficit de la cuenta corriente y de la necesidad de financiación de la nación, que se han situado en cotas superiores al 7,5% y al 6,5% del PIB, respectivamente.

En consonancia con las dificultades registradas por los productos españoles más expuestos a la competencia internacional, la actividad en las ramas industriales experimentó un crecimiento reducido en 2005, aunque con un perfil de recuperación a partir del verano, que parece haberse mantenido en los meses finales del año. Por el contrario, la actividad constructora registró una expansión aún más intensa que en 2004, con tasas de crecimiento del valor añadido cercanas al 6%, que han flexionado ligeramente en el último trimestre. Los servicios, por su parte, presentaron una ligera tendencia a la aceleración, terminando el año en torno al 4%. El patrón de aumento del empleo ha sido similar al del valor añadido, aunque algo más pronunciado, acentuando las divergencias en el comportamiento de la productividad aparente del trabajo. En particular, la fuerte generación de empleo en la construcción ha intensificado las caídas de la productividad aparente en esta actividad, mientras que en la industria y los servicios de mercado las ganancias de productividad han sido del orden del 1%. En términos agregados, el empleo tendió a acelerarse a lo largo de 2005, siguiendo el perfil del PIB, estabilizando su crecimiento en el cuarto trimestre. Los datos de la EPA correspondientes al cuarto trimestre de 2005, recientemente publicados, confirman el mantenimiento del fuerte dinamismo del empleo, al situar la tasa interanual de crecimiento en el 4,9%, en ese trimestre.

La composición sectorial del empleo y el importante peso que sigue teniendo la contratación temporal ayudan a explicar la evolución de los costes laborales. Aunque el incremento de los

Como se describe en el recuadro 3 de este Informe trimestral, en el Consejo Europeo de Primavera, celebrado en marzo de 2005, se decidió intensificar los esfuerzos de reforma para impulsar el desarrollo de la Agenda de Lisboa. Para ello, se consideró necesario concentrar el esfuerzo en el logro de los objetivos que marcaron su gestación, definidos en términos de crecimiento económico y de empleo. También se acordó reforzar el grado de implicación de los Estados miembros y para ello, entre otras iniciativas, se decidió que los países presentaran con carácter anual un Programa Nacional de Reformas (PNR) en el que se recopilaran y se explicaran las actuaciones de política económica diseñadas para el logro de estos objetivos. Estos serían objeto de supervisión y de evaluación multilateral posterior. El Programa Nacional de Reformas de España (PNR) fue presentado por el Gobierno el 15 de octubre de 2005.

Con el fin de enmarcar el conjunto de actuaciones que contiene el PNR, el Programa efectúa un diagnóstico completo de los factores que limitan el crecimiento a largo plazo de la economía española, centrándose en particular en discutir los determinantes del bajo crecimiento de la productividad. En este contexto, define una estrategia de fomento del crecimiento a largo plazo que se basa en dos pilares; de una parte, en el impulso a la productividad; de otra, en potenciar el mantenimiento del dinamismo en la generación de empleo. En correspondencia con estas metas, el PNR plantea dos objetivos a cumplir en el 2010: lograr la convergencia en renta per cápita con la UE 25 y situar la tasa de empleo en el 66%, un punto por encima del actual promedio europeo.

Para alcanzar estos dos objetivos, el PNR desarrolla siete ejes de actuación y establece siete objetivos intermedios o específicos, como muestra el cuadro que se ofrece a continuación. En cuanto a las medidas específicas, el PNR recoge algunas de las actuaciones que el Gobierno ha ido adoptando en esta legislatura –sobre todo, procedentes del Plan de dinamización y de impulso a la productividad, así como de sus desarrollos posteriores (PEIT, AGUA, Avanz@, INGENIO

2010)– y las complementa con propuestas en el área del sector público, del mercado de trabajo y de la pequeña empresa. En el ámbito del sector público, además de la reforma de las Leyes de estabilidad presupuestaria, de las reformas impositivas y de la reforma del sistema de financiación autonómica, anuncia la reforma de las prestaciones sociales y la racionalización del gasto sanitario. También se proponen medidas encaminadas a mejorar el capital humano y se plantean una serie de actuaciones que afectan al mercado laboral, si bien en este caso condicionadas a su ratificación en la mesa del diálogo social. Por último, se presenta el plan de fomento empresarial, dirigido a potenciar la creación de PYMES y a mejorar su productividad.

Tanto en el diagnóstico como en las vías propuestas para abordar los problemas estructurales que subyacen al modelo de crecimiento español, la orientación del Programa es adecuada. Por otra parte, los diversos ejes en torno a los que se articula el PNR cubren las principales áreas de relevancia para el logro de los objetivos en términos de convergencia real y de empleo, aunque sería deseable una mayor concreción en algunas de las propuestas específicas así como en el calendario para su instrumentación. Como en el caso del Plan de Dinamización, el PNR prevé mecanismos de monitorización del progreso realizado en los distintos objetivos que pueden resultar útiles para reforzar la eficacia del Programa y la disciplina en su implementación.

El 25 de enero, la Comisión Europea publicó el Informe Anual de Progreso sobre la Estrategia de Lisboa, que incluye una sección en la que se valoran los PNR y se efectúan recomendaciones de política económica nacionales. La Comisión considera que el PNR de España identifica y da respuesta a los principales retos de política económica a los que se enfrenta la economía española, valora positivamente el compromiso con la estabilidad presupuestaria, el plan de I+D+i y el esfuerzo de inversión en infraestructuras, y concentra las recomendaciones de política económica en el ámbito de la competencia (electricidad y distribución) y del mercado de trabajo, donde se pide un esfuerzo por reducir la segmentación y por aumentar el empleo femenino.

EJE	ÁREA DE ACTUACIÓN	OBJETIVO
1	Refuerzo de la estabilidad macroeconómica y presupuestaria	Reducir significativamente la ratio de deuda pública en relación con el PIB, hasta el 34% en 2010
2	Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte (PEIT) y Programa de Actuaciones para la Gestión y la Utilización del Agua (AGUA)	Aumentar la red ferroviaria hasta los 35 km/1.000 km ² en 2010 (32 km/1.000 km ² en 2008) y reducir la tasa de accidentalidad en carreteras en un 40% en 2010
3	Aumento y mejora del capital humano	Reducir a la mitad (hasta el 15%) la tasa de abandono escolar prematuro en 2010
4	Estrategia de I+D+i (INGENIO 2010)	Duplicar la inversión en I+D hasta el 2% del PIB en 2010. Converger con Europa en la Sociedad de la Información, de manera que el gasto en TIC se sitúe en el 6,3% del PIB en 2008 y en el 7% en 2010
5	Más competencia, mejor regulación, eficiencia de las Administraciones Públicas y competitividad	Mejorar la posición de España en relación con los indicadores de competencia, convergiendo en 2010 con la media europea
6	Mercado de trabajo y diálogo social	Aumentar la tasa de empleo femenino desde el 48% hasta el 57%. Reducir la tasa de desempleo juvenil desde el 22,1% hasta el 18,6 %, promedio actual de la UE 25
7	Plan de Fomento Empresarial	Aumentar la creación de empresas en un 25% mediante el fomento del espíritu emprendedor, especialmente entre jóvenes y mujeres

FUENTE: Programa Nacional de Reformas de España.

salarios de convenio se aproximó al 3,6% en 2005 —un 3% de aumento pactado para el año y 0,6 pp más por aplicación de las cláusulas de salvaguarda de 2004—, la remuneración por asalariado en la economía de mercado se incrementó en torno al 2,5%, por debajo de su aumento en 2004, reflejando, al menos en parte, la composición del empleo creado. La desaceleración de la remuneración se ha transmitido a los costes laborales unitarios, pero, en un contexto de avances muy reducidos de la productividad, el diferencial de crecimiento con los costes de los países con los que España compite internacionalmente sigue siendo muy amplio, como pone de manifiesto el gráfico 3. Este comportamiento de los costes se manifiesta también en el diferencial de inflación. En términos del IAPC, la inflación española finalizó 2005 en una tasa del 3,7%, que supone una notable apertura del diferencial con la zona del euro, destacando el carácter marcadamente más inflacionista de los precios de los alimentos y de los servicios.

La persistencia de crecimientos comparativamente elevados de los costes y los precios en España amplía las pérdidas de competitividad y tiende a hacer potencialmente más gravosa una eventual corrección de los desequilibrios que, hasta el momento, siguen acumulándose. La respuesta de la política económica ante esta situación debe estar encaminada a favorecer la flexibilidad de precios y salarios, y a fomentar las ganancias de productividad, que permitan mejorar la competitividad de la economía sin deteriorar el crecimiento del empleo. El Plan Nacional de Reformas, presentado en octubre, se orienta precisamente en esta dirección, si bien sería deseable que se viera acompañado por un impulso más firme en la reforma del mercado de trabajo y de la negociación colectiva (véase recuadro 1).

En el terreno de la política presupuestaria, el Gobierno presentó el 30 de diciembre pasado la Actualización del Programa de Estabilidad, que define la estrategia fiscal para el período 2005-2008. Las proyecciones que proporciona esta Actualización —que incorporan el efecto estimado de la reforma de la imposición directa, recientemente aprobada, a partir del año 2007— revisan al alza el superávit de la cuenta de las AAPP, con respecto a las últimas cifras oficiales, y apuntan hacia un notable descenso en la ratio de deuda, que podría situarse en el 36,6% del PIB en 2008. La revisión del superávit de la cuenta de las AAPP —hasta el 1% del PIB y el 0,9% del PIB en 2005 y 2006, respectivamente— se corresponde con el fuerte dinamismo que han mantenido los ingresos públicos durante los últimos meses de 2005 y con su previsible efecto inducido sobre los resultados fiscales de 2006. Estas cifras confirman que los excesos de recaudación, en relación con las previsiones de la programación presupuestaria, se están destinando a mejorar la posición fiscal de las AAPP, lo que contribuye a ampliar el potencial estabilizador de la política fiscal a lo largo del ciclo, en línea con los objetivos que sustentan el principio de estabilidad presupuestaria.

2 Entorno exterior del área del euro

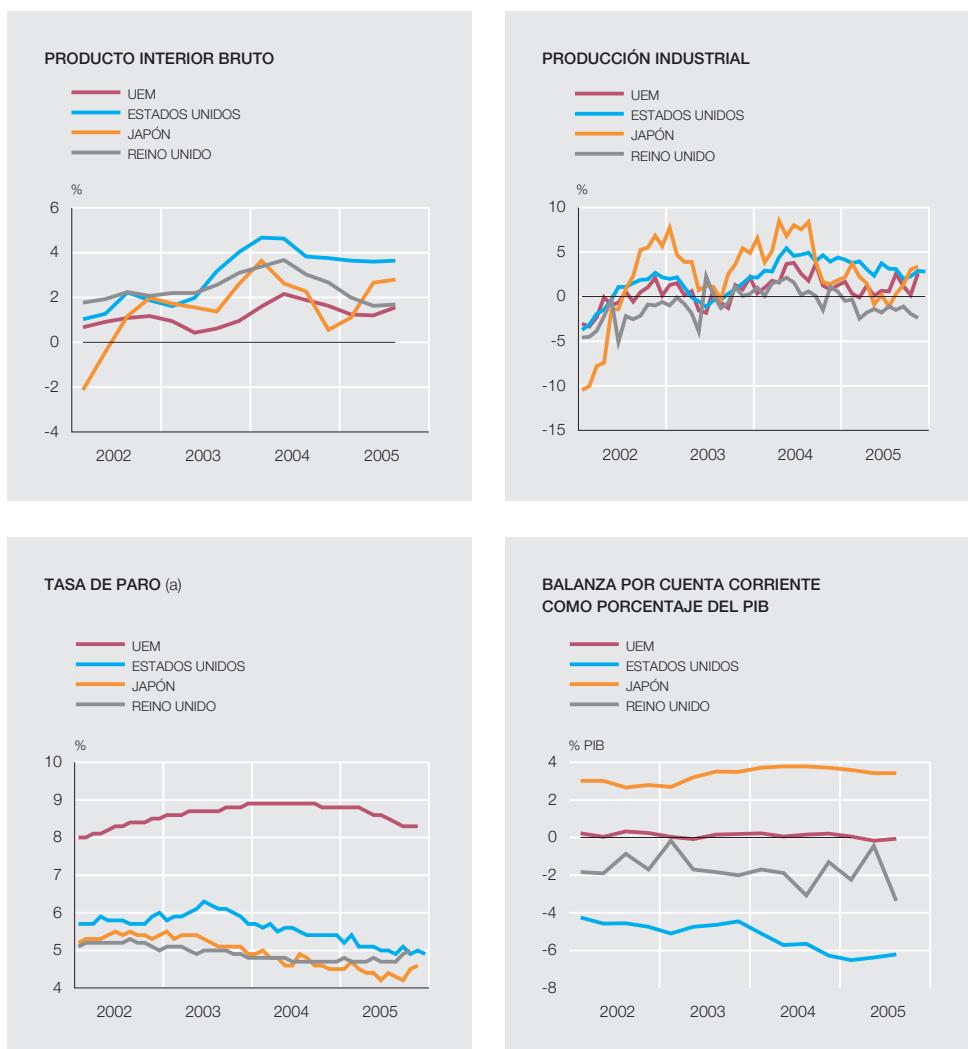
La evolución económica y financiera en el entorno exterior del euro durante el último trimestre de 2005 e inicios de 2006 se caracterizó por el mantenimiento de un elevado y generalizado crecimiento económico, por la continuidad de la inflación en niveles moderados y por una favorable evolución de las variables financieras. En este contexto, se revisaron ligeramente a la baja las expectativas de movimientos de tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Tras las dos subidas del último trimestre del año, hasta el 4,25%, los mercados anticiparon a partir de diciembre el fin cercano del actual ciclo alcista de tipos, aunque aún esperan subidas de al menos 25 puntos básicos (pb) en las próximas reuniones de la Reserva Federal. Los tipos de interés a largo plazo llegaron a reducirse por debajo del 4,5%, hasta el punto de que, de modo transitorio, se llegó a invertir la pendiente de la curva de tipos a partir de los bonos a dos años. Este cambio de expectativas, junto con la mejora reciente de las perspectivas de crecimiento en Japón y Europa, propició que el dólar interrumpiera a principios de diciembre su tendencia apreciatoria y perdiera fuerza desde entonces moderadamente frente al euro y el yen. Por su parte, los principales índices bursátiles continuaron registrando ganancias, que fueron particularmente acentuadas en Japón, al compás de las mejores perspectivas de crecimiento. Los mercados financieros emergentes mantuvieron su buen comportamiento durante el último trimestre de 2005 e inicios de 2006: las bolsas registraron fuertes subidas y las primas de riesgo soberano se situaron en mínimos históricos, desde que se elaboran estas series.

Durante el mes de diciembre el precio del petróleo se estabilizó alrededor de los 58 dólares por barril de crudo Brent, tras el pronunciado descenso desde el máximo histórico cercano a los 69 dólares alcanzado a inicios de septiembre. No obstante, a lo largo de enero el precio del Brent volvió a repuntar, hasta situarse por encima de 65 dólares por barril, como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y Nigeria y del mantenimiento de la fortaleza de la demanda. El comportamiento de los precios de los futuros a largo plazo fue análogo, de tal modo que la curva de futuros continuó mostrando precios similares o superiores al precio al contado para un horizonte de hasta dos años.

En Estados Unidos, según el primer avance de la Contabilidad Nacional, la actividad se expandió en el cuarto trimestre de 2005 a una tasa anualizada del 1,1%, frente al 4,1% del trimestre anterior, con lo que en el conjunto del año 2005 el crecimiento sería del 3,5%. Esta desaceleración en el último trimestre se produjo principalmente por la caída de las compras de automóviles y por medidas excepcionales de reducción de gasto de defensa. Sin embargo, los indicadores hacia fines del cuarto trimestre mostraron un panorama más optimista para el inicio de 2006. Las ventas al por menor de noviembre y diciembre mostraron una cierta debilidad, pero la confianza del consumidor de diciembre aumentó notablemente. Por el lado de la oferta, en diciembre los pedidos de bienes duraderos y el ISM de servicios mejoraron, mientras que los pedidos de bienes de capital y el ISM de manufacturas se deterioraron ligeramente. El mercado de trabajo mantuvo su vigor y el empleo creció a ritmos similares a los del trimestre previo, lo que permitió que la tasa de desempleo cerrase el año en el 4,9%, la menor en cuatro años. En el ámbito de los precios, tras el repunte de septiembre y octubre motivado por la fuerte alza de los precios energéticos, la tasa de inflación se desaceleró hasta el 3,4% interanual en diciembre, mientras que la tasa subyacente se mantuvo estable en el entorno del 2,2%. En cuanto al sector exterior, el déficit comercial de noviembre volvió a ampliarse, aunque menos de lo esperado, gracias al repunte de las exportaciones. A pesar de ello, en el acumulado del año, el déficit hasta noviembre superaba el total del déficit registrado en 2004, que a su vez ya supuso un máximo histórico.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



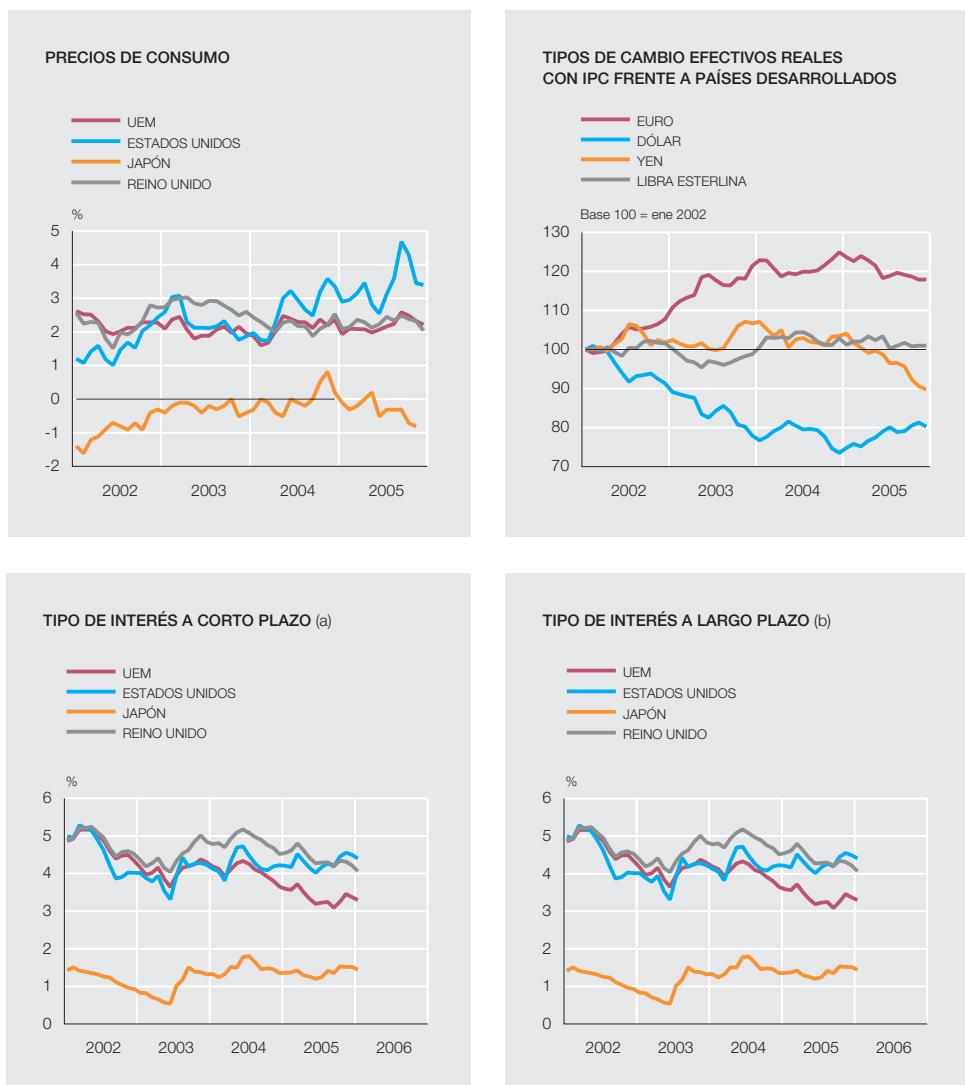
FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Japón, la actividad siguió acelerándose en los últimos meses. El PIB real creció un 2,9% interanual en el tercer trimestre, tres décimas más que en el segundo. Esta evolución se ha venido apoyando en el vigor de la inversión y del consumo privados. Los indicadores del cuarto trimestre confirmaron el buen momento, aunque con un menor impulso que en trimestres previos. Por el lado de la oferta, la mayoría de indicadores mantuvo un comportamiento positivo, mientras que por el lado de la demanda las ventas al por menor registraron una moderada desaceleración, al tiempo que la confianza del consumidor se redujo ligeramente. En el mercado de trabajo destacó la desaceleración paulatina del ritmo de expansión de la remuneración de los asalariados y de la creación de empleo, que condujo a la tasa de paro hasta el 4,6% en noviembre. En el sector exterior se observó un elevado dinamismo de las exportaciones e importaciones en el último trimestre de 2005. La tasa interanual de inflación subyacente fue positiva en diciembre (0,1%), si bien el índice general aún cayó un 0,1%. Los indicios de posible superación de la larga fase deflacionista, en un contexto de mayor dinamismo económico, propiciaron el anuncio por parte del banco central de futuros cambios tanto en el tono como en la instrumentación de la política monetaria.

PRECIOS, TIPO DE CAMBIO REAL Y TIPOS DE INTERÉS

GRÁFICO 6



FUENTE: Banco de España.

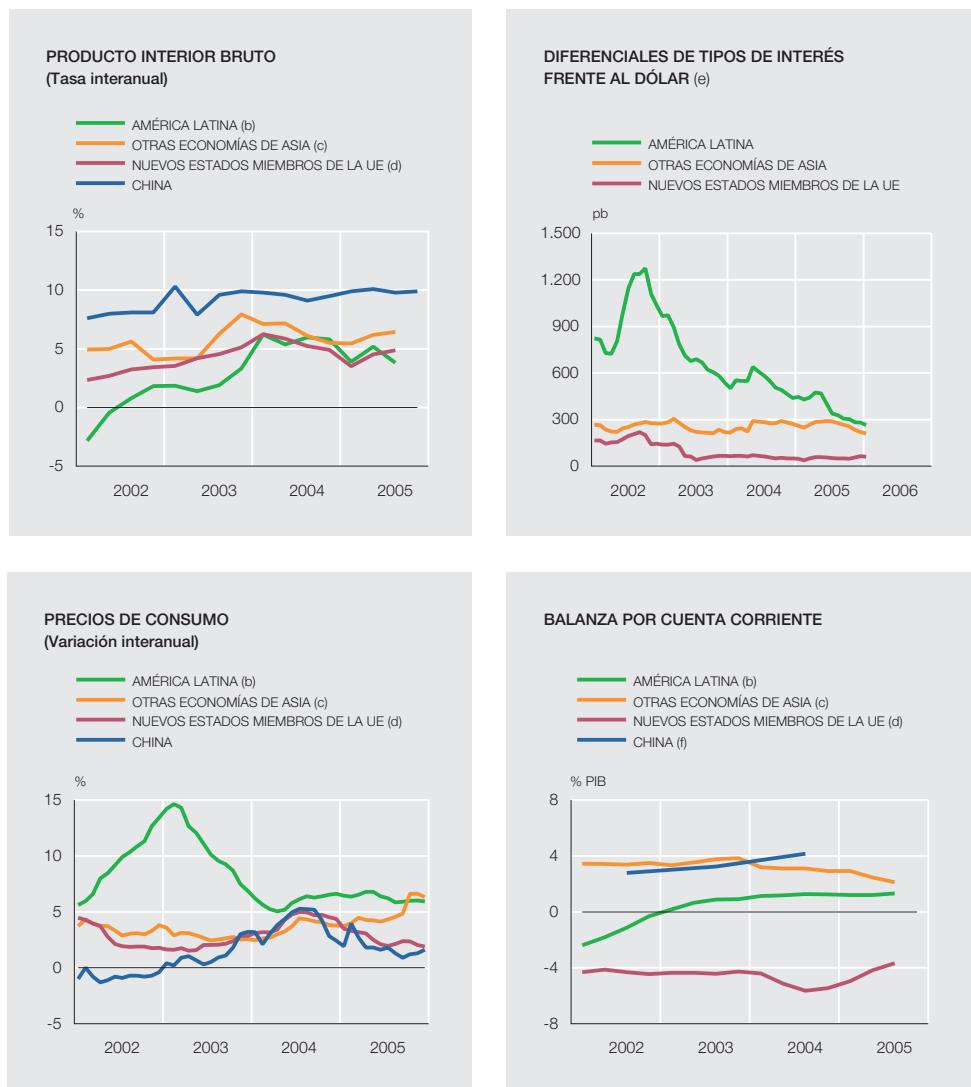
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

En el Reino Unido, el ritmo de crecimiento se estabilizó tras desacelerarse en los últimos trimestres. Según un primer avance, el PIB creció un 1,7% interanual en el cuarto trimestre, igual que en el tercero. Los indicadores recientes apuntaron a una cierta mejoría de la actividad. En diciembre, el PMI de servicios aumentó notablemente y la encuesta de distribución de comercio mejoró sustancialmente, situándose en territorio no negativo por primera vez desde febrero de 2005, aunque la confianza del consumidor se deterioró ligeramente. El mercado de trabajo perdió algo de empuje y en noviembre la tasa de desempleo (según el criterio de la OIT), comparada con el cierre del tercer trimestre, aumentó tres décimas, hasta el 5%. El déficit por cuenta corriente del tercer trimestre se amplió considerablemente, debido a factores transitorios, hasta alcanzar un 3,4% del PIB. Por último, el índice armonizado de precios de consumo se situó en el 2% en diciembre, al tiempo que los precios de la vivienda, que venían desacelerándose desde la segunda mitad de 2004, experimentaron un ligero repunte en los meses finales del año.

En los nuevos Estados miembros de la UE, el PIB tuvo un crecimiento robusto en el tercer trimestre, por el buen comportamiento de la demanda externa y la gradual recuperación de la

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- 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.
- Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- 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.
- Datos anuales.

demandas internas. Los indicadores correspondientes al cuarto trimestre confirman el buen tono de actividad de la región. En la evolución de la inflación siguió sin observarse una trayectoria común: repuntó en varios países (especialmente en los bálticos) debido al aumento de los precios de la energía, mientras que en otros (como Polonia y Eslovenia) se moderó, por la caída de los precios de los alimentos. La República Checa aumentó el tipo de interés oficial, hasta el 2%, al tiempo que en el resto de países se mantuvieron estables. Los objetivos de déficit público para 2005, aunque en la mayoría de los casos superaban el 3% del PIB, podrían alcanzarse, con la excepción de Hungría, cuyo déficit público sobrepasará el 7% del PIB. Por último, cabe señalar que el pasado 28 de noviembre la corona eslovaca se incorporó al Mecanismo de Tipos de Cambio II y que el Consejo Europeo del 16 de diciembre otorgó a Macedonia la condición de país candidato a la UE.

En China, la actividad mantuvo un elevado dinamismo y el PIB creció un 9,9% interanual en el cuarto trimestre, lo cual significa un crecimiento del 9,9% para el conjunto de 2005. En paralelo, las reformas metodológicas en la Contabilidad Nacional, que implicaron un incremento del peso del sector terciario en la actividad, originaron la revisión al alza, de medio punto anual como promedio, en las cifras de crecimiento desde 1993. En concreto, el crecimiento se situó en el 10% en 2003 y en el 10,1% en 2004, frente al 9,5% inicialmente estimado en ambos casos. En cuanto a los indicadores de actividad en el trimestre, la producción industrial y las ventas al por menor mantuvieron un ritmo de crecimiento vigoroso, mientras que la inversión en activos fijos moderó su ritmo de expansión. En el sector exterior destaca la notable desaceleración de las exportaciones en el trimestre, al tiempo que se produjo una desaceleración paulatina y moderada de las importaciones, pese a lo cual el superávit comercial alcanzó los 102 mm de dólares en 2005, algo más del triple que en 2004. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC aumentó en diciembre hasta el 1,6% interanual. Pese a la muy ligera apreciación del renminbi, las reservas exteriores del banco central continuaron creciendo, aunque a tasas interanuales ligeramente más moderadas, hasta alcanzar 819 mm de dólares a finales de 2005.

En América Latina, la actividad se moderó dentro de un tono de firmeza en el tercer trimestre, alcanzando un 3,8% interanual, frente al 5,2% del segundo. Hay que destacar que la casi totalidad de esta reducción se debió a la menor aportación de Brasil, donde la tasa interanual se redujo drásticamente, lastrada por un crecimiento trimestral negativo. Por el contrario, en México se observó una reactivación de la actividad y los países que venían manteniendo unos ritmos de expansión mayores, como Argentina y Venezuela, volvieron a registrar tasas de crecimiento muy elevadas. Las tasas de inflación siguieron moderándose en la mayoría de países, con la notable excepción de Argentina, donde cerró el año por encima del 12%. De este modo, y a diferencia del año anterior, se cumplieron los objetivos de inflación en la mayoría de los países. En este contexto, México y Brasil prosiguieron en los últimos meses su ciclo de bajadas de tipos de interés. Cabe destacar, por último, la devolución de la totalidad de los préstamos con el FMI por parte de Brasil y Argentina, por un valor conjunto de más de 25.000 millones de dólares.

La actividad económica en el área del euro parece haberse recuperado en la segunda parte de 2005 de la fase de atonía que había iniciado en el segundo semestre de 2004. El crecimiento del PIB experimentó una notable aceleración en el tercer trimestre del año y la información disponible más reciente sugiere que el dinamismo se mantuvo en el cuarto trimestre. Así, todo apunta a que la inversión prolongó su fase de recuperación, impulsada por unas condiciones financieras muy favorables y la fortaleza de los beneficios empresariales, mientras que las exportaciones, favorecidas por el fuerte crecimiento del comercio mundial y los efectos desfasados de la depreciación del euro, continuaron siendo un sólido motor del crecimiento. No obstante, la ausencia de señales nítidas de una recuperación del consumo representa todavía un elemento importante de incertidumbre para las perspectivas de crecimiento sostenido de la actividad del área en el corto y medio plazo (véase recuadro 2), al cual se unirían los riesgos que supone la persistencia de los elevados precios del petróleo y la posibilidad de subidas adicionales, así como una eventual corrección desordenada de los desequilibrios macroeconómicos globales. Con todo, las perspectivas para los primeros trimestres de 2006 son compatibles con un escenario central en el que la actividad crecería a tasas alrededor del crecimiento potencial del área.

En lo que concierne a los precios, mientras que la inflación subyacente ha permanecido estable en niveles moderados en torno al 1,5%, la evolución a corto plazo del IAPC ha seguido reflejando las oscilaciones del precio del petróleo. Así, la caída de los precios del crudo en los últimos meses del año propició una cierta moderación de la tasa de crecimiento del IAPC, que —tras el máximo alcanzado después del verano— se situó en el 2,2% en diciembre. Esta desaceleración contiene, no obstante, elementos transitorios que pueden dar lugar a un cierto repunte de la inflación a principios de 2006 y a su mantenimiento por encima del 2% hasta bien entrado el año. Más a medio plazo, el convencimiento por parte de los agentes económicos de que el precio del petróleo se mantendrá en niveles elevados incrementa el riesgo de que el encarecimiento de los costes de producción termine provocando aumentos de precios en el conjunto de los sectores y se interrumpa la moderación salarial, en particular en un contexto de fortalecimiento progresivo de la actividad económica y recuperación del mercado de trabajo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión celebrada el 1 de diciembre, consideró que los riesgos para el logro de la estabilidad de precios en el medio plazo se habían acentuado y decidió, en consonancia, subir los tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, tras dos años y medio de permanecer inalterados en niveles históricamente bajos. No obstante, la política monetaria del BCE sigue mostrando —a la espera de nuevos datos económicos— un tono acomodaticio, que constituye un claro estímulo para el crecimiento económico de la zona del euro y la creación de empleo.

En el ámbito de las políticas fiscales, todo apunta a que el déficit presupuestario superará el límite del 3%, establecido en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en varios Estados miembros. En los casos de Alemania y, en caso de producirse, Francia, el incumplimiento podría obligar a la Comisión a dar un paso más en sus respectivos procedimientos de déficit excesivo abiertos, si bien hasta ahora no se ha pronunciado sobre cuál será su actuación al respecto, que será crucial para la credibilidad futura del Pacto. Por lo que respecta a las políticas de carácter estructural, los distintos países europeos han presentado sus Programas

Desde el año 2002, la evolución del consumo privado en la UEM se ha caracterizado por una notable atonía, que se ha prolongado hasta la actualidad. Así, esta variable ha registrado en los tres primeros trimestres de 2005 crecimientos reducidos, en torno al 0,2%-0,3% en términos intertrimestrales, en un contexto en el que, a diferencia de años anteriores, tanto el gasto en inversión como las ventas al resto del mundo han experimentado un mayor dinamismo. Por ello, la contribución negativa del consumo al *output gap* ha continuado siendo muy importante, pasando incluso a ser, recientemente, la de mayor magnitud de entre todos sus componentes (véase gráfico 1 adjunto)¹.

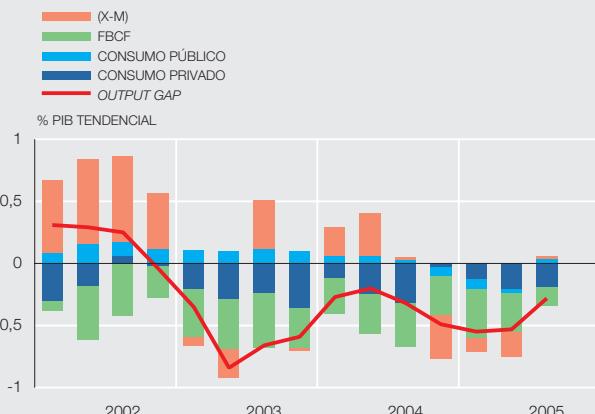
Desde el punto de vista de los determinantes del consumo, la moderación observada en la renta disponible en el año 2005, derivada especialmente del bajo crecimiento de la remuneración de los asalariados, tanto por su componente salarial como por el de creación de empleo, estaría en consonancia con la trayectoria vacilante del consumo. No obstante, la evolución de otros factores como la riqueza o los tipos de interés podría estar impulsando al alza el gasto de las

familias. Para ilustrar la interacción de estos determinantes, en el gráfico 2 se presentan las contribuciones al crecimiento del consumo de sus factores explicativos, según la ecuación del *Area Wide Model* (*AWM*)². Como se observa en dicho gráfico, las variables que aparecen en la ecuación y las relaciones entre estas y el consumo explican razonablemente bien su evolución a lo largo de 2005, ya que la tasa interanual observada solo se sitúa ligeramente por debajo de la tasa que estima la ecuación. De hecho, esta diferencia es muy inferior a la existente desde mediados de 2003 y casi todo el año 2004. Conviene resaltar que este análisis hay que hacerlo con las debidas cautelas ante la falta de información suficientemente precisa de algunas variables (como la riqueza de los agentes) o ante la posibilidad de que existan otros factores distintos de los determinantes habituales que hayan podido incidir en el gasto de las familias. En este sentido, la evolución reciente de los indicadores de confianza del consumidor, que solo en el mes de diciembre de 2005 ha llegado a superar su media histórica, sugiere que las familias pueden todavía estar actuando con cautela a la hora de materializar su gasto, si bien de forma menos acusada que en el período reciente, cuando dichos indicadores alcanzaron niveles mínimos (véase gráfico

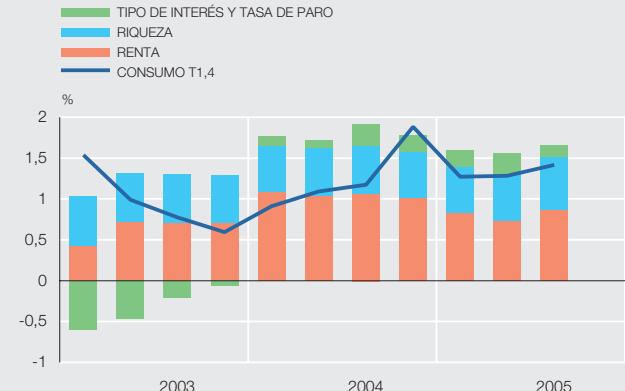
1. El *output gap* se ha calculado como la diferencia entre el PIB observado y el tendencial, estimado mediante un filtro Hodrick-Prescott. La contribución de cada componente se mide como su diferencia respecto a su evolución tendencial en porcentaje del PIB tendencial.

2. Para una descripción detallada del modelo econométrico conocido como *Area Wide Model*, véase G. Fagan, J. Henry y R. Mestre (2001), *An Area-Wide Model (AWM) for the euro area*, ECB Working Paper n.º 42.

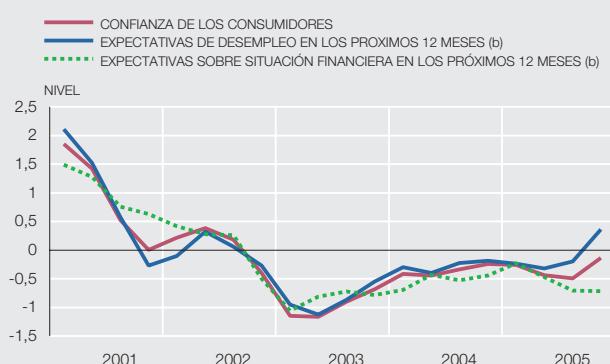
1. OUTPUT GAP DE LA UEM. CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES



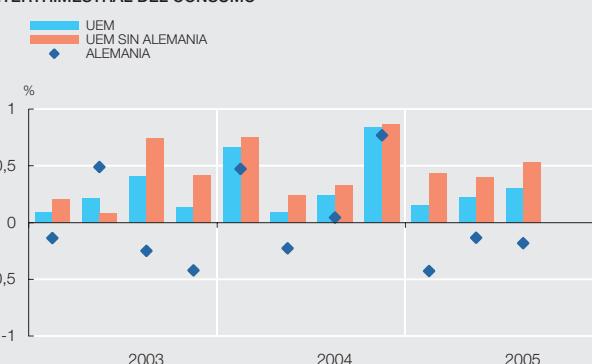
2. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL SEGÚN DETERMINANTES



3. INDICADORES DE CONFIANZA (a)



4. APORTACIÓN DE ALEMANIA EN TÉRMINOS DEL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL CONSUMO



FUENTES: Comisión Europea, BCE y Banco de España.

a. Series normalizadas.

b. Componente del indicador sintético de confianza del consumidor.

co 3 adjunto). Por países, resulta especialmente notable la debilidad del consumo en Alemania en 2005, de modo que, considerando un agregado UEM sin Alemania, el consumo habría crecido a ritmos más en sintonía con el proceso de recuperación del PIB percibido en los últimos trimestres (véase gráfico 4 adjunto).

En los últimos meses, como ya se ha mencionado en el texto principal, la mayor parte de los indicadores sobre el consumo privado en la UEM no apuntan todavía a un avance inmediato y sostenido del gasto de las familias. No obstante, la mejora de las exportaciones y del gasto empresarial debería transmitirse al consumo privado a medida que aumente la demanda de empleo y mejore, por lo tanto, la renta disponible de las familias. En principio, hay indicios de que este efecto ha podido iniciarse, dado que los indicadores cualitativos sobre las expectativas de empleo han aumentado en los últimos meses del año. No obstante, la mejora reciente de la confianza de los consumidores no descarta la incertidumbre existente sobre la disposición de las familias al gasto, ya que estos mantienen todavía una visión pesimista acerca de su situación financiera en los doce meses siguientes (véase gráfico 3 adjunto).

En este contexto, las proyecciones publicadas más recientemente de la Comisión Europea —que están en línea con las del Eurosystema— prevén una recuperación del consumo muy lenta, de forma que en el año 2006 crecería a una tasa del 1,4%, muy similar a la que se espera para el año 2005 e inferior, por lo tanto, al crecimiento medio de esta variable en la última década. Este moderado crecimiento sería el resultado de una mayor contribución de la renta disponible al aumento del consumo, como consecuencia de la mejora del empleo y de la menor aportación de la riqueza financiera y no financiera, en la medida en que se prevé una moderación del precio de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles a lo largo de 2006. Por otro lado, la persistencia de déficits elevados en la UEM genera incertidumbres adicionales sobre el mantenimiento, en sus condiciones actuales, de los sistemas públicos de pensiones y de asistencia sanitaria, ante el envejecimiento de la población. No obstante, los progresos realizados en cuanto a la implementación de reformas estructurales en algunos países han resuelto algunas incertidumbres y, en la medida en que se vayan generalizando, podrían ayudar a relanzar el consumo.

Nacionales de Reforma, en consonancia con la estrategia de Lisboa revisada en la primavera de 2005 (véase recuadro 3).

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM correspondiente al tercer trimestre de 2005¹, el producto interior bruto del área del euro creció un 0,6% en términos intertrimestrales, lo que representa un aumento de dos décimas con respecto al crecimiento registrado en el trimestre precedente (véase cuadro 1). Esta evolución ha supuesto un avance de cuatro décimas en el ritmo de expansión interanual del PIB, que se ha situado en el 1,6%. Los componentes que contribuyeron a esta aceleración del PIB fueron, fundamentalmente, la demanda exterior neta y la inversión. En particular, las exportaciones experimentaron un notable repunte, mientras que las importaciones se aceleraron de forma más moderada, con lo que la contribución neta del sector exterior al crecimiento del producto se incrementó en tres décimas, hasta 0,2 pp. Por su parte, la formación bruta de capital fijo registró un fuerte avance con respecto al trimestre precedente, del 1,3% (tras el 0,9% del segundo trimestre), como resultado de la marcada recuperación de la inversión en bienes de equipo, ya que, por el contrario, la inversión en construcción redujo notablemente su ritmo de expansión. Esto explica buena parte del aumento en la aportación de la demanda interna —excluidas las existencias— al crecimiento, que fue de 0,6 pp (0,4 pp en el trimestre anterior), puesto que el consumo privado siguió mostrando una notable falta de dinamismo. Este último creció un 0,3% (solo una décima más que en el segundo trimestre), condicionado, en general, por el débil crecimiento de la renta disponible, debido a su vez a la limitada aportación tanto de su componente de empleo como del salarial (véase recuadro 2). Finalmente, mientras que el consumo público incrementó ligeramente su ritmo de expansión (hasta el

1. A partir de esta estimación, Eurostat ha introducido dos importantes cambios metodológicos en la Contabilidad Nacional de la UEM: la asignación como consumo intermedio o final de los diferentes sectores y ramas productivas de los «servicios de intermediación financiera medidos indirectamente», y el uso de índices de volumen encadenados. De acuerdo con la información proporcionada por Eurostat, este cambio tiene un efecto reducido sobre las tasas de crecimiento de los agregados macroeconómicos del área del euro.

La revisión de los progresos realizados en el marco de la estrategia de Lisboa, acometida por el Consejo Europeo de la primavera de 2005, mostró ciertos logros en algunas áreas, como la creación de empleo, pero también avances claramente insuficientes en otros ámbitos. Al objeto de intensificar los esfuerzos de reforma y poder alcanzar así, al final de la década, los objetivos últimos en términos de crecimiento y empleo, el Consejo Europeo juzgó necesario introducir algunas modificaciones en el proceso, que, entre otros ámbitos, afectan de manera señalada a sus aspectos institucionales. En particular, el Consejo Europeo diseñó un ciclo trianual de diseño y aplicación de políticas, que se inició en junio de 2005 con la aprobación, por el Consejo ECOFIN, de las denominadas Directrices Integradas. Este documento ha servido de base para que, en el pasado otoño, cada Estado miembro elaborara un Programa Nacional de Reformas (PNR), en el que se exponen las actuaciones que sus autoridades pretenden poner en práctica en el período de 2005 a 2008. En la elaboración de sus PNR, los distintos países han tenido en cuenta la recomendación del Consejo Europeo de establecer procedimientos de consulta con una base amplia de actores nacionales (que incluyen los Parlamentos, las autoridades regionales y locales y los agentes sociales). Como resultado, el texto final de los programas se ha beneficiado de las contribuciones de estos agentes, lo que debería favorecer que estos consideren los objetivos como propios y redundar, en definitiva, en un impulso al proceso de reformas. En sus programas, los Estados miembros de la UE han identificado, en función de sus respectivas posiciones de partida, un conjunto de cinco ámbitos prioritarios para la realización de reformas (véase el panel superior del gráfico adjunto). Estas áreas incluyen, en primer lugar, la mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo, terreno en el que los distintos países han propuesto medidas que abarcan ámbitos tales como los sistemas impositivos y de prestaciones sociales —en particular, con el fin de incentivar la búsqueda activa de empleo—, la formación continuada a lo largo de la vida laboral o la reorientación de los sistemas de negociación colectiva para hacerlos más favorables a la generación de empleo. No obstante, tan solo seis Estados miembros han formulado objetivos referidos a sus tasas de empleo en 2008, que supondrían, por término medio, aumentos en torno a 2 pp en comparación con los niveles de 2004 (véase el panel central del gráfico adjunto).

El segundo ámbito de actuación mencionado de forma más mayoritaria por los Estados miembros en sus PNR es el de investigación y desarrollo, campo en el que casi todos los países han anunciado sus planes para aumentar el gasto público y estimular el de carácter privado (véase el panel inferior del gráfico adjunto). Sin embargo, no es obvio que los programas aseguren la eficiencia del componente público de este gasto, ni la capacidad de este para actuar como resorte del gasto privado, lo que podría dificultar también el cumplimiento de los objetivos referidos a este último.

Otra de las áreas donde los países identifican una necesidad más perentoria de reforma es la mejora del entorno regulatorio en el que se desenvuelve la actividad empresarial. En este terreno, la mayor parte de los Estados miembros han establecido catálogos de ejemplos de buenas prácticas, que les han servido para la fijación de objetivos cuantitativos de reducción de la carga administrativa, al tiem-

po que se respeta un nivel mínimo de calidad de la regulación. En cuarto lugar, muchos países anuncian reformas educativas y de los sistemas de formación continuada en reconocimiento de que una educación de calidad es un ingrediente esencial para preservar la adaptabilidad de la fuerza laboral a los cambios en el entorno económico y mejorar su nivel de cualificación. Este es, además, un ingrediente importante para mejorar la eficiencia del gasto en I+D.

Por último, los PNR de 19 Estados miembros han coincidido en señalar la mejora de la sostenibilidad y la calidad de las finanzas públicas como un ámbito relevante de actuación adicional. Dadas las proyecciones existentes, según las cuales el envejecimiento de la población dará lugar en muchos países a un aumento muy importante del gasto en los sistemas de pensiones y sanitarios, muchos programas contienen reformas de los mismos. En la medida en que estas reformas incluyen medidas para incrementar la edad de jubilación efectiva, se solapan con las que están orientadas a aumentar la oferta de trabajo. La publicación por parte del Comité de Política Económica en febrero de 2006 de proyecciones presupuestarias de largo plazo actualizadas ayudará a valorar el grado de ambición de las acciones propuestas por los Estados miembros en sus PNR.

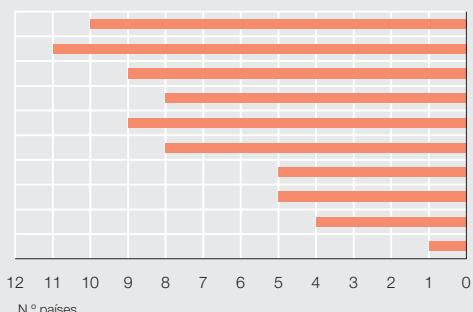
El pasado día 25 de enero, la Comisión dio a conocer su primer Informe Anual de Progreso, en el que se formulan indicaciones a cada Estado miembro acerca de las áreas en las que se deben concentrar los esfuerzos de reforma. Además, el Informe identifica cuatro ámbitos en los que invita al Consejo Europeo a impulsar acciones concretas. Estos ámbitos son las políticas tendentes al aumento de las tasas de empleo, el gasto en investigación y educación, la regulación que recae sobre la actividad empresarial y el desarrollo de políticas que aseguren la disponibilidad de fuentes de energía eficientes.

Con anterioridad, y tal y como le había solicitado el Consejo Europeo, la Comisión había presentado, en julio de 2005, el Programa Comunitario de Lisboa, que contiene las acciones complementarias que se requieren a nivel del conjunto de la UE para alcanzar los objetivos finales. Este documento establece como áreas prioritarias la creación de un verdadero mercado único de servicios, la mejora del entorno para la innovación (en particular, en el terreno de los derechos de propiedad intelectual), la liberalización efectiva del comercio internacional y, dentro de la esfera de competencia comunitaria, la culminación del mercado europeo de la energía y la reducción de la carga regulatoria, aspectos que, como se ha indicado, están también contemplados, en su vertiente nacional, en el Informe de Progreso.

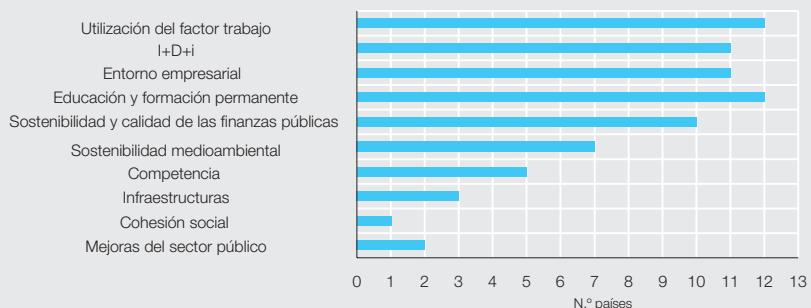
Es difícil evaluar en qué medida las estrategias nacionales contenidas en los PNR —y en el programa comunitario—, junto con la realización de un seguimiento adecuado de los progresos realizados, constituyen instrumentos suficientes para alcanzar las metas de la Agenda de Lisboa. Lo que sí resulta evidente es que los objetivos trazados en los programas deben traducirse en políticas concretas que sean introducidas a la mayor brevedad posible, pues la aplicación exhaustiva y rigurosa del catálogo de reformas propuestas constituye un elemento esencial para lograr situar la economía europea dentro de una senda de mayor crecimiento.

1. RETOS PRINCIPALES IDENTIFICADOS POR LOS ESTADOS MIEMBROS (a)

UEM

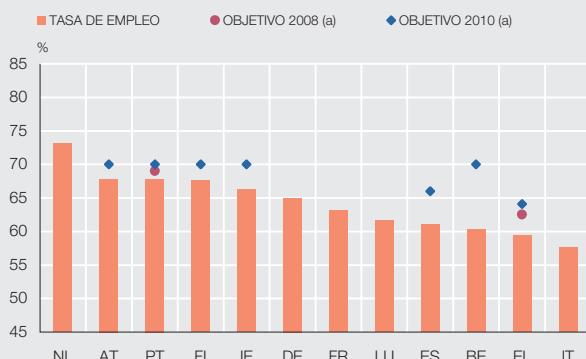


RESTO UE

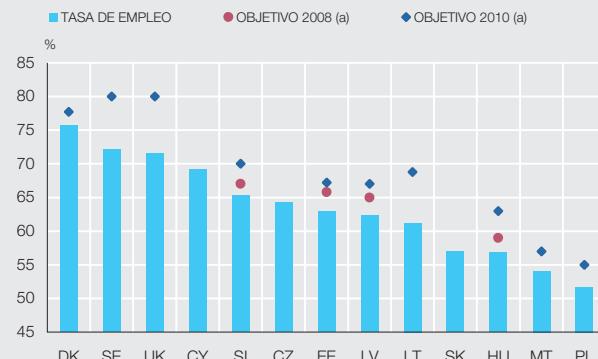


2. TASAS DE EMPLEO EN 2004 Y OBJETIVOS PARA 2008 Y 2010

UEM

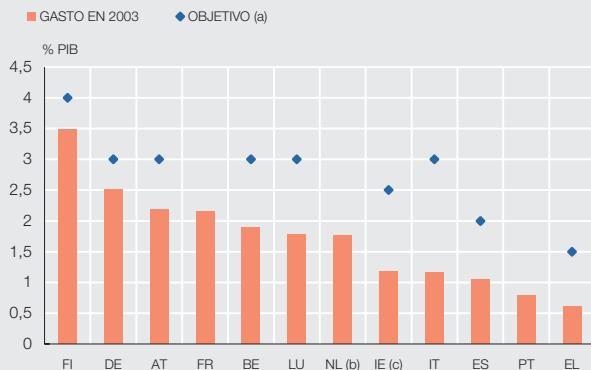


RESTO UE

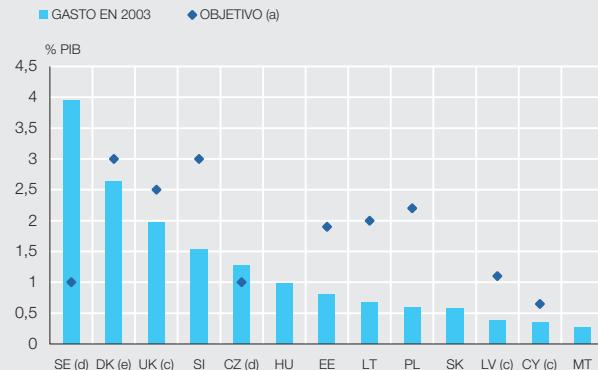


3. GASTO EN I+D EN 2003 (EN % DEL PIB) Y OBJETIVOS PARA 2010

UEM



RESTO UE



FUENTES: Economic Policy Committee (Report on Lisbon National Reform Programmes 2005).

- a. Algunos países no presentan objetivos en sus programas.
- b. El objetivo consiste en estar entre los cinco primeros países de la UE.
- c. Objetivos referidos a 2008 (CY y LV), 2013 (IE) o 2014 (UK).
- d. Objetivos referidos solamente al componente público del gasto.
- e. Objetivo expresado como 3% o superior.

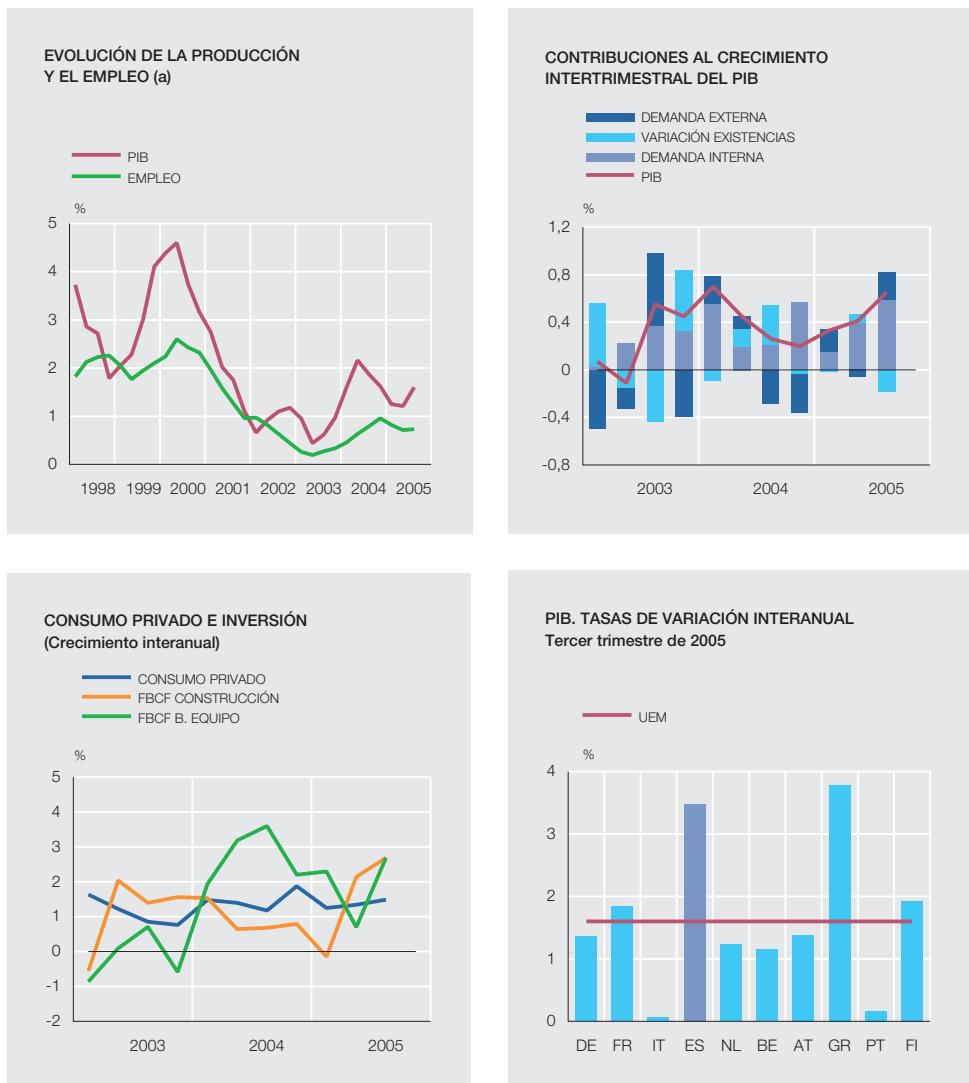
	2004			2005			2006	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,2	1,9	1,6	1,2	1,2	1,6		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,6		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4; 0,8)	(0,4; 0,8)
IPI (d)	2,9	2,5	1,1	0,8	0,7	1,3	1,5	
Sentimiento económico	99,2	100,2	100,5	98,7	96,1	97,8	100,2	
Confianza industrial	-5,0	-3,7	-3,7	-6,7	-10,3	-7,7	-6,0	
PMI manufacturas	54,4	53,9	51,4	51,4	49,3	51,0	53,0	
Confianza servicios	10,0	11,3	11,3	10,7	9,0	11,0	13,7	
PMI servicios	55,2	54,4	52,9	53,1	53,1	53,8	55,6	
Tasa de paro	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3	
Confianza consumidores	-14,3	-14,0	-13,0	-13,3	-14,3	-14,7	-12,3	
IAPC (d) (e)	2,4	2,1	2,4	2,1	2,1	2,6	2,2	
IPRI (d) (e)	2,4	3,3	3,6	4,2	4,0	4,4	4,2	
Precio del petróleo en dólares (e)	35,3	43,3	39,7	53,3	54,0	62,6	56,5	62,8
Préstamos al sector privado (d) (e)	6,1	6,5	7,1	7,5	8,1	8,88	9,1	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,4	4,2	3,8	3,7	3,4	3,3	3,4	3,3
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,28	0,14	0,36	0,67	0,80	0,98	1,12	1,09
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,216	1,241	1,362	1,296	1,209	1,204	1,180	1,228
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-3,8	-1,7	7,8	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	4,1
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	3,7	1,5	9,9	4,3	8,9	17,7	23,0	0,3

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
- b. Información disponible hasta el día 23 de enero de 2006.
- 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.

0,7%), la variación de existencias tuvo una aportación negativa, de 0,3 pp, al crecimiento del PIB (véase gráfico 8).

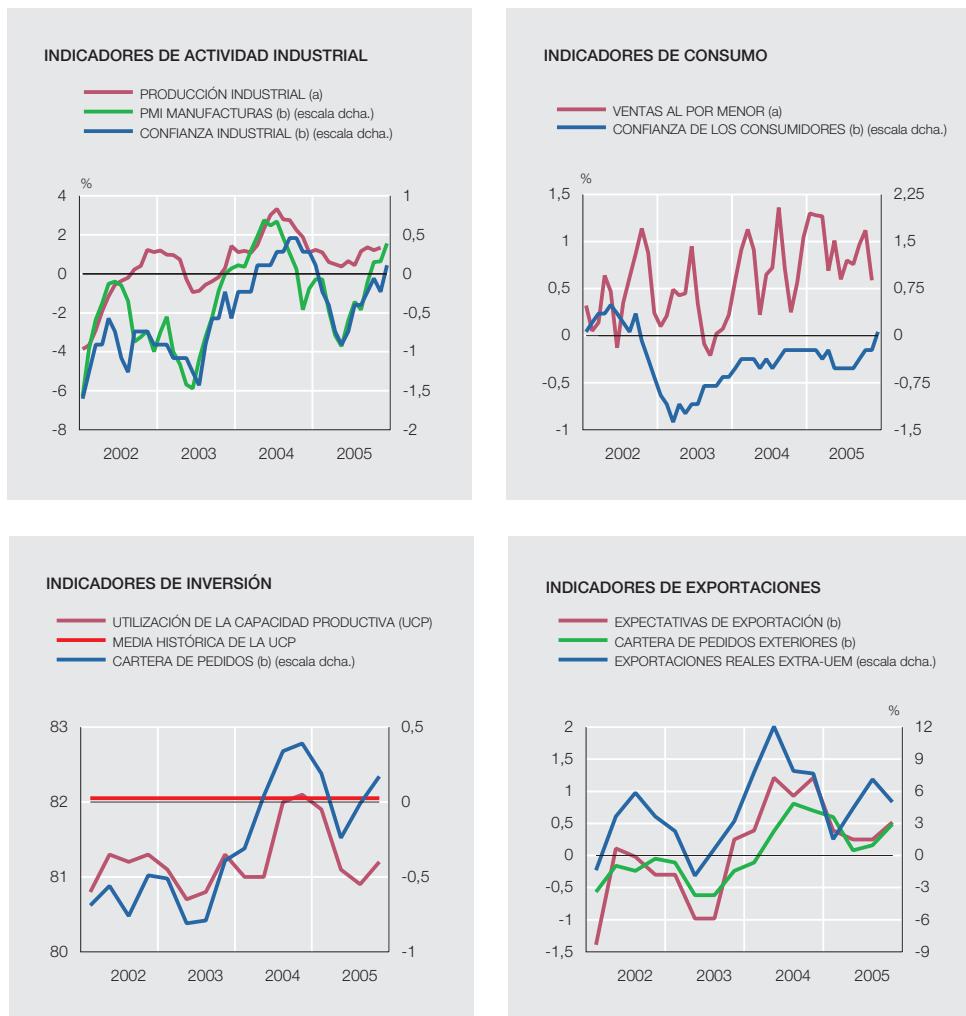
El detalle de la Contabilidad Nacional por países muestra que el mayor vigor de la actividad económica del área en el tercer trimestre de 2005 vino dado, en buena medida, por la evolución de las economías alemana y francesa. En Alemania, la variación intertrimestral del PIB se situó en el 0,6% (frente al 0,2% del segundo trimestre), como consecuencia de la fuerte aceleración registrada por las exportaciones, así como por el elevado dinamismo de la inversión, tanto en construcción como, principalmente, en bienes de equipo. Esta evolución permitió compensar una nueva contracción del consumo privado, que, a diferencia de lo observado en otros países, siguió sin dar señales de recuperación. En Francia, todos los componentes —excepto la variación de existencias— contribuyeron positivamente a la aceleración del PIB, que aumentó un 0,7% en términos intertrimestrales, frente al 0,1% del trimestre precedente. Cabe destacar la recuperación tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo, así como la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Italia, en cambio, ralentizó su ritmo de crecimiento intertrimestral (que fue del 0,3%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior), debido, en buena parte, a la importante contribución negativa de la variación de existencias, si bien el consumo privado también experimentó una desaceleración. Por último, en España el PIB mantuvo su ritmo de crecimiento intertrimestral en el 0,8%, dado que el mayor dinamismo del consumo privado y de la inversión compensó el empeoramiento de la aportación neta del sector exterior.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

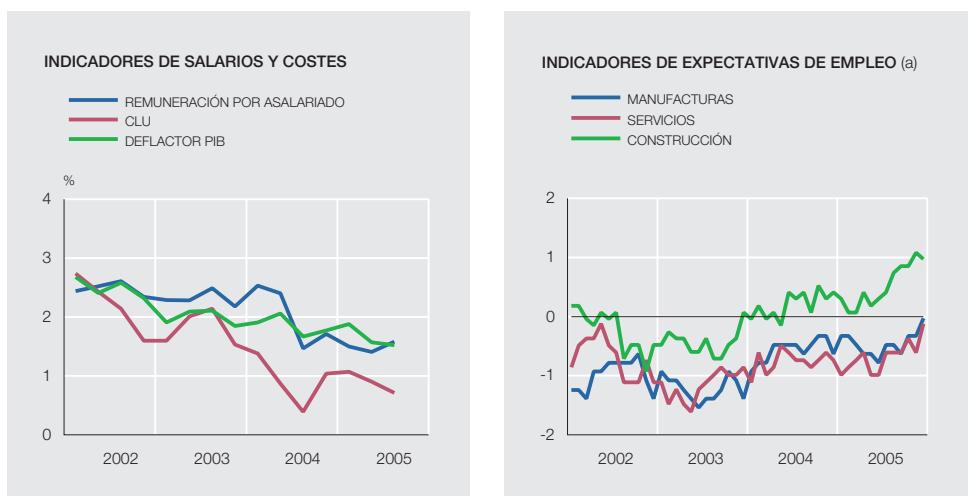
Por ramas de producción, el valor añadido bruto de la economía del área creció, en el tercer trimestre de 2005, a una tasa intertrimestral del 0,5%, similar a la del trimestre precedente. La actividad en la industria y en los servicios mantuvo su dinamismo, mientras que el ritmo de crecimiento de la construcción experimentó un notable recorte, tras el comportamiento fuertemente expansivo que había registrado en el segundo trimestre. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo se incrementó a lo largo del trimestre en un 0,3% —una décima más que en el trimestre anterior—, lo que supuso el mantenimiento de su tasa de variación interanual en el 0,7% y dio lugar a que el ritmo de crecimiento de la productividad aparente del trabajo se situara en el 0,9%, cuatro décimas más que en el segundo trimestre del año. Por ello, y a pesar de la ligera aceleración de la remuneración por ocupado —que creció un 1,6% en términos interanuales, frente al 1,4% del trimestre anterior—, los costes laborales unitarios experimentaron una moderación adicional de su ritmo de avance (hasta el 0,7%). Asimismo, el crecimiento del deflactor del PIB (1,5%) superó, un trimestre más, al de los costes laborales unitarios, propiciando una nueva expansión de los márgenes empresariales (véase gráfico 10).



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.

La información coyuntural más reciente relativa a la evolución de la actividad económica de la UEM en el cuarto trimestre de 2005 apunta al mantenimiento del tono dinámico de la economía del área. Por lo que concierne a los indicadores de oferta relacionados con la rama industrial, el índice de producción de la industria (excluida la construcción) se recuperó ampliamente en el mes de noviembre, tras la caída registrada en octubre, de manera que, en media del período, experimentó un incremento del 1,5% en relación con su nivel medio en el tercer trimestre. Por su parte, los indicadores cualitativos de actividad prolongaron su senda de crecimiento en los últimos meses del año, y tanto el índice de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) como el índice de gestores de compras (PMI) de la industria manufacturera elaborado por Reuters registraron una mejora significativa con respecto a la media del trimestre anterior, situándose en valores superiores a su media histórica (véase gráfico 9). Asimismo, la evolución de los indicadores de actividad en el sector servicios —el índice de confianza de la CE y el PMI de Reuters— fue muy favorable (véase cuadro 1). Con respecto al empleo, los indicadores disponibles, procedentes también de las encuestas de opinión empresarial, reflejaron en el último trimestre de 2005 una importante mejora de las expectativas de empleo en todos los sectores (véase gráfico 10). En esta línea también apunta la evolu-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

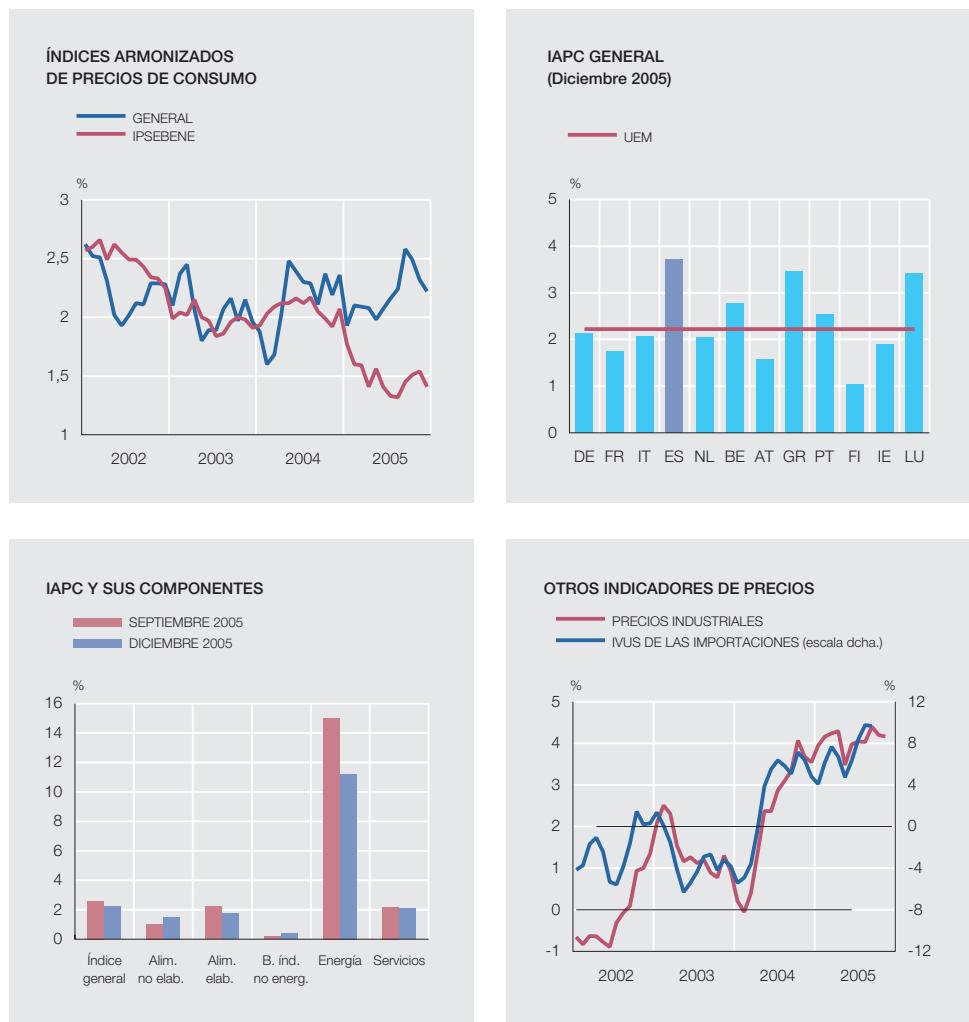
ción de la tasa de desempleo, que, aunque de forma paulatina, ha seguido disminuyendo, habiéndose situado en noviembre una décima por debajo de la media del tercer trimestre (8,3%).

Desde la perspectiva de la demanda, los indicadores disponibles proporcionan señales dispares acerca de la evolución del consumo privado en el cuarto trimestre, si bien, en su conjunto, apuntan al mantenimiento de la debilidad de dicha variable. Así, aunque la confianza de los consumidores y la de los comerciantes minoristas repuntaron, tanto las ventas al por menor —en el período octubre-noviembre— como, sobre todo, las matriculaciones de automóviles se deterioraron con respecto al nivel medio del tercer trimestre. Por el contrario, los indicadores de inversión sustentan la prolongación de su fase de firme recuperación, dado el incremento experimentado por la valoración que los empresarios hicieron de la cartera de pedidos industriales y el moderado aumento del grado de utilización de la capacidad productiva. Por lo que respecta a la demanda externa, los datos de exportaciones procedentes de Balanza de Pagos de los meses de octubre y noviembre muestran una cierta ralentización de su ritmo de crecimiento interanual, si bien se espera que mantengan el tono dinámico, en línea con la buena marcha en el cuarto trimestre tanto del indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la CE como del indicador mensual de valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior. Finalmente, según la encuesta de confianza industrial, en el cuarto trimestre de 2005 la valoración del nivel de existencias se situó por debajo de su media histórica, lo que apuntaría a la interrupción del proceso de desacumulación de existencias, ya que estas se encuentran por debajo del que podría ser su nivel medio deseado.

En resumen, la información coyuntural analizada acerca de la evolución económica del área en el cuarto trimestre de 2005 es compatible con un ritmo de expansión del PIB similar al observado en el trimestre precedente, en línea con la estimación de la Comisión Europea, que prevé que el crecimiento intertrimestral se sitúe en un rango del 0,4% al 0,8% (véase cuadro 1). Previsiblemente, los principales motores del crecimiento serán, nuevamente, la inversión y el sector exterior, gracias al impulso procedente del robusto crecimiento económico

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 11



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

mundial, a las ganancias de competitividad asociadas a la depreciación acumulada del euro a lo largo de 2005, a unas condiciones monetarias y financieras holgadas y a la mejora de los beneficios empresariales. Ahora bien, este escenario está sujeto a riesgos a la baja, asociados a la persistencia del precio del petróleo en niveles muy elevados y a la posibilidad de que registre subidas adicionales, así como a una eventual corrección desordenada de los desequilibrios globales existentes. Además, la escasa transmisión del impulso procedente del exterior al empleo y el consumo privado observada hasta el momento supone una importante fuente de incertidumbre para la evolución futura de la actividad del área, si bien la mejora de los indicadores cualitativos del mercado de trabajo y del consumo en el cuarto trimestre podría limitar en cierta medida este riesgo, sobre todo en el caso de que anticiparan una recuperación del empleo más rápida de lo esperado.

Los principales indicadores de inflación siguieron reflejando la evolución del precio del petróleo, que en los últimos meses del año se situó en niveles más reducidos en comparación con los máximos alcanzados en los meses de verano. Así, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) registró en diciembre un crecimiento interanual del 2,2%, cuatro décimas por debajo del de septiembre, gracias, principalmente, a la menor contribución del componente energético, dado que las variaciones en el resto de componentes se vieron compensadas

entre sí (véase gráfico 11). Por su parte, la inflación subyacente, medida en términos de la evolución del IPSEBENE —índice que excluye los componentes más volátiles, esto es, alimentos no elaborados y energía— permaneció estable a lo largo del cuarto trimestre, situándose en diciembre en el 1,4%, idéntico nivel que en septiembre. Estas pautas de comportamiento de los precios de consumo observadas en el conjunto de la UEM se repitieron, de forma generalizada, en los distintos países miembros. Finalmente, los precios industriales crecieron en noviembre a una tasa interanual del 4,2%, dos décimas menos que en septiembre, debido también a la ligera desaceleración de los precios energéticos (que, no obstante, siguen aumentando a un ritmo del 14,8% interanual). Los precios del resto de componentes, en cambio, mantienen todavía tasas de crecimiento reducidas.

A pesar de esta reciente moderación de la inflación del área, los riesgos siguen estando sesgados al alza, principalmente por la incertidumbre que se deriva de la evolución del precio del petróleo en un contexto en que la capacidad excedente de producción y de refino sigue siendo muy limitada. Esta situación hace que el precio del crudo sea muy vulnerable a tensiones geopolíticas, como, de hecho, se ha observado en las primeras semanas del año. Además, el fortalecimiento de la actividad del área eleva la probabilidad de que los llamados efectos de segunda vuelta hagan su aparición, en caso de que un mayor vigor del mercado de trabajo propicie un aumento de las demandas salariales por parte de los trabajadores. Asimismo, persiste la posibilidad de que se decidan nuevos aumentos en impuestos indirectos y precios administrados, sobre todo en aquellos países de la UEM que deben hacer un esfuerzo de consolidación fiscal.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado desde enero hasta octubre de 2005 ascendió a 22,9 mm de euros, en comparación con el superávit de 33,3 mm de euros del mismo período del año 2004. Esta reducción fue el resultado, principalmente, de un menor superávit de la balanza de bienes, que disminuyó hasta los 53,4 mm de euros en el período analizado, frente a los 94 mm que registraba un año antes, como consecuencia de un mayor incremento de las importaciones que de las exportaciones, si bien también contribuyó el aumento del déficit acumulado de las balanzas de renta y de transferencias corrientes. Por otra parte, entre enero y octubre de 2005 se produjeron entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera por una cuantía superior tanto a las salidas netas en concepto de inversiones directas como al déficit por cuenta corriente, de forma que, en dicho período, la balanza básica registró un saldo positivo de 26 mm de euros, aunque inferior al que se observaba en idéntico período hace un año (de 46,3 mm de euros).

En el ámbito de la política fiscal, y según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, el déficit presupuestario del conjunto de la UEM empeoró en dos décimas en 2005, hasta situarse en el 2,9% del PIB (véase cuadro 2). A su vez, este déficit supera en seis décimas al que resulta de la agregación de los objetivos contenidos en los programas de estabilidad presentados hace un año por los distintos países. Sin embargo, la política fiscal mantuvo su tono neutral en 2005, ya que el saldo ajustado de ciclo permaneció aproximadamente estable, al haber mejorado solo una décima en relación con el observado en 2004. Además, previsiblemente, el déficit se situó de nuevo por encima del límite del 3% del PIB establecido en el Tratado de la Unión Europea en varios países de la UEM —en particular, Alemania, Italia, Portugal, Grecia y, quizás, Francia—. En el caso de Alemania —y, de producirse, también en el de Francia—, la existencia de un déficit excesivo en el pasado ejercicio supondría el incumplimiento con las conclusiones del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003, según las cuales estos países deberían haber corregido tal situación en 2005. Ante este incumplimiento, se espera que la Comisión comunique su iniciativa en relación con los próximos pasos del procedimien-

	% del PIB				
	2003	2004	2005 (b)	2005 (c)	2006 (c)
Bélgica	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3
Alemania	-4,1	-3,7	-3,0	-3,9	-3,7
Grecia	-5,7	-6,6	-3,7	-3,7	-3,8
España	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1
Francia	-4,1	-3,7	-2,9	-3,2	-3,5
Irlanda	0,2	1,4	-0,8	-0,4	-0,3
Italia	-3,2	-3,2	-2,7	-4,3	-4,2
Luxemburgo	0,2	-1,2	-1,0	-2,3	-2,0
Holanda	-3,2	-2,1	-2,6	-1,8	-1,9
Austria	-1,2	-1,0	-1,9	-1,9	-1,8
Portugal	-2,9	-3,0	-6,2	-6,0	-5,0
Finlandia	2,5	2,1	1,8	1,9	1,9
PRO MEMORIA: UEM					
Saldo primario	0,4	0,5	0,3	0,2	
Saldo total	-3,0	-2,7	-2,3	-2,9	-2,8
Deuda pública	70,4	70,8	70,6	71,7	71,7

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

- a. En porcentaje del PIB. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
- b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y junio de 2005.
- c. Previsiones de otoño de 2005 de la Comisión Europea.

En este sentido, una aplicación rigurosa de las reglas fiscales vigentes contribuirá a fortalecer la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado.

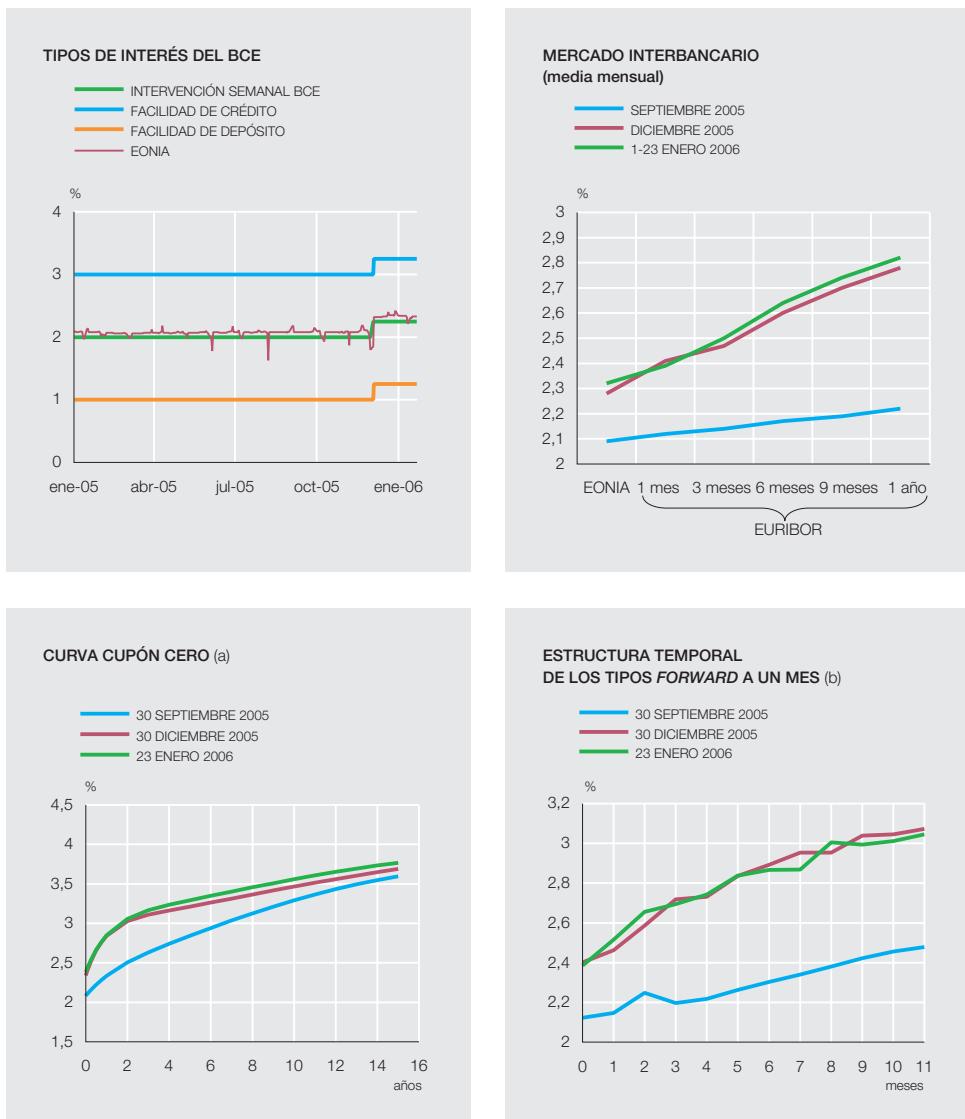
Por lo que respecta a 2006, según las previsiones de otoño de la Comisión, el déficit del área se reduciría en una décima, hasta el 2,8% del PIB. En Alemania, los planes presupuestarios derivados del acuerdo de coalición que sustenta al nuevo Gobierno apenas tendrán incidencia sobre el déficit de 2006 —que permanecería, por tanto, por encima de la cota del 3% del PIB—. Sin embargo, contemplan una serie de medidas —entre las que destaca el aumento del tipo general del IVA en 3 pp en 2007—, que deberían permitir que el déficit se sitúe con claridad por debajo de dicho límite en 2007. En Francia, las medidas presupuestarias que recoge su programa de estabilidad supondrían la reducción del déficit en 2006 en solo una décima (hasta el 2,9% del PIB), posponiendo para el período 2007-2009 la mayor parte de los esfuerzos de consolidación fiscal. Finalmente, en Italia, donde el déficit presupuestario podría haberse situado en el 4,3% del PIB en 2005, el programa de estabilidad prevé una mejora progresiva del saldo hasta un déficit del 2,8% en 2007, ejercicio en que finaliza el plazo concedido a este país por el Consejo ECOFIN para la corrección de su déficit excesivo.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Como ya se ha dicho, en su reunión celebrada a principios de diciembre de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE consideró que el aumento de los riesgos para el logro del objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo, dados los impactos inflacionistas de la aceleración de los precios del petróleo, justificaba una subida de un cuarto de punto en los tipos de interés oficiales, tras dos años y medio de permanecer inalterados. La medida, que ya había sido anticipada por los mercados tras los anuncios que el BCE había ido haciendo en sus reunio-

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

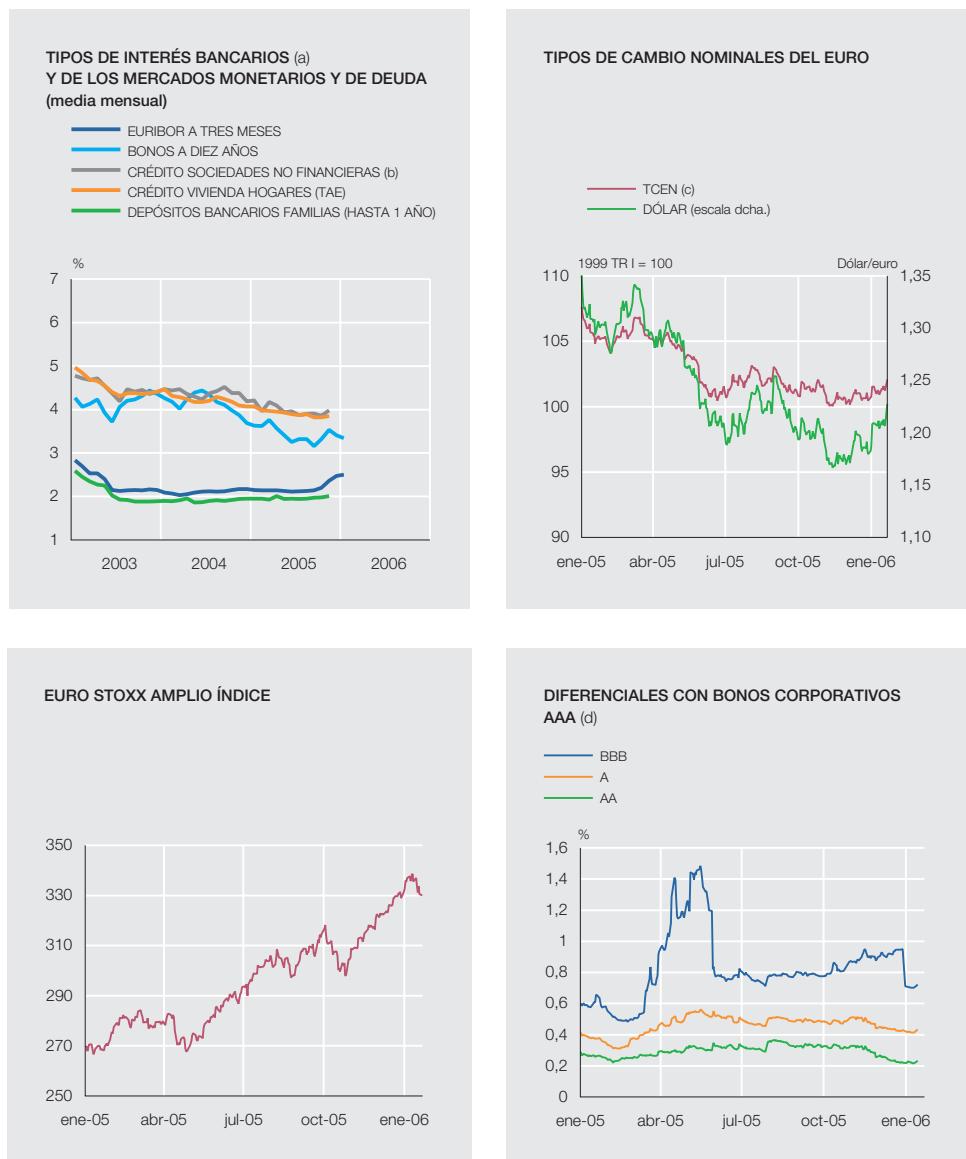


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Estimación con datos del mercado de swaps.
- Estimados con datos del EURIBOR.

nes previas, no ha supuesto un cambio en el tono acomodaticio de la política monetaria, que, por tanto, sigue favoreciendo la recuperación de la actividad del área. Como resultado, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se incrementaron en diciembre hasta el 2,25%, el 1,25% y el 3,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

Los tipos de interés del mercado monetario en los meses de octubre y noviembre fueron aumentando en todos los plazos —aunque más en los más largos—, en consonancia con las expectativas de un inminente movimiento al alza de los tipos de interés oficiales, que ya estaban descontando los mercados, y de previsibles elevaciones posteriores (véase gráfico 12). Tras la subida de diciembre, la curva de rendimientos no ha registrado movimientos significativos, lo que supone un cierto retraso de las expectativas de nuevas subidas por parte de los mercados. En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas a un plazo de diez años, tras incrementarse paulatinamente en los meses de octubre y noviembre, en línea con el deterioro de las expectativas de inflación, han invertido posteriormente su tendencia, situándose a me-

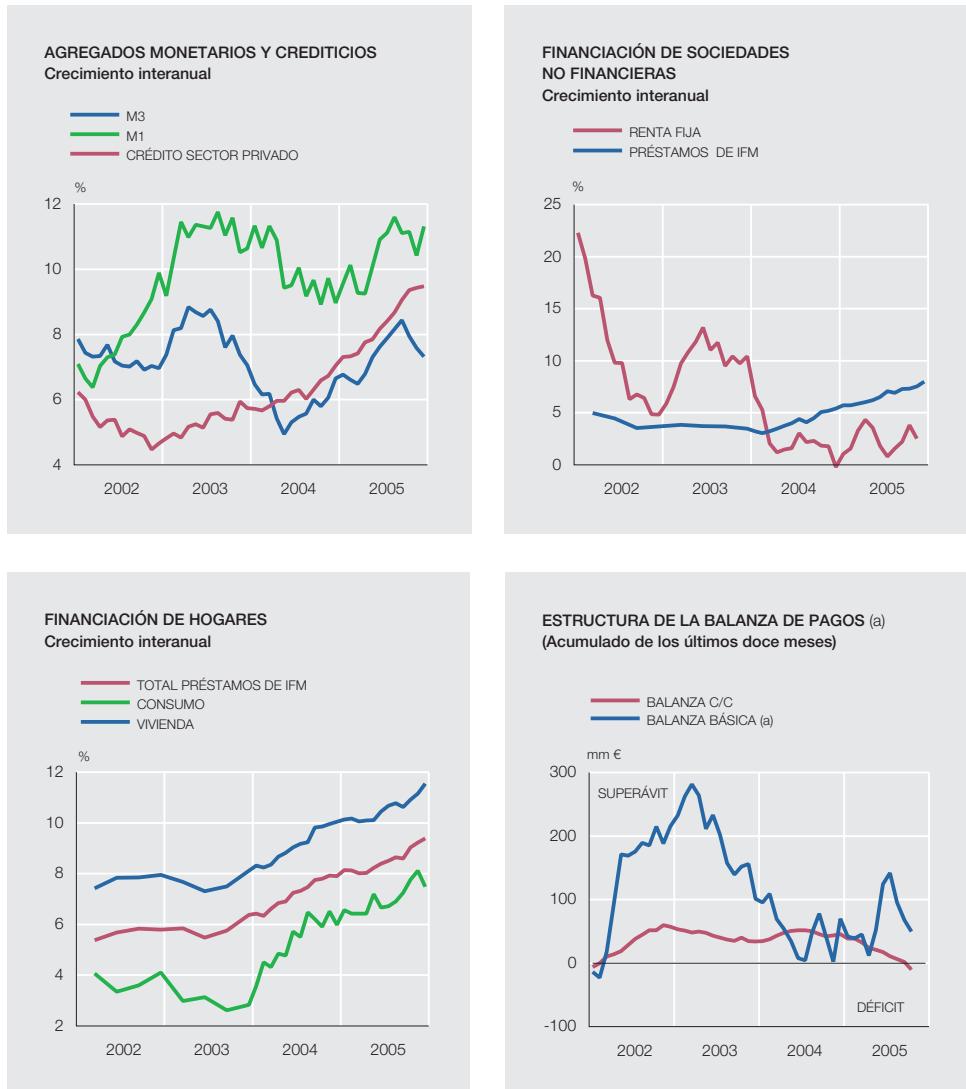


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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 de 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.

diados de enero en un nivel próximo al 3,3% (véase gráfico 13). Los tipos de la deuda a largo plazo en Estados Unidos evolucionaron de forma similar en los últimos meses de 2005, dando lugar a una ampliación de solo una décima del diferencial con el tipo de interés a largo plazo en la UEM, que ha alcanzado 1,1 pp en los primeros días de enero. Por lo que respecta a los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo, según la información disponible hasta noviembre, permanecieron estables, si bien en dicho mes se apreció una suave elevación del tipo de interés de los préstamos otorgados tanto a familias como a empresas, en línea con las expectativas de subida de los tipos oficiales.

En los mercados de divisas, el euro recuperó en los últimos meses del año su tendencia depreciatoria frente al dólar, debido a que el creciente diferencial de los tipos de interés estadounidenses



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.

unidenses en comparación con los de la zona del euro y otras regiones y una cierta disminución de la importancia que los mercados asignan al déficit por cuenta corriente de EEUU contribuyeron al fortalecimiento de la moneda americana. No obstante, las nuevas expectativas de los mercados acerca de la futura marcha de la política monetaria en EEUU y la UEM han dado lugar a que, desde mediados de diciembre y en los días transcurridos de enero, se haya corregido dicha tendencia, situándose el euro nuevamente por encima de 1,20 dólares. Su evolución con respecto a la libra esterlina en este período fue bastante similar a la observada frente al dólar, habiendo sido la opuesta con respecto al yen. Como resultado, la moneda europea mostró una gran estabilidad en términos efectivos nominales en el período analizado (véase gráfico 13).

En los mercados de renta variable de la UEM, en el último trimestre de 2005 se prolongó la tendencia marcadamente alcista de las cotizaciones bursátiles, de forma que la revalorización acumulada por el índice EURO STOXX amplio a lo largo de 2005 fue del 23%. En el período transcurrido de enero, se ha mantenido esta tendencia, aunque con menor intensidad. Ade-

más, la evolución reciente de las cotizaciones se ha visto acompañada por una caída adicional de la volatilidad implícita. El fortalecimiento de la confianza empresarial, como reflejo de la mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía del área, unido a los buenos resultados empresariales, alimentó estas ganancias bursátiles. Por lo que respecta al comportamiento de los distintos sectores, excepto en el de telecomunicaciones —donde las cotizaciones acumularon en 2005 un retroceso de casi un 5%—, se observaron aumentos generalizados de los correspondientes subíndices, destacando los avances registrados en los sectores industrial, energético y, sobre todo, financiero.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, en octubre y noviembre, M3 interrumpió su perfil de continua aceleración y experimentó sucesivas disminuciones en su tasa de variación interanual, hasta alcanzar el 7,3% en diciembre, más de un punto porcentual por debajo de la tasa registrada en septiembre (véase gráfico 14). Por el contrario, el crédito al sector privado mantuvo su dinamismo, al registrar en diciembre un crecimiento interanual del 9,5%, cuatro décimas más que en septiembre. Por agentes, la aceleración de los préstamos se observó tanto en los concedidos a sociedades no financieras como en los otorgados a las familias, y, dentro de estos últimos, tanto en los destinados a consumo como, sobre todo, a la compra de vivienda, habiendo incrementado su tasa de variación interanual en tres y nueve décimas, respectivamente (hasta un 7,5% y un 11,5%). Sin embargo, el mayor dinamismo del crédito en la UEM no ha sido común a todos los países. En particular, en Alemania dicha variable mantuvo estable su ritmo de avance en diciembre con respecto al mes de septiembre, mientras que lo redujo en Italia y Francia, lo que introduce algunas dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica en estos países. En España, por el contrario, tanto el crédito total como los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares siguieron creciendo a tasas muy elevadas, muy superiores a las registradas en el conjunto del área del euro.

De acuerdo con la información coyuntural disponible, en el cuarto trimestre de 2005 la actividad económica en España tendió a estabilizarse en una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, tras haberse acelerado durante la primera parte del año. En términos intertrimestrales, el avance fue del 0,9%, ligeramente superior al de los dos trimestres anteriores. Esta evolución fue resultado, por un lado, de una cierta desaceleración de la demanda nacional, como consecuencia de un menor empuje tanto del consumo de los hogares como de la inversión, que aun así mantuvieron un notable dinamismo. Por otro lado, la ralentización de la demanda se vio compensada por la mejora estimada en la aportación de la demanda exterior al crecimiento, que descansó en el menor impulso de las importaciones, en una ligera recuperación de las exportaciones de bienes y, sobre todo, en la mejora del turismo observada a partir del verano.

Esta estimación del cuarto trimestre sitúa el crecimiento de la economía en el conjunto de 2005 en el 3,4%, tres décimas más que en el ejercicio precedente. La elevada creación de empleo (3,1%) y la revalorización de la riqueza acumulada en los últimos años respaldaron el mantenimiento de un elevado dinamismo del consumo y de la inversión en vivienda. Además, se observó una notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, que mostró una dinámica más acorde con la situación cíclica. Por el contrario, la aportación negativa de la demanda exterior registró un empeoramiento, a pesar del menor avance de las importaciones, debido a que las exportaciones mostraron una gran atonía, especialmente en la primera parte del año. El crecimiento alcanzado por la economía española en 2005 ha permitido una mejora de los indicadores de convergencia real con la UEM (véase recuadro 4).

Desde la perspectiva de la producción, el valor añadido de la economía de mercado se estabilizó en el cuarto trimestre en torno al nivel alcanzado en los meses de verano. La información disponible apunta a un fortalecimiento de los servicios de mercado y a una suave moderación de la construcción, aunque su ritmo de expansión continuó siendo muy intenso; para el resto de las ramas se estima una ralentización en el crecimiento en los últimos meses del año.

La productividad se mantuvo en el cuarto trimestre dentro de la senda de avances reducidos que ha caracterizado su evolución en los últimos años. Por otra parte, se estima que los costes laborales se aceleraron respecto al tercer trimestre, lo que, combinado con la suave moderación del deflactor del PIB, sugiere que en la última parte del año los márgenes unitarios podrían haberse ralentizado ligeramente en la economía de mercado. La inflación, medida en términos del IPC, se incrementó hasta el 3,6% en el último trimestre del año, alcanzando un aumento del 3,7% en diciembre, como consecuencia, entre otros factores, del impacto del encarecimiento del petróleo acumulado durante el año. En la media anual, el IPC se elevó un 3,4%, cuatro décimas más que en 2004.

4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles, en términos reales, registró un crecimiento elevado en el tercer trimestre de 2005, con una tasa interanual del 4,4%, en dos décimas inferior a la del segundo trimestre (véase gráfico 15). La información más reciente, todavía incompleta, parece indicar que en los últimos meses del año se prolongó esa moderación, si bien el consumo privado siguió manteniendo un ritmo de avance más intenso que el de la renta real disponible de los hogares. La evolución del indicador sintético de consumo de bienes y servicios en el cuarto trimestre apoya este perfil de moderada desaceleración, que tuvo su origen en una ralentización del consumo de bienes, tanto duraderos como no duraderos.

Durante el último año, se ha producido un cambio de base bastante generalizado en las Cuentas Nacionales de los países de la UE, acompañado en muchos casos de cambios metodológicos muy relevantes. Como consecuencia de ello se han producido, entre otras revisiones, modificaciones importantes en las series de PIB per cápita de los distintos países. En este recuadro se describen brevemente las estimaciones del PIB per cápita de España en relación con el promedio de la UE 25 que ha publicado la Comisión Europea, coincidiendo con el ejercicio de previsión de otoño, que ya tienen en cuenta las nuevas cifras de la Contabilidad Nacional para un buen número de países.

El PIB per cápita a precios corrientes, expresado en paridad de poder de compra, es el indicador que se utiliza habitualmente para valorar el nivel de convergencia de un país respecto a un área de referencia. En el ámbito de la UE, como es sabido, este indicador sirve de referencia para delimitar los países y regiones de la Unión que pueden ser beneficiarios de los fondos estructurales y de cohesión, y en torno a esta cifra se ha establecido el objetivo de convergencia en el Plan Nacional de Reformas, elaborado por el Gobierno español.

De acuerdo con las cifras del ejercicio de previsión de otoño de la Comisión Europea¹, el PIB per cápita de España en relación con la UE 25

1. La información que proporciona la Comisión Europea sobre el PIB per cápita constituye la base para la elaboración de los indicadores de convergencia real que publica el Banco de España en su sitio web.

se ha situado, en 2004, en un nivel relativo del 98,6% (un punto porcentual superior al 97,6% estimado antes de introducir los cambios en las cuentas nacionales). Con estimaciones todavía preliminares, el nivel relativo del PIB per cápita en 2005 habría ascendido al 99,2%.

Este cambio de nivel es consecuencia de la revisión al alza del PIB de España, que, en paridad de poder de compra y a precios corrientes, se ha situado en 2004, con la nueva base de CN, un 5,2% por encima del nivel que se obtenía en las estimaciones anteriores. A efectos del cómputo del PIB per cápita, este aumento del PIB de España se ve parcialmente neutralizado por la revisión del PIB promedio de la UE 25 (en un 1,5% en ese mismo año) y, sobre todo, por la incorporación en las cifras españolas de las estimaciones de población obtenidas a partir de los datos del último censo, que han supuesto una revisión al alza de esta variable del 3% en 2004.

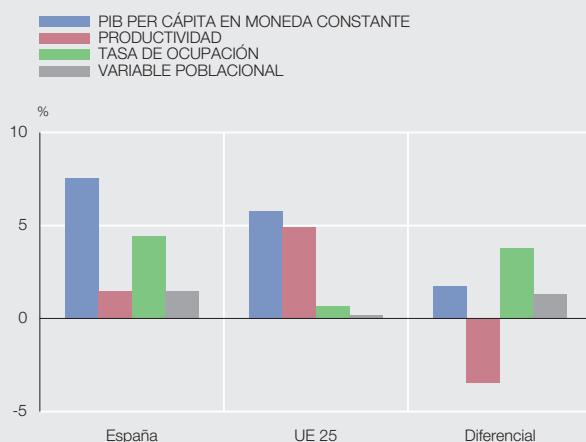
Por otra parte, conviene señalar que las series del PIB per cápita en PPC a precios corrientes no deben emplearse para obtener un diagnóstico sobre el perfil temporal del proceso de convergencia, ya que su evolución se encuentra distorsionada por algunos problemas de carácter metodológico que subyacen en la elaboración de las paridades de poder de compra. En su lugar, las series de PIB per cápita en PPC a precios constantes constituyen un indicador más apropiado de la evolución temporal de la convergencia real o, dicho de otro modo, de las ganancias relativas de bienestar económico. Esta medida facilita, además, su descomposición en los factores que están

NIVELES ESPAÑA/UE 25. UE 25 = 100

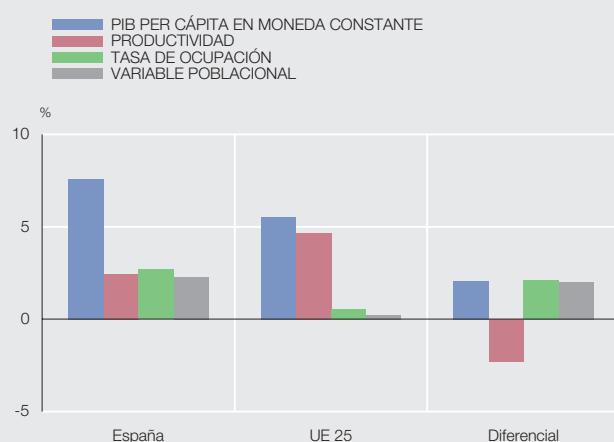
	2000	2001	2002	2003	2004 (a)	2005 (a)
PIB per cápita en PPC corriente	92,7	93,7	95,7	99,3	98,6	99,2
PIB per cápita en PPC constante (año base 2005)	97,0	97,7	98,0	99,3	98,6	99,2
Productividad aparente del trabajo	103,3	102,6	102,1	101,4	99,9	98,0
Tasa de ocupación	92,1	93,3	93,9	94,8	95,5	97,8
Pob. entre 16-64 años/pob. total	102,0	102,1	102,2	103,3	103,4	103,5

TASAS DE CRECIMIENTO ACUMULADAS EN EL PERÍODO 2000-2004

ESTIMACIÓN CONTABILIDAD NACIONAL BASE 2000



ESTIMACIÓN CONTABILIDAD NACIONAL BASE 1995



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de los años 2004 y 2005 son provisionales.

detrás de su evolución: componente poblacional, tasa de ocupación relativa y nivel relativo de productividad aparente del trabajo².

En la figura 1 se presenta el crecimiento acumulado del PIB per cápita constante para el período 2000-2004 y su descomposición entre los tres factores mencionados con las nuevas cifras de Contabilidad Nacional, y se comparan con las correspondientes a las estimaciones de primavera. Como se puede apreciar —y como cabía esperar—, el mensaje que se desprende de ambas estimaciones

2. El año que se toma como referencia para deflactar el PIB per cápita tiene implicaciones sobre el nivel de esta serie. Dado que las nuevas cifras de Contabilidad Nacional no se elaboran con una base fija, parece conveniente expresar las series del PIB a precios constantes en euros del último año representado, haciéndolas coincidir con el último valor estimado para el PIB per cápita a precios corrientes, que es el que contiene la última información disponible sobre la estructura y los niveles de precios relativos. Nótese, sin embargo, que, siguiendo este procedimiento, y dado que la última estimación de la PPC por la Comisión Europea se refiere al año 2003, en los años subsiguientes la PPC evoluciona con el nivel relativo de los deflactores, por lo que los niveles relativos del PIB per cápita corriente y constante son iguales a partir de esa fecha.

sobre la intensidad y las características del proceso de convergencia real es muy similar, si bien la contribución de los distintos factores determinantes es algo distinta. Detrás del aumento del nivel relativo del PIB per cápita (de 2,4 pp en el período 2000-2004), subyacen el fuerte crecimiento del empleo en relación con la UE —efecto que, con los nuevos datos, alcanza una intensidad superior— y, en menor medida, el aumento de la población. Por su parte, el crecimiento de la productividad en España continúa siendo inferior al de la UE, si bien, con los nuevos datos, la diferencia se amplía y la contribución negativa de este factor al crecimiento del PIB per cápita, en el período considerado, alcanza mayor intensidad que con el conjunto de datos anterior.

La prolongación de esta tendencia descendente de la productividad relativa puede suponer un riesgo para el avance de la convergencia real, incluso si se mantuviera el escenario actual de fuerte creación de empleo. En este contexto, la adopción de medidas de distinta índole, como las que se contemplan en el Plan Nacional de Reformas, publicado por el Gobierno el pasado mes de octubre, es absolutamente necesaria para revertir esta tendencia.

Asimismo, el indicador de ventas del comercio al por menor, con datos hasta noviembre, apunta una desaceleración aún más intensa (véase gráfico 16). Sin embargo, tanto el índice de confianza del comercio minorista como el de los consumidores se mantuvieron estables en el cuarto trimestre.

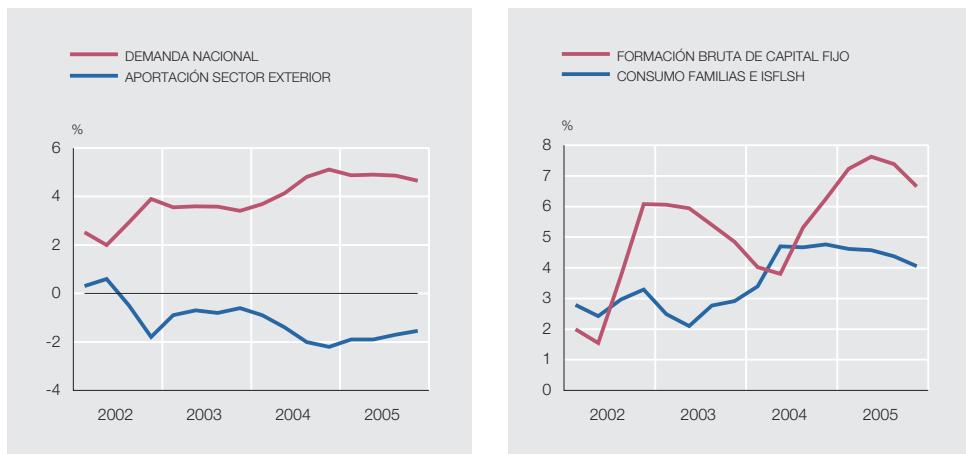
En el conjunto del año, el consumo privado habría crecido en torno al 4,4%, tasa similar a la de 2004. Las estimaciones realizadas indican que la renta real disponible se desaceleró ligeramente en 2005, tras crecer un 3,3% el año anterior, como consecuencia de una menor contribución de los intereses netos, que se vieron afectados por el aumento del endeudamiento de las familias, y de la mayor tasa de inflación, mientras que la aportación de las rentas salariales y del excedente bruto se mantuvo estable. Por tanto, la fortaleza del consumo se apoyó nuevamente en las ganancias de riqueza de las familias, que fueron elevadas debido a la revalorización de los activos inmobiliarios —algo inferior, no obstante, a la registrada en ejercicios anteriores— y al fuerte crecimiento de las cotizaciones bursátiles en 2005 (alrededor del 20% en el caso del IBEX). Estas condiciones —reforzadas, además, por los bajos costes de financiación, que solo repuntaron ligeramente al final del año— dieron lugar a una nueva contracción de la tasa de ahorro de las familias. En el recuadro 5 se hace una breve descripción de los cambios que ha supuesto la introducción de la CNE 2000 para las estimaciones de renta, ahorro y necesidad de financiación de los distintos sectores.

En el tercer trimestre de 2005, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,6% interanual. La escasa información coyuntural disponible apunta hacia una ligera aceleración de este agregado en el cuarto trimestre, sobre la base de los datos de ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo continuó creciendo a un elevado ritmo en el tercer trimestre de 2005, aunque a una tasa interanual del 7,4%, dos décimas menor que la del trimestre

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

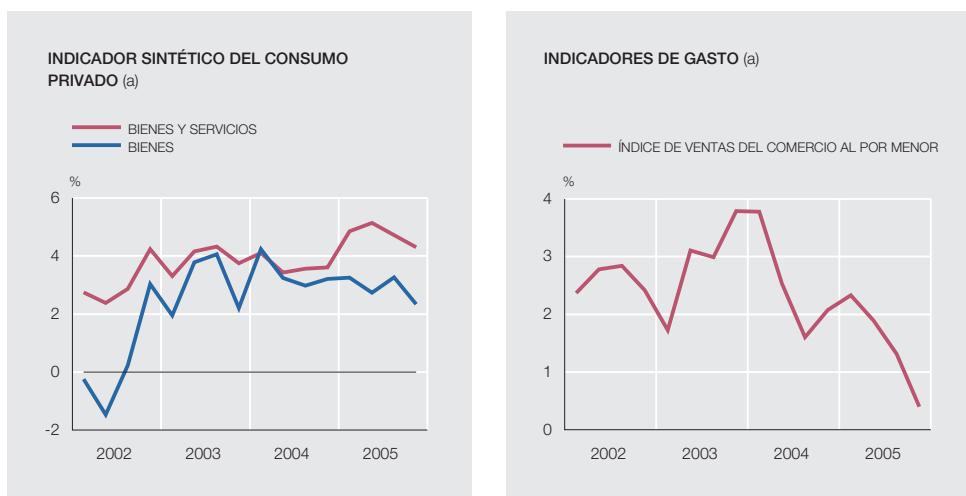


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

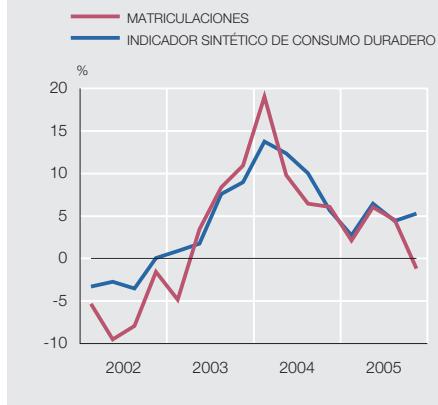
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

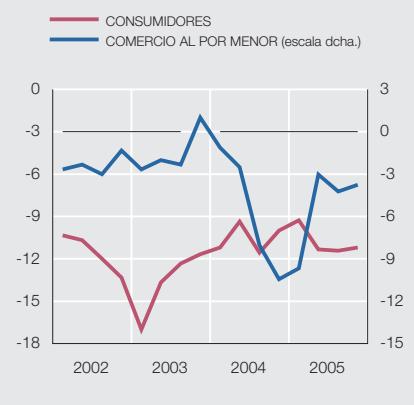
GRÁFICO 16



INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO (a)



INDICADORES DE GASTO (a)



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

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

A finales de 2005, el Instituto Nacional de Estadística publicó unas cuentas de los sectores institucionales que son coherentes con los cambios introducidos en la Contabilidad Nacional de España, Base 2000 (CNE-2000)¹. Se completa, así, el conjunto de estadísticas anuales de la Contabilidad Nacional correspondiente al período 2000-2004 con la nueva base. Por otra parte, la información relativa a los sectores institucionales se amplía notablemente a partir del año 2006, con la publicación de cuentas sectoriales de periodicidad trimestral. En este recuadro se presentan, de forma resumida, los cambios más importantes que contienen las estimaciones anuales recién publicadas.

La necesidad de financiación de la nación se incrementa un 0,8% del PIB, en promedio, en relación con las estimaciones de la base 1995 (CNE-1995), marcando un deterioro en el período 2000-2004 similar al que ya indicaban las estimaciones disponibles sobre la cuenta del resto del mundo (véase cuadro adjunto). Los datos ahora publicados indican que la mayor parte de ese incremento corresponde al sector privado no financiero, ya que el saldo de las Administra-

ciones Públicas solo se modifica en una o dos décimas del PIB, excepto en 2003, y el de las instituciones financieras apenas contribuye a la revisión de la necesidad de financiación de la nación. Esta revisión se debe, por tanto, a las nuevas estimaciones de la brecha entre el ahorro y la inversión de los hogares y de las sociedades no financieras. Al principio del período (2000-2001) es el incremento de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras el que explica la mayor parte de esta revisión. Posteriormente, en cambio, la capacidad de financiación de los hogares e ISFLSH es la que experimenta una mayor reducción, presentando un deterioro más intenso del que ofrecía la CNE-1995, de modo que el saldo de este sector se sitúa en valores negativos en 2003 y 2004, por primera vez desde que existe evidencia estadística.

Se ha modificado, por tanto, la evolución del desequilibrio entre el ahorro y la inversión de estos dos sectores. Así, según las nuevas estimaciones, la ampliación de este desequilibrio fue mayor, en el caso de las sociedades no financieras, durante los dos primeros años, debido, fundamentalmente, a un nivel de ahorro inferior, ya que la formación bruta de capital se situó en un nivel parecido en esos años (véanse los gráficos adjuntos). En los dos años siguientes, en cambio, el ahorro bruto de este sector se aceleró en mayor

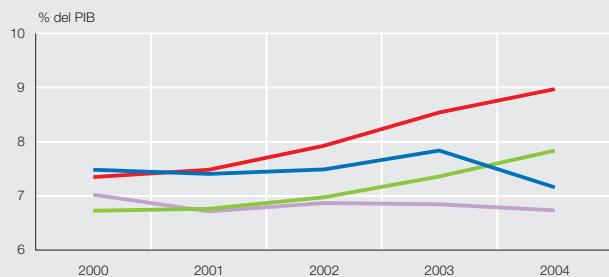
1. Véase el artículo sobre este tema publicado en el Boletín Económico del Banco de España en junio de 2005.

CUENTAS DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES: BASES 2000 Y 1995

	INE-2000					INE-1995					Diferencias				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (% del PIB)															
Nación	-3,2	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-4,2	-0,7	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	0,1
Hogares e ISFLSH	1,1	0,6	0,4	-0,3	-0,8	1,3	0,8	0,8	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,9
Empresas	-3,4	-3,5	-2,7	-2,7	-3,9	-2,9	-2,6	-2,3	-2,8	-4,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,1	0,2
– Instituciones Financieras	0,8	1,4	1,4	1,3	0,7	0,8	1,5	1,5	1,5	0,8	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0
– Sociedades no Financieras	-4,2	-5,0	-4,1	-4,0	-4,6	-3,7	-4,2	-3,7	-4,2	-4,8	-0,5	-0,8	-0,3	0,3	0,2
PRO MEMORIA															
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	11,2	11,2	11,4	12,1	11,1	10,7	10,4	10,6	10,6	10,5	0,5	0,8	0,8	1,4	0,5

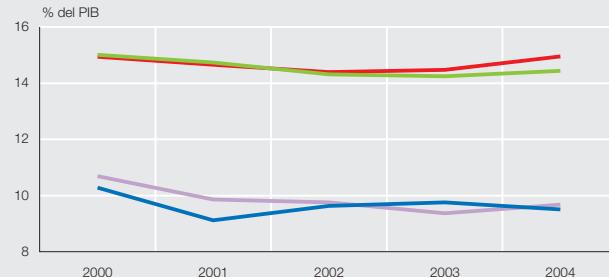
HOGARES E ISFLSH

- AHORRO BRUTO (B-00)
- AHORRO BRUTO (B-95)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-00)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-95)



SOCIEDADES NO FINANCIERAS

- AHORRO BRUTO (B-00)
- AHORRO BRUTO (B-95)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-00)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-95)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

medida, según la CNE-2000, situándose su peso en el PIB, en 2003, por encima de la cifra de la CNE-1995 y reduciendo, con ello, el avance de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras al final del período. En el caso de los hogares e ISFLSH, la disminución de su capacidad de financiación se explica, principalmente, por un ritmo de crecimiento de la formación bruta de capital más intenso en las estimaciones de la CNE-2000, que ha elevado

su peso en el PIB algo más de un punto porcentual y es coherente con el mayor crecimiento de la inversión en vivienda que ofrece la nueva contabilidad. Aunque la participación en el PIB del ahorro bruto de las familias y su tasa de ahorro también son ahora más elevadas, ese aumento no es suficiente para atender la necesidad de fondos derivada del mayor crecimiento de la formación bruta de capital del sector.

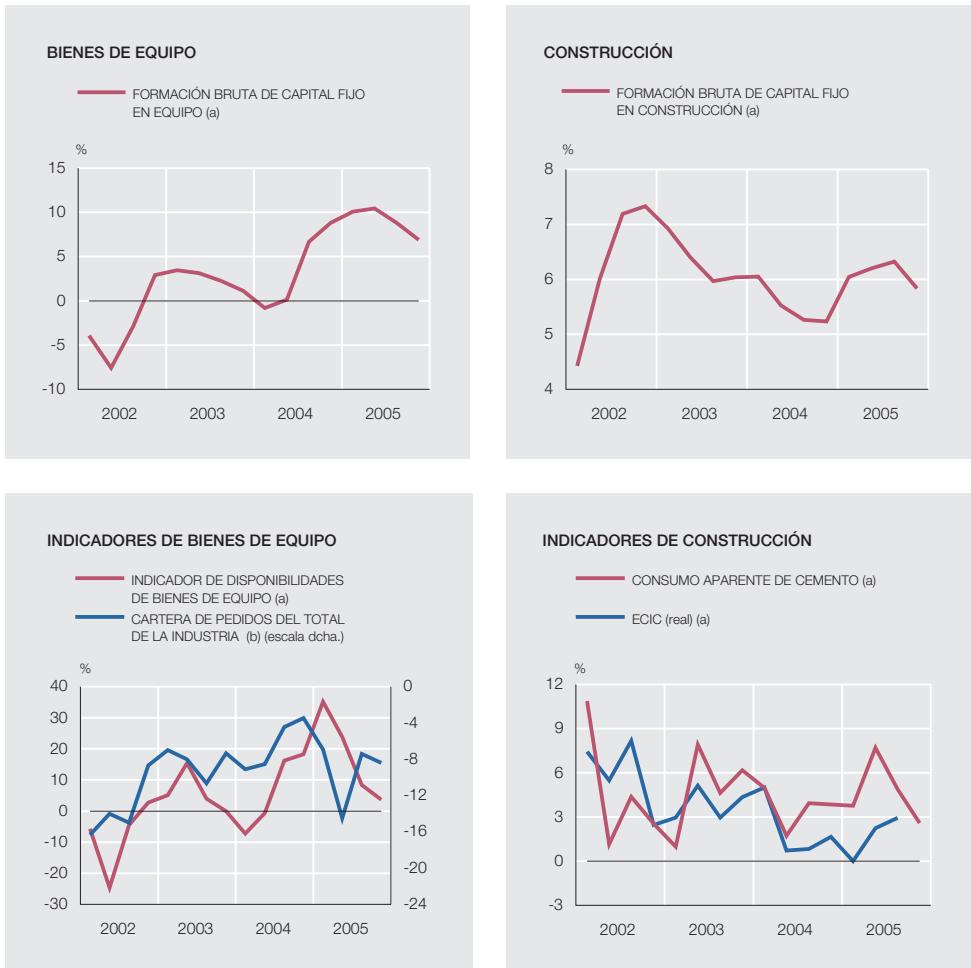
anterior. Esta moderación se debió a la desaceleración de la inversión en bienes de equipo, que recortó en 1,6 puntos porcentuales su tasa de variación, hasta el 8,8%. En contraposición, la inversión en construcción y la inversión en otros productos se aceleraron en el tercer trimestre, alcanzando crecimientos interanuales del 6,3% y del 9%, respectivamente. La información disponible indica que la inversión en bienes de equipo habría vuelto a moderar su crecimiento en el último trimestre del año (véase gráfico 17). El ritmo de avance interanual del indicador de disponibilidades de estos bienes se stabilizó en el cuarto trimestre, aunque a una tasa sustancialmente más baja que la del primer semestre. Además, tanto el indicador de clima de los productores de bienes de equipo como la valoración de la cartera de pedidos y el nivel de utilización de la capacidad productiva se redujeron en el cuarto trimestre, mientras que el porcentaje de empresas que consideran su capacidad instalada suficiente también aumentó durante ese período.

La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances, que abarca hasta el tercer trimestre de 2005, apunta a una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad del conjunto de empresas de la muestra en el año. Junto con ello, se ha observado una cierta aceleración de los gastos de personal y financieros, que generó una ligera ralentización del resultado ordinario neto. Sin embargo, el resultado económico neto y las ratios de rentabilidad mejoraron hasta el tercer trimestre, por el menor volumen de provisiones e impuestos. Estos datos indican que las empresas tienen capacidad para seguir expandiendo su capacidad productiva e invirtiendo en bienes de equipo en los próximos trimestres, aunque a tasas más moderadas que las observadas recientemente.

La inversión en construcción aumentó un 6,3% en el tercer trimestre de 2005, prolongando el notable pulso que viene mostrando a lo largo del año. Sin embargo, la información coyuntural más reciente, valorada en su conjunto, apuntaría a una suave desaceleración en el último trimestre del año. El indicador de confianza del sector se moderó en diciembre, aunque mejoró en el conjunto del trimestre, alcanzando la valoración media trimestral más alta desde el segundo trimestre de 2000. El resto de indicadores contemporáneos —paro registrado, consumo aparente de cemento e IPI de materiales de construcción— indican un menor dinamismo en el último trimestre del año. La excepción son las afiliaciones a la Seguridad Social, que se aceleraron en el cuarto trimestre, incluso descontando el impacto de la regularización de inmigrantes. Diferenciando por tipo de obra, los indicadores adelantados proyectan una moderación del ritmo de crecimiento de la edificación residencial, por segundo trimestre consecutivo, y confirman la recuperación de la edificación no residencial en la segunda mitad del año. Respecto a la obra civil, los indicadores estimados a partir de los presupuestos de licitación oficial señalan que el valor real de la obra ejecutada fue desacelerándose durante 2005 y proyectan un crecimiento más estable, aunque muy moderado, para 2006.

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.

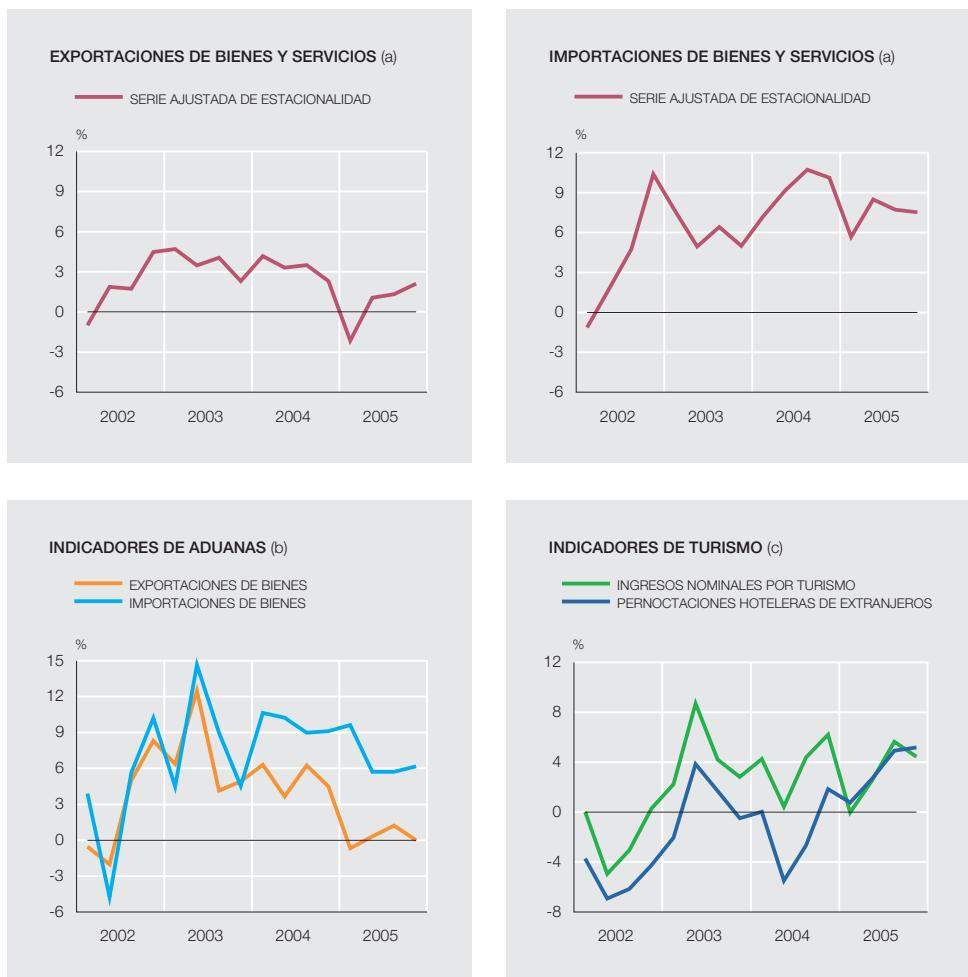
- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
b. Nivel, serie original.

Según lo estimado por la CNTR, en el tercer trimestre de 2005, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento continuó siendo marcadamente negativa, aunque se recuperó ligeramente con respecto al trimestre precedente. En este período, las exportaciones reales de bienes y servicios confirmaron la suave recuperación iniciada en el segundo trimestre, hasta situar su ritmo de avance interanual en el 1,3%, mientras que los flujos reales de importaciones moderaron algo su crecimiento, hasta el 7,7% (véase gráfico 18). No obstante, la recuperación de las exportaciones no pudo impedir que se siguiera perdiendo cuota en los mercados internacionales, que se han expandido a tasas muy superiores a las de las ventas españolas. La información, aún incompleta, correspondiente al cuarto trimestre apunta a que la demanda exterior neta continuó aminorando su aportación negativa al crecimiento, en un contexto de cierta recuperación de las exportaciones, sobre todo de servicios, y de ralentización de las importaciones, en línea con la menor fortaleza de la demanda interna de consumo e inversión en bienes de equipo.

Durante el tercer trimestre, el ritmo de avance de las exportaciones de bienes cayó 1,2 pp, hasta el 0,5%. Por su parte, las cifras más recientes de Aduanas, correspondientes a octubre y noviembre, mostraron un descenso real del 0,4%, en tasa interanual, que hay que analizar con cautela, ya que está posiblemente sesgado a la baja por el efecto de la huelga

COMERCIO EXTERIOR
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 18



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

- Datos de la CNTR a precios constantes.
- Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- Serie ajustada de estacionalidad.

de transportes que tuvo lugar en octubre. Por áreas geográficas, la desaceleración de las exportaciones en términos reales, en el período de octubre-noviembre, se concentró en las ventas a la UE 25 (-3,7%), mientras que el comportamiento de las destinadas al resto del mundo mejoró (8%).

De acuerdo con la CNTR, tras varios trimestres de caídas, las exportaciones reales de servicios turísticos tuvieron un crecimiento nulo en el tercer trimestre de 2005, en línea con la mejora mostrada por el indicador nominal de Balanza de Pagos. Este comportamiento positivo, que también reflejaron los indicadores reales de turismo, se ha consolidado en los últimos meses del año, con un avance del 6,1% del gasto total de los turistas hasta noviembre, en términos reales; las pernoctaciones hoteleras de no residentes —con datos hasta diciembre— también aumentaron un 6,1%, al tiempo que el número de turistas se incrementó un 5,1% en el cuarto trimestre. Sin embargo, el gasto medio por turista —que cayó un 1,8% hasta noviembre, como consecuencia de los nuevos hábitos de comportamiento de los viajeros— ha sido un factor que ha restado dinamismo a los ingresos turísticos. Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos experimentaron un notable impulso en el tercer trimestre de 2005, con un avance interanual del 6,6%, tras la atonía observada en la primera mitad

del año. Todas las partidas de esta rúbrica mostraron un comportamiento muy positivo, destacando los servicios de seguros, construcción, financieros e informáticos.

Las importaciones reales de bienes continuaron reflejando un crecimiento elevado durante el tercer trimestre de 2005, del 7,1%, aunque inferior en 2,3 pp al del trimestre anterior. La aceleración de los precios de importación y la ralentización de algunos componentes de la demanda interna, especialmente los bienes de equipo, contribuyeron a esa desaceleración. Los datos de Aduanas apuntan a una cierta estabilidad de las compras al exterior en octubre y noviembre, acorde con la estimación de una suave ralentización de las importaciones reales de bienes en el cuarto trimestre de 2005, en línea con la evolución estimada para el consumo y la inversión en bienes de equipo.

Finalmente, las importaciones reales de servicios, en términos de la CNTR, se aceleraron en 5,6 pp, en el tercer trimestre de 2005, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 10,3%. Este comportamiento fue consecuencia del elevado dinamismo de las importaciones reales de servicios turísticos (27%) y no turísticos (6,8%), ambos coherentes con la evolución de los pagos nominales de la Balanza de Pagos en el tercer trimestre.

4.2 Producción y empleo

El valor añadido de la economía de mercado registró un nuevo impulso en el tercer trimestre de 2005, con una aceleración de tres décimas respecto al segundo trimestre, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 3,5%. La aceleración de la actividad fue generalizada en todas las ramas, con la excepción de los servicios de mercado, que mantuvo estable su ritmo de avance (véase gráfico 19). La información disponible indica que el crecimiento de la actividad en la economía de mercado tendió a estabilizarse en el cuarto trimestre, de forma que en el conjunto del año 2005 habría alcanzado un incremento superior al del ejercicio anterior, tanto en el agregado como en cada una de las ramas.

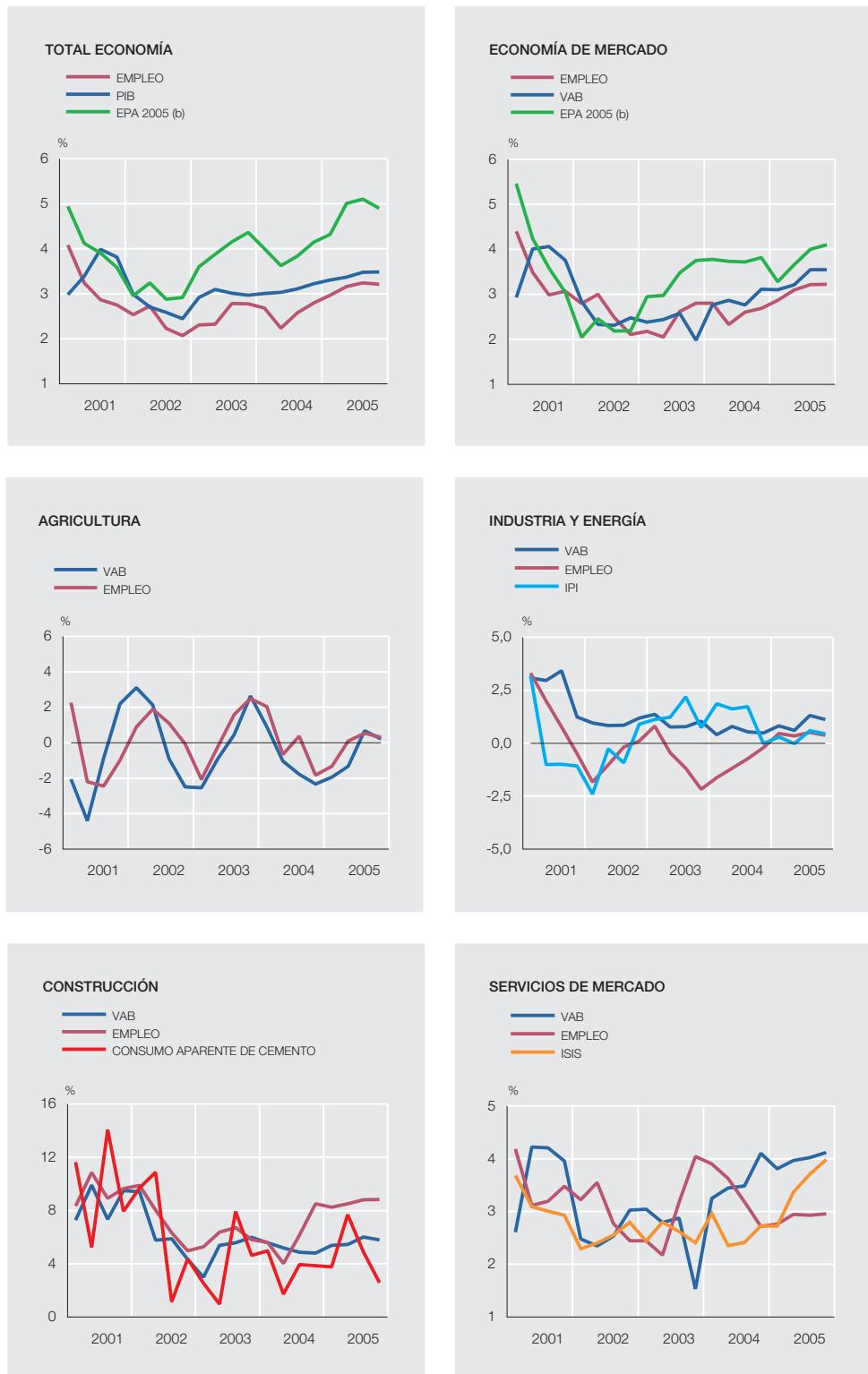
En el tercer trimestre, las ramas agraria y pesquera consiguieron superar la reciente fase de contracción de la actividad, a pesar de los considerables recortes registrados en la producción vegetal, por el escaso volumen de precipitaciones. Según la estimación de la CNTR, estas ramas experimentaron una tasa de crecimiento interanual positiva (0,7%), dos puntos superior a la del segundo trimestre. No obstante, el comportamiento de los indicadores de empleo en el cuarto trimestre del año parece apuntar a una leve desaceleración al término del año.

La actividad del conjunto de las ramas industriales y energéticas experimentó una aceleración en el tercer trimestre del año, alcanzando un ritmo interanual de crecimiento del 1,3%, tras la moderación observada en el trimestre anterior. Los sectores impulsores del crecimiento fueron el de bienes de consumo alimenticio y el de bienes intermedios, mientras que la producción de bienes de equipo moderó su ritmo de avance. Para el cuarto trimestre, la información coyuntural disponible no muestra la existencia de nuevos impulsos a la actividad industrial, ante la relativa debilidad de las exportaciones, la moderación de la inversión en bienes de equipo y el menor dinamismo del consumo interior. Así, en los meses de octubre y noviembre, el índice general del IPI avanzó un 0,4% interanual, tres décimas menos que en el tercer trimestre. Los indicadores de cifras de negocio y de entrada de pedidos tuvieron en estos meses un comportamiento similar al del IPI, al igual que las importaciones de bienes intermedios no energéticos, que se desaceleraron. No obstante, los indicadores de opinión del sector han mejorado en el cuarto trimestre del año, especialmente en diciembre.

La rama de la construcción mostró una nueva aceleración en el tercer trimestre, aumentando su tasa de avance en seis décimas, hasta una tasa del 6% interanual, continuando con su

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 Banco de España en base a la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

largo ciclo expansivo. Los dilatados períodos de producción que requiere la construcción garantizan que la actividad de esta rama seguirá pulsando con dinamismo en los próximos trimestres, aunque, según la información disponible, este será cada vez menor.

En el tercer trimestre de 2005, el crecimiento de la actividad de la rama de servicios fue similar al del trimestre anterior, un 3,8%, según la CNTR. Esta estabilidad se extendió a sus componentes, de forma que el VAB de los servicios no de mercado volvió a crecer a una tasa del 3,2%, mientras que el de servicios de mercado mantuvo su crecimiento en el 4%. La información coyuntural disponible apunta hacia un nuevo impulso de la actividad en la rama de servicios de mercado, en el cuarto trimestre de 2005. El número de afiliados a la Seguridad Social, el indicador sintético de servicios y las ventas de grandes empresas, una vez deflactadas, se aceleraron en ese período. El indicador de confianza del sector y el índice de gestores de compras también mejoraron en los meses finales de 2005. Por el contrario, la cifra de negocios, en términos reales y corregida de calendario, inició el trimestre con un menor crecimiento. Este repunte de la actividad en los últimos meses del año se ha originado en las ramas de hostelería, donde se ha observado un fuerte dinamismo en las afiliaciones a la Seguridad Social y un buen comportamiento de las pernoctaciones en establecimientos hoteleros, y en las ramas de servicios inmobiliarios y empresariales, que también ha experimentado una expansión de los indicadores de empleo. Por el contrario, igual que el trimestre anterior, el comercio y el transporte son las actividades que aportan un menor crecimiento al conjunto del sector.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 2005 el empleo en el conjunto de la economía mantuvo su ritmo de crecimiento en el 3,2%, con lo que la productividad aparente del trabajo aumentó un 0,2%, en línea con los modestos avances observados en los últimos tres años. La información coyuntural más reciente coincide en reflejar una estabilidad en el crecimiento para la última parte de 2005. Las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron a una tasa del 2,8% en el cuarto trimestre, corregida de los efectos de la regularización, similar a la del tercer trimestre. Por su parte, la contratación mostró un fuerte dinamismo en los meses finales de 2005, al aumentar un 9,5%, aunque en el conjunto del año su crecimiento fue del 5%, muy por debajo del 11,5% registrado en 2004. Finalmente, según la EPA, el número de ocupados mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en el último trimestre del año (4,9%), si bien mostró una suave moderación respecto a los dos trimestres anteriores.

En el tercer trimestre, la tónica general fue de aceleración del empleo en todas las ramas, excepto en los servicios, y en particular en los no de mercado, donde se observó una ligera desaceleración, hasta un ritmo de avance interanual del 3,3%. En los servicios de mercado la creación de empleo se stabilizó en el 2,9%. En la agricultura y la industria se confirmó la recuperación del empleo, con un avance interanual del 0,5% en ambas. Finalmente, la construcción siguió siendo la rama más dinámica en cuanto a creación de empleo, con un avance de tres décimas en su tasa interanual, hasta el 8,8%. Como resultado del mejor comportamiento de las ramas de mercado, se prolongó el suave perfil de aceleración del empleo en la economía de mercado observado en los últimos trimestres, para situarse en el 3,2%, lo que fue compatible con una aceleración de la productividad aparente del trabajo, que creció un 0,3%. En el cuarto trimestre, según la EPA, el empleo se aceleró en las ramas de servicios y mantuvo un elevado dinamismo en la construcción, aunque se observó una cierta ralentización. En la industria, sin embargo, el empleo retornó a tasas de variación interanual negativas, tras varios trimestres de recuperación. Por su parte, en la agricultura el empleo creció un 2,5%, en línea con el tercer trimestre.

En cuanto al empleo asalariado, las estimaciones de la CNTR para el tercer trimestre volvieron a señalarlo como el componente más dinámico, con un crecimiento interanual del 3,6% —dos

décimas más que en el segundo trimestre—, frente a una ralentización de medio punto en el empleo no asalariado (0,9%). Los datos de la EPA para el cuarto trimestre muestran una imagen similar, con un elevado crecimiento del empleo por cuenta ajena (6%) y una caída del 1,5% del empleo no asalariado, que se reflejó en un aumento de dos décimas en la tasa de asalarización (82%). En la estadística de afiliaciones, la creación de empleo autónomo ha mostrado un mayor avance que en el caso de los trabajadores por cuenta ajena, debido al proceso de regularización de inmigrantes, ya que el 36% de los regularizados hasta final de año pertenecen al régimen especial de empleados del hogar, que no se contabilizan como afiliaciones por cuenta ajena.

Atendiendo a la información de la EPA sobre la duración de los contratos, en el cuarto trimestre de 2005 los asalariados temporales volvieron a mostrar un comportamiento muy dinámico, al crecer un 11,2% interanual, muy por encima del empleo indefinido (3,4%), y situando la ratio de temporalidad en el 33,8%, frente al 32,1% de un año antes. La estadística de contratos del INEM, sin embargo, muestra que desde mediados del año 2005 la contratación indefinida ha venido registrando un crecimiento mayor que los contratos temporales, lo que ha permitido estabilizar la rotación laboral, con respecto al año precedente. En cuanto a la duración de la jornada, las estimaciones de la EPA vienen mostrando tasas de crecimiento de la contratación a tiempo parcial muy elevadas. En el cuarto trimestre, los ocupados a tiempo parcial crecieron un 20,1%, en tasa interanual, incremento similar al del trimestre anterior. Por su parte, el número de ocupados a tiempo completo se desaceleró levemente, hasta el 3,4%. En conjunto, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial aumentó hasta el 12%, 1,3 pp por encima de su nivel de hace un año.

La población activa se aceleró tres décimas en el cuarto trimestre de 2005, para crecer un 3,2%, después de la brusca desaceleración del tercer trimestre. Este comportamiento se debió al avance de la tasa de participación, que fue del 57,7% en el cuarto trimestre, 0,8 pp por encima de su nivel de hace un año. Por lo que respecta al número de desempleados, el ritmo de caída interanual se moderó hasta el -11,1%, y la tasa de paro se situó en el 8,7%, tres décimas por encima de su nivel en el tercer trimestre, pero 1,5 pp por debajo del de hace un año. Por su parte, el número de parados registrados en las oficinas del INEM cayó un 0,9% interanual en el cuarto trimestre, frente a descensos de hasta un 4% en la primera parte del año, confirmando una moderación en el ritmo de disminución del paro.

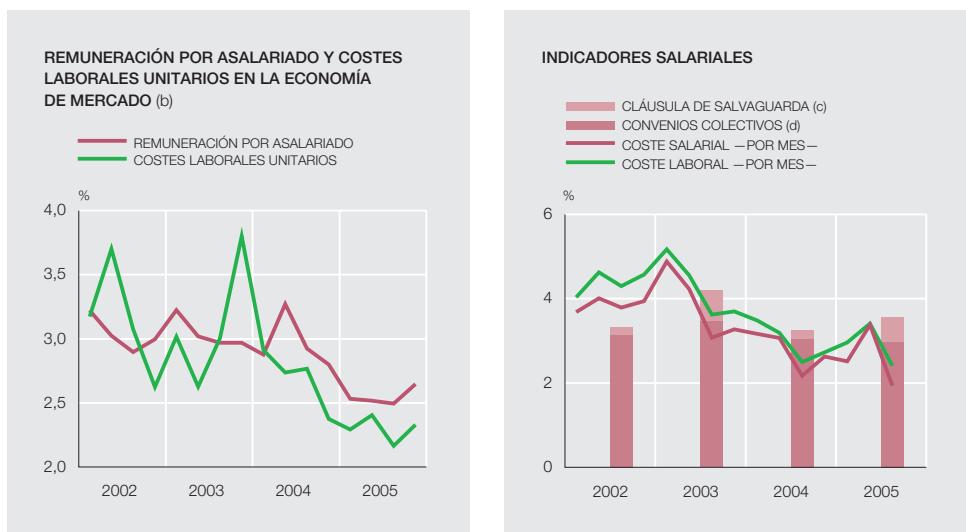
4.3 Costes y precios

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional, la remuneración por asalariado estabilizó su crecimiento en el tercer trimestre, tanto en el total de la economía como en la economía de mercado, en tasas del 2,6% y del 2,5%, respectivamente. Esta ralentización de la remuneración se extendió a todas las ramas, excepto la construcción, donde se produjo una aceleración de ocho décimas, y en los servicios no de mercado, que experimentaron un pequeño repunte. En contraste, la Encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) mostró una desaceleración del coste laboral por trabajador y mes de un punto porcentual, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 2,4% en el tercer trimestre. Para el último trimestre de 2005 se espera una cierta aceleración de la remuneración por asalariado, aunque en el conjunto del año el incremento salarial habría sido inferior al de 2004, tanto para el total de la economía como para la economía de mercado.

En los convenios colectivos registrados hasta diciembre, el incremento medio pactado de las tarifas salariales era del 2,98%, cifra muy próxima a la alcanzada en 2004 (3,04%), antes de incluir la cláusula de salvaguardia. Estos convenios afectan a 8,4 millones de trabajadores, de los cuales, con datos hasta noviembre, un 70% tenía convenios revisados. En los últimos meses,

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS Y COSTES LABORALES (a)

GRÁFICO 20



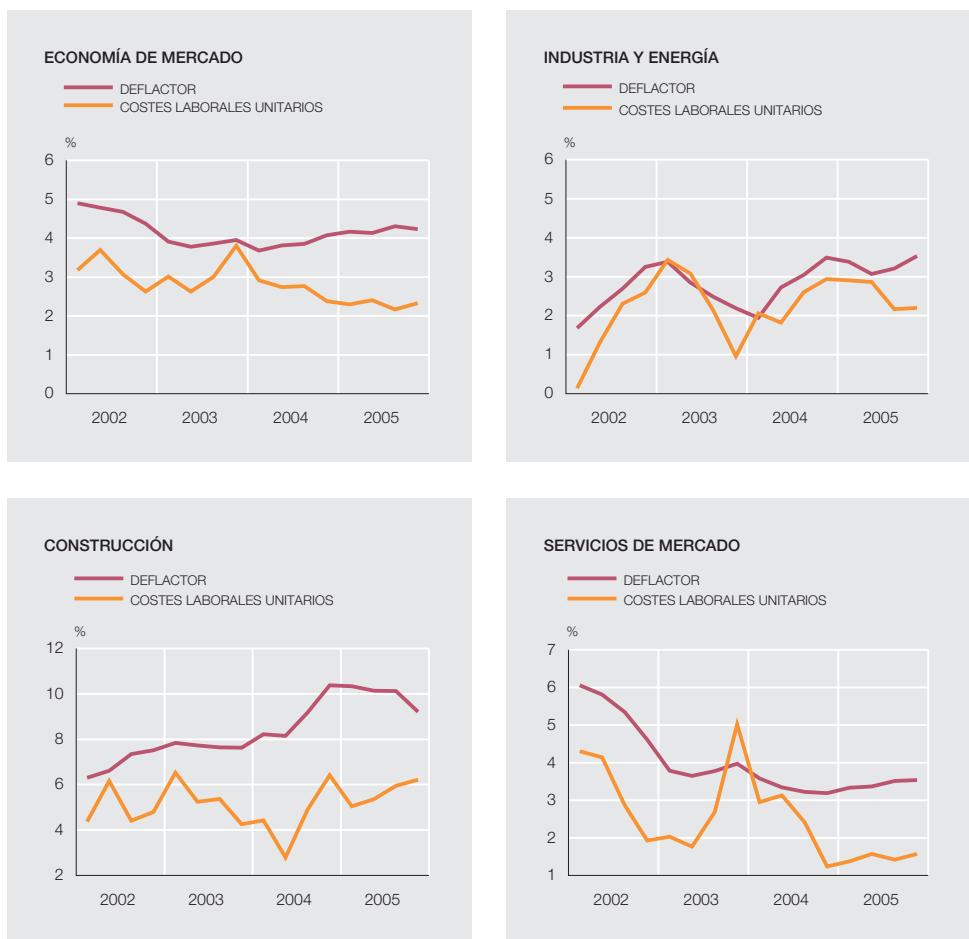
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- 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 (hasta diciembre para 2005).

el avance de la negociación se concentró en los convenios de nueva firma, que incorporan subidas salariales más altas que los revisados (3,14%, frente a 2,86%, hasta noviembre), debido al repunte de la inflación. En cuanto a las cláusulas de salvaguarda, se estima que el efecto de las cláusulas firmadas en 2004 sobre el aumento salarial en 2005 fue de 0,6 pp, superior al del año precedente en 0,4 pp, como consecuencia de la mayor desviación de la inflación respecto a la referencia oficial que se produjo en 2004 (véase gráfico 20). La presencia de estas cláusulas en los convenios firmados entre enero y noviembre de 2005 alcanza al 76% de los mismos. Dado que el IPC cerró el año con un incremento interanual del 3,7%, se prevé que la activación de estas cláusulas tenga un impacto sobre los salarios de 2006 mayor aún que el estimado en 2005.

A pesar de que la remuneración por asalariado estabilizó su crecimiento en el tercer trimestre, el incremento del coste laboral por unidad de valor añadido se redujo ligeramente, como consecuencia de la suave aceleración del valor añadido por ocupado, hasta el 2,4%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Por el contrario, el deflactor del valor añadido intensificó levemente su dinamismo, al crecer un 4,1%, frente al 4% del período anterior. Como resultado de esta evolución, el proceso de ampliación de márgenes unitarios, que ya se observaba en trimestres anteriores, se prolongó. Asimismo, en la economía de mercado se produjo una ampliación de márgenes, en un contexto de desaceleración de los costes similar al del total de la economía, mientras que el deflactor se aceleró hasta el 4,3%.

Por distintas ramas de actividad, en todas ellas se ha observado una evolución similar a la de la economía de mercado, con una aceleración del deflactor del valor añadido y una desaceleración del coste laboral unitario, con la excepción fue la construcción, donde el deflactor se desaceleró ligeramente, desde tasas del 10% (véase gráfico 21). En cualquier caso, los márgenes unitarios se ampliaron en todas las ramas de actividad. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento, con un crecimiento de los deflactores muy superior al de los costes laborales unitarios, especialmente en la construcción y en los servicios de mercado.



FUENTES: INE y Banco de España.

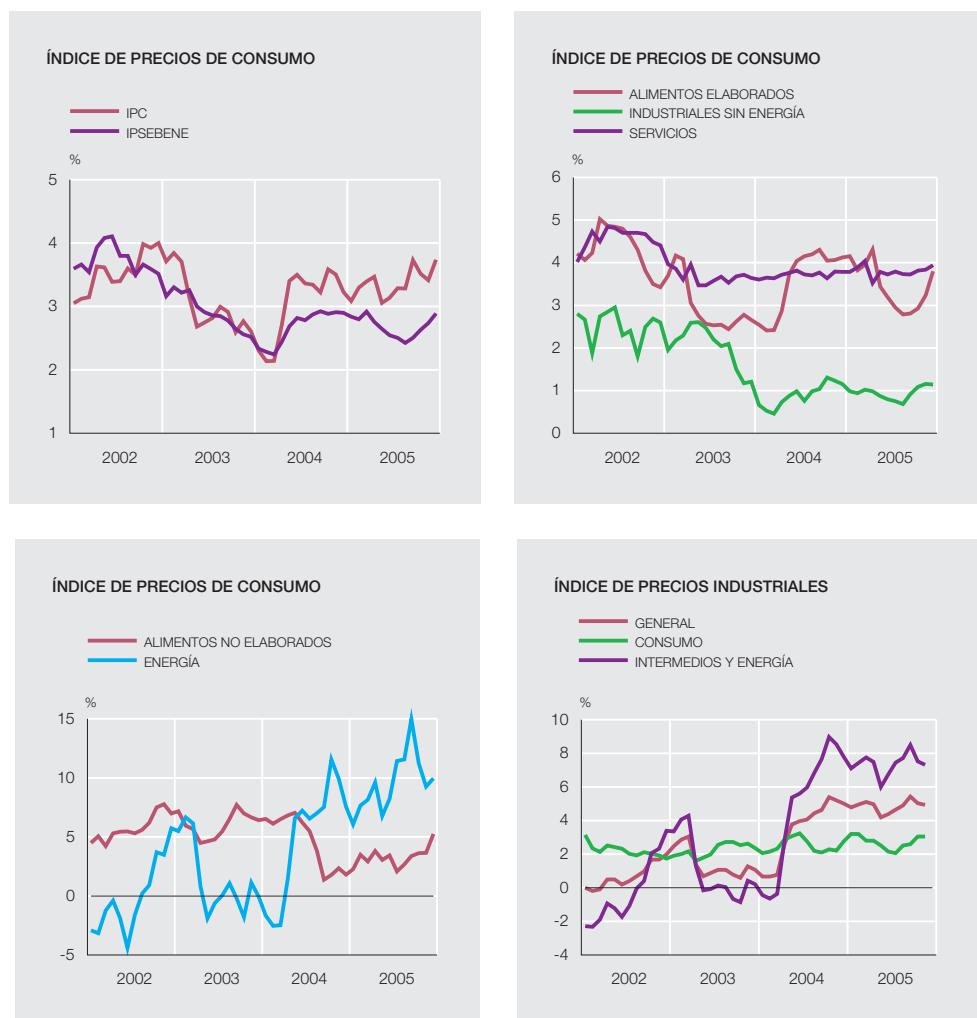
a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

En el tercer trimestre, el deflactor de la demanda final se aceleró, debido, en parte, al repunte del deflactor de las importaciones, que se había moderado en el segundo trimestre, mientras que el deflactor del PIB elevó su crecimiento en una décima, hasta el 4,4%. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado mantuvo su tasa de crecimiento interanual en el 3,6%, en línea con la estabilidad registrada desde mediados de 2004, mientras que el correspondiente a la formación bruta de capital fijo se desaceleró ligeramente.

En 2005, el IPC aumentó en dos décimas su tasa de variación, hasta el 3,4%, ligeramente por debajo del incremento del deflactor de consumo. En el último trimestre, la tasa de inflación se situó en el 3,6%, cerrando el año con un crecimiento del 3,7%. Por su parte, el IPSEBENE, tras el menor crecimiento registrado en los dos trimestres anteriores, se aceleró tres décimas en el cuarto, hasta alcanzar un crecimiento del 2,8% (véase gráfico 22). De nuevo, el componente más inflacionista fueron los precios energéticos, con un crecimiento medio del 10,3%, al que contribuyeron las subidas del gas butano y del gas natural en octubre. Sin embargo, los precios de los carburantes se desaceleraron en el cuarto trimestre, reflejando una caída del precio medio del petróleo de cinco dólares por barril, tras los crecimientos máximos alcanzados en septiembre. Finalmente, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron cinco décimas en el cuarto trimestre, hasta alcanzar una tasa interanual del 4,2%, tras haberse moderado el trimestre anterior.

INDICADORES DE PRECIOS (a)
España

GRÁFICO 22



FUENTE: INE.

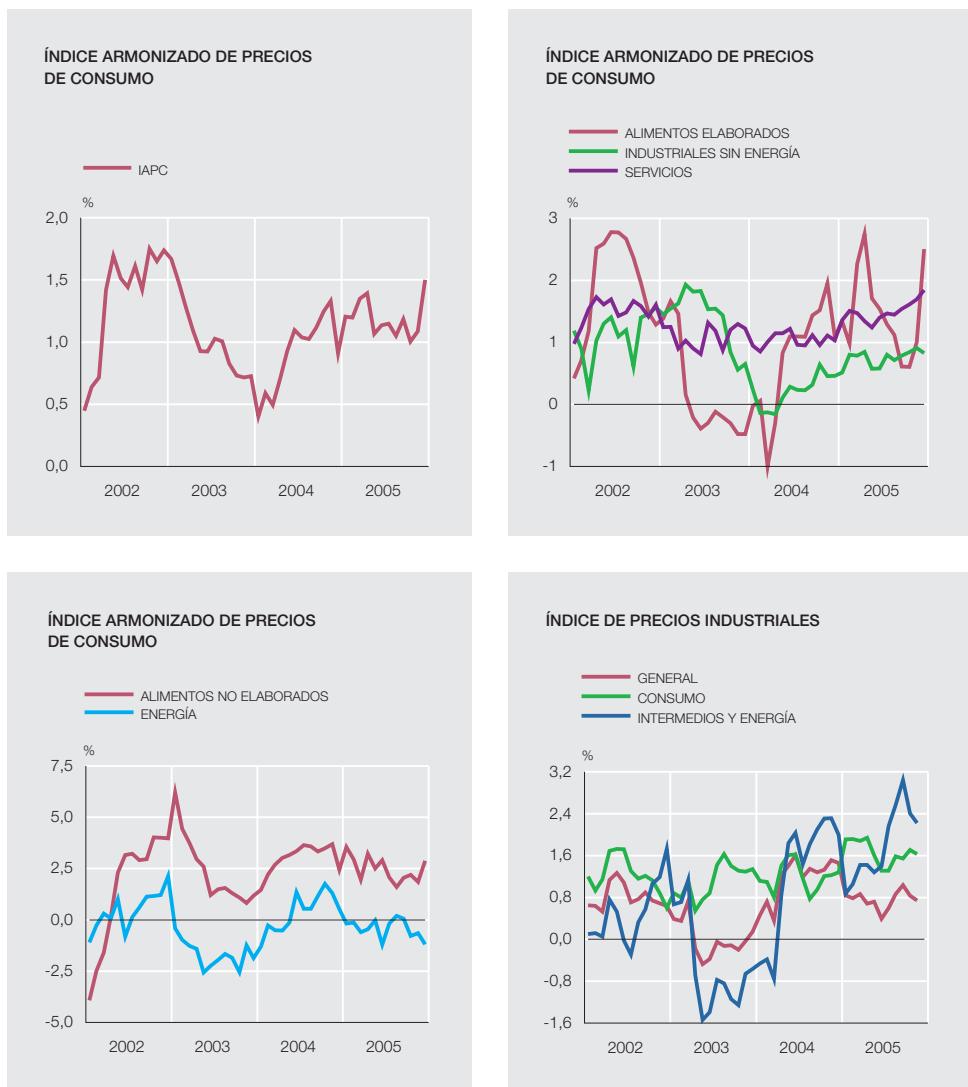
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

La aceleración del IPSEBENE en el cuarto trimestre fue debida al mayor crecimiento de todos sus componentes, pero, especialmente, de los precios de los alimentos elaborados, que se aceleraron en cinco décimas, hasta el 3,3%, debido al encarecimiento del aceite y del tabaco por los aumentos impositivos. Los precios de los servicios se aceleraron en dos décimas, siendo la partida más inflacionista los precios de algunos servicios de transporte aéreo, por la repercusión del encarecimiento del petróleo. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos incrementaron su ritmo de avance interanual hasta el 1,1%, ya que los precios del vestido y del calzado aumentaron al inicio de la temporada de invierno más que el año anterior, y los precios de los automóviles retomaron su senda expansiva.

La inflación en España, medida por el IAPC, se mantuvo en el 3,5% en el cuarto trimestre del año, frente al 2,3% registrado en el conjunto de la UEM, y el diferencial entre ambas tasas se amplió ligeramente, hasta 1,2 pp (véase gráfico 23). Por componentes, el diferencial aumentó en los casos de los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos, que experimentaron aumentos de la tasa de inflación más intensos en España que en el conjunto de la zona del euro.

INDICADORES DE PRECIOS
Diferenciales con la UEM (a)

GRÁFICO 23



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

El índice de precios industriales (IPRI) registró un repunte en su tasa interanual en diciembre, tras haber mantenido un ritmo de avance estable en los meses anteriores, de forma que se situó en el 5,2%. Los precios de producción energética retomaron la trayectoria alcista y alcanzaron una tasa interanual del 15,6%. Por otra parte, los precios de producción de los bienes de equipo mantuvieron tasas interanuales moderadas del 2%, mientras que los precios de producción de bienes de consumo y de bienes intermedios crecieron a ritmos por encima del 3%. Entre los restantes indicadores de precios, los percibidos por los agricultores mostraron una tendencia a la aceleración como consecuencia de los aumentos de los precios en origen relacionados con las peores cosechas. Por último, los precios hoteleros se han moderado tras el repunte de los meses estivales.

4.4 La actuación del Estado

A finales del pasado mes de diciembre de 2005, el Gobierno presentó la séptima Actualización del Programa de Estabilidad (APE), con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2005-2008, correspondientes a la nueva base 2000 de la Contabilidad

Nacional de España (CNE-2000). En ese documento, se ha revisado ligeramente al alza el crecimiento del PIB real estimado para el año 2005 (hasta un 3,4%), pero para 2006 se ha mantenido la previsión que aparecía en el escenario de crecimiento que sirvió de base para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado de ese año (un 3,3%). Además, los saldos de las cuentas públicas se han revisado sustancialmente. Así, se anticipa ahora un superávit del 1% del PIB en el sector Administraciones Públicas, en el año 2005, que se reducirá una décima porcentual en el año 2006, hasta el 0,9% del PIB. En los años siguientes, en un contexto de moderada desaceleración de la actividad, se prevé una ligera reducción del superávit de las Administraciones Públicas, hasta un 0,6% del PIB en el año 2008. Por subsectores, el superávit del año 2005 viene determinado, fundamentalmente, por el de la Seguridad Social, para el que se espera un superávit del 0,9% del PIB, mientras que la Administración Central obtendrá un superávit del 0,1% del PIB y las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales cerrarán el año en equilibrio. La pequeña reducción en el superávit global que se proyecta para 2006 se debe al déficit del 0,1% del PIB previsto para el subsector de Comunidades Autónomas. En general, las estimaciones y proyecciones de la APE confirman que los excesos de recaudación, en relación con las cifras previstas, se están destinando a mejorar la posición fiscal de las AAPP, lo que, de acuerdo con el principio de Estabilidad Presupuestaria, contribuye a ampliar el potencial estabilizador de la política fiscal a lo largo del ciclo.

Siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre del año 2004, el Estado registró un superávit del 1,6% del PIB, muy por encima del superávit del 0,2% del PIB que se había obtenido un año antes (véase cuadro 3). Este resultado es compatible con la estimación de la APE para el saldo de la Administración Central, citado en el párrafo anterior. Hay que tener en cuenta que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad, siendo diciembre un mes claramente deficitario, por lo que es previsible que el superávit alcanzado hasta noviembre se reduzca significativamente.

Por otra parte, según el criterio de caja, las cuentas del Estado registraron un superávit de 11.209 millones de euros hasta noviembre, frente al menor superávit de 3.223 millones de euros del año anterior. Las discrepancias entre ambos saldos (CNE y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado crecieron muy por encima de lo previsto en el Avance de liquidación, mientras que los pagos tuvieron un crecimiento algo más moderado de lo que señala el Avance. Los mayores ingresos se han debido, sobre todo, a los impuestos directos, mientras que por el lado de los pagos, se ha producido una cierta contención en las transferencias corrientes.

En el caso de los ingresos, se dispone de información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, aunque en el cuadro 3 solo se recogen las cifras del Estado. Según la recaudación total, los ingresos se desaceleraron ligeramente en estos últimos meses (aunque manteniendo tasas elevadas de crecimiento), con la excepción de los impuestos especiales, al haberse aumentado los tipos impositivos de algunos de ellos en septiembre. El IRPF mantuvo crecimientos superiores al 16%, soportado por las retenciones sobre ganancias en fondos de inversión y por el fuerte aumento de las retenciones sobre el trabajo, derivadas de la evolución del mercado de trabajo. No obstante, hay que subrayar que una parte del crecimiento de estas retenciones se debe al calendario de ingresos procedentes de ciertas Administraciones Públicas. Por otro lado, el impuesto sobre

	m€ y %							
	Liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Avance de liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2005/2004	Liquidación		
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	114.950	4,8	122.166	6,3	15,7	105.985	119.770	13,0
Impuestos directos	58.692	3,9	65.933	12,3	22,2	53.783	64.940	20,7
<i>IRPF</i>	30.412	-7,3	34.951	14,9	21,2	28.236	34.115	20,8
Sociedades	26.025	18,8	28.793	10,6	26,7	23.350	28.808	23,4
Otros (a)	2.255	27,1	2.189	-2,9	-3,3	2.197	2.017	-8,2
Impuestos indirectos	41.368	5,8	43.100	4,2	12,0	40.202	43.159	7,4
<i>IVA</i>	29.124	7,3	30.158	3,6	15,7	29.021	31.566	8,8
Especiales	9.751	-0,4	10.175	4,3	0,9	8.896	9.020	1,4
Otros (b)	2.493	15,0	2.767	11,0	13,2	2.284	2.574	12,7
Otros ingresos	14.890	5,9	13.133	-11,8	0,9	12.000	11.671	-2,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	114.891	1,0	122.386	6,5	7,8	102.762	108.561	5,6
Personal	19.488	5,6	20.677	6,1	6,8	16.865	17.969	6,5
Compras	3.510	17,1	3.419	-2,6	-6,7	2.930	2.754	-6,0
Intereses	16.751	-15,3	18.291	9,2	12,7	16.335	17.569	7,5
Transferencias corrientes	61.136	5,3	64.002	4,7	6,9	55.288	56.971	3,0
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.104	-5,7	8.776	23,5	15,6	5.737	7.117	24,1
Transferencias de capital	6.901	-0,6	7.221	4,6	4,3	5.606	6.182	10,3
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	59	...	-220	...	...	3.223	11.209	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	113.330	4,9	120.856	6,6	14,2	104.316	117.536	12,7
Empleos no financieros	122.652	11,3	123.929	1,0	4,6	102.542	102.665	0,1
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	-9.322	...	-3.073	...	...	1.774	14.871	12,6
(en porcentajes del PIB)	-1,1	...	-0,3	...	...	0,2	1,6	...

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.

sociedades² se desaceleró ligeramente tras el pago a cuenta de octubre, pero sigue reflejando la buena evolución de los beneficios empresariales al registrar crecimientos superiores al 23%. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA siguió desacelerándose en los últimos meses, hasta el 11,3%, mientras que los impuestos especiales incrementaron ligeramente su ritmo de crecimiento, hasta el 3,4%, todavía por debajo de la previsión del Avance para el conjunto del año. Los otros ingresos, por último, se desaceleraron durante los últimos meses, y mantienen un tono muy débil, debido a los menores ingresos por primas de emisión de deuda pública, beneficios del Banco de España y transferencias de fondos de la Unión Europea.

Por el lado de los pagos del Estado, hay que destacar que los pagos de personal y los de capital tuvieron crecimientos por encima de los previstos en el Avance de liquidación, mientras que los otros pagos corrientes crecieron menos de lo estimado para el conjunto del año. En especial,

2. Este impuesto no está afectado por la cesión de ingresos a las Administraciones Territoriales.

		Millones de euros	
		ENERO-OCTUBRE	
		2004	2005
INGRESOS	Cuenta corriente	212.679	224.020
	<i>Mercancías</i>	121.668	126.308
	<i>Servicios</i>	58.092	62.008
	– <i>Turismo</i>	31.965	33.032
	– <i>Otros servicios</i>	26.126	28.977
	<i>Rentas</i>	19.912	22.227
	<i>Transferencias corrientes</i>	13.007	13.477
	Cuenta de capital	7.153	6.630
	Cuentas corriente + capital	219.832	230.650
PAGOS	Cuenta corriente	246.044	278.130
	<i>Mercancías</i>	164.088	183.176
	<i>Servicios</i>	38.124	42.982
	– <i>Turismo</i>	8.072	10.133
	– <i>Otros servicios</i>	30.052	32.849
	<i>Rentas</i>	31.086	37.724
	<i>Transferencias corrientes</i>	12.746	14.248
	Cuenta de capital	699	619
	Cuentas corriente + capital	246.743	278.749
SALDOS	Cuenta corriente	-33.365	-54.110
	<i>Mercancías</i>	-42.419	-56.867
	<i>Servicios</i>	19.967	19.026
	– <i>Turismo</i>	23.893	22.899
	– <i>Otros servicios</i>	-3.926	-3.873
	<i>Rentas</i>	-11.174	-15.497
	<i>Transferencias corrientes</i>	261	-772
	Cuenta de capital	6.454	6.011
	Cuentas corriente + capital	-26.911	-48.099

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

cabe destacar las desaceleraciones en estos meses de los pagos por intereses y por transferencias corrientes, debido, en este último caso, al hecho aislado ocurrido en octubre del año 2004 de la cancelación de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía. En cuanto a los pagos de capital, lo más destacable es el notable ritmo de crecimiento de las inversiones reales (debido al efecto RENFE³) y la fuerte aceleración que han registrado las transferencias.

En el recuadro 6 se recogen los principales aspectos de la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social hasta octubre.

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

En el conjunto de los diez primeros meses de 2005, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 48.099 millones de euros, en un 79% superior al contabilizado un año antes. Este resultado se explica por la notable ampliación que registró el déficit por cuenta corriente (62%), hasta situarse en 54.110 millones de euros, y, en menor medida, por el leve descenso que experimentó el superávit por operaciones de capital (-7%).

3. Recuérdese que se presupuestó un fuerte aumento de estos pagos debido a los gastos asociados a la red ferroviaria convencional, cuya responsabilidad recayó en el Estado a partir de enero de 2005. Esta operación está ligada al proceso de reestructuración del sistema ferroviario, que se llevó a cabo mediante la asunción de deuda de RENFE por parte del Estado en el año 2004. Esta operación no tuvo efectos en el saldo de caja de 2004.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 13.137 millones de euros hasta octubre de 2005, superior en 1.297 millones de euros (un 11%) al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución más favorable que hasta julio (véase cuadro adjunto). La leve aceleración de los ingresos y la suave ralentización de los pagos en los últimos meses, hasta tasas de crecimiento del 7,6% y 7%, respectivamente, explican la mejora en el saldo.

Los ingresos por cotizaciones sociales han venido registrando en los últimos meses crecimientos en torno al 7,3%, a pesar del repunte observado en el número de afiliados a la Seguridad Social, sin que se pueda adelantar si la ligera aceleración observada hasta octubre continuará en los próximos meses (véase cuadro adjunto). En concreto, el número de afiliados ha pasado a crecer un 4,4% hasta diciembre, frente al crecimiento del 3,6% hasta julio, como consecuencia, en parte, del proceso de regularización de trabajadores extranjeros. Si se descontantan las 465.000 altas producidas hasta diciembre a raíz del mencionado proceso, el crecimiento del número de afiliados en el conjunto de 2005 se habría mantenido en torno al 2,9%, en línea con la tasa registrada el año anterior. Por otra parte, también es destacable el fuerte crecimiento de los intereses recibidos, incluidos en la

rúbrica de otros ingresos, debido a los rendimientos de los activos del Fondo de Reserva.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una tenue aceleración y se incrementó un 7% hasta octubre, en línea con lo presupuestado, pero algo inferior al 7,2% observado en el conjunto del año anterior. El número de pensiones contributivas se ha acelerado a partir del verano, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 1,3% hasta diciembre, frente a una tasa de avance del 0,8% de julio, debido, en parte, al efecto del reconocimiento de la compatibilidad de las pensiones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad¹. Al ser estos pensionistas perceptores de pensiones bajas, el efecto sobre el crecimiento del gasto ha sido pequeño. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal siguió creciendo a ritmos elevados, del 10,3% hasta octubre, muy por encima de lo presupuestado.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal, cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, el crecimiento de las cotizaciones percibidas se mantuvo en el 8,2% hasta agosto, por encima

1. Ley 9/2005, de 6 de junio.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

m€ y %

	Liquidación		Liquidación			Liquidación ENE-OCT		
	Presupuesto		ENE-JUL					
	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	7,2	73.021	78.571	7,6	
1.1 Cotizaciones sociales (c)	82.675	83.915	1,5	7,3	68.322	73.352	7,4	
1.2 Transferencias corrientes	4.618	4.874	5,5	0,2	3.989	4.057	1,7	
1.3 Otros (d)	1.278	1.251	-2,1	48,2	710	1.162	63,5	
2 PAGOS NO FINANCIEROS	79.105	84.100	6,3	7,3	61.181	65.434	7,0	
2.1 Personal	1.909	1.998	4,7	10,6	1.505	1.641	9,0	
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.556	1.566	0,6	9,2	1.109	1.192	7,5	
2.3 Transferencias corrientes	75.226	80.060	6,4	7,3	58.369	62.464	7,0	
Prestaciones	75.225	80.059	6,4	7,3	58.369	62.463	7,0	
Pensiones contributivas	64.453	68.905	6,9	6,7	49.876	53.343	7,0	
Incapacidad temporal	5.830	5.925	1,6	13,5	4.468	4.928	10,3	
Resto	4.942	5.229	5,8	8,9	4.025	4.191	4,1	
Resto de transferencias corrientes	1	1	-3,1	—	0	1	—	
2.4 Otros (e)	414	476	15,0	-31,1	198	138	-30,5	
3 SALDO NO FINANCIERO	9.466	5.940	-37,2	6,7	11.840	13.137	11,0	

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.

de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 13,7% en el mismo período, frente al crecimiento prácticamente nulo que establecía la previsión presupuestaria. Por otra parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo mantuvo de forma estable su ritmo de crecimiento en el 7% hasta octubre, frente al incremento del 9,2% en el conjunto del año 2004. Este menor crecimiento con respecto al año anterior viene

determinado por la evolución del número de beneficiarios, que creció un 2,9% hasta septiembre, frente al 5,6% de crecimiento medio en 2004. Dicha evolución se produjo, a su vez, como consecuencia de una caída del paro registrado (en torno al 1,2% en los últimos meses, frente al 1,6% de crecimiento en el conjunto del año anterior) y de un aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 60,2% en septiembre de 2005, frente al 58,1% del año 2004.

que se situó en 6.011 millones de euros. Entre las principales partidas de la cuenta corriente, destaca el deterioro del déficit comercial, aunque el desequilibrio negativo de rentas también se amplió, el superávit turístico se recortó y el saldo de transferencias corrientes se tornó negativo. Por el contrario, el déficit de servicios no turísticos mejoró ligeramente.

En el período de enero a octubre de 2005, el déficit de la balanza comercial se amplió en 14.448 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, hasta situarse en 56.867 millones de euros. En tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 34%, prolongando la tónica de deterioro que le caracterizó en el ejercicio anterior. Esta importante ampliación del déficit comercial se debe a la atonía que mostraron los flujos reales de exportaciones en este período, frente al vigor que mantuvieron las importaciones, junto con el fuerte encarecimiento de la factura energética. No obstante, el ritmo de ampliación del déficit comercial se ralentizó a partir del segundo trimestre del año, como consecuencia de la ligera recuperación de las exportaciones en este período y de una cierta pérdida de pulso de las importaciones.

En cuanto a la balanza de servicios, el saldo positivo acumulado en los diez primeros meses de 2005 se situó en 19.026 millones de euros, 941 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior. Este deterioro se explica por el descenso de 994 millones de euros que experimentó el superávit turístico (-4,2%), ya que el déficit de servicios no turísticos registró una leve corrección, cifrada en 53 millones de euros. Los ingresos turísticos acumulan una tasa moderadamente positiva hasta octubre, del 3,3%, en línea con el impulso que han adquirido algunos de los principales indicadores reales de turismo. Por su parte, los pagos turísticos hasta octubre repuntaron un 25,5%, prolongando el fuerte dinamismo del ejercicio anterior.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 15.497 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2005, lo que supone un deterioro de 4.323 millones en relación con el nivel observado en el mismo período del ejercicio anterior. Los ingresos tuvieron un comportamiento alcista (11,6%), destacando el impulso que adquirieron los correspondientes al sector financiero, si bien los pagos reflejaron un aumento muy superior, del 21,4%, debido al mayor crecimiento de los pagos realizados por todos los sectores, especialmente por las instituciones financieras monetarias. En este período, se recuperaron ligeramente los flujos de inversiones directas del exterior en España, aunque continuaron descendiendo las inversiones de no residentes en inmuebles, que representan más del 45% de las entradas directas en el período, a la vez que crecieron notablemente las inversiones de cartera y el resto de inversiones procedentes del exterior. En cuanto a los flujos de inversiones de España en el exterior, las inversiones directas retrocedieron ligeramente, mientras que las inversiones de cartera registraron un crecimiento muy intenso.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 772 millones de euros en el período de enero-octubre, en contraste con el superávit de 261 millones registrado en idéntico período de 2004. Los ingresos apenas se incrementaron un 3,6%, a pesar de la favorable evolución que registraron los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía. Sin embargo, las transferencias comunitarias destinadas al Fondo Social Europeo retrocedieron. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo mayor, el 11,8%, debido, en parte, al notable incremento que registraron los pagos destinados a las arcas comunitarias en concepto de Recurso PNB y Recurso IVA, así como al vigor que continúan presentando los pagos por remesas de emigrantes (9,6%), aunque se ha ralentizado el fuerte avance del ejercicio anterior (20%).

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 6.011 millones de euros en los diez primeros meses de 2005, lo que representa un descenso de 443 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

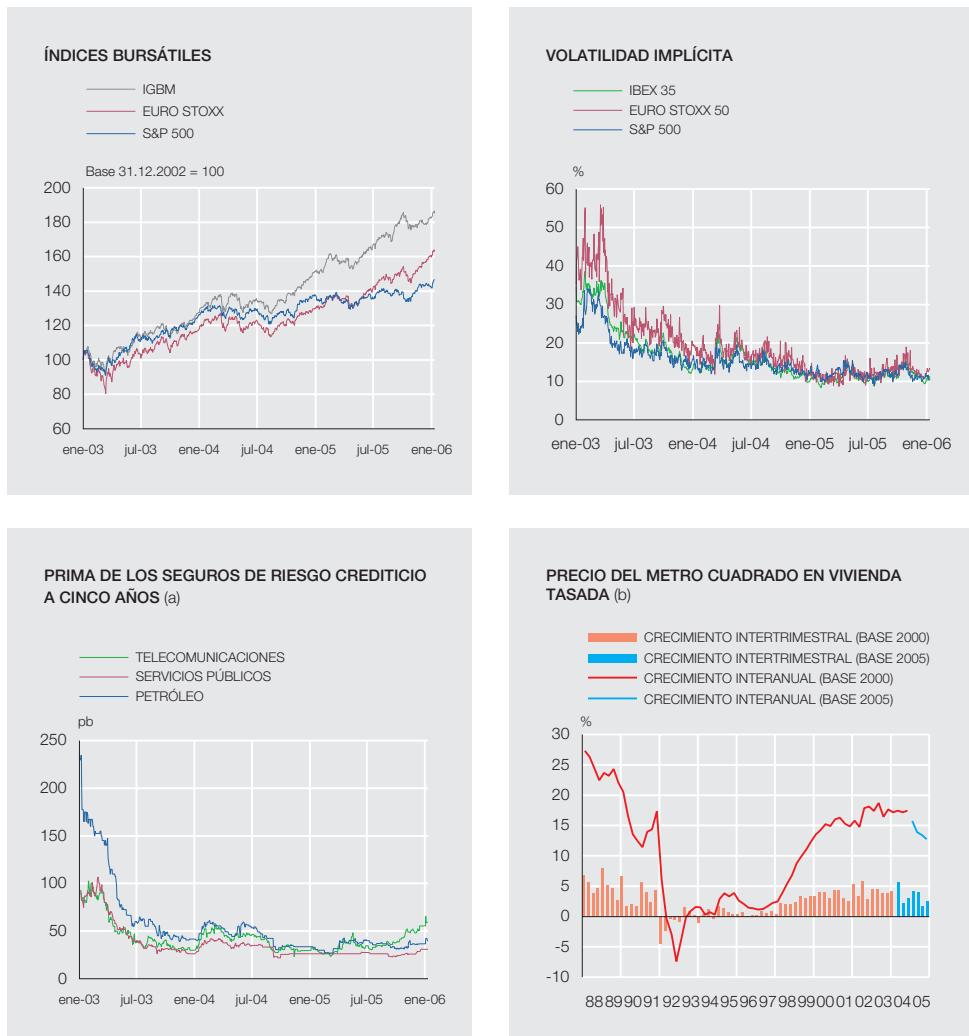
Durante el cuarto trimestre de 2005 las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades españolas continuaron siendo holgadas, aunque en menor medida que las existentes a finales del verano. Así, a partir de octubre se observó un progresivo aumento en los tipos de interés negociados en los mercados, que fue más intenso en los plazos cortos, como reflejo de las expectativas de incremento de los tipos de interés oficiales de la zona del euro, movimiento que finalmente se produjo a principios de diciembre. De este modo, en el último mes de 2005 el EURIBOR a un año se situó en un nivel medio del 2,78%, 54 puntos básicos (pb) por encima del dato de septiembre, mientras que, durante el mismo período, la rentabilidad del bono español a diez años acumuló un incremento de 31 pb y alcanzó el 3,4%. Esta evolución de los mercados de deuda, unida al ligero repunte de las primas de riesgo de las empresas españolas, se tradujo en una elevación del coste de la emisión de valores de renta fija de estas compañías, aunque se mantuvo en niveles moderados (véase gráfico 24). Por su parte, la información más reciente del precio de la financiación bancaria de empresas y familias, correspondiente a noviembre, recoge solo parcialmente el impacto de los cambios que se han producido en los mercados.

En los mercados bursátiles españoles, tras la trayectoria alcista del verano, las cotizaciones experimentaron una pauta marcadamente descendente durante octubre. No obstante, en los meses posteriores se observó cierta recuperación. A finales de diciembre, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situó ligeramente por debajo de los niveles de finales de septiembre, lo que contrasta con la revalorización positiva que tuvieron en el mismo período las principales plazas internacionales. Tras estos movimientos, el índice español acumuló en el conjunto del año unas ganancias del 20,6%, similares a las del *Euro Stoxx* amplio de las bolsas de la UEM (23%) y muy superiores a las del S&P 500 de las de Estados Unidos (3%).

En el mercado inmobiliario, los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, correspondientes al cuarto trimestre, confirman la pauta de desaceleración de los meses precedentes en el precio de los activos inmobiliarios. Concretamente, el de la vivienda libre tasada experimentó en diciembre un ritmo de expansión interanual del 12,8% [0,6 puntos porcentuales (pp) inferior al dato de septiembre y 4,4 pp menos que al cierre de 2004]. Estos datos parecen avalar la expectativa de una absorción gradual y ordenada de la sobrevaloración actual del mercado inmobiliario.

En este contexto, el volumen de la financiación de los hogares mantuvo, durante el tercer trimestre, un elevado ritmo de crecimiento, próximo al 21% en términos interanuales, mientras que los fondos destinados a las sociedades continuaron acelerándose y su tasa de expansión durante el mismo período se situó en el entorno del 18%⁴. La información provisional disponible para los últimos meses del año apunta hacia un mantenimiento de las mismas tendencias. El dinamismo en la acumulación de pasivos de familias y empresas se reflejó en un avance de las necesidades de financiación del sector privado, que no pudo ser compensado por la evolución positiva del superávit de las Administraciones Públicas. Como consecuencia, en septiembre, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación suponía ya, en términos acumulados de doce meses, el 6,2% del PIB, 0,2 pp más que en junio (véase cuadro 5). El grueso del déficit exterior ha continuado financiándose mediante la adquisición, por parte de los no residentes, de activos de renta fija emitidos por las instituciones financieras residentes.

4. En el recuadro 7 se presenta la evolución, durante los últimos años, de la financiación bancaria al sector privado, con un desglose a nivel provincial.



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

- a. Primas medias ponderadas por activos. El día 22 de junio de 2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).
 b. Nueva estadística a partir de 2004.

De este modo se ha vuelto a incrementar la apelación de las entidades nacionales al ahorro del resto del mundo para financiar el aumento del crédito interno.

La expansión de los pasivos de las familias siguió estando liderada por la evolución del crédito para adquisición de vivienda, que creció, entre julio y septiembre, a tasas interanuales superiores al 24%. El dinamismo de la deuda determinó que los indicadores de presión financiera sobre el sector volvieran a experimentar un nuevo deterioro durante dicho período, tendencia que, de acuerdo con la información provisional disponible de la última parte del año, se habría mantenido durante los meses siguientes. Así, tanto el endeudamiento como la carga financiera continuaron incrementándose en relación con la renta bruta disponible (RBD), al tiempo que descendió el ahorro tras descontar las obligaciones financieras de la deuda. Asimismo, la capacidad de financiación de los hogares se hizo más negativa y supuso en el tercer trimestre de 2005 el -0,9% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). A tenor de la evolución de los precios de los inmuebles publicados por el Ministerio de la Vivienda y de las cotizaciones bursátiles el patrimonio neto de los hogares en relación al PIB no ha debido experimentar grandes variaciones en torno a los niveles observados en junio.

Durante los últimos años, la deuda de los hogares y de las sociedades españolas ha experimentado un avance notable, impulsada por la prolongada fase de expansión de la economía y por unas condiciones holgadas de financiación. Concretamente, los créditos concedidos por las entidades de depósito a familias y empresas han crecido, en el período 1995-2005, a una tasa media anual próxima al 15%, un nivel sustancialmente más elevado que la expansión nominal del PIB, lo que, lógicamente, se ha traducido un aumento de la ratio de endeudamiento del sector, que ha superado el 100% del PIB, cuando a mediados de la década anterior no alcanzaba el 60%.

No obstante, desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica y financiera resulta muy relevante conocer, como complemento de las cifras agregadas del sector en su conjunto, la distribución del endeudamiento entre los agentes. Con esta motivación, en este recuadro se explora el comportamiento del crédito en el ámbito provincial. La información que se utiliza procede de los datos que remiten al Banco de España las entidades de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas) sobre los préstamos concedidos a los sectores privados de la economía, principalmente hogares y sociedades no financieras. Debe advertirse de que los criterios de asignación de esta variable pueden introducir algunos errores, que probablemente afectan más a sus niveles que a sus variaciones¹.

1. Los criterios de clasificación de los préstamos que las entidades utilizan al reportar la información establecen que los saldos se asignan a la provincia a la que pertenezca el lugar en el que se invierten los fondos, si es identificable y se conoce, y, en su defecto, en la correspondiente a la plaza de pago o de concesión. La aplicación de este último criterio puede generar algunas distorsiones en el cálculo de las ratios de provinciales de endeudamiento. Así, aquellas

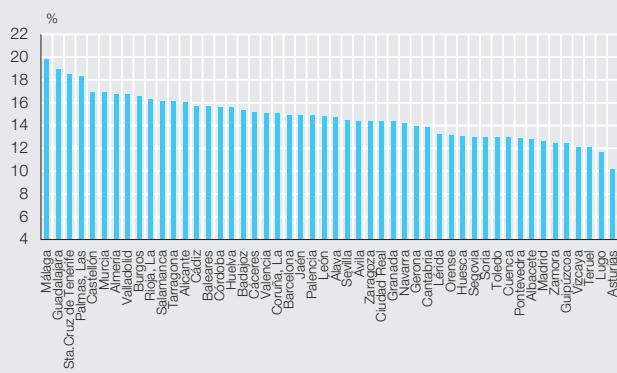
como muestra el gráfico 1, entre 1995 y 2004 la deuda de familias y empresas frente a las entidades de depósito ha presentado unas tasas de expansión elevadas en todas las provincias españolas. No obstante, dicho desarrollo no ha sido homogéneo, de modo que los ritmos medios de avance anual se han situado en un rango amplio, entre el 10% y el 20%. Así, en Málaga y Guadalajara fue donde se observó un mayor dinamismo, con un crecimiento medio por encima del 19%. Por el contrario, en Lugo y Asturias el crédito creció, en términos anuales,

esta dispersión relativamente alta refleja las distintas realidades económicas que han influido en las decisiones de financiación de los agentes radicados en cada área geográfica. En este sentido, el gráfico 2 muestra una correlación positiva entre los crecimientos medios del crédito y del precio de la vivienda, lo que ilustra cómo la evolución del mercado inmobiliario ha sido uno de los condicionantes del endeudamiento del sector privado, tanto en el caso de los hogares, por los fondos para la adquisición de viviendas, como en el de las empresas, por los préstamos a las actividades inmobiliarias y a la construcción.

Así pues, si bien el fuerte crecimiento de la deuda del sector privado de la economía española en los últimos años ha sido generalizado por áreas geográficas, se han producido desarrollos específicos en función de la coyuntura económica de algunas regiones. La evolución del mercado inmobiliario ha podido ser un condicionante importante en esta dirección.

provincias donde las entidades bancarias tengan los servicios centrales o, alternativamente, radiquen los domicilios sociales de las empresas no financieras pueden recoger saldos de créditos más elevados que los que realmente han sido invertidos en dichas áreas geográficas.

1 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DATOS PROVINCIALES (Tasas de crecimiento medias anuales del período diciembre 1995-diciembre 2004)



2 ANÁLISIS PROVINCIAL DEL CRÉDITO BANCARIO Y DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA (Tasas de crecimiento medias anuales del período diciembre 1995-diciembre 2004)



FUENTES: Ministerio de Vivienda y Banco de España.

	% del PIB (a)								
	2000	2001	2002	2003	2004		2005		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Economía nacional	-3,2	-3,4	-2,6	-3,0	-4,2	-4,8	-5,5	-6,0	-6,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,1	-4,3	-3,7	-4,2	-5,7	-5,4	-6,4	-7,1	-8,0
Sociedades <i>no financieras</i>	-4,5	-5,4	-4,4	-4,4	-5,5	-4,7	-5,4	-6,7	-7,1
Hogares e ISFLSH	1,4	1,1	0,7	0,1	-0,2	-0,6	-1,0	-0,4	-0,9
Instituciones financieras	0,8	1,4	1,4	1,3	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,5	1,2
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-14,4	-8,9	-8,7	-8,5	-8,8	-7,3	-8,8	-9,8	-10,3

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.

En el caso de las sociedades no financieras, las ratios de endeudamiento y de carga financiera tuvieron igualmente una trayectoria ascendente entre julio y septiembre, que parece haberse prolongado durante la última parte del año. Por su parte, de acuerdo con las cuentas financieras, el saldo deudor de las operaciones financieras del sector volvió a incrementarse en el tercer trimestre y supuso, en términos acumulados de doce meses, el 7,1% del PIB, frente al 6,7% de junio. En cambio, la información de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) muestra que, durante ese mismo período, se produjo una evolución favorable de los resultados económicos, que, no obstante, no fue suficiente para evitar cierto repunte en los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y sobre el empleo, aunque estos se sitúan todavía en valores reducidos.

En conjunto, aunque las condiciones financieras continúan siendo favorables para sostener el gasto de los hogares, el nuevo deterioro de los indicadores de presión financiera ha vuelto a incrementar los riesgos, en el medio plazo, sobre el consumo y la inversión residencial que se han señalado en informes anteriores. Por el contrario, la suave desaceleración del precio de la vivienda mitiga los asociados a una eventual corrección brusca del mismo.

En el caso de las sociedades, aunque la situación patrimonial continúa sin suponer un obstáculo significativo para las decisiones de gasto y contratación de las empresas, el incremento de los tipos de interés, en un contexto de expansión rápida de la deuda, conlleva un ligero aumento del grado de presión financiera sobre el sector.

5.2 El sector hogares

De acuerdo con la información disponible del cuarto trimestre, las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo holgadas durante dicho período. Así, en noviembre, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a la vivienda y los de los fondos dirigidos al consumo se situaron en el 3,4% y el 6,1%, respectivamente (los primeros aumentaron 7 pb, mientras que los segundos retrocedieron 15 pb en relación con septiembre). Por su parte, la última Encuesta de Préstamos Bancarios disponible señala que las entidades esperaban que durante los últimos meses del año se mantuvieran las condiciones de oferta crediticia en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y que se relajaran ligeramente las correspondientes a los créditos destinados al consumo.

% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	8,3	9,2	9,9	9,6	10,0	10,3
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,2	4,3	4,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,8	-0,1	2,0	1,7	2,4	2,1
Acciones y otras participaciones (c)	0,6	0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,2
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,3	1,4	1,8
<i>FIAMM</i>	0,7	0,6	-0,2	-0,1	0,0	0,2
<i>FIM</i>	-0,5	1,7	1,6	1,2	1,3	1,4
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,7	1,8	2,0	2,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	1,4	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
<i>De jubilación</i>	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2	1,2
Resto	-0,3	0,5	0,6	0,6	0,1	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	7,7	9,0	10,5	10,6	10,4	11,3
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	7,2	9,2	10,8	11,0	11,4	11,9
<i>Créditos para adquisición de vivienda (d)</i>	5,1	7,0	8,7	9,2	9,5	9,9
<i>Créditos para consumo y otros fines (d)</i>	2,1	2,2	2,0	1,8	1,9	1,9
Resto	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	-1,1	-0,7
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,4	16,2	14,0	16,1	17,1	18,9
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,5	1,4	0,8	0,9	1,3	1,4
Acciones y otras participaciones	6,6	7,5	4,3	4,9	4,4	5,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,6	4,5	2,6	3,4	3,1	3,2
Resto	4,7	6,5	7,9	9,2	10,3	11,1
Operaciones financieras (pasivos)	18,8	20,6	18,7	21,5	23,8	26,0
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,4	6,4	8,6	9,7	10,8	11,7
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,5	0,9	0,8	1,1
Valores de renta fija (b)	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Acciones y otras participaciones	5,9	5,2	2,7	2,7	2,4	2,5
Resto	5,1	6,5	6,9	8,3	9,8	10,8
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,1	17,3	18,0	19,2
Hogares e ISFLSH	16,2	19,0	20,1	20,1	20,0	20,6
Sociedades no financieras	12,4	13,5	12,9	15,0	16,4	18,1

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.

Los hogares siguieron aprovechando las holgadas condiciones de financiación para incrementar sus niveles de deuda, de modo que, en septiembre, su tasa interanual de crecimiento se situó en niveles próximos al 21%, lo que supone un ligero incremento en relación con el dato de junio. El crédito para adquisición de vivienda fue, de nuevo, el componente más expansivo y mostró, en el mismo período, un ritmo de expansión cercano al 25%, lo que representa un flujo equivalente al 9,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp más que en junio. Por su parte, los fondos destinados a consumo y otros fines tuvieron un avance más

moderado, aunque significativo, con una variación interanual en el entorno del 11%. La información provisional hasta noviembre sobre la financiación del sector muestra una continuidad de las mismas pautas observadas durante el tercer trimestre.

Por lo que respecta a las decisiones de cartera de los hogares, las adquisiciones de activos financieros alcanzaron en septiembre un volumen equivalente al 10,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp por encima del registro del segundo trimestre (véase cuadro 6). Sin embargo, este incremento no fue homogéneo entre los distintos productos. Así, en los instrumentos más líquidos y de menor riesgo (efectivo y depósitos) se registró una reducción de las operaciones, hasta alcanzar el 6,3% del PIB. Por el contrario, las compras de participaciones en fondos de inversión experimentaron un ascenso de 0,4 pp en relación con el PIB, hasta situarse en 1,8%. Por último, continuaron efectuándose desinversiones netas en acciones, por una cuantía equivalente al 0,2% del PIB, al tiempo que los importes materializados en reservas técnicas de seguros se mantuvieron en niveles similares a los de mediados de 2005 (2% del PIB).

Como resultado de la evolución de los flujos de activos financieros y pasivos, la capacidad de financiación del sector, según los datos de las cuentas financieras del tercer trimestre, volvió a reducirse y supuso, en términos acumulados de doce meses, el -0,9% del PIB, frente al -0,4% de junio de 2005.

El dinamismo de la financiación resultó en un nuevo ascenso del endeudamiento de las familias y de la carga financiera asociada, hasta situarse, en septiembre, en términos de la RBD, en valores próximos al 110% y por encima del 14%, respectivamente (véase gráfico 25). Por otro lado, el nuevo descenso que se estima en el ahorro bruto en este período, unido al incremento de los pagos por amortización de los pasivos contraídos, determinó un retroceso adicional del ahorro no destinado al servicio de la deuda. Sin embargo, la información procedente de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, correspondiente al tercer trimestre, no muestra modificaciones significativas en el porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro o que manifiestan algún grado de dificultad para llegar a fin de mes.

Por su parte, la riqueza neta del sector en relación con el PIB es probable que se mantuviera en septiembre en niveles similares a los de junio, dado el moderado avance intertrimestral del precio de los activos inmobiliarios publicado por el Ministerio de Vivienda.

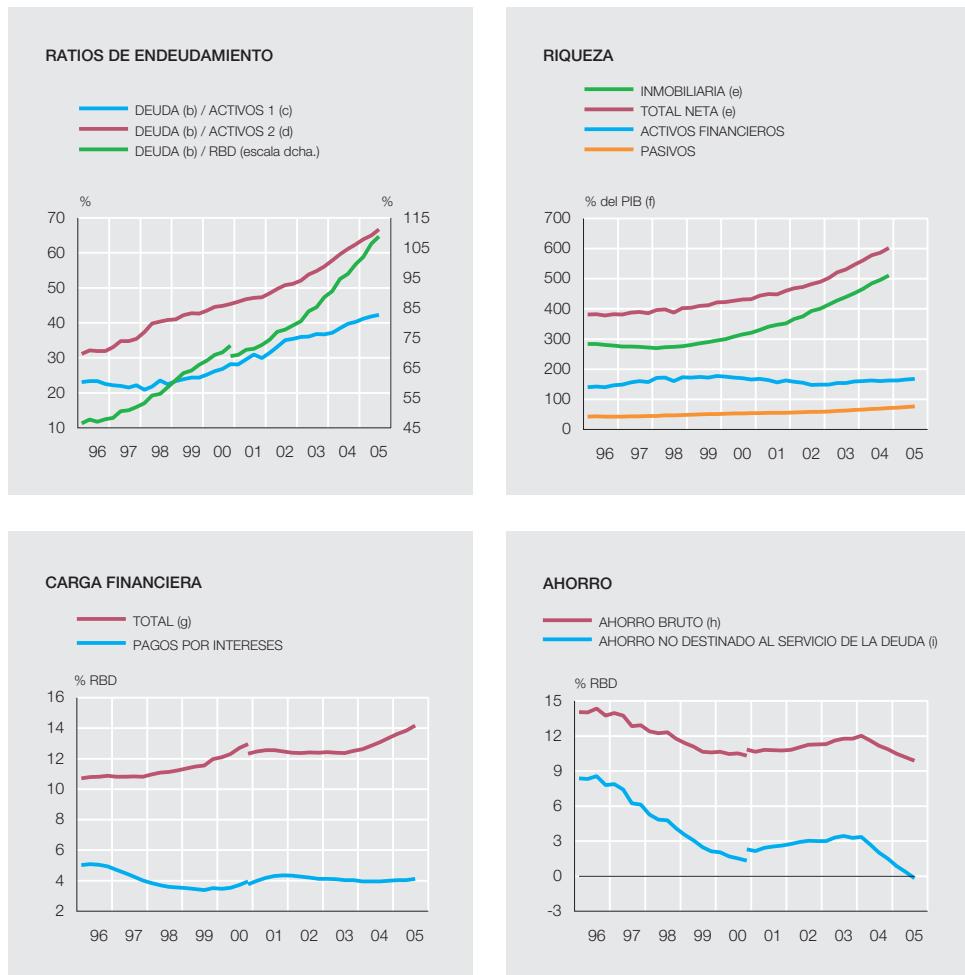
5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también mantuvieron un elevado grado de holgura durante el cuarto trimestre, aunque menor que el observado en los meses precedentes. Así, en noviembre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las nuevas operaciones de préstamo apenas mostraron un ligero incremento con respecto a los de septiembre y permanecieron en niveles reducidos (entre un 3,2% y un 3,9%, dependiendo del volumen de la operación). Según la última Encuesta de Préstamos Bancarios, las entidades financieras esperaban un mantenimiento de las condiciones de oferta crediticia durante dicho período. Por otro lado, el incremento de la rentabilidad de la deuda pública y el ligero ascenso en las primas de riesgo determinaron un cierto encarecimiento en la financiación con valores de renta fija. Por último, las condiciones de obtención de fondos en los mercados de renta variable no mostraron variaciones significativas.

En este contexto, las operaciones de pasivo de las sociedades volvieron a expandirse y alcanzaron, en septiembre, un volumen equivalente al 26% del PIB en términos acumulados de doce meses, 2,2 pp por encima del dato de junio (véase cuadro 6). El instrumento con el que se canalizaron la mayor parte de estos fondos continuó siendo los recursos ajenos y, en

INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES E ISFLSH (a)

GRÁFICO 25

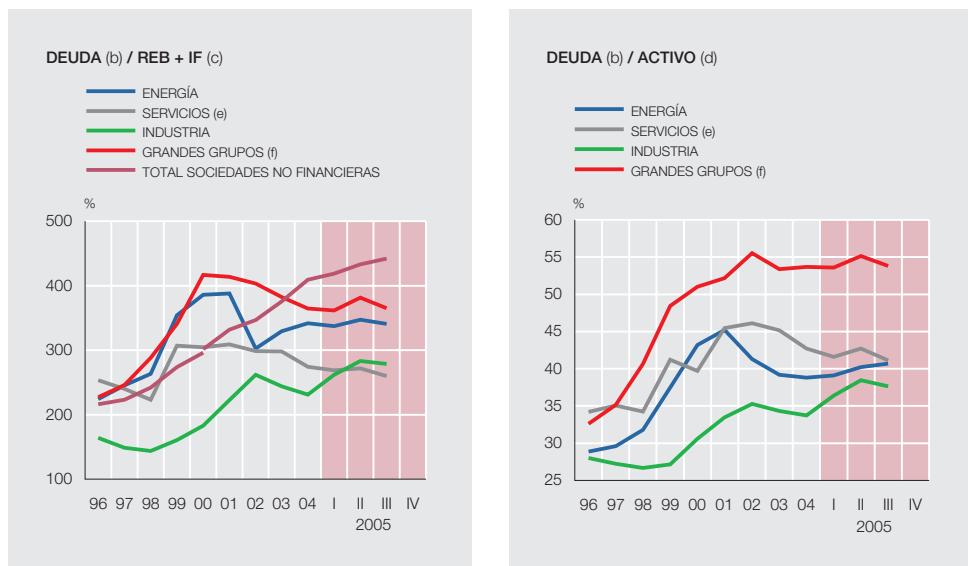


FUENTE: Banco de España.

- Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 2000, a la CNE, base 1995. Entre 2000 y 2004, corresponden a la CNE, base 2000. En 2005 se utiliza una estimación provisional coherente con esta última base.
- Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica de «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.
- Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.
- CNE, base 2000.
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

especial, los créditos de las instituciones financieras residentes, que concentraron un flujo equivalente al 11,7% del PIB, al tiempo que los nuevos préstamos contraídos procedentes del exterior aumentaron hasta el 1,1% del PIB. Por su parte, los recursos materializados en acciones y otras participaciones mostraron un ligero incremento, de 0,1 pp, hasta el 2,5% del PIB.

El desglose sectorial de la financiación bancaria muestra que la destinada al sector de la construcción y, en especial, a las actividades inmobiliarias continuó expandiéndose a tasas interanuales elevadas, próximas al 25% y al 41%, respectivamente. En las otras ramas destacan la aceleración del crédito al resto de servicios y el ligero ascenso del ritmo de avance del crédito a la industria, que creció por encima del 13% en relación con el mismo período del año anterior.



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. Entre 2000 y 2004 corresponden a la CNE, base 2000. En 2005 se utiliza una estimación provisional coherente con esta última base.

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.

En términos de tasas de variación, el ritmo de avance interanual de la deuda de las sociedades no financieras se situó, al final del tercer trimestre, en torno al 18%, lo que representa un aumento de casi 2 pp en relación con el dato de junio. La información provisional más reciente apunta a una continuidad en la trayectoria de aceleración que dicha variable viene mostrando desde principios de 2005.

Las inversiones financieras del sector también crecieron de forma significativa y se situaron en el 18,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 1,8 pp por encima del dato de junio. Por instrumentos, las variaciones más significativas se produjeron en las adquisiciones de acciones, especialmente de activos emitidos por residentes, que ascendieron 0,9 pp, hasta representar el 5,3% del PIB, y en la rúbrica que recoge el crédito comercial (incluido en la partida «Resto» del cuadro 6), cuyo volumen se situó en el 11,1% del PIB (0,8 pp por encima de la cifra anterior). Por su parte, los fondos materializados en medios de pago y en la rúbrica «Otros depósitos y valores de renta fija» aumentaron en 0,1 pp y alcanzaron el 1,2% y 1,4% del PIB, respectivamente.

De acuerdo con las cuentas financieras del tercer trimestre, entre julio y septiembre se produjo un nuevo incremento de las necesidades de financiación de las sociedades, hasta el 7,1% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp por encima del dato de junio (véase cuadro 5). Esta misma evolución se observó en la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente, que creció hasta el 10,3% del PIB.

La nueva acumulación de recursos ajenos por parte de las empresas hizo que el endeudamiento agregado del sector y los pagos por intereses continuaran creciendo, hasta situarse,

CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 27

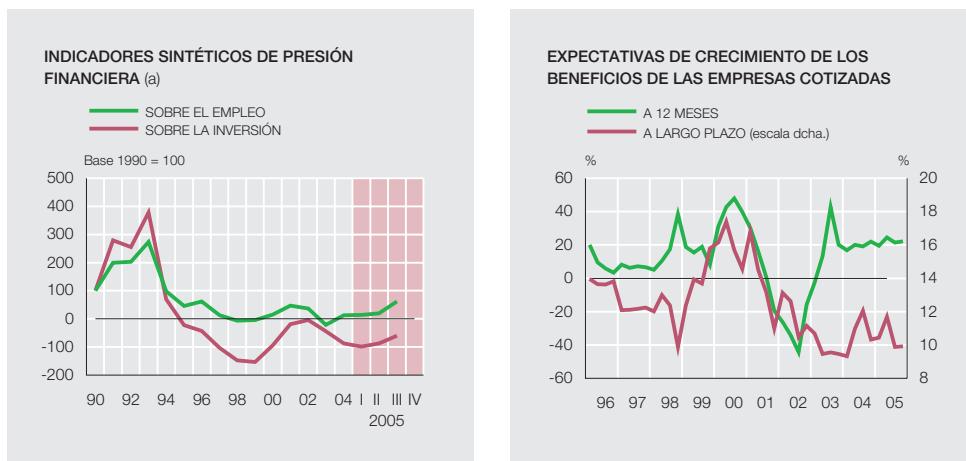


FUENTE: Banco de España.

- 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. Entre 2000 y 2004 corresponden a la CNE, base 2000. En 2005 se utiliza una estimación provisional coherente con esta última base.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- d. Excluye holdings.
- e. Agregado de todas las empresas pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

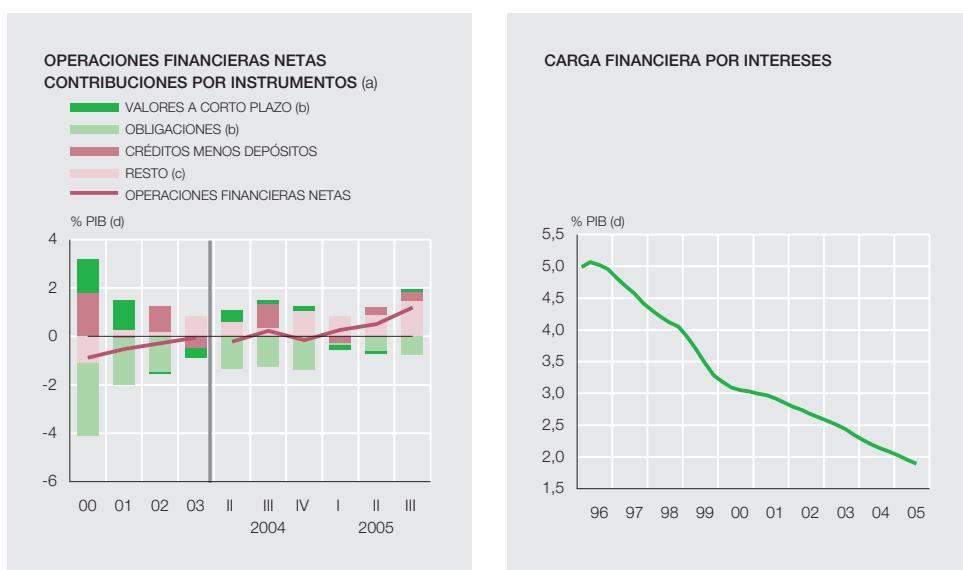
GRÁFICO 28



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.

en septiembre, en el 440% y en el 18% del resultado económico bruto más los ingresos financieros, respectivamente (véanse gráficos 26 y 27). Por su parte, el resultado ordinario neto de las empresas colaboradoras con la CBT alcanzó una tasa de crecimiento del 9,7% durante los tres primeros trimestres del año, cifra que, aunque inferior al 15,7% que se registró en el mismo período del año anterior, fue suficiente para elevar las rentabilidades del activo neto (8,5%) y de los recursos propios (12,5%). Como resultado conjunto de los cambios en las variables anteriores, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre inversión y sobre empleo



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 y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.
- d. CNE, base 2000.

mostraron un ligero empeoramiento, si bien permanecen todavía en niveles reducidos (véase gráfico 28).

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas no mostraron variaciones significativas durante el cuarto trimestre, manteniéndose las de corto plazo en valores superiores a las de largo plazo.

5.4 Las Administraciones Públicas

Entre julio y septiembre de 2005 el saldo de las operaciones financieras de las AAPP continuó, al igual que durante los trimestres anteriores del año, en valores positivos, de forma que el ahorro financiero del sector, en términos acumulados de doce meses, mejoró significativamente, hasta situarse en un nivel equivalente al 1,2% del PIB, frente al 0,5% de junio (véase gráfico 29).

Por instrumentos, las AAPP realizaron, en términos acumulados de doce meses, una emisión neta positiva de valores a largo plazo, que no fue compensada por la amortización neta de títulos a corto plazo. Al mismo tiempo, se produjo un aumento del saldo de sus depósitos, en relación con el mismo período del año anterior, y una compra, por parte de la Seguridad Social, de activos emitidos por el resto del sector, partida que no está consolidada en el gráfico 29, donde se recoge en la rúbrica resto. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron reduciéndose, como resultado, principalmente, del perfil decreciente de la ratio de endeudamiento, y se situaron por debajo del 2%.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el tercer trimestre de 2005, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó deteriorándose, hasta suponer, en términos acumulados de doce meses, el 6,2% del PIB, 0,2 pp por encima del dato de junio. Por sectores, esta evolución resultó de nuevo del incremento en las necesidades de financiación de las empresas no financieras y de los hogares, que no fue compensado por la mejoría en el ahorro de las AAPP.

% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,6	-3,0	-4,8	-5,5	-6,0	-6,2
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,0	12,9	12,0	13,1	12,7	15,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,4	3,4	2,6	1,7
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,7	2,4	3,4	6,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	0,5	3,5	1,0	0,6	1,9	4,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,1	3,1	0,0	1,2	1,0	1,7
<i>Acciones y otras participaciones</i>	5,0	4,7	5,7	5,8	5,1	5,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	4,5	2,6	3,4	3,1	3,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-0,1	1,1	1,0	1,0	0,6	0,9
Créditos	0,6	0,9	1,3	1,6	1,7	1,5
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,6	16,0	16,8	18,6	18,7	21,3
Depósitos	4,0	6,9	1,7	2,2	0,5	3,4
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,2	12,6	15,1	14,3
<i>Instituciones financieras</i>	3,1	6,4	9,6	11,3	14,1	14,5
<i>Resto de sectores nacionales</i>	1,2	-1,1	2,6	1,4	1,0	-0,1
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	1,9	2,1	1,8	2,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,3	1,3	0,9	1,3	0,9	0,7
Créditos	3,3	3,2	1,5	2,1	2,0	2,2
Otros neto (c)	0,0	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8

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 adquisición de activos exteriores por parte de los sectores residentes se situó en septiembre en el 15% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 2,3 pp más que en junio (véase cuadro 7). El dinamismo de estas inversiones vino determinado, en gran medida, por un notable aumento de las tenencias de valores distintos de acciones, que alcanzaron el 6,2% del PIB (frente al 3,4% del segundo trimestre), y cuya evolución resultó principalmente de las compras de deuda pública extranjera por parte de las instituciones financieras. Asimismo, el volumen invertido en acciones y otras participaciones en el exterior se incrementó, hasta superar el 5,7% del PIB. Por el contrario, los fondos materializados en efectivo y depósitos descendieron en 0,9 pp, hasta el 1,7% del PIB.

El volumen de pasivos contraídos frente al resto del mundo alcanzó, en el tercer trimestre, el 21,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 18,7% registrado en junio. Las instituciones financieras siguieron desempeñando un papel central en la captación en el extranjero de los recursos necesarios para financiar las crecientes necesidades de fondos de nuestra economía. Las emisiones de valores distintos de acciones realizadas por dicho sector continuaron siendo el principal instrumento por el cual se canalizaron dichos flujos, con un volumen que ascendió en septiembre al 14,5% del PIB (0,4 pp por encima del trimestre precedente). Además, durante dicho período se produjo un aumento significativo de los depósi-

% del PIB (b)	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (c)
Economía nacional	-26,1	-27,1	-30,0	-36,0	-42,1	-46,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-9,6	-10,6	-11,2	-13,6	-12,4	-11,2
Sociedades no financieras	-16,6	-17,7	-18,2	-21,2	-20,8	-20,2
Hogares e ISFLSH	6,9	7,0	6,9	7,6	8,4	9,0
Instituciones financieras	7,3	7,4	5,6	-1,3	-6,7	-14,0
Instituciones de crédito (d)	-11,9	-14,1	-14,3	-21,7	-22,9	-25,4
Inversores institucionales (e)	20,1	23,3	23,4	26,4	26,6	27,8
Resto de instituciones financieras	-0,9	-1,8	-3,4	-6,0	-10,4	-16,4
Administraciones Públicas	-23,7	-23,9	-24,4	-21,1	-23,0	-21,3

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 tercer trimestre.

d. Definido según la 1.^a Directiva Bancaria.

e. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

tos realizados por no residentes, que crecieron en 2,9 pp respecto al dato de junio y supusieron el 3,4% del PIB.

De acuerdo con la Balanza de Pagos, entre enero y octubre de 2005 la inversión directa neta del exterior en España continuó siendo negativa, aunque en menor medida que durante el mismo período del año anterior (-7,5 mm, frente a -12,4 mm). Esta evolución resultó de un aumento del 26,4% en los flujos de entrada y de un descenso del 11,2% en los de salida.

Finalmente, la posición deudora de la economía española frente al exterior experimentó un nuevo deterioro y se situó en septiembre en el 46,5% del PIB (véase cuadro 8). Por sectores, esta evolución resultó del notable incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras, que no pudo ser compensado por la mejoría del resto de sectores.

27.1.2006.

UNA COMPARACIÓN DE LAS PROYECCIONES DE POBLACIÓN PARA ESPAÑA,
LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos

Este artículo ha sido elaborado por Sergio Puente y María Gil, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

A lo largo de 2005, el INE, EUROSTAT y Naciones Unidas han presentado las correspondientes actualizaciones de sus proyecciones demográficas para la economía española, para las economías europeas y para la economía americana. En este artículo se comparan, en primer lugar, los resultados de las nuevas proyecciones para la zona del euro y para Estados Unidos, tomando como referencia el escenario contemplado por Naciones Unidas; y, en segundo lugar, las proyecciones para la economía española y para la zona del euro, sobre la base del último escenario de EUROSTAT¹, si bien, para España, también se comentan los resultados de las últimas proyecciones del INE. Estas comparaciones permiten identificar los factores que están detrás del mayor dinamismo demográfico y el envejecimiento menos acusado de la población en Estados Unidos en relación con el escenario al que previsiblemente se enfrentarán las economías europeas y, en particular, la economía española.

Hay que señalar que las proyecciones demográficas muestran, en general, una elevada sensibilidad a los supuestos que subyacen en ellas, como ilustran los trabajos de Hurtado (2001) y Puente y Gil (2004). Además, los supuestos en torno a la evolución futura de los factores que determinan el desarrollo de la población —tasa de fecundidad, esperanza de vida y flujos migratorios— están sometidos a una gran incertidumbre. Todo ello hace que las comparaciones realizadas en este artículo deban interpretarse con gran cautela.

Proyecciones de población de Naciones Unidas para la zona del euro y para Estados Unidos

En el gráfico 1 se representan los supuestos sobre los factores determinantes de la evolución de la población que ha incorporado Naciones Unidas² en sus proyecciones para las economías de la zona del euro y de Estados Unidos, así como los resultados del ejercicio, en términos de evolución de la población y de la tasa de dependencia³, hasta el año 2050.

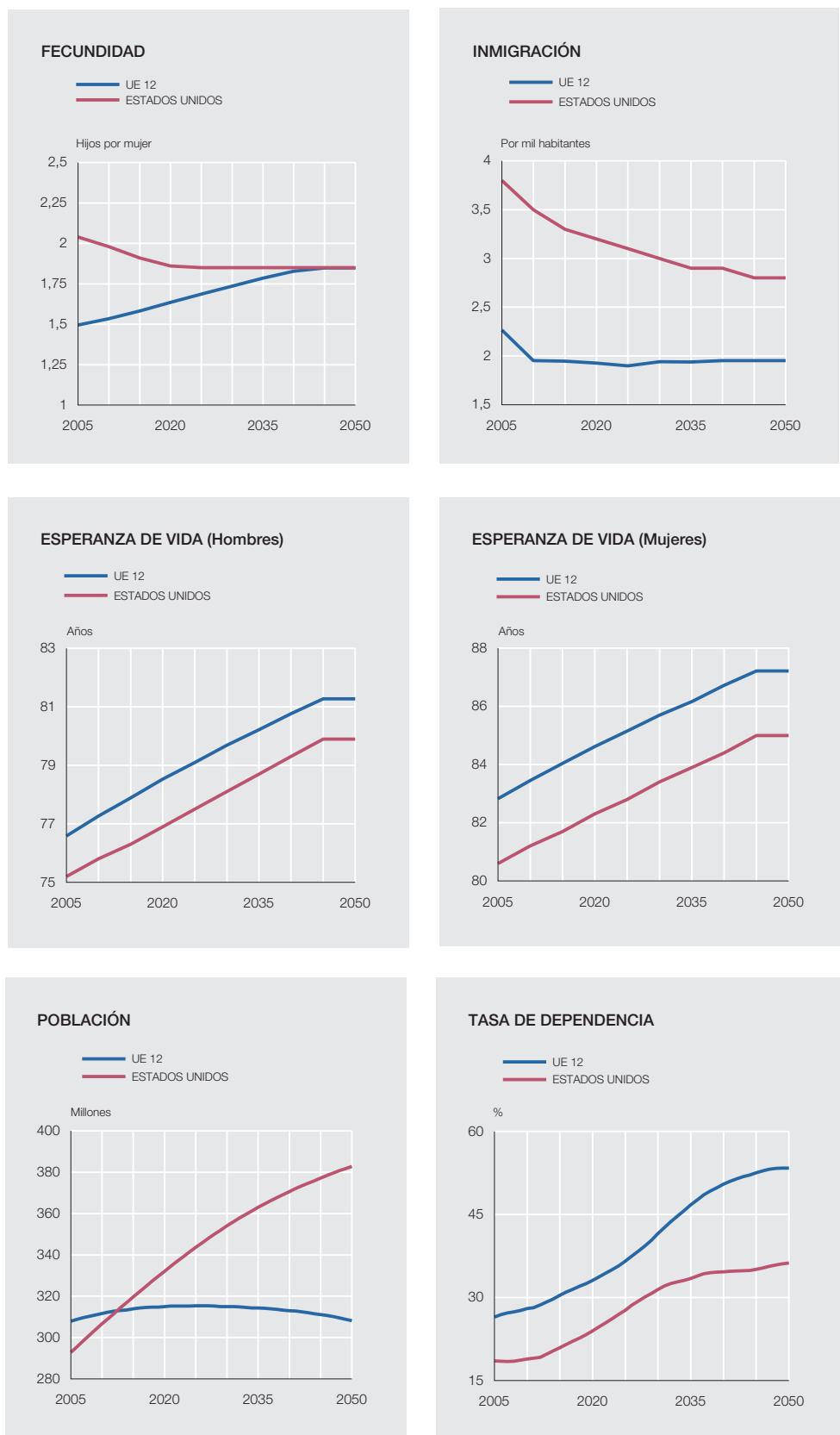
Como puede observarse, estos resultados muestran un comportamiento demográfico claramente diferenciado en ambos casos. La población de la zona del euro registraría una tasa de crecimiento ligeramente positiva hasta el año 2023 y, a partir de entonces, decrecería suavemente, hasta situarse en torno a los 308 millones de personas al final del horizonte de proyección (cifra muy similar a la existente en el año 2005). Por el contrario, las proyecciones para la economía estadounidense muestran una tendencia ascendente para la población a lo largo de todo el período, hasta alcanzar una cifra próxima a los 383 millones de personas en el año 2050.

Por lo que respecta a la tasa de dependencia —que ya en 2005 era más elevada en la zona del euro—, las proyecciones de Naciones Unidas apuntan a que el proceso de envejecimiento de la población será más acusado en el grupo de países europeos, de forma que su tasa de dependencia alcanzaría un valor algo superior al 53% al final del horizonte de proyección, frente a un cifra ligeramente por encima del 36% prevista para Estados Unidos⁴.

1. En las comparaciones entre Estados Unidos y la zona del euro se han utilizado las proyecciones de Naciones Unidas, porque EUROSTAT no incluye a Estados Unidos entre las economías analizadas. En todo caso, los resultados, en términos de tasa de dependencia y población, que se derivan para la zona del euro con ambas fuentes de datos son muy similares. Para la comparación entre España y la zona del euro se han utilizado las proyecciones de EUROSTAT, porque proceden de un reciente ejercicio de armonización de metodologías entre los diferentes países europeos, lo que asegura un alto grado de comparabilidad. No obstante, también se han incorporado las implicaciones que se derivan del escenario del INE. 2. Son las últimas proyecciones, publicadas en abril de 2005 (véase <http://esa.un.org/unpp>). Los supuestos para la zona del euro se han calculado como la media ponderada de los supuestos de los 12 países. 3. Porcentaje de población de 65 y más años sobre la población de entre 16 y 64 años. 4. Las cifras correspondientes al año 2005 para ambas economías son, respectivamente, 26,4% y 18,6%.

**PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS PARA LA EUROZONA
Y PARA ESTADOS UNIDOS (NACIONES UNIDAS)**

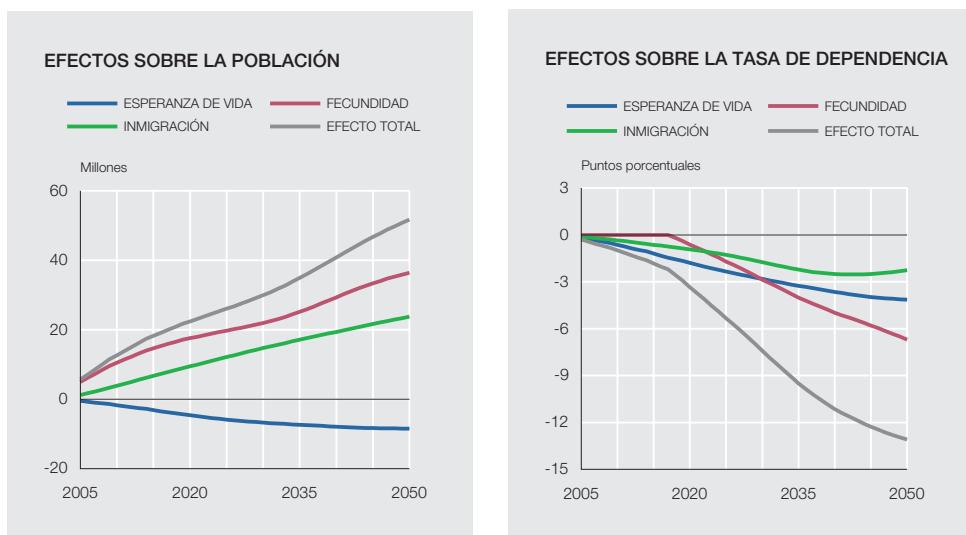
GRÁFICO 1



FUENTE: Base de datos de población de Naciones Unidas.

**SENSIBILIDAD DE LAS PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS
PARA LA EUROZONA A LOS DISTINTOS SUPUESTOS (NACIONES UNIDAS)**

GRÁFICO 2



FUENTE: Base de datos de población de Naciones Unidas.

Para analizar los factores que subyacen a estas diferencias, se ha realizado un ejercicio, que consiste en comparar las proyecciones para la zona del euro con las que se obtendrían para esta misma economía cuando se sustituye, de forma independiente, cada uno de los supuestos demográficos por los correspondientes a Estados Unidos. De esta forma, se puede estimar cuál sería la evolución de la población y de la tasa de dependencia en la zona del euro si los determinantes demográficos evolucionaran del mismo modo que en Estados Unidos. Como ilustra el gráfico 2, en el que se representa el resultado de este ejercicio, el mayor aumento de la tasa de dependencia europea respecto a la de Estados Unidos obedece, por orden de importancia, a la menor tasa de fecundidad (sobre todo, en los años iniciales del período de proyección), a la mayor esperanza de vida y al menor dinamismo de las entradas de inmigrantes que se contemplan para la zona del euro⁵. En concreto, si la tasa de fecundidad de la zona registrara el mismo perfil que el previsto para Estados Unidos, la tasa de dependencia europea al final del horizonte de proyección se reduciría en casi 7 puntos porcentuales (pp). Si la esperanza de vida se asemejara a la de Estados Unidos, la tasa de dependencia europea bajaría en torno a 4 pp, y, por último, el recorte sería de algo más de 2 pp si el perfil previsto para la inmigración fuese similar al que se contempla para la economía estadounidense.

**Proyecciones de
población de EUROSTAT
para España y para la
zona del euro**

El gráfico 3 recoge los supuestos sobre los factores determinantes de la evolución de la población adoptados por EUROSTAT⁶ con vistas a la realización de sus proyecciones de población para la economía española y para el conjunto del área euro. Como puede observarse, las principales diferencias se encuentran en los supuestos sobre las tasas de fecundidad —considerablemente más baja en España durante todo el horizonte de proyección— y de inmigración, con unas entradas de inmigrantes muy superiores, en el caso español, en los años iniciales del horizonte contemplado.

En este mismo gráfico se recogen las proyecciones de población resultantes del ejercicio, que muestran un perfil temporal bastante similar para ambas economías. La población alcanzaría

5. En este gráfico, la interpretación de los efectos negativos de, por ejemplo, la esperanza de vida sobre la tasa de dependencia es que la tasa de dependencia europea sería menor (en torno a 4 pp en 2050) si la evolución futura de la esperanza de vida fuera como la de Estados Unidos. 6. Véase la base de datos Newcronos, de EUROSTAT.

PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS PARA ESPAÑA Y PARA LA EUROZONA
(EUROSTAT)

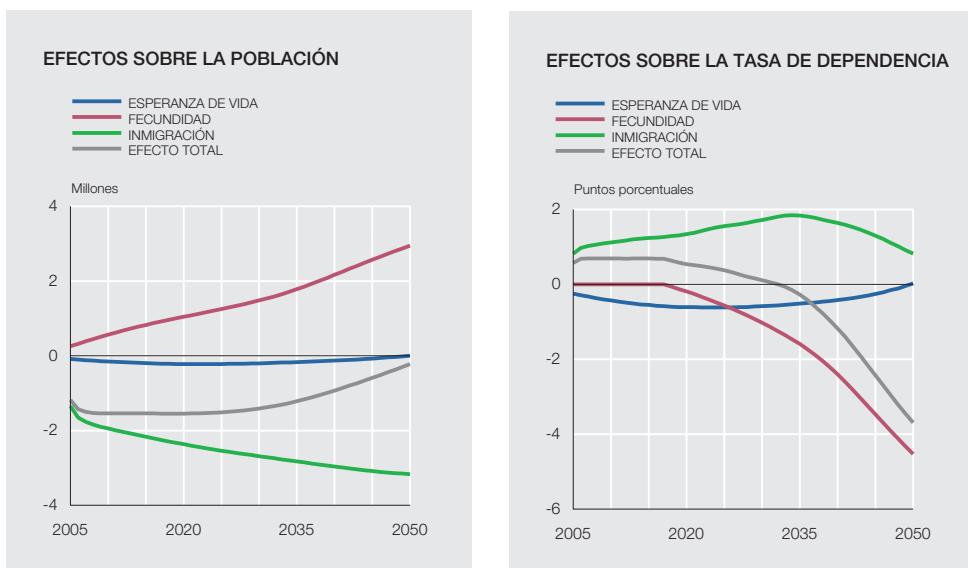
GRÁFICO 3



FUENTE: Base de datos NewCronos, de EUROSTAT.

SENSIBILIDAD DE LAS PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS PARA ESPAÑA
A LOS DISTINTOS SUPUESTOS (EUROSTAT)

GRÁFICO 4



FUENTE: Base de datos NewCronos, de EUROSTAT.

su nivel máximo hacia el año 2023, tanto en España como en la zona del euro, situándose en niveles próximos a los 45,5 millones de personas en el primer caso, y algo por encima de los 319 millones de habitantes en el segundo. A partir de ese momento, las proyecciones muestran una tendencia decreciente de la población, hasta niveles próximos a los 43 millones de habitantes en España, y cercanos a los 304 millones en la zona del euro, en 2050 (en ambos casos algo por debajo de la población de 2005).

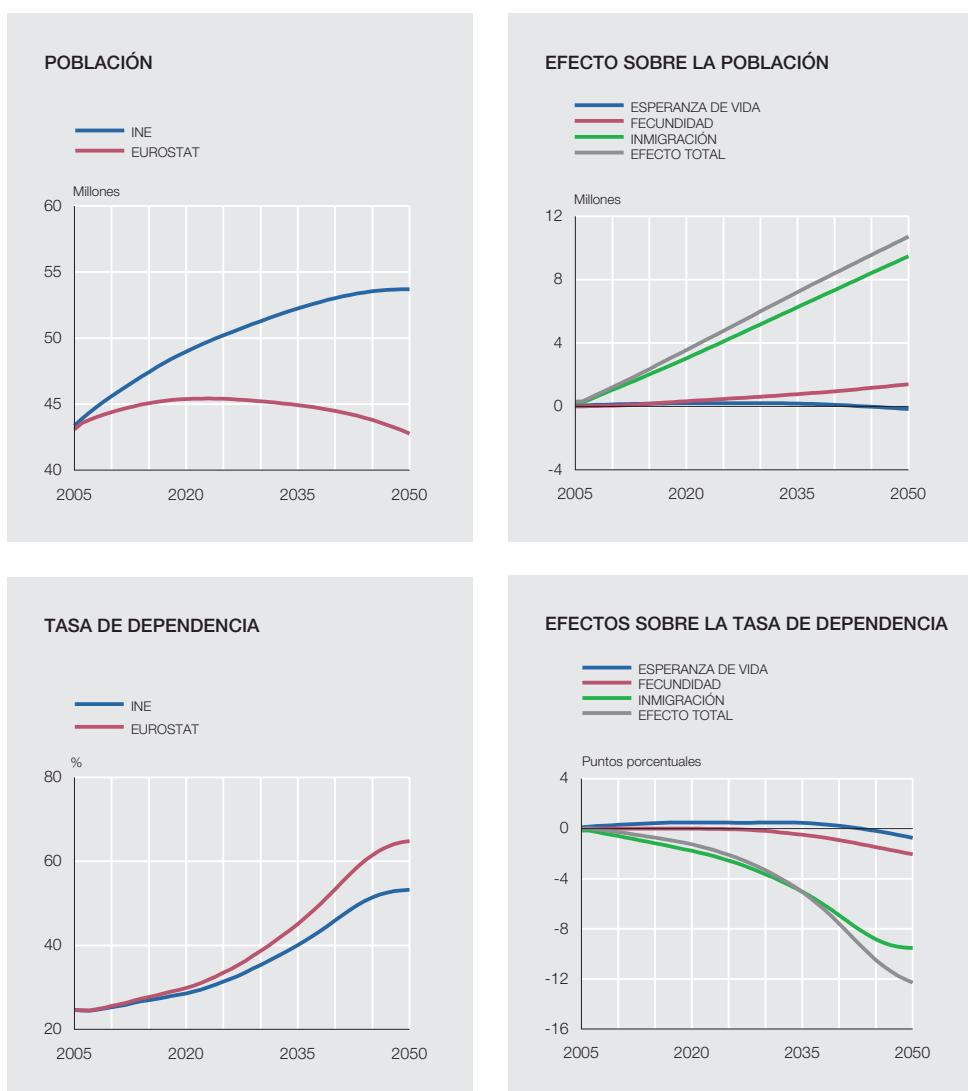
Por lo que se refiere a la tasa de dependencia, cabe señalar que estas proyecciones apuntan a un crecimiento bastante más acusado de esta ratio en España, especialmente en los últimos años del período considerado. Así, partiendo de una tasa de dependencia algo inferior para la economía española en el año 2005 (24,6%, frente al 26,4% de la zona del euro), esta terminaría alcanzando valores próximos al 65% al final del horizonte de proyección, mientras que en la zona del euro se situaría ligeramente por encima del 55%.

Detrás de este deterioro más acusado se encuentra la menor tasa de fecundidad que contempla EUROSTAT para España, como ilustra el gráfico 4⁷. De hecho, si la tasa de fecundidad evolucionara en España en línea con lo que se prevé para el área del euro, la tasa de dependencia española se situaría, al final del horizonte de proyección, 4,5 pp por debajo del nivel previsto por EUROSTAT. Por su parte, los diferentes patrones de inmigración considerados para ambas economías no tienen efectos muy diferenciados, en términos de la tasa de dependencia, al final del horizonte de proyección, debido a que los elevados flujos de inmigración que recibiría España en los primeros años del período analizado se traducirían en una mayor población en edad de jubilación en el año 2050. No obstante, a lo largo del período sí se observan algunas diferencias significativas, de forma que, si se replicase en España el perfil de inmigración contemplado para la zona del euro, la tasa de dependencia española en 2034 se situaría casi 2 pp por encima del nivel previsto.

7. La interpretación del gráfico 4 se basa en el mismo tipo de ejercicio que el descrito en la nota 5. En este caso, los efectos son los que sucederían en la economía española si alguno de los supuestos demográficos cambiase y pasase a ser como el europeo.

**SENSIBILIDAD DE LAS PROYECCIONES DEMOGRÁFICAS PARA ESPAÑA
A LOS DISTINTOS SUPUESTOS**

GRÁFICO 5



FUENTES: INE y base de datos NewCronos, de EUROSTAT.

No obstante, conviene tener presentes las diferencias entre las proyecciones demográficas del INE y las contempladas por EUROSTAT para España. Las diferencias más importantes se encuentran en las entradas de inmigrantes y, en menor medida, en la tasa de fecundidad. Así, el INE contempla unas entradas netas de inmigrantes de algo más de 285.000 personas de media en el período 2005-2050, algo más del doble de las 124.000 personas que baraja EUROSTAT. Además, la distribución temporal de esta inmigración, aunque sigue sesgada hacia los primeros años del período, no es tan desigual como en el caso de EUROSTAT. Con respecto a la tasa de fecundidad, el INE baraja una media del orden del 1,5% para ese período, frente al 1,4% que propone EUROSTAT. Esta disparidad de supuestos conduce a proyecciones diferentes (véase gráfico 5), que se pueden evaluar simulando el efecto que sobre la población total y la tasa de dependencia del escenario de EUROSTAT produciría la sustitución de cada uno de sus supuestos por los correspondientes del INE.

Como se aprecia en el gráfico 5, los resultados muestran que la sustitución de los supuestos de esperanza de vida y de fecundidad de EUROSTAT por los del INE apenas modifica los resultados de las proyecciones demográficas. Sin embargo, existen grandes diferencias al modificar el supuesto de inmigración. En concreto, con el supuesto de inmigración del INE la po-

Valoración de las perspectivas sobre el envejecimiento y la tasa de dependencia

blación española mostraría un comportamiento mucho más dinámico, situándose al final del horizonte de proyección en torno a los 52 millones de habitantes, casi 10 millones de personas por encima de la población estimada por EUROSTAT. Asimismo, la tasa de dependencia mostraría una evolución también más favorable, situándose en el entorno del 55%; en todo caso, una cifra muy elevada, aunque sea similar a la que se prevé para la zona del euro.

Las comparaciones realizadas en los epígrafes anteriores se han centrado de forma especial en la evolución proyectada para la tasa de dependencia, variable que sintetiza el proceso de envejecimiento de la población y que constituye el aspecto demográfico con implicaciones económicas más relevantes. Esto es así, no solo por las importantes consecuencias que tiene esta variable sobre la sostenibilidad futura de las finanzas públicas, bajo los actuales sistemas de pensiones, sino también por su influencia sobre el porcentaje de la población en edad de trabajar, que tiene, a su vez, implicaciones sobre variables como la renta real o el PIB per cápita.

Las comparaciones anteriores han puesto de manifiesto que las diferencias en la evolución de la tasa de dependencia entre la zona del euro y Estados Unidos se deben, principalmente, a la menor fecundidad prevista en Europa, mientras que las diferencias en los otros supuestos, aunque también influyen en el sentido de elevar la dependencia en Europa, tienen efectos de menor magnitud. Por otro lado, de la comparación entre España y la zona del euro se deduce que la mayor tasa de dependencia prevista para España a largo plazo que se deduce de los supuestos que utiliza EUROSTAT es consecuencia, también, de la menor tasa de fecundidad de nuestro país. No obstante, si la comparación se hiciera con las proyecciones del INE, las diferencias en 2050 entre las tasas de dependencia de España y las del promedio de la zona del euro serían casi inexistentes, manteniéndose en ambos casos trayectorias similarmente negativas.

Dadas las importantes implicaciones económicas que tiene la evolución de la tasa de dependencia, cabe preguntarse en qué medida modificaciones en los condicionantes demográficos permitirían reducir dicha tasa en el futuro y hasta qué punto las políticas económicas tienen margen para incidir en esta evolución. De las comparaciones anteriores se deduce que la vía más potente para atenuar la trayectoria alcista de la tasa de dependencia sería el incremento de la tasa de fecundidad, tanto en España como en el conjunto del área del euro. Sin embargo, los cambios en la tasa de fertilidad se producen de forma lenta y son difícilmente influenciables por la política económica. Dado que, además, el aumento de la esperanza de vida es un proceso deseable vinculado a la mejora del bienestar, solo la inmigración podría compensar, teóricamente, el efecto de una baja fertilidad sobre el envejecimiento de la población. No obstante, el margen de influencia de los flujos migratorios también es limitado y las políticas migratorias se enfrentan a retos importantes. Debe tenerse en cuenta que, además, como la edad media de entrada de los inmigrantes se suele corresponder con las de actividad en el mercado de trabajo, el efecto sobre el envejecimiento de una baja fertilidad en el momento presente debería compensarse con una mayor inmigración en las dos o tres décadas posteriores.

De la comparación realizada con Estados Unidos se deduce que, para que en Europa la inmigración pudiera atenuar el efecto de la menor tasa de fertilidad sobre el envejecimiento, la tasa de inmigración de la zona del euro debería mantenerse por encima de la de Estados Unidos hasta el 2060 o 2070, si bien con una intensidad decreciente. Con respecto a la comparación entre España y la zona del euro, para poder compensar la menor fertilidad relativa de España, la tasa de inmigración se tendría que mantener por encima de la europea de forma continua, algo que, según los supuestos de EUROSTAT, solo ocurriría durante la primera década del siglo, a diferencia de los supuestos más expansivos del INE.

Cabe concluir que los cambios en los patrones de inmigración que serían necesarios para compensar las bajas tasas de fertilidad, tanto en España como en la zona del euro, son de tal magnitud que difícilmente cabe esperar que puedan atenuar significativamente la severidad del problema de envejecimiento existente. Ante la influencia relativamente acotada de los condicionantes demográficos sobre el proceso de envejecimiento de la población y la dificultad de diseñar políticas económicas que incidan directamente y de forma inmediata sobre estos determinantes, resulta necesario recurrir a políticas de corte más amplio, que incidan sobre las decisiones de oferta y demanda del mercado de trabajo y que amplíen la utilización de los factores productivos. A este respecto, Puente y Gil (2004) argumentan que pequeños retrasos en la edad de jubilación pueden dar lugar a importantes reducciones en la tasa de dependencia.

Finalmente, conviene señalar que el propio tamaño de la población tiene también implicaciones económicas, aunque estas sean de una magnitud menor que las derivadas de su estructura por edades. En efecto, el mayor crecimiento poblacional que se proyecta para Estados Unidos con respecto a Europa alterará el tamaño relativo de ambas áreas económicas, lo que puede tener efectos sobre cuestiones como la especialización productiva y comercial (economías más pequeñas han de estar necesariamente más especializadas y más abiertas al comercio internacional), o el papel desempeñado por las diferentes divisas en las transacciones comerciales internacionales.

20.1.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- HURTADO, S. (2001). «Evolución reciente y perspectivas de la población española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- PUENTE, S., y M.^a GIL (2004). «Proyecciones de población para la economía española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN Y EL ANÁLISIS DE COYUNTURA DE LA ACTIVIDAD REAL
DE LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por José Antonio Cuenca y Antonio Millaruelo, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Las estadísticas armonizadas de Contabilidad Nacional trimestral de la UEM se publican con retrasos temporales relativamente elevados respecto a las fechas a las que hacen referencia. Este hecho dificulta de forma apreciable el trabajo de los analistas de coyuntura a la hora de valorar adecuadamente la situación económica contemporánea y las perspectivas a corto plazo del área. Además, en comparación con Estados Unidos, hay una relativa escasez de indicadores cuantitativos de periodicidad mensual, tanto en términos de su número como en lo que se refiere a la cobertura de conceptos relacionados con los distintos agregados macroeconómicos de la zona del euro. Dentro de los indicadores cuantitativos disponibles, pueden destacarse por su importancia, cobertura y calidad los índices de producción industrial, las ventas minoristas, las matriculaciones de automóviles o las series de comercio exterior de bienes provenientes de la balanza comercial. Desgraciadamente, también las series reales de alta frecuencia se ven afectadas por problemas de retrasos en su publicación, así como por una insuficiente longitud en algunos casos¹.

Por el contrario, en Europa hay una relativa abundancia de encuestas de opinión mensuales y trimestrales, cuya principal virtud consiste en su disponibilidad con muy poco retraso respecto al fin del período de referencia. Por ejemplo, las encuestas armonizadas de la Comisión Europea abarcan un conjunto muy amplio de agentes económicos —consumidores, empresarios industriales, constructores, minoristas y proveedores de servicios— y de conceptos —ya que en cada una de las encuestas hay preguntas directamente o indirectamente relacionadas con muchas, aunque no la totalidad, de las variables macroeconómicas cuya evolución se quiere valorar—. Además, a estas estadísticas armonizadas de la UE se ha sumado recientemente la encuesta de servicios, así como las realizadas por la agencia Reuters a los gestores de compras del sector manufacturero y del sector servicios². No obstante, las series temporales de las nuevas encuestas disponen todavía de un número relativamente reducido de observaciones.

Este artículo presenta una evaluación, mediante criterios sencillos, de un amplio conjunto de indicadores cualitativos disponibles para la UEM en su conjunto. En el siguiente epígrafe, se repasan someramente algunas de las características de las encuestas de opinión y de las variables que se generan a partir de ellas. En el tercer epígrafe se enumeran los criterios para evaluar la utilidad relativa de los indicadores cualitativos a la hora de realizar una valoración temprana de la evolución de las variables macroeconómicas y se ofrece un resumen de los resultados más destacados. Finalmente, en el cuarto epígrafe se presentan las conclusiones de carácter general y las limitaciones y cautelas relativas al uso de las encuestas.

1. Por ejemplo, la producción industrial, un indicador cuantitativo utilizado habitualmente como referencia de la actividad real, se conoce un mes y medio después del fin del mes que completa el trimestre de referencia del PIB, retraso comparable al de la estimación preliminar (*flash estimate*) de este. Las series mensuales de comercio exterior de bienes sufren retrasos aún mayores, disponiéndose de información sobre el trimestre completo una vez conocidas las cifras de exportaciones e importaciones de bienes y servicios de Contabilidad Nacional. 2. Como referencias generales, véanse el manual de las encuestas armonizadas de la Comisión Europea (2004) y el sitio web de NTC Research (2005) para las encuestas Reuters de directores de compras (PMI).

Algunas características de las encuestas de opinión y de las variables cualitativas

Los indicadores cualitativos representan, de forma agregada y resumida, las opiniones subjetivas de los agentes económicos acerca de las tendencias de un gran número de variables económicas de naturaleza muy variada. El hecho de que reflejen opiniones los distingue de los indicadores cuantitativos, que, como su nombre indica, pretenden medir magnitudes o conceptos de naturaleza económica. Estas opiniones se recogen mediante sondeos periódicos (mensuales, trimestrales o semestrales) que suelen recibir el nombre de encuestas de confianza, dirigidos a determinados conjuntos de agentes que realizan una actividad económica característica (por ejemplo, las empresas industriales o los consumidores). Los sondeos están constituidos por una batería de preguntas estandarizadas que se remiten a una muestra representativa de estos agentes.

La razón por la que las encuestas de confianza permiten obtener indicadores con muy poco retraso temporal es el hecho de que los encuestados responden de forma rápida a preguntas sencillas con tres (y en algunos casos cinco) respuestas de carácter cualitativo, lo que les ahorra el tiempo y el esfuerzo de cuantificar. La agregación de las respuestas individuales y la posterior construcción de estadísticos —los más habituales son los saldos de respuestas y los índices de difusión— proporcionan una aproximación de la evolución de las magnitudes macroeconómicas cuantitativas que son objeto de atención por parte del analista de coyuntura³.

Las dos encuestas de opinión más conocidas en el ámbito europeo son la encuesta armonizada de consumidores y empresas de la Unión Europea, que elabora la Comisión Europea (a la que se hará referencia como encuesta de la Comisión Europea o de la CE), y la encuesta de gestores de compras PMI de Reuters, realizada por NTC Research (en lo sucesivo, encuesta Reuters). Ambas difieren en un primer aspecto fundamental, que es el de la cobertura geográfica. Las primeras abarcan todos los países de la UE, de forma que se dispone de una batería armonizada de indicadores de cada una de las encuestas con su correspondiente indicador de confianza para cada uno de los Estados miembros, así como para la UE y la UEM. Además, se construyen medidas sintéticas, que tratan de resumir las oscilaciones cíclicas de la economía. En concreto, el indicador de sentimiento económico (*Economic Sentiment Index*) agrega mediante ponderaciones fijas los índices de confianza de todas las encuestas, para cada país y para la UE y la UEM en su conjunto, representando así las opiniones de un abanico amplio de agentes sobre el estado de la economía. Los pesos fijos se establecen de manera que el perfil del indicador se asemeje lo más posible a la variación interanual del PIB. Otro ejemplo de medida sintética, aunque restringida al ámbito industrial, es el índice de clima empresarial (*Business Climate Index*). Este indicador se obtiene mediante la extracción de una señal no observable llamada «factor común» que recoge la parte compartida de la variabilidad de un grupo de variables cualitativas de la encuesta industrial, es decir, las oscilaciones que son comunes a todas ellas⁴. Por su parte, las encuestas de manufacturas de Reuters abarcan las economías de Alemania, Francia, Italia, España, Austria e Irlanda (y el Reino Unido, que no pertenece a la UEM), de forma que el agregado que ofrecen para la UEM cubre en torno a un 86% de la producción de manufacturas del área. Las encuestas Reuters de servicios se realizan en Alemania, Francia, Italia y España, que suponen en torno al 82% de

3. En Theil (1952) y Anderson (1952) se exponen los fundamentos teóricos de los saldos de respuestas como indicadores de tasas de variación. Una generalización de este procedimiento puede hallarse en Carlson y Parkin (1975). 4. Los métodos de factores comunes y componentes principales permiten elaborar indicadores sintéticos más refinados que los de pesos fijos. Véase, por ejemplo, Comisión Europea (2000), Forni et al. (2001) y Gayer y Genet (2006). Los factores sirven a su vez como predictores del PIB: Stock y Watson (2005) comparan varios métodos de reducción de datos y obtienen buenos resultados con métodos de factores, y Grenouilleau (2004) extrae factores comunes dinámicos de unas 2.000 series cualitativas y cuantitativas para predecir el PIB de la UEM; con este modelo se elaboran las previsiones trimestrales que publica la DG ECFIN de la Comisión Europea en forma de intervalos.

la provisión de servicios privados en la zona. También se realiza la encuesta en el Reino Unido. A su vez, las manufacturas y los servicios de mercado suponen aproximadamente un 78% de la actividad del sector privado en la UEM.

Otra de las diferencias entre una y otra encuesta se refiere al tipo de muestreo que se realiza y a qué agentes económicos se sondea. En las encuestas de la Comisión Europea, se sondea a más de 110.000 empresas (en cuatro paneles de encuestas específicas dirigidas a unas 35.000 empresas industriales, 20.000 constructoras, 23.000 minoristas y 28.000 de servicios) y a unos 33.000 consumidores. Las muestras varían en función del tamaño de los países, y se persigue que sean representativas. El tamaño de las muestras de empresas es fijo, mientras que el de las muestras de consumidores es variable. En las encuestas Reuters, el ámbito de cobertura por agentes es más reducido, pues se limita a los gestores de compras de los sectores manufacturero y de servicios. El número de encuestados es también inferior al del sondeo de la CE. Los paneles construidos por NTC Research con los mismos métodos para los países abarcados están diseñados para que representen correctamente la estructura de ambos sectores en cada país. En conjunto, se recoge información de unas 4.000 empresas.

Como se ha apuntado anteriormente, existen dos formas habituales de presentar de forma resumida las respuestas de las encuestas, que son los saldos del porcentaje de respuestas positivas menos el de las negativas y los índices de difusión. En general, los saldos de respuestas pueden expresarse como índices de difusión y viceversa, pues ambos son función de las frecuencias observadas de dos categorías de respuestas de las tres posibles. La Comisión Europea presenta mensualmente las variables cualitativas en forma de saldos de respuestas, que pueden tomar valores dentro de un rango de -100 a 100, con una media teórica de cero. En las preguntas que se refieren a la evolución de una determinada variable respecto a un momento del pasado, un aumento del saldo de respuestas es generalmente el reflejo de una aceleración de la misma, y una disminución, de una desaceleración. Por su parte, las encuestas Reuters presentan su información cualitativa como índices de difusión. Estos se construyen como el porcentaje de respuestas positivas más la mitad del porcentaje de las respuestas que señalan que no se han producido cambios, de manera que toman valores de entre 0 y 100, con una media teórica de 50.

La agregación de los resultados de las encuestas para dar lugar a los saldos de respuestas o a los índices de difusión comporta una pérdida de información acerca de la frecuencia relativa de los tres tipos de respuestas posibles a las preguntas de los cuestionarios. Esta pérdida de información consiste en que, una vez construidos los índices citados, no se tiene información sobre la forma concreta de la distribución de la variable cualitativa en cada momento del tiempo. Es fácil suponer casos en los que distintas distribuciones dan lugar a un índice de saldos de respuestas o un índice de difusión con el mismo valor, que no representa, sin embargo, la misma realidad. Por ejemplo, se puede obtener un registro de cero en un saldo de respuestas a partir de un 100% de respuestas del tipo «no hay cambio» o de un 50% de respuestas del tipo «hay mejoría» y un 50% del tipo «hay empeoramiento». Así, se pierde información que es importante, entre otras razones, para valorar el grado de incertidumbre reinante en cada momento⁵.

Por último, también hay diferencias entre las encuestas de la Comisión Europea y las de Reuters en lo que se refiere a los métodos aplicados para eliminar la estacionalidad en los resul-

5. Existen métodos de cuantificación de variables cualitativas que implican una menor pérdida de información. Véase, por ejemplo, el método de regresión (*regression method*) en Pesaran (1984) o el método de regresión opuesta (*reverse-regression method*) en Cunningham et al. (1998) y Mitchell et al. (2002). La heterogeneidad de los datos al nivel de las empresas se explota en Mitchell et al. (2005).

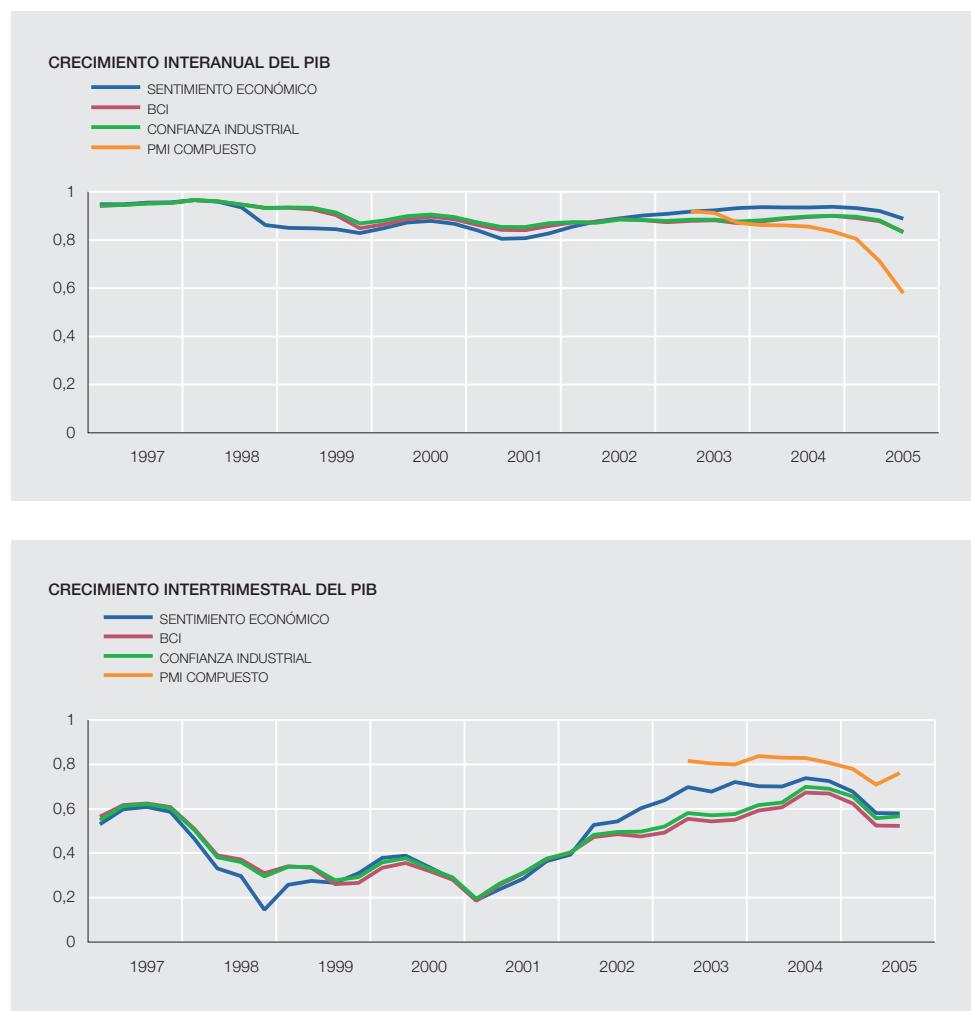
tados. En las encuestas de la CE, las preguntas están formuladas frecuentemente de forma que se elimina la estacionalidad en su origen, porque se pide al encuestado que tenga en cuenta lo que es habitual en la época del año en la que se le pide su opinión. No obstante, siempre queda algo de estacionalidad residual que la CE corrige mediante el método Dainties, un filtro no centrado y, por tanto, asimétrico, que hace uso tan solo de información pasada, lo que implica la eliminación de revisiones en los datos por este motivo, aunque con el coste de inducir un ligero retraso en las series cualitativas. En las encuestas Reuters, en cambio, se recurre a filtros X11, centrados y simétricos, que tienen la ventaja de no alterar la relación de fase entre la serie original y la tratada.

Evaluación de los indicadores cualitativos

Debería ser posible, en principio, jerarquizar los distintos indicadores cualitativos usados en el análisis de coyuntura en función de su capacidad para anticipar la evolución de las variables macroeconómicas de interés. Ello se hace en esta sección usando criterios sencillos.

En primer lugar, parece razonable exigir que exista una relación conceptual entre las variables cualitativas y las variables macroeconómicas de referencia, con el fin de evitar problemas de correlación espúrea. En segundo lugar, se realiza un análisis gráfico de la variable cualitativa y de distintas tasas de crecimiento (más cortas o más largas) de la variable macroeconómica de referencia. Este análisis permite comprobar con qué tasa de variación de la serie macroeconómica parece guardar una relación más estrecha la variable cualitativa, en el sentido de que ambas variables evolucionen de forma más parecida: si son o no estacionarias, si muestran un patrón similar de variabilidad cíclica, si se suceden los puntos de giro con intervalos temporales similares y si estos se producen en fase o desfasados. En tercer lugar, se calculan las correlaciones cruzadas contemporáneas y desfasadas entre los indicadores cualitativos y distintas tasas de variación de las variables macroeconómicas, lo que permite ver si la correlación máxima es elevada o no y si se produce contemporáneamente o con cierto retraso o adelanto. Por último, se estudian los calendarios de publicación de las variables cualitativas y macroeconómicas. Cuanto mayor sea el adelanto entre la publicación del indicador y la de la variable macroeconómica, mayor será la capacidad anticipativa efectiva de la variable cualitativa. Los indicadores de la encuesta trimestral de la CE, por ejemplo, se publican dos meses antes del cierre del período al que se imputan, lo que les otorga un adelanto adicional considerable.

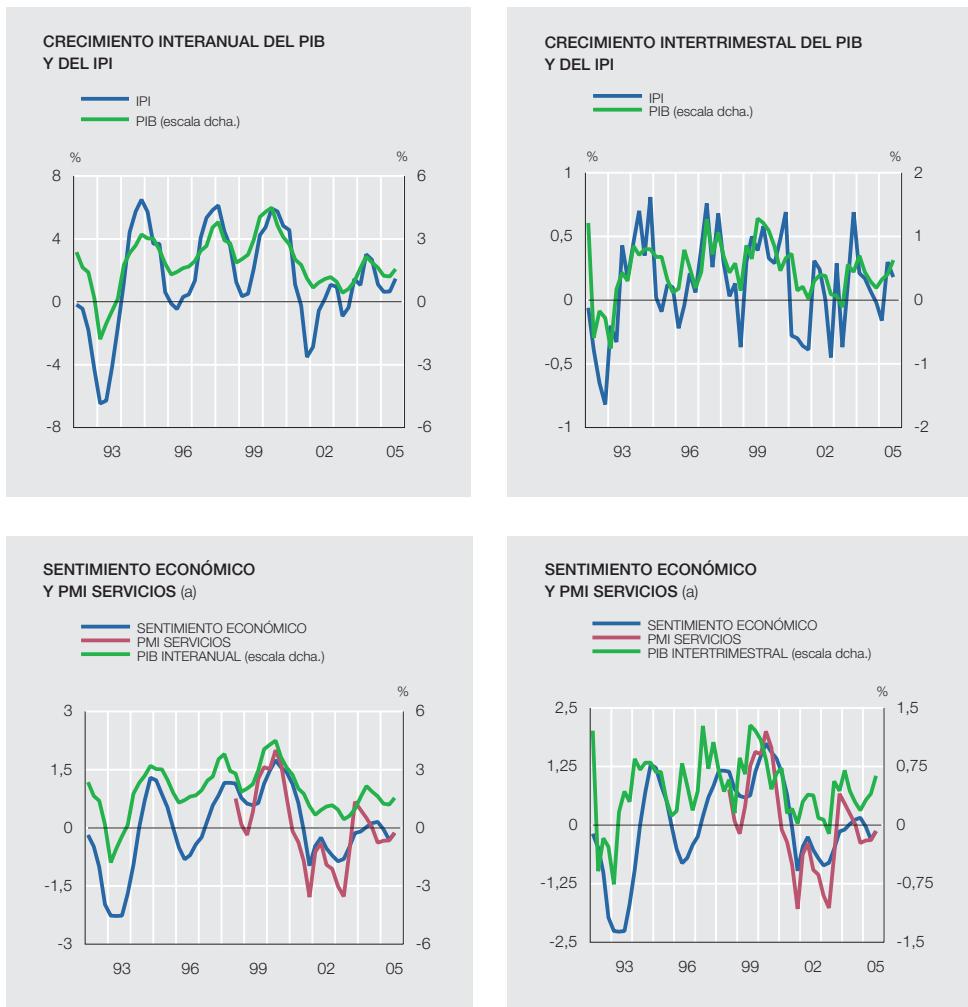
A continuación se presentan los resultados obtenidos del análisis mediante los criterios arriba señalados de una batería muy amplia de indicadores cualitativos y de variables macroeconómicas reales. Además, en los casos concretos del PIB y del consumo privado, las propiedades de los indicadores cualitativos se comparan con las de los indicadores cuantitativos mensuales de referencia para estas dos variables macroeconómicas, que son el índice de producción industrial y las ventas minoristas, respectivamente. En el cuadro A1 del anexo se recogen las correlaciones cruzadas entre las tasas de variación (interanuales e intertrimestrales) de varios agregados macroeconómicos referidos a la UEM y sus respectivos indicadores cualitativos. Como los datos de Contabilidad Nacional son trimestrales, mientras que la mayoría de los indicadores cualitativos son mensuales, se calculan las medias trimestrales de los segundos. A continuación, se calculan los coeficientes de correlación entre las series de indicadores y las variables macroeconómicas, tanto los contemporáneos como los que se producen con algunos trimestres de adelanto y de retraso. Así, en el cuadro, si los coeficientes máximos se sitúan a la izquierda de la correlación contemporánea, las variables cualitativas tienen carácter adelantado respecto a las variables macroeconómicas, en cuyo caso se satisfacen las propiedades adecuadas para proporcionar información adelantada. En cambio, si el máximo se sitúa a la derecha, su carácter es retrasado, lo que re-



FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

duce su utilidad. En el gráfico 1 se presenta la evolución a lo largo del tiempo de los coeficientes de correlación cruzada entre varios indicadores cualitativos y las tasas de variación del PIB de la UEM, para submuestras móviles que abarcan cinco años. En los gráficos 2 a 6 se muestra el perfil temporal de las tasas de variación de algunos agregados de la UEM y sus indicadores respectivos, y en los cuadros 1 a 4 se recogen de forma resumida las características más destacadas de los indicadores que ofrecen mejores resultados en términos de la magnitud de su correlación y su utilidad para anticipar los movimientos de las variables macroeconómicas.

En general, las variables cualitativas parecen ser, en su mayoría, aproximaciones de las tasas de variación interanuales de las variables macroeconómicas. Esta característica parece ser cierta con una relativa independencia de la referencia temporal de las preguntas de las encuestas. Ello se refleja en una correlación más elevada y una relación de fase más ajustada en torno al retardo cero entre los indicadores cualitativos y las tasas de variación interanuales de las series macroeconómicas que la que se produce con las tasas intertrimestrales. En cambio, con estas, las correlaciones máximas, además de ser más bajas, se alcanzan con un retraso de uno, dos o en ocasiones tres trimestres (véase cuadro A1). Todos estos indicios apuntan a que la mayoría de los encuestados hacen abstracción de los movimientos de muy corto plazo y responden en función de una perspectiva temporal más



FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

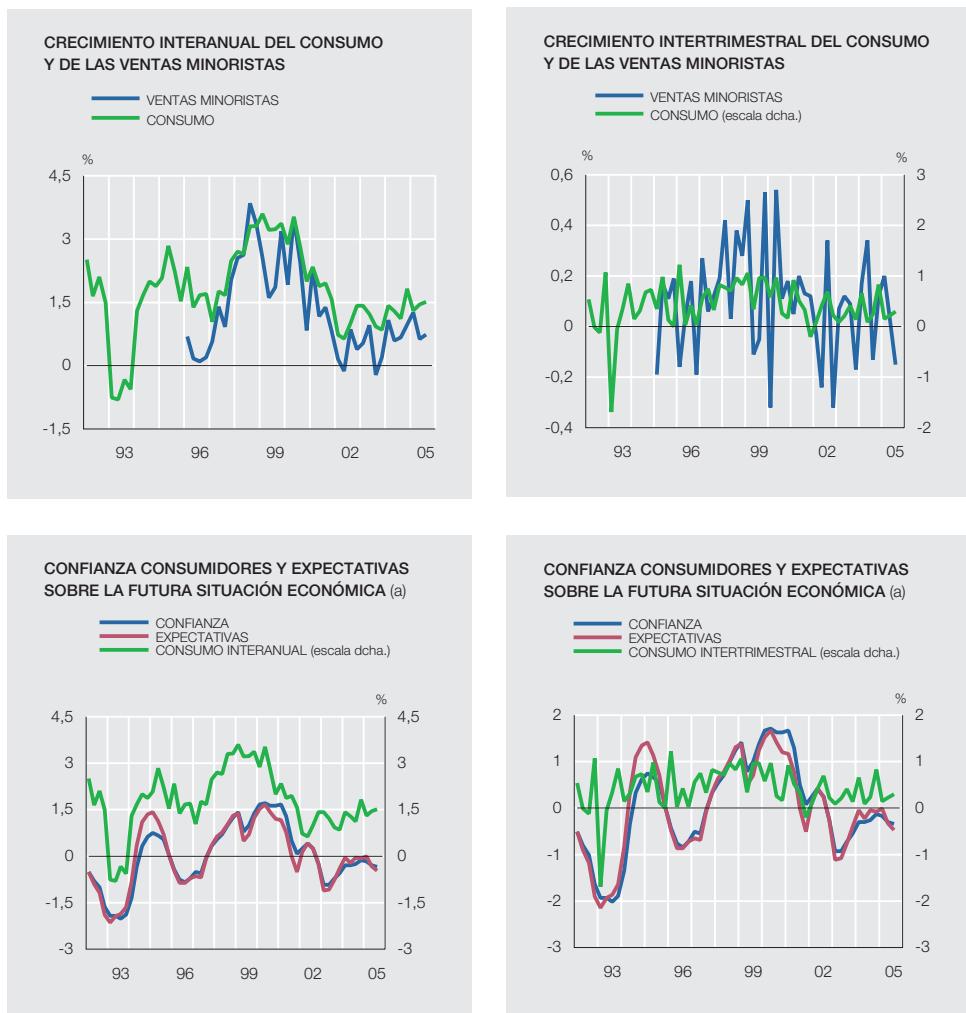
a. Normalizados.

amplia⁶. Estas características de los indicadores cualitativos reducen su utilidad para anticipar de forma directa cuál va a ser la evolución del crecimiento intertrimestral de las variables macroeconómicas, lo que no quiere decir que no pueda explotarse la información implícita en estos indicadores mediante modelos cuantitativos para predecir los niveles de las series macroeconómicas y calcular las tasas de crecimiento que se deseen. No obstante, parece que existe evidencia de un aumento de la correlación en períodos más recientes entre los indicadores cualitativos y la tasa intertrimestral. En el caso concreto del PMI, esta correlación con las tasas más cortas incluso ha llegado a superar a la calculada con la tasa interanual (véase gráfico 1). Esto podría deberse a que una parte cada vez mayor de los encuestados va teniendo más en cuenta la referencia temporal de las preguntas, fruto de un lento pero progresivo proceso de aprendizaje.

6. Una racionalización de este resultado es que la mayoría de los agentes comparan la situación contemporánea con la de hace un año porque es la referencia temporal a la que están acostumbrados o porque evitan comparaciones afectadas por variabilidad estacional. Esta referencia retrospectiva de un año es especialmente clara en el caso de la inflación, ya que los agentes están habituados al seguimiento de la tasa de variación interanual de algún índice de precios de consumo (IPC, IAPC, etcétera). De hecho, tal como se describe más adelante, incluso en las variables cualitativas que recogen expectativas de producción o de precios, el peso de la información retrospectiva es mayor que el de la prospectiva, lo que limita su capacidad de anticipación.

CONSUMO PRIVADO E INDICADORES: VENTAS MINORISTAS Y CUALITATIVOS

GRÁFICO 3



FUENTE: Comisión Europea.

a. Normalizados.

UEM. INDICADORES DEL PIB

CUADRO 1

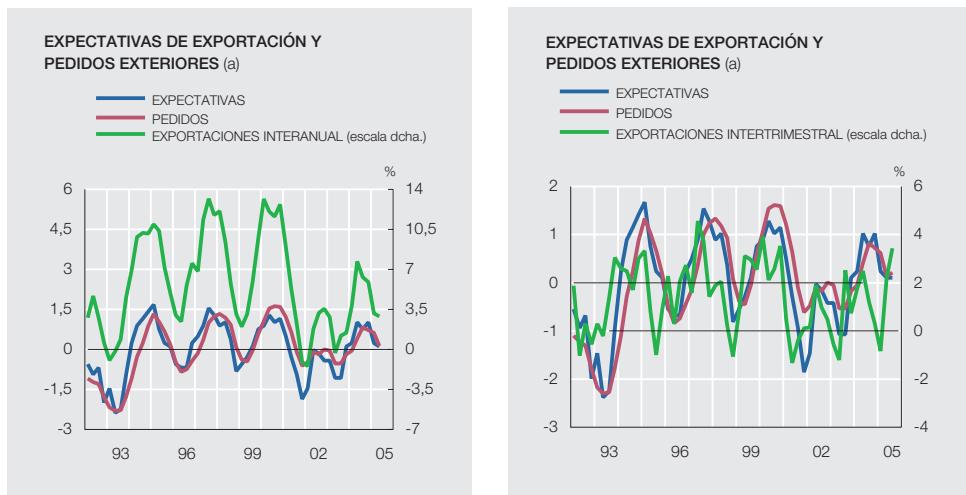
	Correlación máxima	Adelanto (-) Retardo (+) (a)	Fecha de publicación (b)	Adelanto respecto a la publicación de (c)		
				PIB preliminar	PIB 1. ^a estimación	PIB 2. ^a estimación
IPI	0,90	0	45	0	15	60
Índice de Sentimiento Económico (ESI)	0,92	0	0	45	60	105
Business Climate Index (BCI)	0,88	0	0	45	60	105
Tendencia reciente de producción (Enc. industrial CE)	0,89	0	0	45	60	105
Actividad PMI servicios (Reuters)	0,90	-1	3 - 5	40 - 42	55 - 57	100 - 102

FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

a. Los adelantos o retardos se cifran en trimestres.

b. Días que se tarda en disponer del indicador desde el final del trimestre (aproximado).

c. Días que transcurren entre la disponibilidad del indicador y la publicación correspondiente del dato del PIB (aproximado).



FUENTE: Comisión Europea.

a. Normalizados.

Un segundo resultado de interés es que, con cierta frecuencia, las series de la encuesta de la CE exhiben un ligero retraso respecto a las de las encuestas Reuters. Esto se manifiesta tanto en los puntos de giro, visibles en los gráficos, como en la estructura de las correlaciones con el PIB para varios retardos y adelantos (véanse gráfico 2 y cuadro A1). Esta característica puede atribuirse en parte a los distintos métodos de desestacionalización aplicados en uno y otro caso. Otros motivos por los que puede existir un retraso relativo de las variables de las encuestas de la CE respecto a las de las encuestas Reuters podrían ser las diferencias en los respectivos calendarios de elaboración e imputación temporal de las respuestas formuladas a los agentes económicos. Así, en las encuestas de la CE, la recogida de información tiene lugar en la primera quincena del mes, mientras que, en las encuestas de Reuters, se prolonga durante parte de la segunda quincena. De esta forma, parte de los encuestados puede tender a responder en la primera de las dos encuestas teniendo en cuenta la información referida al mes precedente, mientras que, en la segunda, es posible que algunos de los encuestados dispongan ya de información referida al mes en curso. Este hecho limita en parte la capacidad de anticipación de algunos de los indicadores de la CE. Un ejemplo claro de variables cualitativas afectadas por cierto retraso es el de la valoración mensual de las carteras de pedidos totales y exteriores de la encuesta industrial de la CE (véanse cuadros 2 y A1). En otras variables cualitativas, la disponibilidad más temprana de las series compensa esta limitación.

Una tercera característica que se observa con un carácter más o menos general es que un mayor adelanto temporal suele implicar una menor correlación, es decir, que tiende a producirse una relación de intercambio entre estas dos propiedades, siendo ambas deseables para el analista. Por ejemplo, la variable de expectativas de producción anticipa, aunque en algo menos de un trimestre, la evolución de la variable de tendencia reciente, y exhibe una correlación inferior con el PIB (véase cuadro A1). Por una parte, esto parece razonable, pues no es más que una constatación de que se predice con error y de que este error crece con el horizonte de predicción. En otras palabras, cuanto más anticipa una variable cualitativa, más calidad predictiva pierde, en términos de una menor precisión. Por otra parte, resulta importante destacar que en las variables de expectativas predomina el carácter retrospectivo sobre el prospectivo. Una posible explicación de este comportamiento es que hay agentes que por diversas razones (asimetrías en la información, diferencias en el conocimiento del funciona-

	Correlación máxima	Adelanto (-) Retardo (+) (a)	Fecha de publicación (b)	Adelanto respecto a la publicación de (c)	
				1. ^a estimación Contabilidad Nacional	2. ^a estimación Contabilidad Nacional
DEMANDA FINAL					
Cartera de pedidos totales (Enc. industrial CE)	0,91	1	0	60	105
Tendencia reciente de pedidos (Enc. industrial CE)	0,89	0	-60	120	165
Nuevo negocio entrante PMI servicios (Reuters)	0,89	-1	3 - 5	55 - 57	95 - 97
Nuevo negocio entrante PMI compuesto (Reuters)	0,90	-1	3 - 5	55 - 57	95 - 97
De la cual:					
DEMANDA INTERNA					
Cartera de pedidos totales (Enc. industrial CE)	0,84	0	0	60	105
Tendencia reciente de pedidos (Enc. industrial CE)	0,76	-1	-60	120	165
Nuevo negocio entrante PMI servicios (Reuters)	0,74	-1	3 - 5	55 - 57	95 - 97
Nuevo negocio entrante PMI compuesto (Reuters)	0,71	-1	3 - 5	55 - 57	95 - 97
EXPORTACIONES					
Exportaciones extra-UEM	0,82	0	80	-20	25
Cartera de pedidos exteriores (Enc. industrial CE)	0,81	1	0	60	105
Expectativas de exportación (Enc. industrial CE)	0,87	0	-60	120	165

FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

a. Los adelantos o retardos se cifran en trimestres.

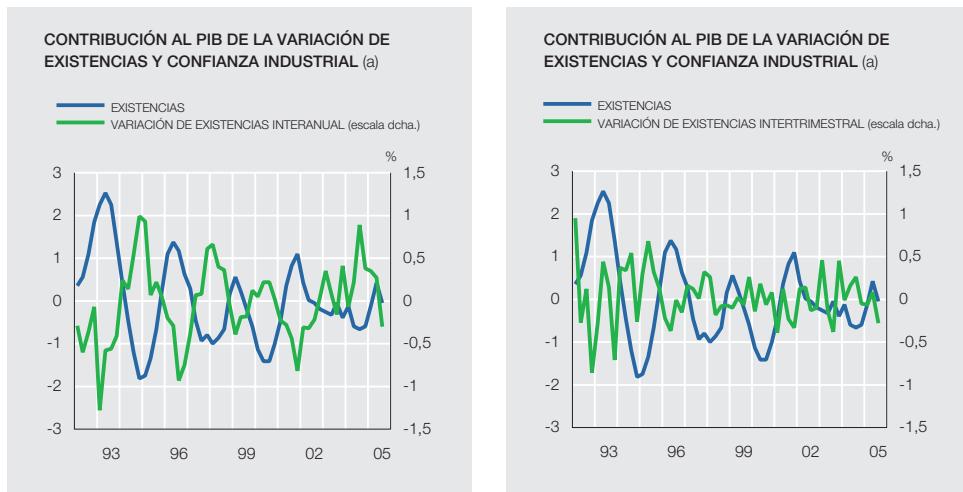
b. Días que se tarda en disponer del indicador desde el final del trimestre (aproximado). Una cifra negativa indica publicación previa al fin de trimestre.

c. Días que transcurren entre la disponibilidad del indicador y la publicación del dato correspondiente de la Contabilidad Nacional (aproximado).

miento de la economía, empresas de tamaño más reducido, etc.) no hacen un uso óptimo de la información disponible para hacer sus predicciones, dado que ello supone costes que superan los beneficios de hacerlo, o porque la información observada en el pasado reciente les basta como aproximación más sencilla para sus fines⁷. Estas variables, aunque respondan, por ejemplo, a preguntas sobre la evolución de una variable en los próximos doce meses, adelantan como mucho en un trimestre a las tasas de variación interanuales no centradas (que son retrospectivas) de las variables macroeconómicas.

Por lo que respecta a la valoración de los indicadores del PIB de la UEM (véanse gráfico 2 y cuadros 1 y A1), el IPI, que es el indicador cuantitativo mensual de referencia para el PIB, tiene una correlación contemporánea de 0,91 y es ligeramente adelantado, pero se publica con algo más de un mes y medio de retraso. Esto implica que el IPI pierde buena parte de su capacidad anticipativa efectiva. En cuanto a los indicadores cualitativos del PIB, el ESI muestra una correlación contemporánea superior a la que exhibe el IPI⁸. Su publicación más temprana que la del IPI le otorga un ligero adelanto efectivo respecto al *flash* del PIB. La actividad de la encuesta Reuters de servicios tiene una correlación máxima igual a la del IPI que se produce con un trimestre de adelanto, y está disponible en los primeros días tras el fin del trimestre de referencia. No obstante, la serie dispone de pocas observaciones, lo que limita su utilidad en marcos de análisis de carácter cuantitativo.

7. En varios trabajos que contrastan la hipótesis de expectativas racionales en las series cualitativas de expectativas, se ha comprobado que el peso de la información retrospectiva es superior al del componente prospectivo. Véanse, por ejemplo, Gerberding (2001) y Forsells y Kenny (2002), que analizan las expectativas de precios de los consumidores. No obstante, los segundos encuentran indicios en los años más recientes de un aumento gradual del peso del componente prospectivo en la formación de estas expectativas. 8. Mourougane y Roma (2002) demuestran que el ESI aporta información útil para predecir el PIB en varios países de la UEM. La robustez del resultado se mantiene para especificaciones alternativas de modelos de predicción, así como si se incluyen o no otras variables explicativas.



FUENTE: Comisión Europea.

a. Normalizados.

Las variables referidas a los pedidos de las empresas, que incluyen también las carteras de pedidos exteriores, son más apropiadas como indicadores para la demanda final de Contabilidad Nacional que para la demanda interna (véanse cuadros 2 y A1). Los pedidos trimestrales de la encuesta industrial de la CE (tendencia reciente de pedidos) muestran una correlación contemporánea muy elevada y cierto carácter adelantado. Su disponibilidad muy temprana (a finales del primer mes del trimestre de referencia) permite una anticipación efectiva respecto a la demanda final de unos cinco meses. En cambio, el carácter retrasado de las carteras de pedidos totales de la correspondiente encuesta mensual y su disponibilidad al final del tercer mes del trimestre de referencia reducen su valor como indicadores. Los pedidos del PMI de servicios y del índice Reuters compuesto alcanzan una correlación también muy elevada, con un trimestre de adelanto, y se publican tras el cierre del trimestre de referencia, por lo que tienen finalmente una capacidad anticipativa similar a los pedidos de la encuesta industrial. De nuevo, la longitud de las series de la encuesta Reuters de servicios y de las variables que combinan resultados de esta con los de la encuesta de manufacturas es muy corta, lo que limita su utilidad.

En la encuesta trimestral a la industria de la Comisión Europea, las expectativas de exportación, disponibles con mucha antelación (a finales del primer mes del trimestre de referencia), muestran una correlación contemporánea muy elevada con las exportaciones de bienes y servicios de la Contabilidad Nacional (véanse gráfico 4 y cuadros 2 y A1). En cambio, las carteras de pedidos exteriores de la encuesta mensual exhiben una correlación máxima inferior que se produce con un trimestre de retraso. Además, se conocen más tarde que las expectativas (fin de mes que completa el trimestre de referencia). Por ambas razones, pierden valor como indicador de las exportaciones.

Los indicadores cualitativos para el consumo privado, aunque aceptables, son algo peores que los relativos a la actividad económica. De hecho, como se verá en el siguiente párrafo, ninguno de ellos supera al indicador cuantitativo de referencia (las ventas minoristas) en términos de su correlación con el consumo. Una de las razones que puede haber para que se produzcan estos resultados podría ser que los consumidores no disponen de fuentes o sistemas de información tan completos, rigurosos o sofisticados como los de las empresas. Otra razón para ello podría ser que la encuesta a los consumidores permite a estos graduar sus

				Adelanto respecto a la publicación de (c)	
	Correlación máxima	Adelanto (-) Retardo (+) (a)	Fecha de publicación (b)	1.ª estimación Contabilidad Nacional	2.ª estimación Contabilidad Nacional
Ventas al por menor	0,88	0	40	20	65
Indicador de confianza (Enc. consumo CE)	0,78	0	0	60	105
Situación económica general (Enc. consumo CE)	0,83	1	0	60	105
Expectativas situación económica (Enc. consumo CE)	0,77	-1	0	60	105

FUENTE: Comisión Europea.

a. Los adelantos o retardos se cifran en trimestres.

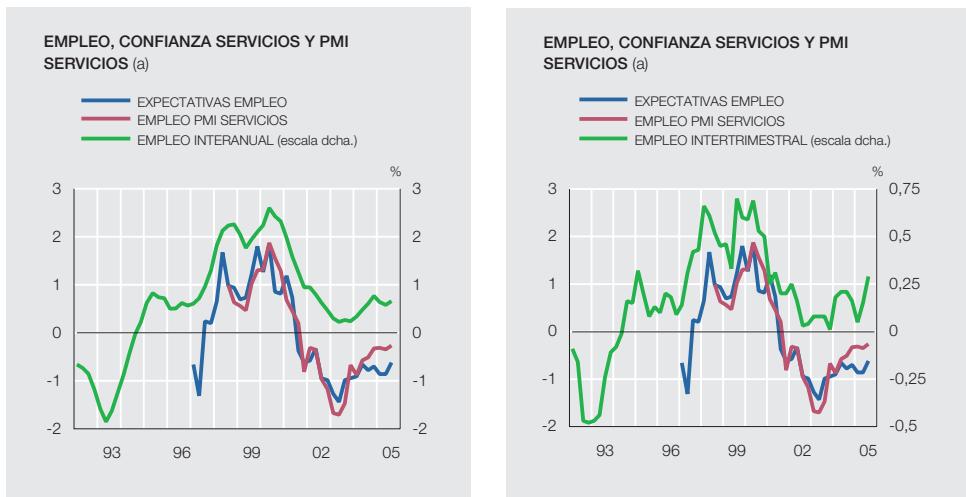
b. Días que se tarda en disponer del indicador desde el final del trimestre (aproximado).

c. Días que transcurren entre la disponibilidad del indicador y la publicación del dato correspondiente de la Contabilidad Nacional (aproximado).

respuestas con un número mayor de categorías que en la encuesta industrial (cinco en lugar de tres). Los estadísticos correspondientes de saldos de respuestas positivas menos negativas se construyen en este caso a partir de las cuatro de las cinco categorías que implican cambio, dando el doble de peso a las dos categorías más extremas que a las dos intermedias. Esta regla introduce una nueva restricción en la relación teórica entre el saldo de respuestas y la tasa de crecimiento de la variable de la que se extraen las respuestas discretas, que constituye un supuesto que no tiene por qué cumplirse en la realidad.

Las ventas minoristas, el indicador cuantitativo de referencia para el consumo privado, muestran una correlación contemporánea elevada (véanse gráfico 3 y cuadros 3 y A1). No obstante, el indicador se caracteriza por una mayor erradicidad que el consumo privado. Además, el retraso con el que se publica reduce su adelanto efectivo respecto a la Contabilidad Nacional a aproximadamente un mes. La confianza de los consumidores de la CE tiene carácter contemporáneo y una correlación máxima aceptable, aunque claramente menor que la de las ventas minoristas. Este indicador permite anticiparse en dos meses al consumo privado de Contabilidad Nacional. Por su parte, las expectativas de los consumidores sobre la situación económica general en los próximos 12 meses tienen un carácter más adelantado y una correlación máxima similar a la que muestra el indicador de confianza.

En las encuestas mensuales o trimestrales, hay una ausencia de preguntas directamente relacionadas con la actividad inversora o las intenciones al respecto, y los indicadores que guardan una relación conceptual indirecta con la inversión productiva (por ejemplo, la capacidad productiva instalada —como valoración del stock de capital— o el grado de utilización de la capacidad productiva —como señal de la conveniencia o no de intensificar el ritmo de inversión—) no están definidos en términos de evolución temporal de las variables respectivas en un intervalo de tiempo, sino como valoración contemporánea de estas en el momento de realizar la encuesta. La fuente más conocida de información sobre inversión productiva es la encuesta semestral de inversión de la Comisión Europea, que sí proporciona cifras de crecimiento de los planes de inversión de las empresas, así como de la inversión ex post. Sin embargo, su publicación semestral y su orientación temporal anual no son apropiadas para el análisis de corto plazo. Por su parte, la encuesta mensual de construcción de la Comisión Europea tampoco presenta indicadores idóneos para la inversión en construcción de la Contabilidad Nacional, de forma que el indicador más adecuado para este fin parece ser el componente del IPI que recoge esta actividad (véase cuadro A1 del anexo).



FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

a. Normalizados.

Para la inversión en existencias, existe un indicador apropiado en la encuesta industrial de la Comisión, que es la valoración que hacen mensualmente los empresarios sobre la idoneidad del nivel de inventarios. Este indicador muestra una correlación negativa bastante elevada, de carácter contemporáneo y con un sesgo ligeramente anticipador, con la contribución de la variación de existencias al crecimiento interanual del PIB⁹. El signo negativo de la correlación se debe a la formulación de la pregunta de la encuesta (si los inventarios están en niveles superiores, equivalentes o inferiores a lo normal). Evidentemente, cuando el empresario percibe que las existencias son excesivas, cabe esperar que las reduzca, y cuando son insuficientes, que las acumule. Aunque la correlación no sea tan alta, el resultado es razonable, habida cuenta de la erradicidad del fenómeno que se está midiendo (véanse gráfico 5 y cuadro A1).

Las encuestas de opinión permiten también derivar indicadores sobre la evolución del empleo, que son muy útiles porque no se dispone de series cuantitativas mensuales de empleo (véanse gráfico 6 y cuadros 4 y A1). Así, la variable correspondiente de la encuesta de servicios de Reuters alcanza una correlación muy elevada (0,95) con la variación interanual del empleo, tanto contemporáneamente como con un adelanto de un trimestre. En el PMI compuesto, esta misma variable registra una correlación máxima igual con un adelanto de un trimestre, siendo algo más reducidas las correlaciones contiguas que en el caso anterior. La razón estriba en que el empleo de la encuesta de manufacturas, que es el otro componente de esta variable, es netamente adelantado, pero muestra correlaciones más bajas. Las expectativas de empleo de la encuesta de servicios de la Comisión Europea alcanzan una correlación muy elevada con un adelanto de un trimestre. En cambio, las correspondientes a la encuesta industrial no disfrutan de este carácter anticipador. Las expectativas de desempleo para los próximos doce meses de la encuesta de consumidores de la Comisión Europea presentan una correlación contemporánea negativa también elevada con la variación interanual del empleo.

9. Aunque la pregunta de la encuesta acerca del nivel de inventarios hace referencia al momento presente, la correspondiente variable cualitativa (cambiada de signo) está en fase con la contribución interanual al PIB de la variación de existencias, que es retrospectiva, lo que constituye otro indicio más de la retrospectividad de las opiniones de los agentes económicos.

	Correlación máxima	Adelanto (-) Retardo (+) (a)	Fecha de publicación (b)	Adelanto respecto a la publicación del empleo (c)
Expectativas de empleo (Enc. industrial CE)	0,93	0	0	105
Evolución del empleo reciente (Enc. servicios CE)	0,83	-2	0	105
Expectativas de empleo (Enc. servicios CE)	0,95	0	0	105
Desempleo próximos 12 meses (Enc. consumo CE)	-0,87	0	0	105
Empleo PMI manufacturas (Reuters)	0,86	-1	1 - 3	102 - 104
Empleo PMI servicios (Reuters)	0,95	0	3 - 5	95 - 97
Empleo PMI compuesto (Reuters)	0,93	-1	3 - 5	95 - 97

FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

a. Los adelantos o retardos se cifran en trimestres.

b. Días que se tarda en disponer del indicador desde el final del trimestre (aproximado).

c. Días que transcurren entre la disponibilidad del indicador y la publicación del dato de empleo que se corresponde con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional (aproximado).

Consideraciones finales

Este artículo realiza una valoración de un conjunto muy amplio de indicadores cualitativos susceptibles de ser útiles para el seguimiento de diversas magnitudes macroeconómicas de interés. Pese a la sencillez de la metodología seguida, los resultados obtenidos proporcionan información útil. En primer lugar, el repaso pormenorizado de los indicadores cualitativos disponibles muestra que pueden constituir una herramienta muy útil para el analista de coyuntura del área del euro, dado que permiten formarse una opinión bastante acertada sobre la situación económica contemporánea de la UEM y sus perspectivas en el corto plazo. Su utilidad no se restringe únicamente a realizar una valoración cualitativa de la coyuntura real, sino que pueden utilizarse en el marco de modelos de distinto tipo para cuantificar, por ejemplo, expectativas de los agentes económicos, para elaborar indicadores sintéticos o para hacer predicciones de crecimiento de los agregados macroeconómicos. En segundo lugar, los indicadores cualitativos parecen ser con frecuencia —con las matizaciones oportunas— mejores aproximaciones de la tasa de variación interanual de las variables macroeconómicas que de tasas de variación más cortas. En tercer lugar, esta relativa retrospectividad observada en las variables cualitativas en general puede encontrarse también en aquellas que recogen las expectativas de los encuestados, en las que el peso de la información pasada parece ser mayor que el de la información futura, lo que limita su capacidad anticipativa. No obstante, parece haber evidencia de un gradual cambio de comportamiento de los agentes económicos hacia una visión menos retrospectiva y más anticipativa en su valoración de la situación y las perspectivas de la economía.

Pese a que las encuestas de opinión se demuestran útiles para el analista, conviene recordar que no son un sustituto de las estadísticas económicas cuantitativas, dado que reflejan la valoración subjetiva de los agentes económicos de la situación coyuntural. Por ello, son susceptibles de contener sesgos de valoración, y pueden recoger en determinados momentos en los que aumenta la incertidumbre por motivos económicos o extraeconómicos —tensiones bélicas, catástrofes naturales, cambios políticos— reacciones desproporcionadas de carácter más o menos transitorio. Como ejemplo de los sesgos que pueden mostrar, es interesante observar que la media de largo plazo de muchos de estos indicadores es con frecuencia significativamente más baja que su valor medio teórico, lo que constituye un indicio de ligero predominio a lo largo del tiempo de las opiniones pesimistas de los agentes económicos. Por su parte, las fuertes caídas de la confianza de los agentes ante sucesos como el del 11 de septiembre de 2001 o el conflicto de Irak constituyen ejemplos de sobrereactión de los agentes

económicos en su valoración de las consecuencias negativas de estos fenómenos. En definitiva, por todas estas razones, la mayor parte de los analistas, especialmente aquellos con responsabilidades de política económica, recurren a un abanico muy amplio de indicadores a la hora de valorar la coyuntura y las perspectivas a corto plazo, entre los que se encuentran también, por supuesto, las encuestas de opinión o los indicadores sintéticos, construidos a partir de variables cualitativas o combinando estas con otros indicadores¹⁰.

20.1.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDERSON, O. (1952). «The business test of the IFO-Institute for Economic Research, Munich, and its theoretical model», *Review of the International Statistical Institute*, 20, pp. 1-17.
- BCE (2004). «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, enero, BCE.
- CARLSON, J. A., y M. PARKIN (1975). «Inflation expectations», *Economica*, 42, mayo, pp. 123-138.
- COMISIÓN EUROPEA (2000). *Business climate indicator for the euro area (Presentation paper)*, http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/business_climate/2001/presentation_climate.pdf.
- (2004). *The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys - User guide (Updated 26.5.2004)*, http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/business_consumer_surveys/userguide_en.pdf.
- CUNNINGHAM, A. W. F., R. J. SMITH y M. R. WEALE (1998). «Measurement errors and data estimation: the quantification of survey data», en I. Begg y S. G. B. Henry (eds.), *Applied economics and public policy*, Cambridge University Press.
- FORNI, M., M. HALLIN, M. LIPPI y L. REICHLIN (2001). «Coincident and leading indicators for the euro area», *Economic Journal*, 111, pp. 62-85.
- FORSELLS, M., y G. KENNY (2002). *The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the Euro area*, BCE, Working Paper n.º 163, agosto, Francfort.
- GAYER, C., y J. GENET (2006). *Using factor models to construct composite indicators from BCS data - a comparison with European Commission confidence indicators*, European Economy, Economic Papers n.º 240, enero, Bruselas.
- GERBERDING, C. (2001). *The information content of survey data on expected price developments for monetary policy*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Discussion Paper 9/01, abril, Francfort.
- GRENOUILLEAU, D. (2004). *A sorted leading indicators dynamic (SLID) factor model for short-run euro-area GDP forecasting*, European Economy, Economic Papers n.º 219, diciembre, Bruselas.
- MITCHELL, J., R. J. SMITH y M. R. WEALE (2002). «Quantification of qualitative firm-level survey data», *Economic Journal*, 112, C117-C135.
- (2004). *Aggregate versus disaggregate survey-based indicators of economic activity*, NIESR, noviembre, Londres.
- MOUROUGANE, A., y M. ROMA (2002). *Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth?*, Working Paper n.º 133, marzo, Francfort, BCE.
- NTC RESEARCH (2005). Sitio web *Eurozone Indexes*: <http://www.ntc-research.com/Information/EuroZoneMethodology.asp>.
- PESARAN, M. H. (1984). «Expectations formation and macroeconomic modelling», en P. Malgrange y P. Muet (eds.), *Contemporary macroeconomic modelling*, Blackwell.
- STOCK, J., y M. WATSON (2005). *An empirical comparison of methods for forecasting using many predictors*, preliminar e incompleto, diciembre 2004 (revisado en enero de 2005).
- THEIL, H. (1952). «On the time shape of economic microvariables and the Munich Business Test», *Revue de l' Institut International de Statistique*, n.º 2-3.

APÉNDICE

Cuadro:

A.1. UEM. Coeficientes de correlación cruzados entre crecimiento de variables macroeconómicas e indicadores.

10. En este sentido, véase BCE (2004), donde se realiza un repaso de las características de las encuestas de opinión y se recomienda incluirlos en una batería amplia de indicadores económicos.

	CREENCIOS INTERANUAL						CREENCIOS INTERTRIMESTRAL					
	Indicadores adelantados		Contemporáneo		Indicadores retrasados		Indicadores adelantados		Contemporáneo		Indicadores retrasados	
	-2	-1	0	1	2	-2	-1	0	1	2		
PRODUCTO INTERIOR BRUTO:												
Crecimiento del IPI	0,65	0,84	0,90	0,78	0,52	0,47	0,53	0,64	0,43	0,15		
Índice de Sentimiento Económico (ESI)	0,62	0,82	0,92	0,89	0,76	0,15	0,33	0,55	0,70	0,73		
Business Climate Index (BCI)	0,55	0,77	0,88	0,83	0,65	0,09	0,28	0,51	0,68	0,72		
Indicador de confianza (Enc. industrial CE)	0,56	0,78	0,88	0,84	0,66	0,09	0,29	0,51	0,68	0,72		
Tendencia reciente de producción (Enc. industrial CE)	0,59	0,80	0,89	0,81	0,59	0,11	0,31	0,54	0,72	0,72		
Expectativas de producción (Enc. industrial CE)	0,65	0,83	0,85	0,72	0,48	0,15	0,39	0,59	0,71	0,68		
Indicador de confianza (Enc. servicios CE)	0,67	0,77	0,82	0,82	0,76	0,35	0,42	0,55	0,64	0,63		
PMI manufacturas (Reuters)	0,65	0,81	0,83	0,66	0,41	0,20	0,39	0,68	0,74	0,66		
Producción PMI manufacturas (Reuters)	0,68	0,81	0,80	0,60	0,34	0,23	0,42	0,72	0,73	0,61		
Actividad PMI servicios (Reuters)	0,80	0,90	0,86	0,69	0,50	0,38	0,57	0,78	0,80	0,67		
Producción PMI compuesto (Reuters)	0,77	0,88	0,86	0,67	0,44	0,32	0,51	0,77	0,81	0,67		
DEMANDA INTERNA:												
Cartera de pedidos totales (Enc. industrial CE)	0,57	0,75	0,84	0,81	0,68	0,12	0,32	0,48	0,58	0,59		
Tendencia reciente de pedidos (Enc. industrial CE)	0,67	0,76	0,75	0,61	0,39	0,23	0,38	0,51	0,61	0,48		
Pedidos PMI manufacturas (Reuters)	0,61	0,66	0,59	0,43	0,31	0,29	0,43	0,57	0,48	0,38		
Nuevo negocio entrante PMI servicios (Reuters)	0,67	0,74	0,74	0,65	0,64	0,27	0,50	0,67	0,49	0,49		
Nuevo negocio entrante PMI compuesto (Reuters)	0,63	0,71	0,69	0,58	0,54	0,24	0,46	0,65	0,48	0,46		
DEMANDA FINAL:												
Cartera de pedidos totales (Enc. industrial CE)	0,47	0,73	0,89	0,91	0,78	0,00	0,22	0,48	0,70	0,78		
Tendencia reciente de pedidos (Enc. industrial CE)	0,64	0,84	0,89	0,75	0,48	0,14	0,34	0,65	0,80	0,74		
Pedidos PMI manufacturas (Reuters)	0,76	0,86	0,78	0,52	0,22	0,21	0,50	0,79	0,80	0,56		
Nuevo negocio entrante PMI servicios (Reuters)	0,81	0,89	0,81	0,60	0,43	0,32	0,57	0,80	0,75	0,56		
Nuevo negocio entrante PMI compuesto (Reuters)	0,80	0,90	0,81	0,56	0,33	0,27	0,53	0,82	0,80	0,56		
EXPORTACIONES:												
Crecimiento de exportaciones extra-UEM	0,59	0,79	0,82	0,55	0,20	0,28	0,55	0,44	0,07	-0,06		
Cartera de pedidos exteriores (Enc. industrial CE)	0,23	0,53	0,75	0,81	0,71	-0,18	0,01	0,27	0,50	0,61		
Expectativas de exportación (Enc. industrial CE)	0,51	0,76	0,87	0,77	0,49	-0,06	0,18	0,53	0,67	0,64		
CONSUMO PRIVADO:												
Crecimiento de las ventas al por menor	0,75	0,79	0,88	0,71	0,62	0,24	-0,13	0,35	0,19	0,17		
Indicador de confianza (Enc. consumo CE)	0,64	0,75	0,78	0,76	0,69	0,18	0,29	0,38	0,38	0,38		
Situación económica general (Enc. consumo CE)	0,62	0,74	0,81	0,83	0,78	0,17	0,27	0,37	0,39	0,40		
Expectativas situación económica (Enc. consumo CE)	0,69	0,77	0,76	0,67	0,55	0,23	0,32	0,42	0,38	0,35		
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO:												
Indicador de confianza (Enc. industrial CE)	0,59	0,73	0,80	0,76	0,62	0,20	0,29	0,43	0,55	0,54		
Utilización capacidad productiva (Enc. industrial CE)	-0,40	-0,62	-0,78	-0,84	-0,80	-0,03	-0,15	-0,32	-0,48	-0,57		
Capacidad productiva instalada (Enc. industrial CE)	0,30	0,53	0,71	0,82	0,84	-0,01	0,10	0,24	0,40	0,55		
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO CONSTRUCCIÓN:												
Crecimiento del IPI de construcción	0,25	0,42	0,81	0,39	0,17	-0,13	-0,03	0,48	-0,23	0,17		
Indicador de confianza (Enc. construcción CE)	0,19	0,31	0,43	0,43	0,40	0,02	0,01	0,10	0,13	0,16		
Pedidos construcción (Enc. construcción CE)	0,18	0,29	0,38	0,39	0,38	0,03	0,02	0,09	0,12	0,16		
Tendencia actividad reciente (Enc. construcción CE)	0,21	0,35	0,49	0,49	0,37	0,04	-0,02	0,11	0,16	0,19		
VARIACIÓN DE EXISTENCIAS (Contribución al crecimiento del PIB):												
Existencias (Enc. industrial CE)	-0,47	-0,70	-0,77	-0,67	-0,46	-0,06	-0,22	-0,30	-0,31	-0,25		
Existencias inputs PMI manufacturas (Reuters)	-0,06	0,14	0,36	0,39	0,27	-0,10	-0,26	0,11	0,23	0,22		
EMPLEO:												
Expectativas de empleo (Enc. industrial CE)	0,80	0,89	0,93	0,90	0,82	0,57	0,70	0,81	0,88	0,90		
Evolución del empleo reciente (Enc. servicios CE)	0,83	0,81	0,78	0,69	0,57	0,76	0,74	0,76	0,77	0,68		
Expectativas de empleo (Enc. servicios CE)	0,88	0,94	0,95	0,88	0,78	0,66	0,75	0,88	0,92	0,85		
Expectativas de empleo (Enc. minoristas CE)	0,51	0,64	0,72	0,74	0,71	0,26	0,39	0,54	0,64	0,72		
Expectativas de empleo (Enc. construcción CE)	0,39	0,52	0,61	0,64	0,66	0,14	0,29	0,46	0,52	0,58		
Desempleo próximos 12 meses (Enc. consumo CE)	-0,80	-0,86	-0,87	-0,85	-0,79	-0,61	-0,71	-0,79	-0,85	-0,87		
Empleo PMI manufacturas (Reuters)	0,84	0,86	0,80	0,66	0,48	0,64	0,74	0,84	0,84	0,69		
Empleo PMI servicios (Reuters)	0,91	0,94	0,95	0,89	0,81	0,72	0,80	0,90	0,91	0,87		
Empleo PMI compuesto (Reuters)	0,89	0,93	0,93	0,86	0,77	0,70	0,78	0,89	0,91	0,85		

FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

a. Los adelantos o retrasos se cifran en trimestres. Las cifras sombreadas indican la correlación más elevada.

LAS FACILIDADES FINANCIERAS DEL FMI: SEÑALIZACIÓN FREnte A ASEGUramiento

Las facilidades financieras del FMI: señalización frente a aseguramiento

Este artículo ha sido elaborado por Javier Díaz Cassou, María Jesús Fernández y Santiago Fernández de Lis, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

Introducción

Desde el pasado año 2005, el FMI ha llevado a cabo un proceso de revisión de su estrategia a medio plazo, en buena medida como respuesta al debate sobre su papel en las crisis financieras de la segunda mitad de los noventa y primeros años de la década actual. No hay duda de que la globalización ha alterado significativamente el papel del FMI y ha puesto de manifiesto ciertas deficiencias en sus funciones y en los instrumentos para desarrollarlas. Este debate ha servido para reflexionar sobre su papel en una economía internacional en la que apenas existe un marco de cooperación formal entre las autoridades nacionales y en la que la creciente integración financiera ha permitido a muchas economías emergentes beneficiarse de un acceso sin precedentes a los mercados financieros, pero que lleva aparejada una gran vulnerabilidad frente a reversiones súbitas de los flujos de capital. El papel de la financiación oficial en la prevención y resolución de crisis; cómo debe responder el FMI a un contexto como el actual, caracterizado por desequilibrios globales crecientes; y la acumulación de reservas en buen número de economías emergentes, que por un lado denota una voluntad de auto-aseguramiento para no depender de esta institución, y por otro contribuye a agravar estos desequilibrios globales, son algunas de las cuestiones que se han abordado en los últimos meses, en el marco de la revisión estratégica¹. El pago anticipado de la deuda pendiente al FMI por parte de Brasil y Argentina —a finales de 2005 y principios de 2006, respectivamente— ha alimentado adicionalmente el debate sobre su papel en la financiación de los países en crisis.

En términos generales, puede decirse que su gestión ha levantado críticas tanto por el lado de los prestatarios como por el de los acreedores. Para los países acreedores, los grandes paquetes de rescate han contribuido principalmente a una distorsión de los incentivos, tanto de los inversores —para una adecuada valoración de los riesgos— como de las autoridades de los países —para adoptar políticas económicas apropiadas—. En opinión de los países prestatarios, sin embargo, los programas financieros del FMI han tendido a imponer ajustes domésticos demasiado exigentes, y ni su volumen de asistencia ha sido suficientemente predecible, ni sus términos se han adaptado a las circunstancias de cada crisis.

Una de las discusiones más interesantes en relación con el papel de la financiación oficial en las economías emergentes es en qué medida existe un vacío entre las funciones de supervisión y de financiación del FMI, que podría aconsejar o bien un reforzamiento de su función de señalización —esto es, de su capacidad para emitir señales sobre las políticas económicas de sus miembros que influyan en las decisiones de los inversores internacionales—, o bien una ampliación de su gama de líneas de financiación con algún instrumento orientado al aseguramiento que garantizase —siempre bajo determinadas condiciones— un acceso a sus recursos predecible en volumen y plazos en casos de perturbaciones exógenas adversas.

En este artículo se exponen de forma somera el contexto y los términos en que se plantea este debate, por su actualidad y relevancia dentro de las discusiones sobre arquitectura financiera internacional.

1. Véase FMI (2005).

La primera manifestación del impacto de la globalización sobre la naturaleza de las crisis de balanza de pagos en las economías emergentes fue la crisis mexicana de 1994-1995. En respuesta a esta crisis, el FMI lideró un paquete de rescate sin precedentes en la historia del sistema financiero internacional: cerca de 48.000 millones de dólares, 18.000 millones de los cuales fueron proporcionados por la propia institución, equivalentes al 688% de su cuota². Pocos años después, el FMI volvió a conceder paquetes financieros extraordinarios en el contexto de la crisis asiática de 1997-1998: 21.000 millones de dólares a Corea, equivalentes al 1.940% de su cuota, 10.000 millones a Indonesia, equivalentes al 490% de su cuota, y 4.000 millones a Tailandia, equivalentes al 505% de su cuota³.

Ante la virulencia y cada vez mayor frecuencia de estas crisis por cuenta de capital, el FMI decidió dotarse de dos nuevos instrumentos. En primer lugar, una nueva línea de financiación, el Servicio de Complementación de Reservas —SRF, por sus siglas en inglés—, con objeto de dar adecuada respuesta a necesidades de financiación a gran escala y corto plazo, derivadas de una reversión súbita de los flujos de capital. Y, en segundo lugar, de un instrumento de aseguramiento, la Línea de Crédito Contingente —CCL, por sus siglas en inglés—, que extendiera la función financiera del FMI al ámbito de la prevención de crisis, concediendo un cierto grado de aseguramiento ante los efectos sistémicos de dichas crisis. Ello pone de manifiesto la importancia que a finales de la década de los noventa se otorgaba a la provisión de asistencia financiera oficial en la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional y que queda plasmada en las propuestas de consolidar la institución como un cuasi-prestamista de última instancia a nivel internacional, asemejando su papel al que desempeñan los bancos centrales en el ámbito nacional⁴.

No obstante, a medida que el FMI iba poniendo a disposición de los países paquetes de financiación cada vez más cuantiosos, empezaron a surgir voces muy críticas que argumentaban que los recursos estaban sirviendo principalmente para devolver las deudas a los acreedores privados y liberarles de asumir su parte en el coste de las crisis financieras, contribuyendo de esta forma a una distorsión de los incentivos del sector privado para una adecuada valoración del riesgo de sus inversiones internacionales —riesgo moral—. Según esta línea de argumentación, la distorsión de incentivos también se observaba en las autoridades de los propios países emergentes, que tendían a adoptar políticas económicas más laxas, al saber que el FMI acudiría a su rescate con financiación suficiente.

El debate sobre el riesgo moral que podrían generar los programas del FMI, junto con la constatación de que este no podría disponer de recursos suficientes para actuar como un cuasi-prestamista de última instancia, llevó a la comunidad internacional a replantearse el marco de resolución de crisis y a adoptar dos medidas importantes para reformarlo. En primer lugar, y como resultado del debate sobre el papel del sector privado en la resolución de crisis, se adoptó, en el año 2001, el denominado Marco de Praga⁵, en el que se estableció que el sector público y el sector privado han de asumir su parte correspondiente del coste financiero de una crisis cuando se produzca. El objetivo que se pretendía es equilibrar las contribuciones de ambos sectores en la resolución de crisis y consolidar la disciplina de mercado como pie-

2. Los países miembros acceden a los recursos del FMI en función de su cuota. En virtud de los límites normales de acceso, un país puede acceder en un año a un volumen de recursos equivalente al 100% de su cuota, y al 300% acumulado en tres años. 3. Estos programas del Fondo fueron complementados con recursos del Banco Asiático de Desarrollo, del Banco Mundial y bilaterales hasta alcanzar paquetes de rescate con un volumen de 57.000 millones de dólares en el caso coreano, 36.000 millones en el indonesio y 16.700 millones en el tailandés. 4. Véase Fischer (2000). 5. El Marco de resolución de crisis acordado en Praga establece que las necesidades de financiación que surjan en un episodio de crisis de balanza de pagos, una vez descontado el correspondiente ajuste doméstico, deberán ser cubiertas por los siguientes componentes: i) la provisión de financiación oficial; ii) la catálisis «espontánea» de flujos financieros privados, y iii) la asunción de pérdidas de manera más o menos coercitiva por parte del sector privado (*Private Sector Involvement*).

dra angular del funcionamiento del sistema financiero internacional. En segundo lugar, en relación con el acceso a los recursos de la institución, se adoptó en el año 2002 la política de acceso excepcional, que tiene por objeto restringir la discrecionalidad con la que hasta entonces el FMI había otorgado recursos por encima de los límites normales de acceso y, al mismo tiempo, aumentar la claridad y predictibilidad del sistema. En consecuencia, a partir de ese momento, se establecieron una serie de condiciones para el acceso a los recursos por encima de los límites: i) que el país esté experimentando presiones extraordinarias en su balanza de pagos; ii) que su nivel de deuda sea sostenible; iii) que existan razones fundadas para pensar que el país logrará recuperar el acceso a los mercados antes de la expiración del programa, y iv) que se den las condiciones para una adecuada ejecución de las políticas de ajuste asociadas al programa del FMI. Asimismo, se incorporó una «cláusula de circunstancias excepcionales» para el caso en que no se cumpla alguna de estas condiciones.

En definitiva, desde el año 2000, la comunidad internacional ha pretendido reducir el peso de la financiación oficial en la resolución de crisis. Ahora bien, la aplicación en la práctica de esta política ha suscitado controversia. Algunos casos que han planteado dudas sobre la aplicación de este marco son: i) la extensión en 2003 del programa brasileño de 2002, de naturaleza preventiva, que, como tal, quedaba en principio fuera de la política de acceso excepcional, al ser la presión sobre la balanza de pagos «potencial» y no real; ii) el programa argentino de 2003, que se concedió a pesar de la evidencia de que el saldo de deuda del país era insostenible, y iii) los programas turco y uruguayo de 2005, que se concedieron en ausencia de presiones extraordinarias sobre la balanza de pagos.

Las dificultades para proceder a una aplicación estricta de la política de acceso excepcional han puesto de manifiesto los problemas para aplicar de forma consistente el esquema de resolución de crisis que se había diseñado y han reavivado el debate sobre el papel que debe jugar la financiación del FMI en la arquitectura financiera internacional. Para unos, limitar los problemas de riesgo moral sigue siendo el objetivo prioritario y, en consecuencia, defienden el establecimiento de límites a la capacidad de financiación de la institución, una aplicación estricta del Marco de Praga y de la política de acceso excepcional y un reforzamiento de su función de supervisión —o de señalización—. Para otros, sin embargo, la existencia de fallos de mercado en el sistema financiero internacional y los efectos sistémicos de las crisis financieras justifican el reforzamiento de las redes de seguridad del sistema financiero internacional, y defienden la creación de un nuevo instrumento de aseguramiento como medio de prevención y, eventualmente, de resolución de crisis; en su opinión, las dificultades que se plantean en la aplicación del marco de acceso excepcional no se deben tanto a una aplicación incorrecta sino más bien a un problema de diseño inadecuado.

Los términos del debate: señalización frente a aseguramiento

Dos de las funciones más importantes que realiza el FMI son las de señalización y aseguramiento. Por señalización se entiende la capacidad de la institución para emitir señales que ejerzan una influencia sobre la decisiones de los inversores internacionales o la comunidad de donantes —en el caso de los países de bajos ingresos—, al otorgar un «sello de aprobación» al marco de políticas aplicado por sus países miembros. Básicamente, el FMI emite señales mediante: i) sus instrumentos de supervisión, por ejemplo, los informes que hace anualmente sobre las economías de los países miembros⁶, y ii) los programas y las subsiguientes revisiones del cumplimiento de la condicionalidad⁷ que dichos programas incorporan. Por su parte, por aseguramiento, se hace referencia a la posibilidad de acceso a los recursos de la institución que tienen los países miembros —en función de su cuota— y que les proporciona un cierto «seguro» frente a eventuales necesidades de balanza de pagos.

6. Estos informes se denominan informes en virtud del artículo IV. 7. Véase Serra (2003).

El proceso de globalización financiera ha aumentado la relevancia de ambas funciones, sobre todo a la vista de los efectos tan adversos que se pueden derivar de reversiones súbitas de los flujos de capitales, como las que afectaron a un cierto número de economías emergentes desde mediados de la década de los noventa. Ahora bien, la comunidad internacional no tiene una postura unánime sobre el peso que debería tener cada una de estas funciones en la nueva arquitectura financiera internacional, lo que implica, en definitiva, que no existe un consenso sobre el papel que debe desempeñar la financiación oficial en la prevención y resolución de crisis en un entorno globalizado. El debate sobre el peso que debería dar el FMI a su función de señalización frente a su función de aseguramiento en las economías emergentes se fundamenta en concepciones distintas sobre cuestiones de fondo tan importantes como: i) el origen y la naturaleza de las crisis de balanza de pagos en estas economías; ii) el impacto de la financiación del FMI sobre los incentivos de los agentes; iii) el efecto catalítico de su intervención sobre los flujos financieros privados; iv) la capacidad financiera del Fondo, y v) las demandas de los países emergentes en una economía internacional crecientemente globalizada.

EL ORIGEN Y NATURALEZA
DE LAS CRISIS DE BALANZA DE
PAGOS EN LOS MERCADOS
EMERGENTES

De forma mayoritaria se reconoce que existen dos factores clave para explicar las dinámicas que han caracterizado las crisis financieras de la última década: i) la aplicación de políticas macroeconómicas inconsistentes, y ii) la existencia de fallos en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Ahora bien, no existe el mismo consenso sobre la importancia relativa que tiene cada uno de estos factores. Los que consideran que priman los fallos de política económica tienden a defender el reforzamiento de mecanismos de señalización, que permitan a los inversores internacionales distinguir mejor entre los países comprometidos con un marco de políticas sostenible y aquellos que no lo están, en la confianza de que la disciplina de mercado se ocupará de recompensar a aquellos y penalizar a estos. Sin embargo, los que consideran que priman los fallos de mercado tienden a defender la necesidad de mejorar los mecanismos de aseguramiento, ya que consideran que la liberalización de la cuenta de capital y la integración financiera internacional pueden conllevar riesgos muy significativos para las economías emergentes, sobre los que las autoridades apenas tienen, en ocasiones, capacidad de influencia.

La necesidad de que el FMI articule mecanismos de señalización obedece a dos motivos: las asimetrías en la información y el reforzamiento de los incentivos para la adopción de políticas económicas saneadas. Por un lado, en la medida en que las acciones de las autoridades de un país no sean directamente observables por los inversores internacionales, estas tendrían incentivos para no respetar las promesas realizadas para atraer inversión extranjera, lo que a la larga tendería a reducir los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Lógicamente, estos menores flujos de capital tendrían un coste elevado en términos de menor crecimiento económico, menor eficiencia en la intermediación financiera y peor asignación de recursos a nivel internacional. Asimismo, la lógica de un mecanismo de señalización responde a la conveniencia de incentivar a los países miembros a demostrar su compromiso con la ejecución de una adecuada combinación de políticas económicas. En principio, si los mecanismos de señalización funcionasen correctamente, las autoridades tendrían que asumir un coste más palpable e inmediato por desviarse de este marco de políticas⁸.

8. En el ámbito de los países de bajos ingresos la potenciación del papel señalizador del FMI tiene una justificación distinta. En estos países, los flujos financieros privados internacionales tienen una importancia marginal frente a la ayuda oficial al desarrollo. En este contexto, la señalización del FMI pretende fundamentalmente articular la división del trabajo en el seno del sector oficial. El FMI se centraría en el establecimiento de una condicionalidad macroeconómica que otorgase a los donantes unas ciertas garantías sobre la sostenibilidad de las políticas implementadas por los países. Son los donantes y no el FMI los que aportarían los recursos financieros, entre otras razones porque en estos países los desequilibrios de balanza de pagos tienden a explicarse por factores estructurales, que requieren la puesta en marcha de proyectos y estrategias de desarrollo a más largo plazo, más propias del mandato de instituciones como el Banco Mundial o los bancos regionales de desarrollo.

Por su parte, la conveniencia de articular un mecanismo de aseguramiento responde a los problemas de equilibrios múltiples que tienden a afectar a los mercados emergentes cuando se enfrentan a una crisis de liquidez. Debido a una falta de coordinación de los acreedores, si surge un problema de iliquidez estos tienden a no conceder una extensión de los vencimientos de los préstamos, a pesar de que, si abordasen esta extensión de forma colectiva, el país podría mantenerse en una mejor situación y las distintas partes involucradas tendrían que asumir un coste menor. Este problema de falta de coordinación viene agravado por el carácter auto-confirmedo de las expectativas de los mercados financieros, de manera que, a medida que los inversores pierden la confianza en un país y empiezan a salir los capitales, la situación empeora y el proceso tiende a retroalimentarse. Esta interpretación de las crisis de balanza de pagos también se sustenta en la existencia de problemas informativos, que llevan a que los inversores no sean capaces de distinguir entre una situación de iliquidez y una situación de insolvencia, activando así las dinámicas adversas de mercado descritas más arriba. La presencia de un mecanismo de aseguramiento ayudaría a «coordinar» a los agentes, evitando que se activen estas dinámicas de mercado y, por tanto, que una crisis de liquidez desemboque en una situación de insolvencia, cuyo coste económico sería mucho mayor.

EL IMPACTO DE LA FINANCIACIÓN DEL FMI SOBRE LOS INCENTIVOS DE LOS AGENTES

Como se ha mencionado anteriormente, buena parte del debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional ha girado en torno a los problemas de riesgo moral que plantean los programas del FMI, fundamentalmente aquellos que suponen un acceso excepcionalmente elevado a sus recursos. Esta línea de argumentación condujo a limitar la financiación del FMI mediante el Marco de Praga y la política de acceso excepcional. Más recientemente, la discusión sobre la introducción de programas «sin financiación» constituye un paso más en la línea de reducir el papel de la financiación del FMI y reforzar su papel señalizador. Con ello se pretende limitar los problemas de riesgo moral y consolidar la importancia de la disciplina de mercado como eje fundamental del proceso de formación de las expectativas e incentivos de los agentes.

Sin embargo, los resultados de la literatura empírica sobre el riesgo moral inducido por el FMI no refrendan la línea de argumentación que se acaba de exponer. La literatura, que se ha concentrado en el análisis del riesgo moral del lado de los acreedores, ha estudiado el impacto de los programas del FMI sobre los diferenciales soberanos y el precio de determinados activos financieros y, en general, no ha encontrado una evidencia sólida de la existencia de un problema significativo de riesgo moral. Da la impresión de que sí hubo un problema de riesgo moral en el caso de la crisis asiática, en parte debido al precedente del rescate mexicano de 1995. Sin embargo, la decisión de no conceder un programa financiero a Rusia en 1998 —un país que a priori parecía «demasiado grande para caer»— posiblemente indujo a una reconsideración de las expectativas de los mercados internacionales sobre la disponibilidad de financiación oficial para países en crisis, reconsideración que se habría agudizado tras la crisis argentina de 2001. La literatura empírica, aunque de manera no unánime, tiende a confirmar esta impresión: tras la experiencia de Rusia, los inversores internacionales han discriminado más entre los mercados emergentes, otorgando una mayor atención a la evolución de sus fundamentos y haciendo, por tanto, una mejor valoración de sus riesgos, evolución a la que no ha sido ajena, en todo caso, la mejora en la transparencia registrada desde entonces⁹.

Adicionalmente, se ha argumentado que el riesgo moral es una característica inevitable de cualquier tipo de intervención que pretenda mitigar un determinado «riesgo de catástrofe», lo que no justifica la política de «no intervención». Un cierto riesgo moral asociado a la presencia

9. Sobre esta mejora de la transparencia, véase M. de Las Casas, S. Fernández de Lis, E. González-Mota y C. Mirasalama (2004).

del FMI como mecanismo de protección financiera internacional debe aceptarse, según esta línea de argumentación, de la misma manera que se acepta a nivel doméstico el riesgo moral derivado del papel de los bancos centrales como prestamistas de última instancia o de los mecanismos de seguro de depósitos. Ello no significa que no deban tomarse medidas para tratar de mitigar las distorsiones que pueda generar, sobre los incentivos de los agentes, el mecanismo de protección dispuesto por el FMI. Pero el objetivo de reducir el riesgo moral asociado a su financiación debe equilibrarse con otros objetivos de la institución, como el fortalecimiento de la estabilidad financiera internacional o la prevención y resolución de crisis. En otras palabras: es necesario alcanzar un equilibrio entre «riesgo moral» y «riesgo de catástrofe», teniendo en cuenta que las medidas tendentes a reducir uno suponen con frecuencia un aumento del otro.

En estos argumentos y en los resultados de la evidencia empírica se apoyan los defensores del fortalecimiento del papel asegurador del FMI. Subrayan que se ha exagerado la importancia otorgada al riesgo moral y que no todos los efectos derivados de la financiación del FMI sobre los incentivos de los agentes son negativos. En la medida en que las autoridades de los países evalúan los costes y beneficios de su integración financiera en la economía mundial, la presencia de una red de protección, articulada mediante la función de aseguramiento del FMI, podría inclinar la balanza del lado de una profundización de los procesos de liberalización financiera. Ello resultaría beneficioso tanto para las economías emergentes, que, presumiblemente, obtendrían mayores volúmenes de inversión internacional, como para el funcionamiento del sistema financiero internacional, al permitir una mejor diversificación del riesgo a escala global.

EL EFECTO CATALÍTICO DEL FMI

La relevancia del papel del FMI como mecanismo de señalización se basa fundamentalmente en la premisa de que la institución puede ejercer una influencia significativa sobre las decisiones de los agentes, mediante la emisión de señales tales como la divulgación de los resultados de la supervisión bilateral, el anuncio de un programa o la revisión favorable del cumplimiento de su condicionalidad. Una de las razones principales es que la información tiene algunas de las características de un bien público, con lo que los agentes tienden a dedicar un volumen de recursos muy limitado a su obtención y a recurrir a los informes de terceros para tomar sus decisiones de inversión. En las operaciones financieras transnacionales este problema viene agravado por el hecho de que la información es más dispersa y difícil de obtener, especialmente en el caso de economías emergentes y países de bajos ingresos, que tienden a ser menos transparentes y a tener una menor calidad en los datos económicos. Este fallo de mercado en el ámbito informativo justificaría una intervención pública y el FMI, por su acervo intelectual, su carácter global y su mandato, debería ser la institución más indicada para actuar como «evaluador delegado» de los agentes de mercado, mediante la emisión de señales sobre las condiciones económicas en sus Estados miembros.

Sin embargo, los resultados de la literatura empírica sobre el papel catalítico del FMI no parecen sustentar esta idea. La mayoría de los estudios encuentran que la institución ha tendido a sobreestimar su impacto catalítico y tan solo bajo determinadas circunstancias muy concretas en los países, y en función de aspectos como la relación entre el país y el FMI o el formato y la condicionalidad del programa, se ha encontrado un efecto catalítico significativo¹⁰.

10. Incluso algunos estudios encuentran un impacto negativo de los programas sobre los flujos privados de capitales a un país, si bien ello puede deberse a cuestiones no resueltas en las especificaciones econométricas utilizadas y, especialmente, a un problema de selección de muestra. Para una revisión en profundidad del efecto catalítico del FMI, véase J. Díaz Cassou, A. García Herrero y L. Molina (2005).

Quizá uno de los factores que está contribuyendo a limitar el impacto de las señales del FMI sea que cada vez es mayor la disponibilidad y calidad de las fuentes de información privada sobre los mercados emergentes, lo que, lógicamente, tiende a erosionar la superioridad informativa del FMI y, por tanto, su capacidad de influencia sobre los inversores privados. En sí mismo, este desarrollo debilita la argumentación en favor de la introducción de facilidades sin financiación, ya que una mayor disponibilidad de información privada mitiga las asimetrías y fallos de mercado que podrían justificar una intervención pública en el ámbito de la señalización. Es más, si la evidencia empírica pone de manifiesto que el efecto catalítico de los programas financieros del FMI ha tendido a ser inferior al que se hubiera esperado, cabe preguntarse cuál podría ser este efecto catalítico en el caso de un programa sin financiación, incluso si el país en cuestión se comprometiera a cumplir una condicionalidad similar a la de un programa con financiación, supuesto discutible, en la medida en que, sin el incentivo de los sucesivos desembolsos de un programa convencional, se debilita la palanca del FMI para hacer que la condicionalidad se cumpla.

LA CAPACIDAD FINANCIERA DEL FMI

Otro de los puntos clave del debate es si el FMI puede disponer de los recursos necesarios para desempeñar una función explícita de aseguramiento o si, por el contrario, deben reconocerse sus limitaciones financieras y, sobre esta base, apoyar más bien una potenciación de su función señalizadora.

Lógicamente, la credibilidad del FMI como mecanismo de aseguramiento dependería esencialmente de su capacidad para movilizar recursos a una escala suficiente como para evitar que entren en funcionamiento las dinámicas de una crisis financiera auto-confirmada. A diferencia de otras instituciones financieras internacionales, el FMI funciona esencialmente como una «cooperativa», con capacidad reducida para actuar como intermediario financiero. Tiene unas limitaciones financieras claramente definidas, que tan solo pueden superarse mediante las revisiones periódicas de las cuotas de sus Estados miembros, y, a pesar de que su situación actual de liquidez es muy holgada —se sitúa en máximos históricos—, lo cierto es que su peso relativo en la economía mundial se ha ido reduciendo en los últimos años al compás del rápido crecimiento de los flujos de capitales privados hacia los países emergentes, que han pasado desde niveles de en torno a 15.000 millones de dólares anuales en los años setenta y ochenta a más de 200.000 millones de dólares en el año 2004. La volatilidad de estos flujos de capital ha llevado a que los problemas de balanza de pagos hayan tendido a desplazarse desde la cuenta corriente a la cuenta de capital.

Por todo ello, uno de los principales argumentos en contra del establecimiento de un mecanismo de aseguramiento es que, para que tuviera un impacto significativo, tendría que aumentar el tamaño de la institución muy por encima de lo que puede considerarse factible bajo el actual sistema de cuotas. Ahora bien, frente a este argumento se ha planteado que, en la medida en que un mecanismo de aseguramiento constituiría principalmente un instrumento de prevención de crisis, es probable que redujera su frecuencia y que, por tanto, no ejerciera una presión adicional tan elevada sobre los recursos del FMI. Por otra parte, tal y como se puso de manifiesto en la crisis argentina, una mayor capacidad de los inversores internacionales para discriminar entre los mercados emergentes ha llevado a una moderación de los fenómenos de contagio, lo cual también tendería a reducir los requerimientos financieros de un mecanismo de aseguramiento.

LA DEMANDA DE LOS PAÍSES EMERGENTES

Hay razones para pensar que es reducido el interés de las economías emergentes por un mecanismo de señalización en línea con las facilidades sin financiación. Estos países apenas han expresado interés por este tipo de facilidades e incluso han llegado a manifestar en algu-

Propuestas que se han planteado para la introducción de instrumentos de señalización y aseguramiento

PROPUESTAS DE INSTRUMENTOS DE SEÑALIZACIÓN

nos foros¹¹ su oposición a su introducción. La impresión que predomina es que las economías emergentes, especialmente las asiáticas, están demandando más bien mecanismos de tipo aseguramiento que permitan limitar los riesgos derivados de reversiones súbitas en los flujos de capital. Dos indicaciones de ello serían, por un lado, la acumulación de reservas que están llevando a cabo durante los últimos años¹², y, por otro, la firma de acuerdos regionales de swaps de reservas, como la iniciativa Chiang Mai¹³. Ambos desarrollos ponen de manifiesto una voluntad de auto-aseguramiento que, a su vez, ha sido interpretada como una tendencia de algunos países emergentes a desvincularse del FMI, ante la incapacidad de la institución para cubrir sus necesidades¹⁴, impresión que se ha visto acentuada por la decisión reciente de Brasil y Argentina de cancelar sus programas con el Fondo.

Una facilidad sin financiación vendría a someter a los países que la contratasen a una condicionalidad que, idealmente, debería ser similar a la de un programa tradicional, con revisiones periódicas a aprobar por el Directorio Ejecutivo, pero sin incorporar ningún tipo de compromiso financiero por parte de la institución. Este tipo de instrumento estaría dirigido fundamentalmente a países con vulnerabilidades, pero para los que un programa tradicional no se justifica por no tener un problema inmediato de balanza de pagos. Se argumenta que, en estos casos, la supervisión ordinaria no proporciona un «sello de aprobación» suficiente a las políticas de ajuste del país y que la aceptación sin contrapartidas de la condicionalidad de un programa sin financiación señalizaría en mayor medida su compromiso con políticas económicas saneadas, lo que podría catalizar una mayor cantidad de flujos de financiación privados —o de financiación de la comunidad de donantes, en el caso de países de bajos ingresos—; de hecho, para estos últimos países ya se ha llegado a un consenso sobre el potencial de estas facilidades sin financiación y se acaba de aprobar un nuevo instrumento denominado Instrumento de Apoyo de Políticas [Económicas] —PSI, por sus siglas en inglés—. Asimismo, se ha señalado que estas facilidades podrían ser particularmente útiles para articular estrategias de salida a la financiación del FMI¹⁵.

Al plantear este tipo de instrumento y tratar de diseñarlo hay que tener presente, como ya se ha mencionado —y ha reconocido el propio FMI—, que, en términos generales, el impacto de la señalización de la institución ha sido menor de lo esperado¹⁶, en buena medida porque la institución ha tendido a ser muy reacia a la emisión de señales negativas, para evitar generar dinámicas adversas de mercado, lo que ha llevado a perder credibilidad en la emisión de señales positivas.

Un elemento clave en el diseño de las facilidades sin financiación será la condicionalidad que las mismas deberían incorporar y que, en principio, debería ser equivalente a la de los programas tradicionales del FMI, que es bien conocida por los agentes del mercado. Otra cuestión más difícil de resolver es la del vínculo que deberían tener estas facilidades sin financiación con los programas tradicionales con financiación. En caso de que surgiera una dificultad de

11. El G-24 se ha manifestado abiertamente en contra de las facilidades sin financiación (Comunicado del G-24, octubre de 2004). **12.** El volumen mundial de reservas internacionales ha aumentado de 1,2 billones de dólares en 1995 a 3,8 billones de dólares en 2005. Aproximadamente el 65% de estas reservas está actualmente en manos de mercados emergentes, frente a un 38% en 1995. **13.** Desde el año 2000, participan en esta iniciativa los países miembros de ASEAN más China, Japón y Corea del Sur (ASEAN+3). **14.** Otras explicaciones de la pérdida de influencia del FMI en Asia son la insatisfacción con el funcionamiento de los órganos de gobierno de la institución (problemas de voz y representación) y con la respuesta del FMI a la crisis asiática de 1997-1998. **15.** La institución ya dispone de instrumentos de supervisión reforzada para países que están saliendo de un programa con financiación, como son los Programas de Seguimiento del Staff —SMP, por sus siglas en inglés— o los Programas de Seguimiento Post-programa —PPM, por sus siglas en inglés—. Sin embargo, la debilidad de las señales emitidas por estos instrumentos ha llevado a muchos países a solicitar programas posteriores con financiación, a medida que fueron expirando sus facilidades, agudizando así el problema del uso prolongado de los recursos del FMI y, por tanto, debilitando el carácter rotatorio de los mismos, que constituye uno de los principios fundacionales de la institución. **16.** Véase FMI (2004).

PROPUESTAS DE INSTRUMENTOS
DE ASEGURAMIENTO

balanza de pagos durante el período de duración del programa sin financiación resultaría difícil encontrar argumentos para denegar la concesión de un programa con financiación, dado que el país estaría ya cumpliendo con los términos de una condicionalidad equivalente a la de este segundo tipo de programas.

Hasta el momento, aunque las propuestas de aseguramiento que se han planteado son muy distintas, todas presentan algunas semejanzas significativas. En primer lugar, un mecanismo de aseguramiento debería incorporar un tamaño de recursos financieros suficiente como para frenar las dinámicas adversas que pueden desatarse ante una perturbación externa, en un contexto de equilibrios múltiples y expectativas auto-confirmadas; dado el tamaño de los mercados financieros y de las crisis financieras potenciales, un mecanismo de este tipo no puede ajustarse de manera estricta a los límites normales de acceso a los recursos del FMI. En segundo lugar, un mecanismo de aseguramiento debería poner los recursos a disposición de los países con suficiente rapidez (aunque no necesariamente de manera automática) una vez que se produce la contingencia cubierta por el mecanismo de aseguramiento, de forma que se detenga a tiempo la dinámica, en ocasiones muy rápida, que caracteriza a las crisis auto-confirmadas. En tercer lugar, el volumen y las condiciones de la financiación a las que se va a poder acceder con un instrumento de este tipo deberían conocerse ex ante, para clarificar las reglas del juego, tanto para los potenciales prestatarios como para los participantes en los mercados financieros. En cuarto lugar, y para mitigar los problemas de riesgo moral que pudiera generar este instrumento, debería ponerse a disposición únicamente de aquellos países que aplicaran políticas macroeconómicas prudentes. Las distintas propuestas incluyen, por tanto, algún componente de condicionalidad ex ante que suele articularse mediante un mecanismo de pre-cualificación.

La propuesta de aseguramiento más extendida y la más sencilla de aplicar sería ampliar la política de acceso excepcional para dar cabida a los programas preventivos¹⁷. La primera condición del marco de acceso excepcional establece que los límites normales de acceso pueden superarse únicamente por países que estén experimentando presiones extraordinarias de balanza de pagos. Esta condición deja fuera a los programas preventivos, ya que se conceden para hacer frente a problemas potenciales de balanza de pagos. Ahora bien, existen antecedentes de programas preventivos que se han concedido por encima de los límites normales de acceso, como es el caso de la extensión que se hizo en el año 2003 del programa de Brasil aprobado en 2002¹⁸, una extensión que se hizo apelando a la cláusula de circunstancias excepcionales.

Un segundo tipo de propuestas¹⁹ consiste en hacer de los límites normales de acceso a la financiación del FMI una variable dinámica, determinada por el historial de políticas aplicadas por cada país. Así, a medida que un país perseverase en la aplicación de políticas macroeconómicas y estructurales prudentes, vería aumentar su nivel de acceso a los recursos del FMI y, por tanto, el grado de aseguramiento otorgado por la institución. Este enfoque plantea algunas ventajas. En primer lugar, se extendería a todos los miembros del FMI, con lo que se

17. Los programas preventivos son líneas de financiación que el FMI pone a disposición de los países pero que estos se comprometen a no utilizar a menos que sea estrictamente necesario, esto es, a no ser que un problema potencial de balanza de pagos se materialice realmente. **18.** En diciembre de 2003 se procedió a una extensión y ampliación por 6.600 millones de dólares del programa brasileño aprobado originalmente en septiembre de 2002. Las autoridades brasileñas anunciaron en aquel momento su intención de no hacer uso de los recursos del programa, con lo que el mismo pasaba a tener naturaleza preventiva. Existe un amplio consenso en que este programa preventivo ha facilitado a Brasil una salida ordenada de la relación financiera con el FMI. Ello se puso de manifiesto el pasado mes de marzo de 2005, con el anuncio de las autoridades brasileñas de que no solicitarían una renovación del programa del FMI que expiraba en aquel momento y con la cancelación definitiva del programa en diciembre de 2005. **19.** Véanse Rajan (2005), y Ostry y Zettelmeyer (2005).

limitaría la discrecionalidad y se reforzaría la predecibilidad y universalidad del esquema de prevención y resolución de crisis, que es uno de los objetivos de la reforma de la arquitectura financiera internacional. En segundo lugar, se estarían dando incentivos adecuados y, por tanto, limitando los problemas de riesgo moral. Y, en tercer lugar, se estarían emitiendo señales continuas sobre la «calidad» del marco de políticas implementadas de los países, con lo que, en principio, se mitigaría el impacto negativo sobre el mercado de determinadas señales discretas de activación/desactivación de la precalificación para este tipo de programas, que constituye uno de los principales problemas de muchas de las propuestas de este tipo.

Finalmente, se han avanzado varias propuestas sobre una facilidad específica de aseguramiento para las economías emergentes. La mayoría de ellas se basan en un mecanismo de precalificación según el cual solo los países con fundamentos sólidos accederían. Otras propuestas sugieren que el FMI preste a estos países cuando el diferencial de su deuda soberana traspase un determinado umbral o que se establezca una ventanilla de liquidez a un tipo de interés predeterminado²⁰.

La clave del éxito de una facilidad de este tipo estará en su diseño y, a estos efectos, la experiencia adquirida con el fracaso de la Línea de Crédito Contingente (CCL) es de gran relevancia. Esta facilidad fue creada en 1999 como instrumento preventivo para hacer frente al riesgo de contagios internacionales en aquellos mercados emergentes comprometidos con el mantenimiento de un marco prudente de políticas macroeconómicas y constituía, por tanto, un instrumento fundamentalmente de aseguramiento. Sin embargo, en el año 2003 se tuvo que dejar expirar esta facilidad porque ningún país la demandó. Su diseño había tenido importantes fallos: i) no estaba claro el impacto que su contratación podría tener en los mercados financieros internacionales: se podría interpretar como una señal de debilidad que pusiese de manifiesto la existencia de vulnerabilidades, y no tanto una mayor capacidad para afrontarlas; ii) al mismo tiempo, se planteaba un problema de salida, ya que se temía por el impacto que pudiera tener sobre los mercados una pérdida de elegibilidad para acceder a la CCL, y iii) no estaba claro el grado de automatismo en el acceso a los recursos, ya que se requería la autorización previa del Consejo de Dirección del FMI.

Los problemas de entrada y salida de la CCL estaban estrechamente vinculados con el mecanismo de pre-calificación que articulaba la condicionalidad ex ante y, en cierta medida, son inherentes a cualquier instrumento de aseguramiento. Una respuesta al estigma que pudiera constituir la contratación de una facilidad de aseguramiento podría ser el fortalecimiento de la condicionalidad. En la medida en que el mercado interpretase que los criterios que dan acceso al aseguramiento son realmente exigentes, la señal negativa que pudiera emitir la contratación de esta facilidad se vería mitigada. Ahora bien, una condicionalidad excesivamente fuerte podría llevar a que tan solo aquellos países con fundamentos muy robustos, y por tanto menos vulnerables a una crisis, pudieran acceder. De hecho, cabe plantearse cuáles serían los incentivos que tendría un país de estas características para someterse a una condicionalidad fuerte, cuando la contrapartida es la cobertura de un riesgo que se percibe como muy remoto.

Una opción para no caer en el problema de entrada de la CCL sería otorgar una elegibilidad automática a la facilidad de aseguramiento. Ello significa que los países no tendrían que contratar la herramienta de aseguramiento, sino que se universalizaría el acceso a la misma siempre que se cumplieran los criterios de pre-calificación. Sin embargo, debe estudiarse cuidadosamente el impacto que un uso generoso de esta facilidad pudiera tener sobre los recursos de la institución.

20. Véanse Cohen y Portes (2004), y Cordella y Levi-Yeyati (2005).

Por lo que se refiere a los problemas de salida, encontrar una solución resulta aún más complicado, porque cualquier instrumento que plantea una condicionalidad *ex ante* genera el riesgo de que su incumplimiento desate dinámicas adversas de mercado. Se puede pensar en maneras de moderar el impacto negativo de esta señal. En el caso de la CCL, se ha argumentado que el hecho de que los criterios de elegibilidad fueran relativamente vagos otorgaba un excesivo margen de discrecionalidad al FMI y, por tanto, introducía un factor de incertidumbre que agudizaba los problemas de salida. En principio, si se redujese esta discrecionalidad, el mercado podría monitorizar por sí mismo la elegibilidad de los distintos países y se eliminaría la necesidad de que el FMI emitiera veredictos no anticipados que tuvieran efectos desestabilizadores. Para ello, se podría instrumentar un sistema de determinación de la elegibilidad «*à la Maastricht*», basado en el cumplimiento de unos criterios que sintetizaran la robustez *ex ante* de las políticas aplicadas por los países y que fueran directamente observables por parte de los agentes de los mercados, pero no necesariamente publicados por el FMI.

Por último, una de las lecciones del fracaso de la CCL es que el vínculo entre la facilidad de aseguramiento y el acceso a los recursos del FMI debe ser rápido e inequívoco. Ello implica que debe existir una razonable certeza de que, si se produce la contingencia cubierta por el mecanismo de aseguramiento, el país accederá de manera quasi-automática a la financiación del FMI en los términos establecidos *ex ante*. Para ello es necesario: i) que exista una definición clara, operativa y observable de las contingencias cubiertas por el mecanismo de aseguramiento; ii) que se supervise y actualice con frecuencia el cumplimiento de las condiciones para el acceso por parte de los países (de manera que no transcurra un tiempo excesivo entre la pre-cualificación y la posible activación de la financiación), y iii) que se instrumenten unos procedimientos administrativos rápidos y relativamente ligeros para hacer efectiva la provisión de asistencia financiera por parte del FMI.

Conclusiones

En los últimos años se ha producido un rico debate sobre el papel del FMI en relación con las economías emergentes, que ha coincidido con la revisión estratégica más amplia del papel de la institución. La menor frecuencia de las crisis en los últimos años y la cancelación de los programas de buena parte de los países que habían experimentado crisis en los años anteriores reflejan en parte avances en la arquitectura financiera internacional, en particular en aspectos como la transparencia en las estadísticas y en las políticas económicas de estos países, el menor contagio de las crisis y las mejoras en sus fundamentos; pero, al mismo tiempo, existe una cierta preocupación sobre en qué medida el menor recurso al FMI puede también deberse a la inadecuación de sus instrumentos para proteger a los países frente a la volatilidad de los flujos de capitales inherente a mercados financieros crecientemente globalizados. La fuerte acumulación de reservas por parte de este conjunto de países parece reflejar cierta voluntad de auto-aseguramiento que avalaría esta idea.

Una de las posibles insuficiencias que se han identificado es el vacío entre la función supervisora del Fondo y su función de financiación. El debate se ha articulado en torno a la cuestión de cómo cubrir mejor este vacío, con un instrumento de señalización o con uno de aseguramiento. Los instrumentos de señalización parecen adecuados para los países de bajos ingresos, donde la información disponible es de peor calidad y la financiación procede de fuentes oficiales, y para los que la condicionalidad macroeconómica del Fondo representa una garantía de compromiso con unos fundamentos sólidos. Pero su utilidad en el caso de las economías emergentes, cuya disponibilidad de información ha mejorado significativamente y cuyas entradas de capitales proceden de flujos privados, es más dudosa.

Los instrumentos de aseguramiento parecen a priori más adecuados para las economías emergentes, que se enfrentan al riesgo de ataques especulativos, en ocasiones poco o nada

relacionados con sus fundamentos. Pero el diseño de una facilidad de este tipo tropieza con problemas complejos, derivados de la necesidad de conciliar, por un lado, un mecanismo de pre-calificación exigente y que proporcione acceso quasi-automático a los recursos de la institución y, por otro lado, un diseño que evite los problemas de entrada y de salida que condujeron al fracaso de iniciativas similares en el pasado. Se sugiere en este artículo que quizá una vía que conviene explorar sería el diseño de unos criterios objetivos —similares a los criterios de Maastricht para el acceso a la UEM— que eviten un proceso de elegibilidad potencialmente desestabilizador.

19.1.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- CASAS, M. DE LAS, S. FERNÁNDEZ DE LIS, E. GONZÁLEZ-MOTA y C. MIRA-SALAMA (2004). *Review of the progress in the reform of the international financial architecture since the Asian crisis*, Documentos Ocasionales, n.º 0407, Banco de España.
- COHEN, D., y R. PORTES (2004). *Towards a lender of first resort*, CEPR Discusión Paper n.º 4615.
- CORDELLA, T., y E. LEVI-YEYATI (2005). *A new country insurance facility*, IMF Working Paper.
- DÍAZ CASSOU, J., A. GARCÍA HERRERO y L. MOLINA (2005). *What kind of capital flows does the IMF catalyze and when*, Documento de Trabajo del Banco de España, pendiente de publicación.
- FISCHER, S. (2000). «On the need for an international lender of last resort», *Essays in International Economics*, n.º 220, Princeton University.
- FMI (2004). *Signalling by the fund-A historical review*.
- (2005). *The managing director's report on the fund's medium term strategy*.
- OSTRY, J. D., y J. ZETTELMEYER (2005). *Strengthening IMF crisis prevention*.
- RAJAN, R. (2005). «Straight talk: rules vs. discretion», *Finance and Development*, marzo.
- SERRA, X. (2003). «Estado actual de la condicionalidad del FMI», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

REGULACIÓN FINANCIERA: CUARTO TRIMESTRE DE 2005

Introducción

Como viene siendo habitual en los últimos años, durante el cuarto trimestre de 2005 el número de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente elevado en relación con trimestres anteriores.

En primer lugar, se ha modificado parcialmente el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, que ahora se extiende hasta el ejercicio 2007.

En el área de los mercados financieros, se ha desarrollado reglamentariamente la legislación relativa a la supervisión de los conglomerados financieros y se ha completado la transposición de la normativa comunitaria al ordenamiento jurídico español.

Por lo que se refiere al mercado de valores, cabe reseñar la publicación de cinco disposiciones: en primer lugar, el nuevo Reglamento de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), que persigue, entre otros objetivos, una mayor flexibilización del marco de actuación de las IIC, así como un incremento de la protección del inversor. En segundo lugar, la transposición a la legislación española de la normativa comunitaria sobre la información privilegiada y la manipulación de los mercados de valores (abuso de mercado). En tercer lugar, la norma que adapta la directiva en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y de los folletos correspondientes. En cuarto lugar, la nueva regulación sobre las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, que reforma la norma anterior con el fin de agilizar su régimen administrativo y flexibilizar sus reglas de inversión en consonancia con los países más avanzados. Finalmente, se ha ampliado la tipología de los derechos de crédito futuros que podrán incorporarse a un fondo de titulación de activos, precisando las condiciones de la cesión de estos nuevos derechos.

Desde el punto de vista tributario, se han incorporado al ordenamiento jurídico español diversas directivas comunitarias en materia de fiscalidad aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes, así como el régimen fiscal de las aportaciones transfronterizas a fondos de pensiones en el ámbito de la Unión Europea.

En este mismo ámbito comunitario, se han publicado: la directiva relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital; la relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo, y el reglamento sobre los controles de la entrada o salida de dinero efectivo de la Comunidad.

En otro orden de cosas, se han introducido una serie de reformas en diferentes sectores económicos, con el fin de estimular la productividad de la economía española, en un contexto de mayor integración de los mercados europeos y mundiales.

Desde el punto de vista mercantil, siguiendo las directrices marcadas por la Unión Europea, se ha regulado la sociedad anónima europea, y, finalmente, como es habitual en este período, se han analizado las novedades, principalmente de carácter monetario, financiero y fiscal, contenidas en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2006.

Modificación del régimen de ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España

El Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre (BOE del 11), sobre el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, ha considerado adecuado modificar parcialmente el régimen previsto en las normas anteriores¹, que ahora se extiende a los ejercicios 2005, 2006 y 2007.

Las novedades más importantes son las siguientes: por un lado, el segundo ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España se retrasa desde el mes de febrero al de marzo; y, por otro, se prevé que se excluyan de los ingresos de los meses de noviembre y de marzo los beneficios que autorice el Consejo de Ministros.

De esta forma, los porcentajes y plazos de ingreso en el Tesoro de los beneficios contabilizados y devengados por el Banco de España quedan fijados del siguiente modo:

- a) El primer día hábil del mes de noviembre de cada año, el 70% de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 30 de septiembre de dicho año. El acuerdo de ingreso deberá tener en cuenta la evolución previsible de los resultados hasta el final del ejercicio.
- b) El primer día hábil del mes de marzo siguiente, el 90% de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 31 de diciembre del año anterior, descontado el ingreso mencionado en el párrafo anterior.

Estos ingresos en el Tesoro serán acordados por el Consejo de Gobierno del Banco de España, previa aprobación de las correspondientes cuentas de resultados, considerando las obligaciones del Banco de España frente al SEBC.

- c) Se prevé que se excluyan de los ingresos de los meses de noviembre y de marzo los beneficios que autorice, en su caso, el Consejo de Ministros.
- d) Finalmente, una vez que las cuentas anuales y la propuesta de distribución de beneficios formuladas por el Consejo de Gobierno del Banco de España hayan sido aprobadas por el Consejo de Ministros, este ingresará en el Tesoro los demás beneficios del ejercicio, excepto aquellos cuya exclusión haya autorizado el Consejo de Ministros.

Supervisión de los conglomerados financieros

Se ha publicado el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre (BOE del 23), por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero², y se completa la transposición de la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002³.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

El Real Decreto asume el nuevo sistema de supervisión adicional diseñado por la Ley, al que habrán de sujetarse las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión y las entidades aseguradoras y reaseguradoras, así como las sociedades gestoras de IIC y las entidades gestoras de fondos de pensiones —a las que tanto la Directiva como la Ley se refieren genéricamente como entidades reguladas— integradas en un conglomerado financiero.

1. RD 1746/1999, de 19 de noviembre, y RD 1080/2002, de 22 de octubre. Véanse «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», *Boletín Económico*, enero de 2000, Banco de España, pp. 64 y 65, y «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 88 y 89, respectivamente. **2.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, abril de 2003, Banco de España, pp. 93-96. **3.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2005», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2005, Banco de España, pp. 109-112.

Por otro lado, establece las reglas aplicables a los cálculos necesarios para identificar los conglomerados financieros, tanto en aquellos grupos en los que su entidad dominante es una entidad regulada como en los que, en su defecto, las actividades del grupo se desarrollan principalmente en el sector financiero.

Respecto a los grupos mixtos no consolidables, para los que la Ley 3/1992, de 11 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, establecía una suerte de consolidación de alcance limitado, en la medida en que no sean identificados como conglomerados financieros por no cumplir los requisitos de diversificación sectorial exigibles, quedan sujetos a requisitos específicos de remisión de información.

AUTORIDADES COMPETENTES RELEVANTES

El Real Decreto señala las autoridades competentes relevantes en la supervisión de un conglomerado financiero, estableciendo el siguiente orden: a) las autoridades competentes españolas o de otros Estados miembros de la Unión Europea que sean responsables de la supervisión en base consolidada de las entidades reguladas de un conglomerado financiero; b) el coordinador designado con arreglo a lo dispuesto en la presente norma en el caso de que sea diferente a las autoridades a que se refiere el párrafo anterior; c) otras autoridades competentes interesadas, cuando lo decidan de común acuerdo las autoridades citadas en los dos párrafos anteriores, y d) las autoridades competentes españolas, si se trata de un conglomerado financiero cuyas entidades reguladas extranjeras no pertenecen a un Estado de la UE y en el conglomerado estuviera incluida una entidad financiera española. A tal efecto, se tomará en consideración especialmente la cuota de mercado de las entidades reguladas del conglomerado en otros Estados miembros de la Unión Europea, en particular si es superior al 5%, así como la importancia que tenga en el conglomerado cualquier entidad regulada establecida en otro Estado miembro.

DESIGNACIÓN DEL COORDINADOR DE LA SUPERVISIÓN

La Ley creó la figura del *coordinador único*, como autoridad competente a la que correspondían el ejercicio y la coordinación de la supervisión adicional, en un marco en que puede llegar a concurrir una multitud de autoridades, si el conglomerado financiero presentaba un alto grado de diversificación sectorial y territorial. Por su parte, el Real Decreto establece que, cuando la entidad dominante de un conglomerado financiero sea una entidad regulada española, la función de coordinador será ejercida por la autoridad competente que tenga encendidas las funciones de vigilancia y supervisión del grupo consolidable en que aquella se integre o, en su defecto, de la propia entidad considerada individualmente. En los demás casos, la función de coordinador será ejercida por la autoridad competente responsable de la supervisión de la entidad regulada española con el mayor balance total en el sector financiero más importante. No obstante, este criterio también podrá modificarse de común acuerdo con las autoridades competentes relevantes.

Finalmente, el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones cooperarán estrechamente entre sí y con las demás autoridades competentes, para identificar los conglomerados financieros en los que, en su caso, estuvieran incluidas entidades españolas. A tal efecto, podrán dirigirse a las entidades reguladas que estén bajo su competencia para recabarles, si no estuviera en su poder, la información necesaria para llevar a cabo dicha identificación.

ELEMENTOS DE LA SUPERVISIÓN ADICIONAL Y OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Se establecen las políticas de adecuación de capital y se definen los recursos propios computables del conglomerado financiero. Asimismo, las entidades obligadas de los conglomerados financieros deberán informar al coordinador, con la periodicidad que este determine, que deberá ser, al menos, una vez al año, sobre cualquier operación intragrupo

significativa⁴ de las entidades reguladas del conglomerado financiero, así como sobre cualquier concentración de riesgos significativa⁵, debiendo el *coordinador* examinar los posibles riesgos de contagio y de conflicto de intereses dentro del conglomerado financiero y el riesgo de elusión de normas sectoriales, quedando habilitado el Ministerio de Economía para establecer límites cuantitativos y requisitos cualitativos en relación con tales operaciones.

Por otro lado, las entidades obligadas de los conglomerados financieros deberán remitir al coordinador la información, periódica o no, que este les requiera para comprobar el cumplimiento de sus obligaciones. Igualmente, deberán atender los requerimientos del coordinador y facilitar, en su caso, las actuaciones inspectoras, todo ello sin perjuicio de que las autoridades competentes de la supervisión de las entidades o grupos integrados en el conglomerado puedan dirigirse directamente a ellos en el ejercicio de sus competencias de supervisión individual o en base consolidada de las entidades incluidas en el conglomerado.

Asimismo, los conglomerados financieros deberán contar con procedimientos de gestión de riesgos y mecanismos de control interno adecuados.

OTRAS DISPOSICIONES

En las disposiciones finales se determinan la revisión de las normativas sectoriales (banca, valores y seguros), de rango reglamentario, para alcanzar una adecuada coherencia entre todas ellas y alinearlas con el nuevo régimen de conglomerados financieros, y el establecimiento de unos requisitos de honorabilidad comercial y profesional comunes para una serie de entidades supervisadas (entre las que se incluirán los establecimientos de cambio de moneda y las sociedades de tasación), que trata de corregir la dispersión conceptual existente hasta este momento.

Finalmente, en el ámbito asegurador se utilizan las modificaciones normativas incluidas en las disposiciones finales para establecer una adecuación de la valoración de los inmuebles de las entidades aseguradoras.

Nuevo Reglamento de las instituciones de inversión colectiva

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre* (BOE del 8), por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre⁶, de IIC.

Como objetivos básicos del Reglamento cabe reseñar los siguientes: la *flexibilización del marco de actuación* de las IIC, el incremento de la *protección de los inversores* y la mejora del *régimen de intervención administrativa*. Asimismo, actualiza el régimen tributario de las IIC, a la vez que se deroga el anterior Reglamento, recogido en el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, cuyo desarrollo normativo, no obstante, seguirá transitoriamente en lo que no se oponga a la nueva normativa. Por último, completa la transposición al ordenamiento jurídico español de las directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE.

4. Se entenderá por operación intragrupo cualquier operación o negocio jurídico, con independencia de su naturaleza, que relate directa o indirectamente a las entidades reguladas de un conglomerado financiero con otras empresas del mismo grupo o con cualquier persona física o jurídica estrechamente vinculada a las empresas de dicho grupo para el cumplimiento de una obligación, sea o no contractual, tenga o no por objeto un pago. Se considera significativa cualquier operación intragrupo de importe superior al 5% de los recursos propios computables del conglomerado financiero, pudiendo el *coordinador* definir para cada caso umbrales de significación más reducidos. 5. Se entenderá por concentración de riesgos cualquier exposición que pueda dar lugar a pérdidas soportadas por las entidades de un conglomerado financiero que tenga importancia suficiente para comprometer la solvencia o la situación financiera en general de las entidades reguladas del conglomerado financiero. La exposición podrá derivarse de riesgos de contrapartida o de crédito, riesgos de inversión, riesgos de seguro, riesgos de mercado u otros riesgos o de una combinación o interacción de estos. También tendrán la consideración de concentración de riesgos significativa aquellas que superen el 10% de los recursos propios computables del conglomerado financiero, pudiendo el *coordinador* definir para cada caso umbrales de significación más reducidos. 6. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85.

FIGURAS DEL REGLAMENTO ANTERIOR (RD 1393/1990)	FIGURAS DEL REGLAMENTO ACTUAL (RD 1309/2005)
De carácter financiero	De carácter financiero
FIM y FIAMM	FI
SIMCAV	SICAV
SIMCF	Desaparecen como categoría
IIC índice	Fondos de inversión cotizados («ETF»)
IIC de fondos	Desaparecen como categoría
IIC especializadas en no cotizados	IIC de inversión libre (<i>Hedge funds</i>)
	IIC por compartimentos
	IIC de IIC inversión libre
De carácter no financiero	De carácter no financiero
FII	FII, FII por compartimentos
SII	SII, SII por compartimentos

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

A continuación se resumen los aspectos más relevantes de este nuevo Reglamento.

FLEXIBILIZACIÓN DEL MARCO DE ACTUACIÓN DE LAS IIC

El Reglamento pretende que los inversores tengan una gama más extensa de productos en los que invertir, ampliando las vocaciones o especialidades de las IIC. Se mantiene la diferenciación anterior, esto es, las de carácter financiero y las de carácter no financiero, pero cambia la tipología, que se resume en el cuadro 1.

Esta nueva tipología se orienta a evitar obstáculos innecesarios a las posibilidades de inversión y de actuación de las IIC españolas. Entre las novedades hay que destacar, en primer lugar, la posibilidad de crear fondos de inversión, tanto de carácter financiero como no financiero, por *compartimentos*, especificando el régimen de distribución de costes, obligaciones y gastos entre los distintos compartimentos. Cada compartimento recibirá una denominación específica que necesariamente deberá incluir la denominación del fondo. A diferencia de lo que ocurre en los fondos de inversión (mínimo de 100 participes), en el caso de fondos por compartimentos el número mínimo de cada uno de ellos no podrá ser inferior a 20, sin que, en ningún caso, el número de participes totales que integren el fondo sea inferior a 100.

Del mismo modo, se podrán crear sociedades de inversión, financieras y no financieras, por compartimentos en las que bajo un único contrato constitutivo y estatutos sociales se agrupen dos o más compartimentos. Cada compartimento recibirá una denominación específica, que necesariamente deberá incluir la denominación de la sociedad de inversión.

Otra de las novedades más significativas del Reglamento lo constituyen las *IIC de inversión libre*. Se trata de recoger en el ordenamiento jurídico español la figura de los conocidos comúnmente como *hedge funds* o *fondos de gestión alternativa*, caracterizados por una mayor libertad en su política de inversión y una mayor flexibilidad en el cumplimiento de los requisitos de información y liquidez. En particular, se les exime del cumplimiento de gran parte de los requisitos y límites de actuación aplicables a las demás instituciones reguladas en este capítulo. Así: a) las acciones y participaciones de estas IIC podrán suscribirse o adquirirse mediante un desembolso mínimo inicial de 50.000 euros; b) solo podrán realizar las actividades de comercialización cuando se dirijan a inversores cualificados; c) tendrán, como mínimo, 25 accionistas o participes; d) las suscripciones y reembolsos de los fondos de inversión o, en su caso, las adquisiciones y ventas de las acciones de las sociedades de inversión podrán efectuarse mediante entrega de activos e instrumentos financieros aptos para la inversión, adecuados a

la vocación inversora de la IIC; e) su liquidez podrá llegar a ser tan solo semestral; f) podrán invertir en activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza de su subyacente, atendiendo a los principios de liquidez, diversificación y transparencia; g) podrán endeudarse hasta cinco veces el valor de su patrimonio, y h) las comisiones que puedan percibir no estarán sujetas a ninguna limitación reglamentaria.

Este régimen excepcional se justifica por tratarse de instituciones que se dirigen a un tipo de inversor cualificado y al que, por tanto, se le puede presumir un mayor criterio en su capacidad de elección y asunción de riesgos.

Por otro lado, se regulan las *IIC de IIC de inversión libre*, que permiten el acceso del inversor minorista a las IIC de inversión libre. A estas instituciones, al igual que en el caso anterior, se les exime del cumplimiento de gran parte de los requisitos y límites de actuación exigibles al resto de la IIC de carácter financiero, resultando de aplicación los siguientes: a) deberán invertir, al menos, el 60% de su patrimonio en IIC de inversión libre constituidas en España y en IIC extranjeras similares, o bien domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE, o bien cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora sujeta a supervisión con domicilio en un país perteneciente a la OCDE, aunque no podrán invertir más del 10% de su patrimonio en una única IIC; b) su liquidez podrá llegar a ser tan solo semestral; c) no les resultarán de aplicación los límites máximos de las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso previstos en este Reglamento, y d) con anterioridad a la suscripción de las participaciones o a la adquisición de las acciones, el inversor deberá dejar constancia por escrito de que conoce los riesgos inherentes a la inversión, los cuales deberán incluirse en el folleto y en toda publicación de promoción de la IIC, de forma bien visible.

También se regulan los *fondos de inversión cotizados* (conocidos por *Exchange Traded Funds* o ETF), semejantes a los fondos índice regulados en la normativa anterior, aunque ahora se permite la adquisición o venta de la participación no solo una vez al día, sino durante todo el período diario de negociación en la correspondiente bolsa de valores. El Reglamento configura estos fondos como aquellos cuyas participaciones están admitidas a negociación en bolsas de valores. A los efectos de facilitar el alineamiento del valor de cotización con el valor liquidativo estimado en diferentes momentos de la contratación, deberán existir entidades que asuman el compromiso de ofrecer en firme posiciones compradoras o vendedoras de participaciones con un diferencial máximo de precios. Las bolsas españolas están desarrollando un nuevo segmento de negociación para dar liquidez a estos fondos.

Respecto a la política de inversión de las IIC de carácter financiero, se amplían sus posibilidades, bajo determinadas condiciones, a los depósitos bancarios, a las instituciones de inversión colectiva, a determinados instrumentos financieros derivados y a los activos del mercado monetario no cotizados, entre otros. El coeficiente mínimo de liquidez se mantiene para estas IIC en el 3% del patrimonio. En el cuadro 2 se detallan las novedades más importantes en cuanto al capital mínimo, política de inversiones y diversificación de riesgos.

En las IIC inmobiliarias se incluyen, como novedad, las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido no solo por un bien inmueble (como se contemplaba anteriormente), sino por más de uno, siempre que dichos inmuebles sean objeto de arrendamiento. También es novedosa la unificación de los límites para la inversión en compra sobre plano y compromiso de compra en un único límite del 40% del patrimonio de la institución (antes era el 20% del activo en cada caso).

PROTECCIÓN DEL INVERSOR

El Reglamento regula, de forma especial, las comisiones aplicables a los fondos de inversión. Al igual que en el Reglamento anterior, la comisión de gestión se podrá establecer en función

REGLAMENTO ANTERIOR (RD 1393/1990)	REGLAMENTO ACTUAL (RD 1309/2005)
FONDOS DE INVERSIÓN	
Patrimonio mínimo: Tres millones de euros.	Igual que la norma anterior.
Existen FIM y FIAMM.	En el caso de fondos de inversión por compartimentos, cada uno de los compartimentos deberá tener un patrimonio mínimo de 600.000 euros, sin que, en ningún caso, el patrimonio total del fondo pueda ser inferior a tres millones de euros.
La comisión de gestión se establecerá en función de su patrimonio, de sus rendimientos o de ambas variables.	Los FIAMM desaparecen como categoría.
SOCIEDADES DE INVERSIÓN	
El capital mínimo desembolsado de las Sociedades de Inversión Mobiliaria será de 2,4 millones de euros.	Igual que la norma anterior.
POLÍTICA DE INVERSIONES DE LAS IIC DE CARÁCTER FINANCIERO	
Valores o instrumentos financieros cotizados, acciones y participaciones de otras IIC armonizadas, con límite del 10% del patrimonio.	Igual que la norma anterior.
Derivados negociados en mercados regulados.	Igual que la norma anterior.
Derivados OTC: subyacente apto para la inversión, contraparte supervisada, cotización de precio diario.	Igual que la norma anterior.
Hasta el 10% del patrimonio en otros activos: valores no cotizados o cotizados en mercados no regulados, siempre con suficiente diversificación.	Además, acciones y participaciones de otras IIC no armonizadas (sujeto requisitos), depósitos en entidades de crédito con vencimiento inferior a doce meses, e instrumentos del mercado monetario no cotizados.
NORMAS DE DIVERSIFICACIÓN DE RIESGOS	
El límite, 5% del patrimonio en valores de un mismo emisor, salvo: hasta 10%, si suma de estos valores no excede del 40% (15-16 emisores).	Igual que la norma anterior.
Hasta 35% si son valores públicos, pudiendo llegar al 100% (Fondtesoro).	Igual que la norma anterior.
25% si son cédulas hipotecarias o territoriales y FTH.	Igual que la norma anterior.
Se establecen excepciones para IIC de índices: el límite para las IIC índice era el 35% del patrimonio en un valor y el 45% en un grupo.	Se establecen excepciones para IIC de índices: IIC que replica un índice se eleva el límite al 20% del patrimonio en valores de un mismo emisor, un único emisor puede llegar al 35%. IIC que toma como referencia un índice: 10% del patrimonio de la IIC en valores de un mismo emisor más otro 10% adicional mediante derivados negociados en mercados secundarios oficiales o extranjeros equivalentes, pudiendo llegar al 35% para un solo emisor. Nuevos límites de riesgo de contraparte.
Límites a la participación de una IIC en un emisor: los valores de una IIC no deben superar el 5% de los valores en circulación emitidos por una entidad; las IIC de un mismo grupo o gestora no deben superar el 15%.	Igual que la norma anterior. No más del 45% del patrimonio en acciones o participaciones emitidas por una misma IIC armonizada o equiparable (salvo IIC principal-subordinada).
Uso de derivados: el gestor debe contar con sistema de gestión de riesgos. La exposición total al riesgo de mercado no debe superar el patrimonio neto.	Igual que la norma anterior. La exposición al riesgo de mercado de los subyacentes se computa en los coeficientes de diversificación (5%-10%, 20%, 35%), salvo en las IIC índice.

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

de su patrimonio, de sus rendimientos o de ambas variables. Sin embargo, en las IIC de carácter financiero constituye una importante novedad la precisión de que las comisiones de gestión, que se calculan *en función de los resultados del fondo*, solo podrán percibirse en función de los resultados realmente conseguidos.

Con carácter general, no podrán establecerse, salvo en el caso de IIC de inversión libre y de IIC de IIC de inversión libre, comisiones de gestión que, en términos anuales, superen los límites siguientes: a) cuando la comisión se calcule únicamente en función del patrimonio del fondo, el 2,25% de este; b) cuando se calcule únicamente en función de los resultados, el 18% de estos, y c) cuando se utilicen ambas variables, el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados. En los antiguos fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) se mantiene inalterado su régimen de comisiones en tanto no modifiquen su política de inversión.

Un elemento clave para garantizar la protección de los inversores son las obligaciones de información de las IIC, que se desarrollan con sumo detalle en este Reglamento, al exigir que estas instituciones sean suficientemente transparentes. En este sentido, las IIC deberán publicar para su difusión entre los partícipes, accionistas y público en general un folleto completo, un folleto simplificado, un informe anual, un informe semestral y dos informes trimestrales, que se detallan sucintamente en la norma, con el fin de que, de forma actualizada, sean públicamente conocidas todas las circunstancias que pueden influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución; en particular, los riesgos inherentes que comporta, así como el cumplimiento de la normativa aplicable.

Destaca el establecimiento de un régimen de cálculo del valor liquidativo y de reembolsos y suscripciones para evitar el uso de prácticas inadecuadas que permitan realizar arbitraje o especulación contra el fondo. Para ello se exige que el valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos sea el del mismo día, o el del día siguiente al de la solicitud. El folleto simplificado deberá indicar el procedimiento de suscripción y reembolso de participaciones para asegurar que las órdenes de suscripción y reembolso se aceptarán por la SGIIC solo cuando se hayan solicitado en un momento en el que el valor liquidativo aplicable resulte desconocido para el inversor y resulte imposible de estimar de forma cierta.

MODERNIZACIÓN DEL RÉGIMEN ADMINISTRATIVO

El Reglamento establece una importante novedad, que contribuirá a dotar de una mayor agilidad a estos procedimientos, especialmente en el caso de los fondos de inversión al crearse un *procedimiento simplificado* por el que la CNMV podrá acordar en un solo acto su autorización e inscripción en el correspondiente registro de la CNMV, estableciendo un plazo máximo de tres meses desde que se complete la documentación exigible.

Por otro lado, se desarrolla el ejercicio del derecho de separación de los partícipes de los fondos, que permite que, en determinados supuestos, aquellos puedan solicitar el reembolso o traspaso de sus participaciones sin comisión de reembolso ni gasto alguno asociado.

Otra novedad destacable es la posibilidad de que las acciones o, en su caso, las participaciones de las IIC españolas se *comercialicen en el exterior* a través de comercializadores extranjeros. Paralelamente, la comercialización en España de las acciones y participaciones de las IIC autorizadas de acuerdo con la Directiva⁷ deberá producirse a través de los intermediarios facultados y en las condiciones establecidas en la normativa vigente.

7. Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

El Reglamento, a diferencia del anterior, regula en un Título independiente las normas de conducta a las que han de sujetarse las SGIIC, los depositarios, las IIC que revistan la forma de sociedad y cuya gestión no esté encomendada a una SGIIC, las entidades diferentes de una SGIIC que gestionen los activos de una IIC, las entidades comercializadoras, y, en definitiva, todos aquellos que intervienen en la actividad de estas instituciones. En particular, deberán elaborar un *reglamento interno de conducta*, de obligado cumplimiento, que regulará la actuación de sus órganos de administración, empleados y representantes.

Otro apartado destacable son las normas dirigidas a garantizar la transparencia y el control de las *operaciones vinculadas*. En concreto, deberán ser aprobadas por el consejo de administración, conforme a determinadas reglas de actuación, las operaciones vinculadas que se lleven a cabo entre las SGIIC y las sociedades de inversión que no hubieran delegado la gestión de sus activos en otra entidad, y quienes desempeñen en ellas cargos de administración y dirección, cuando representen un volumen de negocio significativo.

Asimismo, el Reglamento fortalece la exigencia de separación entre sociedad gestora y depositario mediante el establecimiento de una serie de normas para aquellos casos en los que ambas entidades pertenezcan al mismo grupo. Para garantizar la independencia en el ejercicio de sus respectivas funciones, el Reglamento exige, entre otras normas de separación, que se cree una comisión independiente en el seno de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión que controle su cumplimiento.

OTROS ASPECTOS DE LA NORMA

Las disposiciones finales comprenden las diferentes modificaciones y desarrollos en el ámbito tributario, tanto en el régimen de las propias IIC como en lo relativo a la tributación de los partícipes o accionistas. También se modifica el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, para introducir mejoras en el procedimiento administrativo de autorización de modificaciones estatutarias, y, por último, se modifica el Reglamento de cooperativas de crédito, aprobado por el Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, para adaptar el régimen de las cooperativas de crédito a las normas internacionales de contabilidad.

Información privilegiada y la manipulación de los mercados de valores (abuso de mercado)

La transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003⁸, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), se ha completado mediante el *Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre* (BOE del 23), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio⁹, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

En efecto, el Real Decreto adapta al ordenamiento jurídico español las siguientes normas que integran el marco normativo del abuso de mercado en el ámbito europeo: a) la Directiva 2003/124/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado; b) la Directiva 2003/125/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses; y c) la Directiva 2004/72/CE, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la

⁸. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 114-116. ⁹. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 56-58.

notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas. Estas directivas, junto con el Reglamento (CE) número 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, desarrollan y completan la citada Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003.

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA,
MANIPULACIÓN DE MERCADO
Y ACEPTACIÓN
DE LAS PRÁCTICAS DE MERCADO

La norma considera *información privilegiada* a toda información de carácter concreto que se refiera, directa o indirectamente, a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros, o a uno o varios emisores de los citados valores o instrumentos, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización. También tiene dicha consideración toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de valores o instrumentos financieros, o a uno o varios valores o instrumentos, y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en la cotización de dichos valores (o instrumentos financieros).

A estos efectos, se considera que la información es de carácter concreto si indica una serie de circunstancias que se dan, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se den o que se produzcan, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los valores negociables o instrumentos financieros.

La norma detalla aquellas prácticas que pueden *falsear la libre formación de los precios*, es decir, que pueden constituir *manipulación de mercado*, como son, entre otras, las siguientes: a) la actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero, con el resultado de la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones no equitativas de negociación; b) la venta o la compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado, con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre, y c) aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un valor o instrumento financiero o, de modo indirecto sobre su emisor, después de haber tomado posiciones sobre ese valor o instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho valor o instrumento financiero, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de interés a la opinión pública de manera adecuada y efectiva.

A los efectos de determinar si una conducta constituye o no una práctica que falsee la libre formación de precios, es decir, manipulación de mercado, la CNMV se asegurará de que se tengan en cuenta determinados indicios que se detallan en la norma, sin perjuicio de aquellos otros que la CNMV pueda fijar en el futuro. Además, se le habilita para establecer una relación y descripción no exhaustiva de prácticas de mercado concretas expresamente aceptadas o rechazadas a estos efectos.

OBLIGACIONES DE
LOS EMISORES EN MATERIA
DE INFORMACIÓN RELEVANTE

Los emisores de valores están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, toda información o hecho relevante. Asimismo, cuando se produzca un cambio significativo en la información relevante que se haya comunicado, habrá de difundirse inmediatamente al mercado de la misma manera. Los emisores difundirán a través de su página web el contenido de tales comunicaciones. Los emisores no podrán combinar, de manera que pueda resultar engañosa, la difusión de información relevante al mercado con la comercialización de sus actividades.

Cuando los valores de un emisor estén admitidos a cotización en uno o varios mercados regulados en la Unión Europea, el emisor deberá, de manera diligente, tratar de asegurarse de que la comunicación de la información relevante se efectúe de la forma más sincronizada posible entre todas las categorías de inversores de todos los Estados miembros en los que el emisor haya solicitado o acordado la admisión a cotización de esos valores.

En el caso de que el emisor o una persona que actúe en su nombre revele información relevante en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, deberá hacerla pública en su integridad, y de forma rápida.

Cuando el emisor tenga su domicilio social en España, sus administradores y directivos¹⁰, así como las personas que tengan un vínculo estrecho con estos¹¹, habrán de comunicar a la CNMV todas las operaciones realizadas sobre acciones del emisor admitidas a negociación en un mercado regulado o sobre derivados u otros instrumentos financieros ligados a dichas acciones. La comunicación habrá de efectuarse en los cinco días hábiles siguientes a aquel en el que tenga lugar la transacción.

RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN Y CONFLICTOS DE INTERÉS

Se entenderá por *recomendación* toda información destinada al público, relacionada con uno o varios valores o instrumentos financieros o con los emisores de estos, incluido cualquier informe sobre el valor presente o futuro o sobre el precio de dichos instrumentos, que aconseje o sugiera una estrategia de inversión, como, por ejemplo: a) la información elaborada, a los citados efectos, por un analista independiente, una empresa de inversión, una entidad de crédito o por cualquier otra persona cuya principal actividad sea la elaboración de recomendaciones, y b) la información elaborada por personas distintas de las mencionadas en la letra anterior que recomiende directamente una decisión de inversión concreta con respecto a un valor o instrumento financiero.

Cualquier recomendación habrá de contener de manera clara y destacada la identidad de la persona responsable de su elaboración; en especial, el nombre y función del individuo que elabora la recomendación, además del nombre de la persona jurídica responsable de su elaboración.

En el caso de que la persona relevante¹² sea una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, la recomendación habrá de hacer referencia a su autoridad supervisora competente. En los demás casos, si la persona relevante está sujeta a normas de autorregulación o códigos de conducta, deberá dejar constancia expresa de esta circunstancia en la recomendación.

En el caso de que las recomendaciones no sean escritas, se deberá hacer una referencia al lugar en el que la información está disponible fácil y directamente para el público, como, por ejemplo, la página web de la persona relevante.

10. Se entenderá por directivo cualquier responsable de alto nivel que tenga habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con el emisor y que, además, tenga competencia para adoptar las decisiones de gestión. **11.** Se entenderá por persona que tiene un vínculo estrecho con los administradores o directivos: el cónyuge del administrador o directivo o cualquier persona unida a este por una relación de afectividad análoga a la conyugal, conforme a la legislación nacional; los hijos que tenga a su cargo; otros parientes que convivan con él o estén a su cargo, como mínimo, desde un año antes de la fecha de realización de la operación; cualquier persona jurídica o cualquier negocio jurídico fiduciario en el que los administradores o directivos ocupen un cargo directivo o estén encargados de su gestión; y las personas interpuestas. **12.** Se entenderá por persona relevante aquella persona física o jurídica que labore o difunda recomendaciones en el ejercicio de su profesión o de la gestión de su actividad empresarial.

El Real Decreto establece, asimismo, una serie de normas que deben observarse para una presentación imparcial de las recomendaciones y para informar sobre los conflictos de interés. Además, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito habrán de revelar, de forma general, las normas de sus reglamentos internos de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información.

Por último, el Real Decreto establece las normas generales para la difusión de las recomendaciones cuando las mismas hayan sido elaboradas por un tercero, y las obligaciones adicionales que en tal difusión deben observar las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito.

Mercados secundarios oficiales: admisión a negociación de valores, ofertas públicas de venta y folletos exigibles

INTRODUCCIÓN

NOVEDADES SOBRE LA EMISIÓN Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES

Se ha publicado el *Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre* (BOE del 16), que desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, con el fin de completar la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/71/CE, así como incorporar los artículos vigentes de la Directiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001. Asimismo, deroga, entre otros, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Además, haciendo uso de la habilitación del Real Decreto-Ley 5/2005, también se ha publicado la *Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre* (BOE del 16), por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, derogando, entre otros, la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos.

Este Decreto pretende simplificar y reducir los costes de emisión de valores y ofertas públicas, ya sean de venta o suscripción, y eliminar los requisitos registrales, financieros o mercantiles que no tengan justificación para la protección del consumidor o el correcto funcionamiento del mercado. En concreto, presenta las siguientes novedades:

En primer lugar, desarrolla reglamentariamente el reconocimiento del denominado *pasaporte comunitario* para los folletos aprobados en la Unión Europea. Así, el folleto aprobado en un Estado miembro, conforme a la Directiva, será válido para la admisión a negociación en cualquier mercado regulado de la Unión Europea, con lo que no será necesario duplicar los documentos por cada Estado miembro en el que se vaya a llevar a cabo la oferta. Únicamente se exigirá que el supervisor que autorice el folleto lo notifique a aquellos supervisores de acogida.

En segundo lugar, el emisor de valores tiene libertad de elección de la autoridad competente para autorizar el folleto cuando se trate de una oferta pública o solicitud de admisión a negociación de ciertas categorías de valores: todos los valores, distintos de acciones, cuyo nominal sea igual o superior a 1.000 euros.

El Real Decreto completa el régimen de responsabilidad exigible por omisiones o falsedades en la información contenida en los folletos, por lo que aumenta la integridad, transparencia y seguridad jurídica del mercado de valores español.

Finalmente, se amplía la definición sobre quiénes son considerados inversores cualificados, cuya principal novedad es que pueden ser personas físicas, y se exige un registro de esos inversores. Así, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito elaborarán

un registro de inversores cualificados, que incluirá a todas aquellas personas y entidades que lo hayan solicitado.

MODIFICACIONES
DEL CONTENIDO
Y DE LOS MODELOS
DE FOLLETOS

El contenido de los distintos tipos de folletos deberá ajustarse a los modelos incluidos en el Reglamento (CE) n.º 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, teniendo en cuenta el tipo de emisor y los valores de que se trate.

El contenido del folleto se referirá al emisor y a los valores, adquiriendo un papel preponderante el resumen, que deberá indicar, en un lenguaje comprensible, las características y los riesgos del emisor y de los valores. Además, recoge la obligación de que el resumen, al menos, ha de traducirse al castellano, ya que el Real Decreto permite que la CNMV autorice folletos que se le presenten en inglés, si así lo decide el emisor.

La CNMV podrá autorizar la omisión de determinada información del folleto, si considera que se da alguna de las siguientes circunstancias: a) que la difusión de dicha información sea contraria al interés público; b) que la difusión de dicha información sea gravemente perjudicial para el emisor, siempre que no fuera probable que la omisión induzca a engaño al público en relación con hechos y circunstancias esenciales para hacerse un juicio fundado del emisor o garante, y de los derechos inherentes a los valores a los que se refiere el folleto; y c) que dicha información sea de escasa relevancia para una admisión específica a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea y dicha información no tenga ninguna influencia en la evaluación de la situación financiera ni en las expectativas del emisor o garante.

***Entidades
de capital-riesgo
y sus sociedades gestoras***

Se ha procedido a reformar el régimen del capital-riesgo mediante la publicación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre (BOE del 25), reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, que deroga la Ley 1/1999, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. La Ley reordena su articulado para aportar mayor claridad y seguridad jurídica a la regulación.

Los objetivos de esta norma son tres: agilización del régimen administrativo de las entidades de capital-riesgo, flexibilización de las reglas de inversión e introducción de la operativa aceptada en los países más avanzados.

RÉGIMEN ADMINISTRATIVO:
NOVEDADES

Con el objeto de flexibilizar el régimen administrativo de estas entidades, se introducen medidas como la distinción entre las entidades de régimen común y las de régimen simplificado, en función de la apertura de las entidades, que implica un trato administrativo diferenciado. En esta misma línea, se flexibiliza el régimen de los plazos y se mejora el régimen del silencio administrativo para los procedimientos de autorización de constitución y los de modificación de sus estatutos y reglamentos de gestión de estas entidades. También se acomete una importante racionalización de las competencias en la materia, atribuyendo a la CNMV, como supervisor del capital-riesgo, el grueso de las competencias de autorización que se contienen en la norma.

Junto a ello, la reforma busca también aportar flexibilidad a la actividad mediante la introducción de figuras financieras que son comunes en la práctica de los países de nuestro entorno y que estaban limitadas por la anterior regulación. De este modo, se amplía el ámbito de asesoramiento de las entidades y de sus sociedades gestoras, si bien se circscribe a empresas que sean objetivo de la inversión de las entidades.

Por otro lado, se permite la posibilidad de que las entidades de capital-riesgo tomen participaciones de empresas no financieras que coticen en el primer mercado, con la finalidad de

LEY 1/1999, DE 5 DE ENERO	LEY 25/2005, DE 24 DE NOVIEMBRE
COEFICIENTE OBLIGATORIO DE INVERSIÓN	
60% de su activo computable en acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de aquellas y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad.	Igual que la norma anterior. También se consideran incluidas en el coeficiente obligatorio las acciones y participaciones en el capital de empresas no financieras que cotizan o se negocian en un segundo mercado de una bolsa española o en mercados equivalentes de otros países que cumplan determinadas características reseñadas en la norma.
Dentro de este porcentaje podrán dedicar hasta un 30% del total de su activo computable a préstamos participativos en empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital riesgo.	Igual que la norma anterior. También podrán dedicar hasta un 20% del total de su activo computable en la adquisición de acciones o participaciones de entidades de capital riesgo y en entidades extranjeras similares domiciliadas en un Estado miembro de la OCDE, siempre que cada una de las entidades de capital riesgo o entidad extranjera en que se invierte no tenga invertido, a su vez, más del 10% de su activo en otras entidades de capital riesgo.
COEFICIENTE DE LIBRE DISPOSICIÓN	
Valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados; participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad; efectivo; préstamos participativos; financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal, y, en el caso de sociedades de capital riesgo, hasta el 20% de su capital social, en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad.	Igual que la norma anterior.
LIMITACIONES DE GRUPO	
No podrán invertir más del 25% de su activo computable en el momento de la inversión en una misma empresa, ni más del 35% en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades. En el caso de las entidades de capital riesgo de régimen simplificado, los límites anteriores se extenderán al 40% de su activo, tanto para la inversión en una misma empresa como en empresas pertenecientes al mismo grupo.	Igual que la norma anterior. Además, podrán invertir hasta el 25% de su activo en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora (antes no estaba permitido), siempre que cumplan los siguientes requisitos: a) que los estatutos o reglamentos contemplen estas inversiones; b) que la entidad o, en su caso, su sociedad gestora disponga de un procedimiento formal, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita evitar conflictos de interés y cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo de la entidad. La verificación del cumplimiento de estos requisitos corresponderá a una comisión independiente creada en el seno de su consejo o a un órgano independiente al que la sociedad gestora encomienda esta función, y c) que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo.

FUENTE: Banco de España.

excluirlas de la cotización, de modo que se les impone la obligación de que las excluyan de la cotización en un plazo determinado. Asimismo, se ofrece la posibilidad de que estas entidades inviertan en otras entidades de capital riesgo dentro de unos límites (véase cuadro 3). Junto a lo anterior, y con el mismo objetivo de reducir el riesgo, se introducen figuras de diversificación de la inversión, como son los fondos y sociedades que fundamentalmente invierten en entidades de capital riesgo. Esta figura está ideada para atraer al inversor minorista al capital riesgo. Con estos elementos, sin duda, se aportan al sector nuevas e importantes herramientas que facilitarán su actividad de inversión productiva.

Al igual que la normativa anterior, las entidades de capital-riesgo pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital-riesgo o de fondos de capital-riesgo. Al mismo tiempo, dichas entidades pueden ser de dos clases: de régimen común o de régimen simplificado.

Las entidades de régimen simplificado deben reunir las siguientes características: a) la oferta de acciones o participaciones debe realizarse con carácter estrictamente privado, esto es, sin actividad publicitaria; b) la oferta de acciones o participaciones debe realizarse con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros exigible a cada inversor¹³, y c) deben contar con un número de accionistas o participes igual o inferior a 20, aunque no se tendrá en cuenta, en su caso, a los inversores institucionales ni a aquellos que sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital-riesgo.

Por su parte, las entidades de régimen común son las que no reúnen alguna de las características antes señaladas.

En cuanto a las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad, son similares a la normativa anterior en lo que se refiere a las entidades de capital-riesgo de régimen común. En el caso de las entidades de capital-riesgo de régimen simplificado, existen ciertas excepciones que se detallan en la norma, como, por ejemplo, que el proyecto constitutivo deberá hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las entidades de régimen simplificado.

La nueva normativa de las sociedades de capital-riesgo presenta escasas variaciones respecto a la anterior, manteniéndose el capital social suscrito mínimo en 1.200.000 euros. Como novedad, esta Ley reseña la valoración del patrimonio y determinación del valor liquidativo de las acciones de las sociedades de capital-riesgo, siendo el valor del patrimonio el resultado de deducir de la suma de sus activos reales las cuentas acreedoras. Asimismo, el valor de cada acción será el resultado de dividir el patrimonio neto de la sociedad por el número de acciones en circulación. Finalmente, recoge los casos de transformación, fusión, escisión y demás operaciones societarias, que requerirá aprobación previa de la CNMV.

En cuanto al capital mínimo de los fondos de capital-riesgo, hay una ligera variación, ya que se redondea en 1.650.000 euros (antes eran 1.652.783 euros). En el caso de los fondos de capital-riesgo de régimen simplificado se permitirá la emisión de participaciones con características distintas a las participaciones generales del fondo, que solo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.

Respecto a la fusión de fondos de capital-riesgo, ya sea mediante la absorción, o bien con la creación de un nuevo fondo, será previamente autorizada por la CNMV, debiendo presentar previamente un proyecto de fusión que varía en función de si se trata de fondos de régimen común o de régimen simplificado.

En cuanto a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (en adelante, SGECR), se mantiene la misma normativa, de forma que el capital social mínimo inicial continúa siendo de 300.000 euros. Las funciones de las SGECR son las mismas que las establecidas en la anterior normativa. Como novedad se recogen los supuestos en los que la autorización podrá ser

13. Este compromiso mínimo no se exigirá a los inversores institucionales, tales como fondos de pensiones, IIC, entidades aseguradoras, entidades de crédito o las empresas de servicios de inversión, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables o instrumentos financieros, ni cuando sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital-riesgo.

revocada por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV. También se reconoce, por primera vez, la delegación de su gestión. En este caso, previa autorización de la CNMV, las SGECR podrán subcontratar a una tercera entidad parte de la gestión de los activos de los fondos de capital riesgo que gestionan y de las sociedades de capital riesgo que administren, sin que la responsabilidad de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo se vea afectada por ello, aunque serán solidariamente responsables ante los partícipes o accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la otra entidad.

REGLAS DE INVERSIÓN

Como se ha comentado anteriormente, uno de los pilares de la reforma es la flexibilización de las reglas de inversión de las entidades de capital riesgo. En el cuadro 3 se recogen las novedades más importantes respecto a la normativa anterior.

Finalmente, respecto a los incumplimientos temporales de las inversiones se mantienen los mismos períodos anteriores. Como novedad, se contempla que cuando se produzca una ampliación de capital en una sociedad de capital riesgo, que no venga exigida por imperativo legal, o una nueva aportación de recursos a los fondos de capital riesgo, se podrán incumplir temporalmente los coeficientes indicados anteriormente durante los tres años siguientes a la ampliación o a la nueva aportación.

OTROS ASPECTOS

Esta Ley aprovecha para modificar el impuesto sobre sociedades¹⁴ en lo referente al régimen fiscal de las entidades de capital riesgo. En este sentido, las entidades de capital riesgo continúan exentas del 99% de las rentas que obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas o entidades de capital riesgo en que participen, siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia, computado desde el momento de adquisición o de la exclusión de cotización, y hasta el decimoquinto, inclusive. Aunque, excepcionalmente, podrá admitirse una ampliación de este último plazo hasta el vigésimo año.

No obstante, tratándose de rentas que se obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas, la aplicación de la exención quedará condicionada a que, al menos, los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el IRPF, distinta de la financiera, tal y como se define en la Ley reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, o inmobiliaria.

La exención del 99% no será aplicable cuando la persona o entidad adquirente de los valores esté vinculada con la entidad de capital riesgo o con sus socios o partícipes, o cuando se trate de un residente en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal, salvo que el adquirente sea alguna de las siguientes personas o entidades: la propia entidad participada, alguno de los socios o administradores de la entidad participada u otra entidad de capital riesgo.

Por otra parte, se especifican las obligaciones de información, de auditoría y contables en similares términos a los de la reglamentación anterior, haciendo especial hincapié en los auditores de cuentas, que serán designados por las Juntas Generales de las sociedades de capital riesgo o por los administradores de las sociedades gestoras de los fondos de capital riesgo. En el último apartado de la norma se recogen los criterios de conducta, supervisión, inspección y sanción.

14. Modificando el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo.

En particular, cabe reseñar que las SGECR y las sociedades de capital riesgo cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, y sus empleados, estarán sujetos a las normas de conducta establecidas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de las adaptaciones que, en su caso, apruebe el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV, así como las contenidas en sus reglamentos internos de conducta. A este respecto, dichas entidades deberán elaborar un reglamento interno de conducta de obligado cumplimiento, que regulará la actuación de sus órganos de administración, dirección y empleados.

Fondos de titulización de activos: derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos

La Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre (BOE del 16), que tiene como finalidad determinar de manera específica los tipos de derechos de crédito futuros que podrán incorporarse a un FTA, precisa las condiciones de la cesión de estos y habilita de forma expresa a la CNMV para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y de obligaciones de información de los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras.

Así, esta Orden establece que podrán incorporarse a un FTA, entre otros, los siguientes derechos de crédito futuros: a) el derecho del arrendador al cobro de las cantidades debidas en virtud del contrato de arrendamiento; b) los frutos o productos derivados de todos o alguno de los derechos de explotación de una obra o prestación protegida, así como los frutos o productos derivados de la explotación de una marca o de un nombre comercial debidamente registrados; c) los frutos o productos derivados de la explotación del diseño industrial, de una patente o de un modelo de utilidad; d) el derecho al cobro de la contraprestación de la venta o suministro de bienes o la prestación de servicios, de trato único o sucesivo, que dé lugar a flujos de pagos de naturaleza recurrente o puntual, siempre que dicha magnitud pueda ser conocida o estimada; e) el derecho de crédito futuro que corresponda por los ingresos derivados de préstamos, créditos u otro tipo de financiaciones, y f) el valor económico de los usufructos y otros derechos reales.

Para ello, deben cumplir una serie de condiciones: 1) la cesión de los derechos de crédito futuros ha de ser plena e incondicionada; 2) la escritura de constitución del fondo de titulización deberá indicar los términos del acuerdo o la actividad en virtud de la cual se van a generar los derechos de crédito futuros, así como las facultades del cedente sobre dichos derechos de crédito objeto de cesión, y 3) la escritura de constitución del fondo de titulización deberá, asimismo, contener los términos de la cesión plena e incondicionada de los derechos de crédito futuros, con referencia explícita al plazo y al reparto entre cedente y cesionario de los riesgos inherentes a los mismos.

Finalmente, conforme a lo previsto en el Real Decreto 926/1998, la Orden habilita a la CNMV para dictar reglas específicas relativas a la contabilidad, al formato y contenido de las cuentas anuales y los informes de gestión de los fondos, al alcance y contenido de los informes especiales de auditores u otros expertos independientes, y a las obligaciones de información de los FTA y sus gestoras.

Transposición de diversas directivas comunitarias en materia de fiscalidad

Se ha publicado la Ley 22/2005, de 18 de noviembre (BOE de 19), por la que se incorporan a la regulación española diversas directivas comunitarias en materia de fiscalidad de productos energéticos y electricidad, así como el régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes, y el régimen fiscal de las aportaciones transfronterizas a fondos de pensiones en el ámbito de la Unión Europea.

En concreto, se transponen las siguientes directivas: la Directiva 2003/92/CE, del Consejo, de 7 de octubre de 2003, por la que se modifica la Directiva 77/388/CEE en lo referente a las

normas relativas al lugar de entrega del gas y la electricidad; la Directiva 2003/96/CE, del Consejo, de 27 de octubre de 2003, por la que se reestructura el régimen comunitario de imposición de los productos energéticos y de la electricidad; y la Directiva 2003/123/CE, del Consejo, de 22 de diciembre de 2003, por la que se modifica la Directiva 90/435/CEE, relativa al régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes.

A continuación se hace un sucido análisis de los aspectos más relevantes de la norma en el ámbito financiero.

RÉGIMEN FISCAL COMÚN
APLICABLE A LAS SOCIEDADES
MATRICES Y FILIALES
DE ESTADOS MIEMBROS
DIFERENTES

La Ley 22/2005 ha llevado a cabo la transposición de la Directiva 2003/123/CE mediante la modificación del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo¹⁵. De este modo, con efectos desde el pasado 1 de enero de 2005, tendrá la consideración de sociedad matriz aquella entidad que posea en el capital de otra sociedad (denominada sociedad filial) una participación directa de, al menos, el 20% (antes era el 25%). Dicho porcentaje será el 15% a partir del 1 de enero de 2007 y el 10% a partir del 1 de enero de 2009.

RÉGIMEN FISCAL
DE LAS APORTACIONES
TRANSFRONTERIZAS A FONDOS
DE PENSIONES EN EL ÁMBITO DE
LA UNIÓN EUROPEA

La Ley 22/2005 regula el régimen fiscal de las aportaciones transfronterizas a fondos de pensiones en el ámbito de la Unión Europea mediante una serie de modificaciones en el texto refundido de la Ley del IRPF, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, y en el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, con el fin de posibilitar, con efectos desde el pasado 1 de enero de 2005, que las aportaciones efectuadas a fondos de pensiones de otros Estados miembros tengan el mismo tratamiento fiscal que las realizadas a fondos de pensiones españoles, y, por lo tanto, que puedan ser deducibles en la imposición personal en las mismas condiciones y circunstancias que si se hicieran a instituciones domiciliadas en España. Además, se mantienen los mismos límites fiscales, que serán de 8.000 euros anuales para la suma de las aportaciones a planes de pensiones, mutualidades de previsión social y planes de previsión asegurados. En el caso de partícipes, mutualistas o asegurados mayores de 52 años, el límite anterior se incrementará en 1.250 euros adicionales por cada año de edad que exceda de 52, y con el límite máximo de 24.250 euros para partícipes, mutualistas o asegurados de 65 años o más.

MODIFICACIÓN DE LA LEY
DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE
ESPAÑA

Finalmente, la Ley 22/2005 aprovecha para añadir una nueva disposición adicional séptima a la Ley 13/1994, de 1 de junio¹⁶, de Autonomía del Banco de España, en la que se establece que ningún tribunal ni autoridad administrativa podrá dictar providencia de embargo ni despachar mandamiento de ejecución contra los bienes y derechos patrimoniales pertenecientes, poseídos o gestionados por el Banco de España, cuando se encuentren materialmente afectos al ejercicio de funciones públicas o al desenvolvimiento de potestades administrativas.

Este mismo régimen será aplicable a los bienes y derechos patrimoniales pertenecientes, poseídos o gestionados por los Estados o los bancos centrales extranjeros en los que se materialice la inversión de sus reservas exteriores, así como a los que pertenezcan o sean poseídos o gestionados por el Banco Internacional de Pagos, salvo que existan tratados o acuerdos internacionales suscritos por España que establezcan lo contrario.

15. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95. **16.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 86-92.

Directiva relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital

Hasta la fecha, las fusiones transfronterizas de sociedades encontraban en el área comunitaria numerosas dificultades a nivel legislativo y administrativo. Recientemente, se ha publicado la *Directiva 2005/56/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005* (DOUE del 25 de noviembre), relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, con el objeto establecer disposiciones comunitarias que faciliten la realización de este tipo de fusiones llevadas a cabo entre sociedades de capital que pertenecieran a legislaciones de Estados miembros diferentes.

La Directiva se aplicará a las fusiones de sociedades de capital cuando, al menos, dos de ellas estén sujetas a la legislación de Estados miembros diferentes, y que tengan su domicilio social, su centro de efectiva administración o su principal establecimiento dentro de la Unión Europea. Por el contrario, no se aplicará en las fusiones transfronterizas en las que participe una sociedad cuyo objeto sea la inversión colectiva de capitales obtenidos del público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de los riesgos cuyas participaciones, a petición del tenedor de las mismas, se readquieran o se rescaten, directa o indirectamente, con cargo a los activos de dicha sociedad.

Además, la Directiva prevé un *proyecto común único*, destinado a todos los socios de las sociedades que participen en una operación de fusión transfronteriza.

Por último, se prevé que la Comisión revisará la Directiva a la luz de la experiencia adquirida en su aplicación en el plazo de cinco años, y, en caso necesario, propondrá su modificación. Mientras tanto, los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para ajustarse a la Directiva antes del 15 de diciembre de 2007.

Controles de la entrada o salida de dinero efectivo de la Unión Europea

El *Reglamento 1889/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005* (DOUE del 25 de noviembre), relativo a los controles de la entrada o salida de dinero efectivo de la Comunidad, establece las normas armonizadas para el control, por las autoridades competentes de los países miembros, de la entrada o salida de dinero efectivo de la Unión Europea.

En consecuencia, el dinero efectivo que entre o salga de la Unión Europea por un importe igual o superior a 10.000 euros, transportado por cualquier persona física, independientemente de que sea o no propietaria del mismo, deberá declararse a las autoridades competentes del Estado miembro a través del cual entra o sale. La información se facilitará por escrito, verbal o electrónicamente, conforme determine el Estado miembro respectivo. No obstante, siempre que lo solicite, el declarante tendrá derecho a facilitar la información por escrito.

Cuando existan indicios de que las cantidades de dinero efectivo guardan relación con una actividad ilegal relacionada con el movimiento de dinero efectivo, aun cuando dicha cantidad sea inferior al umbral establecido, la información obtenida podrá transmitirse a las autoridades competentes de otros Estados miembros. Asimismo, en el caso de que la suma de dinero efectivo guarde relación con el producto de un fraude o con cualquier otra actividad ilegal que afecte adversamente a los intereses financieros de la Comunidad, dicha información se transmitirá también a la Comisión.

Finalmente, el Reglamento faculta a los Estados miembros para que fijen las sanciones que serán aplicables en caso de incumplimiento de la obligación de declarar. Dichas sanciones deberán ser eficaces, proporcionadas y disuasorias, y se comunicarán a la Comisión antes del

15 de junio de 2007, fecha a partir de la cual dicho Reglamento será aplicable en dichos Estados.

**Directiva sobre
el blanqueo de capitales
y la financiación
del terrorismo**

**OBJETIVO Y ÁMBITO
DE APLICACIÓN**

Se ha publicado la *Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005* (DOUE del 25 de noviembre), relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo, a la vez que deroga la Directiva 91/308/CEE, del Consejo, de 10 de junio de 1991.

Esta Directiva actualiza el contenido de la Directiva 91/308/CEE y se ajusta a las nuevas recomendaciones del GAFI (que se revisaron y se ampliaron sustancialmente en junio de 2003). Asimismo, la Directiva se aplicará a la mayoría de las entidades y personas señaladas en la norma: las entidades de crédito y el resto de las entidades financieras; los auditores, contables externos y asesores fiscales; los notarios y otros profesionales independientes del Derecho cuando participen en nombre de su cliente y por cuenta del mismo en la concepción o realización de determinadas transacciones sospechosas de actividades ilícitas; los agentes de la propiedad inmobiliaria; otras personas físicas o jurídicas que comercien con bienes, únicamente en la medida en que los pagos se efectúen al contado y por importe igual o superior a 15.000 euros; y los casinos. Asimismo, como novedad, se hace extensiva a los intermediarios de seguros de vida y a los proveedores de servicios a sociedades y fideicomisos, con el fin de evitar que los blanqueadores de dinero y los financiadores del terrorismo utilicen métodos alternativos para encubrir el origen de los productos del delito.

Por otro lado, la Directiva 91/308/CEE, si bien imponía la obligación de identificar a los clientes, contemplaba con relativamente escaso detalle los procedimientos necesarios a tal fin, por lo que la Directiva 2005/60/CE introduce disposiciones más concretas y detalladas en materia de identificación del cliente y de cualquier titular real, así como de la comprobación de su identidad, dada la importancia crucial de este aspecto en la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, y de conformidad con las nuevas normas internacionales.

MEDIDAS DE DILIGENCIA DEBIDA

La Directiva establece normas detalladas en materia de diligencia debida con los clientes. Para cumplir con la obligación de identificar al titular real, se podrá optar por recurrir a los registros públicos de titulares reales, solicitar a sus clientes los datos pertinentes o conseguir la información de cualquier otro modo, teniendo en cuenta que el nivel de estas medidas de diligencia debida con respecto al cliente responde al riesgo de blanqueo de capitales y financiación de actividades terroristas, que depende del tipo de cliente, de la relación comercial, del producto o de la transacción.

Asimismo, la Directiva diferencia entre medidas simplificadas de diligencia debida con respecto al cliente y medidas reforzadas, en función de un análisis del riesgo, y en aquellas situaciones que por su propia naturaleza puedan presentar un riesgo más o menos elevado de blanqueo de capitales o de financiación del terrorismo.

OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Los Estados miembros exigirán a las entidades y personas sujetas a lo dispuesto en la presente Directiva, y, en su caso, a sus directivos y empleados, que colaboren plenamente, informando por iniciativa propia, y sin demora, a la unidad de inteligencia financiera¹⁷ (en adelante,

17. La Unidad de Inteligencia Financiera sirve como centro nacional de solicitud, recepción, análisis y divulgación a las autoridades competentes de las comunicaciones de transacciones sospechosas y demás información relativa a posibles blanqueos de capitales o financiación del terrorismo. Esto no debería obligar a los Estados miembros a modificar sus actuales sistemas de comunicación, en que la labor de información corre a cargo de una fiscalía pública u otras autoridades de defensa de la legalidad, siempre y cuando la información se transmita a las UIF con prontitud y no filtrada, para que estas puedan realizar adecuadamente su trabajo, incluida la cooperación internacional con otras UIF.

la UIF) cuando sepan, sospechen o tengan motivos razonables para sospechar que se han cometido o se cometen acciones o tentativas de blanqueo de capitales o de financiación del terrorismo, y facilitando de inmediato a la UIF, a petición de esta, toda la información que sea necesaria de conformidad con los procedimientos establecidos en la legislación aplicable.

La Comisión elaborará, antes del 15 de diciembre de 2009 y, a partir de entonces, al menos cada tres años, un informe sobre la aplicación de la presente Directiva, que será presentado al Parlamento Europeo y al Consejo. En el primero de dichos informes, la Comisión incluirá un examen específico del trato reservado a los abogados y otros profesionales independientes del Derecho.

La Directiva entrará en vigor en los Estados miembros antes del 15 de diciembre de 2007, informando inmediatamente a la Comisión de que las disposiciones de la presente Directiva se corresponden con las disposiciones nacionales adoptadas.

Reformas para el impulso a la productividad

Se han publicado la Ley 23/2005, de 18 de noviembre (BOE del 19), de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad, y la Ley 24/2005, de 18 de noviembre (BOE del 19), de reformas para el impulso a la productividad, que introducen una serie de medidas de impulso y estímulo a la productividad, en diferentes ámbitos y con distintos plazos de ejecución, orientadas a dinamizar la economía española y facilitar la respuesta a la cada vez mayor integración económica en los mercados europeos y mundiales.

Las reformas adoptadas mediante estas leyes se integran en un conjunto más amplio, que tienen por objeto proporcionar confianza y una clara señal a los mercados y a los agentes económicos del decidido compromiso de la política económica española con el aumento de la productividad, que, junto con la estabilidad presupuestaria y el fomento de la transparencia, se configura como uno de los ejes a través de los cuales se contribuye al objetivo de mejora del bienestar de los ciudadanos.

A continuación se hace un comentario breve de las medidas más relevantes en los distintos mercados.

REFORMAS EN MATERIA TRIBUTARIA

Respecto a la normativa reguladora del Impuesto sobre Sociedades, se introduce una nueva modalidad de IIC de carácter inmobiliario, que podrá desarrollar la actividad de promoción inmobiliaria de viviendas para destinarlas al arrendamiento. Se le aplicará un tipo de gravamen del 1% en el Impuesto sobre Sociedades, condicionado al cumplimiento de ciertos requisitos tendentes a preservar la naturaleza de estas entidades como instrumentos canalizadores del ahorro.

En línea con lo anterior, para estimular la realización de esta actividad se eliminan algunas restricciones que impedían el correcto funcionamiento de este régimen especial y se introducen otros requisitos para dar una mayor coherencia a su aplicación. En particular, se mantiene únicamente la bonificación del 85% de la cuota íntegra para las rentas procedentes del arrendamiento de viviendas y se suprime la bonificación para las rentas derivadas de su transmisión. Asimismo, con la misma finalidad, resulta oportuno que los notarios y los registradores, en cuanto perceptores de ingresos públicos, colaboren en la promoción pública de estas entidades mediante la no-percepción de aranceles, sin que ello tenga una repercusión significativa en sus honorarios.

Por otro lado, se modifica la deducción por actividades de investigación y desarrollo e innovación tecnológica, para incluir en el concepto de innovación tecnológica los muestrarios textiles.

Asimismo, con el fin de potenciar las nuevas tecnologías en el ámbito de las pequeñas y medianas empresas, se incrementa en cinco puntos el porcentaje aplicable a la deducción para el fomento de las tecnologías de la información y de la comunicación, que pasa del 10% al 15%.

En cuanto al Impuesto sobre el Valor Añadido, se suprime el tipo del 4% aplicable a las viviendas adquiridas por las entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas, en consonancia con la modificación que se realiza de este régimen especial en la normativa del Impuesto sobre Sociedades.

En lo referente al Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, se amplían la exención y la bonificación previstas para las IIC inmobiliarias a aquellas instituciones entre cuyas actividades se encuentre la promoción de inmuebles para su arrendamiento, en consonancia con el nuevo régimen en el Impuesto sobre Sociedades.

REFORMAS EN EL SECTOR FINANCIERO

Con el fin de estimular la competitividad del sector financiero, se introduce una reducción sustancial en los límites de las tasas aplicables por la CNMV en la prestación de determinados servicios. Esta reducción de tasas supondrá un ahorro muy significativo para las entidades emisoras de valores, lo cual incidirá positivamente en la mejora de la competitividad del mercado financiero, y servirá para la mejor adaptación del mercado al nuevo marco de mayor competencia impuesto por la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003.

Por otra parte, se aprovecha para modificar la disposición final segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, con el objeto de poder aplicar el régimen fiscal de las participaciones preferentes de las entidades de crédito¹⁸ a los valores cotizados en mercados organizados y emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria, regulados por la Ley 19/1992, de 7 de julio, y a fondos de titulización de activos regulados por la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

OTRAS REFORMAS

Se emprenden una serie de mejoras de los trámites administrativos que afectan tanto a ciudadanos como a empresas. Así, se establecen fórmulas para hacer compatibles las indudables ventajas de rapidez y sencillez que conlleva el uso de la denominación social establecida para la constitución de la sociedad *limitada nueva empresa*, con la utilización, en su caso, a posteriori, de otras denominaciones sociales más atractivas para la actividad comercial de las empresas.

Finalmente, se potencian las condiciones de competencia efectiva en diversos sectores de la economía española, como los mercados energéticos, en especial el sector eléctrico y el de

18. El régimen fiscal de las participaciones preferentes es el siguiente: a) las rentas derivadas de las participaciones preferentes tendrán la consideración de gasto deducible para la entidad emisora; b) dichas rentas serán calificadas como rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios, de acuerdo con lo establecido en la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas Tributarias. Asimismo, no estarán sujetas a retención alguna, siendo de aplicación, en su caso, la exención establecida en la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias; c) en el caso de que las rentas fueran obtenidas por sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente, dichas rentas estarán exentas de este impuesto en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la deuda pública en la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias, y e) finalmente, las operaciones derivadas de la emisión de participaciones preferentes estarán exentas de la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

hidrocarburos. Por último, se reforma el sistema de distribución del mercado de tabacos, así como se profundiza en la liberalización de los servicios funerarios.

La sociedad anónima europea domiciliada en España

La Ley 19/2005, de 14 de noviembre (BOE del 15), sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España (en adelante, SE), tiene como objeto adaptar el Reglamento (CE) 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, respecto de las sociedades europeas que se domicilien en España.

La Ley introduce esta normativa añadiendo un nuevo capítulo al texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, a fin de ofrecer aquellas precisiones indispensables que exige el Reglamento para la plena operatividad de la misma, incorporando, además, los mecanismos de tutela de los intereses particulares de socios y de acreedores, y los mecanismos de tutela y de interés público que se han juzgado más adecuados en la fase actual de la progresiva construcción de la Unión Europea.

Como novedades de la norma, cabe reseñar las siguientes:

La SE deberá fijar su domicilio en España cuando su administración central se halle dentro del territorio español. Asimismo, la constitución y demás actos inscribibles de una sociedad anónima europea que tenga su domicilio en España se inscribirán en el Registro Mercantil. Respecto a la constitución de una SE que se haya de domiciliar en España, la norma establece que podrán participar otras sociedades que, aun cuando no tengan su administración central en la Unión Europea, estén constituidas con arreglo al ordenamiento jurídico de un Estado miembro, tengan en él su domicilio y una vinculación efectiva y continua con la economía de un Estado miembro.

Por último, la norma aprovecha, entre otros aspectos, para introducir algunas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en lo referente a las sociedades cotizadas. En concreto, cuando la sociedad cotizada sea una SE domiciliada en España que haya optado por el sistema dual, junto al informe anual de gobierno corporativo elaborado por la dirección, se acompañará un informe elaborado por el consejo de control sobre el ejercicio de sus funciones. Asimismo, las obligaciones establecidas para los administradores de una sociedad cotizada se hacen extensibles a los miembros del consejo de control de una sociedad cotizada que sea SE domiciliada en España.

Presupuestos Generales del Estado para el año 2006

Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, se ha publicado la Ley 30/2005, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2006 (BOE del 30). Por segundo año consecutivo desde 1993, el Gobierno ha optado por remitir a las Cortes únicamente la Ley de Presupuestos, ya que era práctica habitual que su tramitación fuera acompañada de la denominada Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

La Ley de Presupuestos para 2006 consolida la reorientación del gasto hacia programas para el impulso de la productividad, que se manifiesta a través de tres tipos de medidas: la inversión pública en infraestructuras, el esfuerzo en investigación, desarrollo e innovación tecnológica, así como en el ámbito de la educación. También refleja el carácter social que el Gobierno está dando a su política económica, a través del desarrollo de medidas que permiten la mejora del bienestar y de la cohesión social, asegurando que los beneficios del crecimiento llegan a todos los ciudadanos.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados de carácter monetario, financiero y fiscal:

Una de las disposiciones adicionales de la Ley de Presupuestos fija el *capital del Banco de España* en 1.000 millones de euros. El aumento del capital desde la cifra actual (5 millones de euros) hasta la antes mencionada se realizará con cargo a los beneficios que el Banco de España registre a 31 de diciembre de 2005.

En materia de *deuda del Estado*, como es habitual, se establece la autorización al Gobierno respecto al incremento del saldo vivo de la deuda del Estado a 31 de diciembre. Así, para el ejercicio del año 2006 se autoriza para que incremente la misma, con la limitación de que el saldo vivo de dicha deuda a 31 de diciembre del año 2006 no supere el correspondiente a primeros de año en más de 14.082 mm de euros, permitiéndose que dicho límite sea superado durante el curso del ejercicio, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

En el ámbito fiscal, y por lo que se refiere al *IRPF*, la principal medida que se adopta es la actualización de la tarifa del Impuesto en sus dos escalas, la estatal y la autonómica o complementaria. Además, a efectos del cálculo de las ganancias patrimoniales, derivadas de bienes inmuebles, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%. También se establecen las disposiciones que permiten compensar la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la vigente Ley del IRPF, como son los arrendatarios y adquirentes de vivienda habitual respecto a los establecidos en la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

En el ámbito del *Impuesto de Sociedades*, las medidas incluidas son, al igual que en el IRPF, aquellas de vigencia anual a las que se refiere la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Se incluye, por tanto, la actualización de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permite corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. Además, se recoge la forma de determinar los pagos fraccionados del Impuesto durante el ejercicio 2006. Finalmente, en materia de tributos locales se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

Otras disposiciones de índole económica se refieren al *interés legal del dinero* y al *interés de demora*, que ambos se mantienen en sus actuales niveles, es decir, el 4% y el 5%, respectivamente.

5.1.2006.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES		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.
		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).

	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*
TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	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).

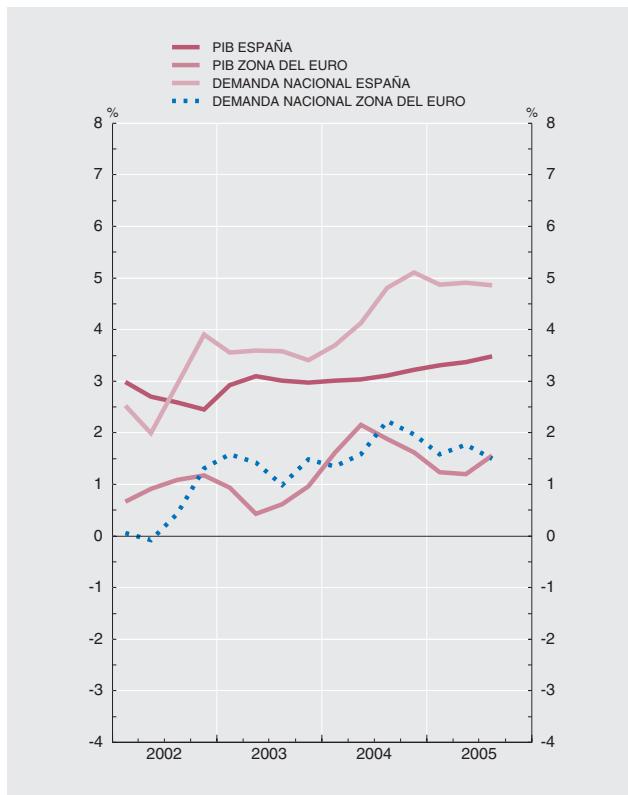
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

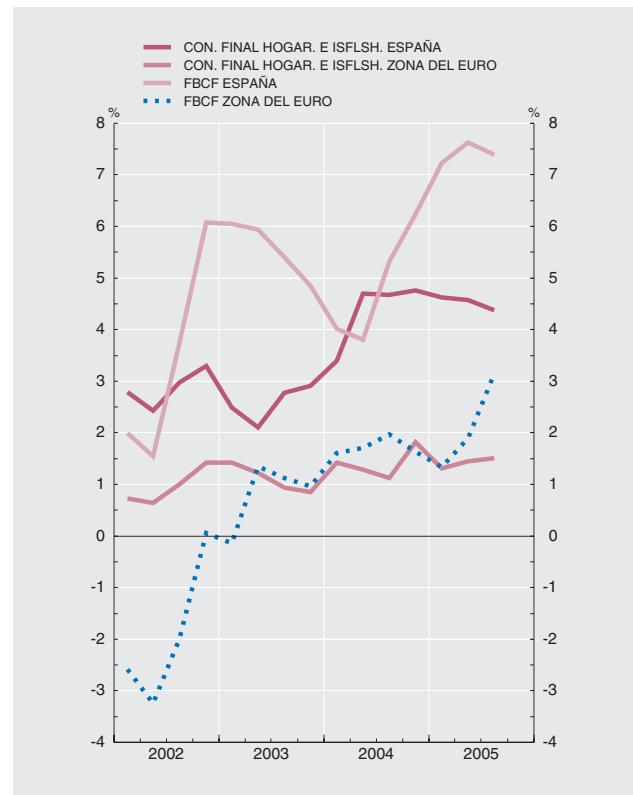
Tasas de variación interanual

	PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)		
	España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro (e)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
02	P	2,7	1,0	2,9	0,9	4,5	2,6	3,3	-1,9	2,8	0,4	1,8	1,8	3,9	0,4	729	7 214
03	P	3,0	0,7	2,6	1,1	4,8	1,6	5,6	0,8	3,5	1,4	3,6	1,3	6,0	3,1	781	7 412
04	P	3,1	1,8	4,4	1,4	6,0	1,1	4,9	1,7	4,4	1,8	3,3	5,9	9,3	6,1	837	7 686
02 /V	P	2,4	1,2	3,3	1,4	4,1	2,3	6,1	0,1	3,9	1,2	4,5	3,6	10,4	4,2	187	1 825
03 /	P	2,9	0,9	2,5	1,4	4,8	1,9	6,1	-0,1	3,6	0,9	4,7	2,8	7,6	4,8	190	1 831
//	P	3,1	0,4	2,1	1,2	4,6	1,4	5,9	1,4	3,6	0,4	3,5	-0,3	5,0	2,3	193	1 840
/III	P	3,0	0,6	2,8	0,9	4,6	1,7	5,4	1,1	3,6	0,6	4,1	1,2	6,4	2,3	197	1 863
/IV	P	3,0	1,0	2,9	0,9	5,0	1,6	4,8	1,0	3,4	1,0	2,3	1,5	5,0	2,9	201	1 877
04 /	P	3,0	1,6	3,4	1,4	5,1	1,3	4,0	1,6	3,7	1,6	4,2	3,8	7,2	3,3	203	1 896
//	P	3,0	2,2	4,7	1,3	5,9	1,3	3,8	1,7	4,1	2,2	3,3	7,7	9,2	6,5	207	1 918
/III	P	3,1	1,9	4,7	1,1	6,6	1,2	5,3	2,0	4,8	1,9	3,5	6,3	10,7	7,6	211	1 930
/IV	P	3,2	1,6	4,8	1,8	6,3	0,7	6,2	1,6	5,1	1,6	2,3	5,9	10,1	7,1	215	1 941
05 /	P	3,3	1,2	4,6	1,3	5,4	0,9	7,2	1,3	4,9	1,2	-2,1	3,2	5,7	4,2	219	1 955
//	P	3,4	1,2	4,6	1,4	4,3	1,1	7,6	1,9	4,9	1,2	1,1	2,9	8,5	4,5	223	1 973
/III	P	3,5	1,6	4,4	1,5	4,6	1,4	7,4	3,1	4,9	1,6	1,3	5,2	7,7	5,2	228	1 989

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

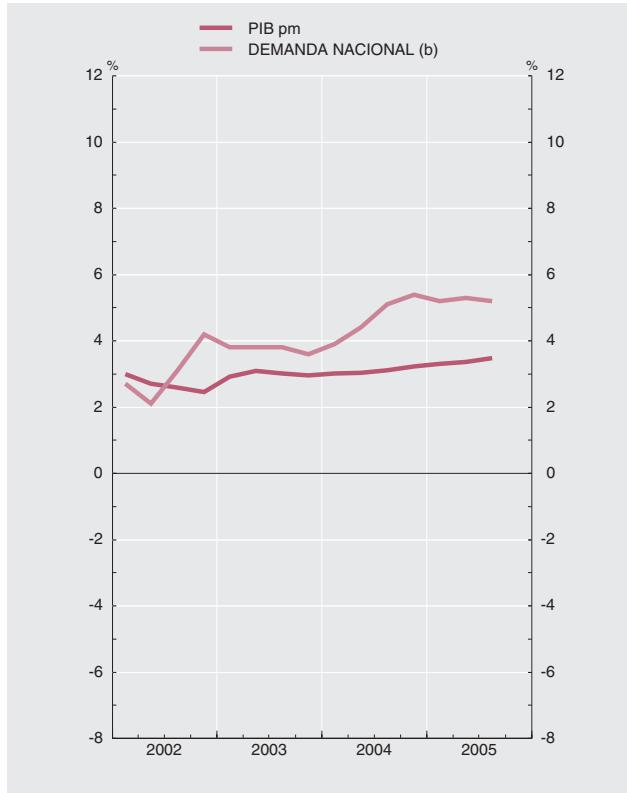
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

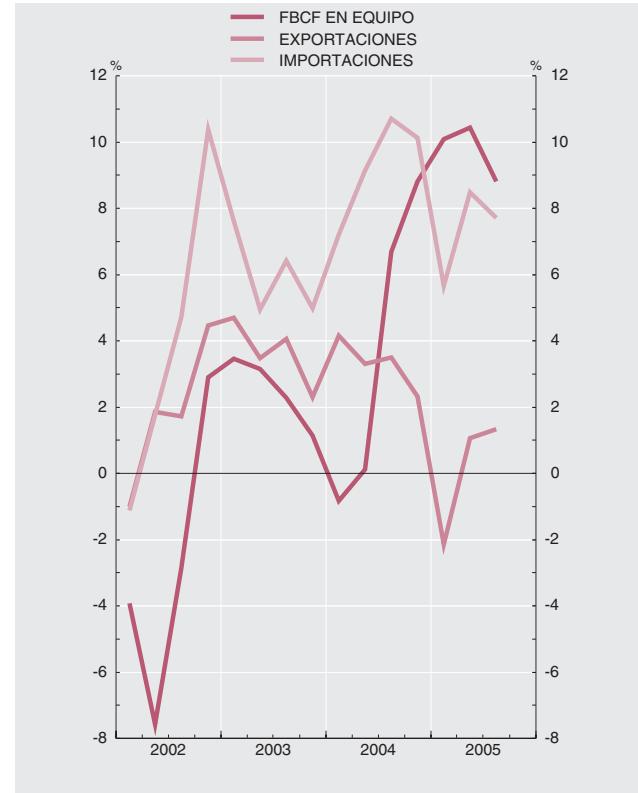
Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo					Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria		
	Total	Equipo	Construcción	Otros productos	Variación de existencias (b)	Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demandada nacional (b) (c)	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	3,0	2,7
03	P	5,6	2,5	6,3	7,7	-0,0	3,6	5,0	0,4	1,1	6,0	6,4	5,0	4,1	3,8	3,0
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	3,7	4,7	3,1
02 /V	P	6,1	2,9	7,3	7,0	0,2	4,5	6,9	-4,1	3,4	10,4	12,0	1,2	4,4	4,2	2,4
03 /	P	6,1	3,5	6,9	7,5	0,0	4,7	6,6	-2,1	3,9	7,6	8,1	0,8	6,8	3,8	2,9
//	P	5,9	3,1	6,4	8,6	0,0	3,5	3,6	4,8	1,6	5,0	5,1	3,5	4,3	3,8	3,1
/I	P	5,4	2,3	6,0	8,3	-0,0	4,1	5,8	0,3	0,5	6,4	7,2	5,7	2,7	3,8	3,0
/V	P	4,8	1,1	6,0	6,6	-0,1	2,3	4,0	-1,0	-1,3	5,0	5,3	10,1	2,6	3,6	3,0
04 /	P	4,0	-0,8	6,1	4,8	0,1	4,2	5,6	1,0	1,5	7,2	7,5	17,3	4,3	3,9	3,0
//	P	3,8	0,1	5,5	3,3	0,0	3,3	5,6	-4,6	2,0	9,2	9,8	20,2	4,1	4,4	3,0
/I	P	5,3	6,7	5,3	3,6	-0,0	3,5	4,5	0,6	2,5	10,7	11,8	20,5	3,5	5,1	3,1
/V	P	6,2	8,8	5,2	5,8	-0,0	2,3	1,8	2,8	4,3	10,1	11,1	24,0	2,7	5,4	3,2
05 /	P	7,2	10,1	6,0	7,2	-0,0	-2,1	-2,3	-3,3	0,1	5,7	7,4	24,4	-6,0	5,2	3,3
//	P	7,6	10,4	6,2	8,5	0,0	1,1	1,7	-1,5	1,2	8,5	9,4	26,9	0,2	5,3	3,4
/I	P	7,4	8,8	6,3	9,0	0,1	1,3	0,5	0,0	6,6	7,7	7,1	27,0	6,8	5,2	3,5

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

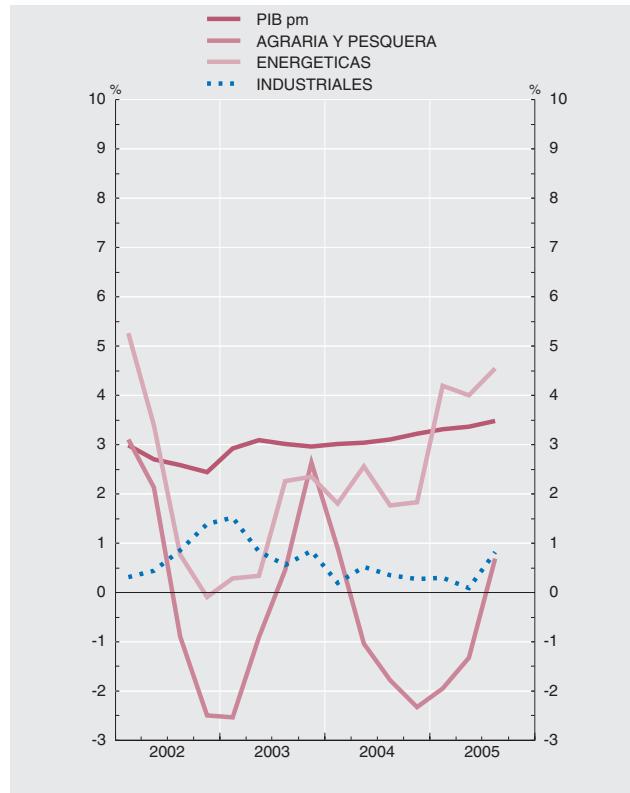
c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

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

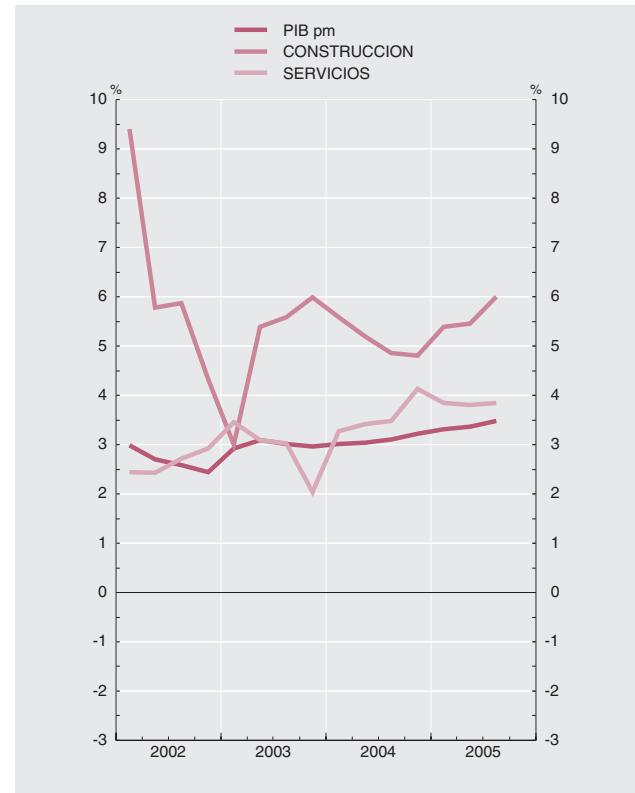
■ Serie representada gráficamente.

	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				IVA que grava los productos
							7	8					Impuestos netos sobre productos importados
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 /V	P	2,4	-2,5	-0,1	1,4	4,3	2,9	3,0	2,6	-1,9	1,9	9,5	
03 /	P	2,9	-2,5	0,3	1,5	3,0	3,5	3,0	5,0	1,3	4,5	10,4	
//	P	3,1	-0,9	0,3	0,8	5,4	3,1	2,8	4,2	7,1	5,5	7,3	
/I	P	3,0	0,4	2,3	0,6	5,6	3,0	2,9	3,6	4,3	8,1	8,2	
/V	P	3,0	2,6	2,3	0,8	6,0	2,0	1,5	3,9	8,8	8,4	12,1	
04 /	P	3,0	0,9	1,8	0,2	5,6	3,3	3,2	3,4	1,3	12,4	9,5	
//	P	3,0	-1,0	2,6	0,5	5,2	3,4	3,4	3,3	0,1	12,9	10,6	
/I	P	3,1	-1,8	1,8	0,4	4,9	3,5	3,5	3,5	4,7	10,8	6,2	
/V	P	3,2	-2,3	1,8	0,3	4,8	4,1	4,1	4,3	3,9	12,0	0,3	
05 /	P	3,3	-1,9	4,2	0,3	5,4	3,9	3,8	4,0	5,0	6,6	2,3	
//	P	3,4	-1,3	4,0	0,1	5,4	3,8	4,0	3,2	5,4	2,0	4,0	
/I	P	3,5	0,7	4,5	0,8	6,0	3,8	4,0	3,2	3,9	0,6	2,4	

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).

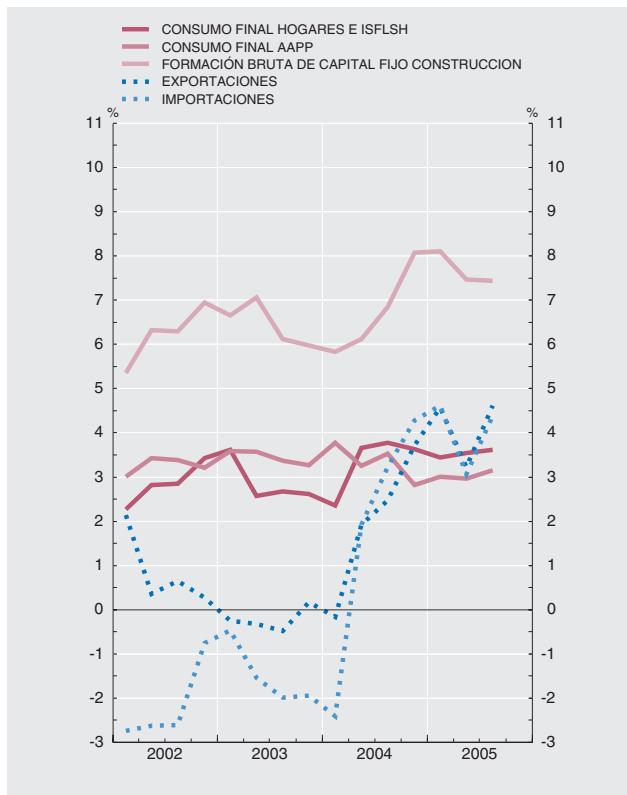
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

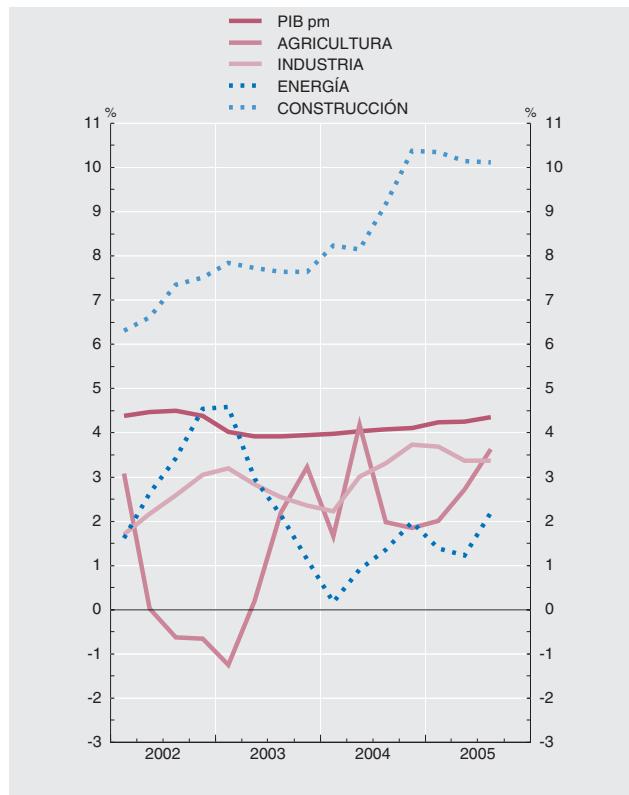
Tasas de variación interanual

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

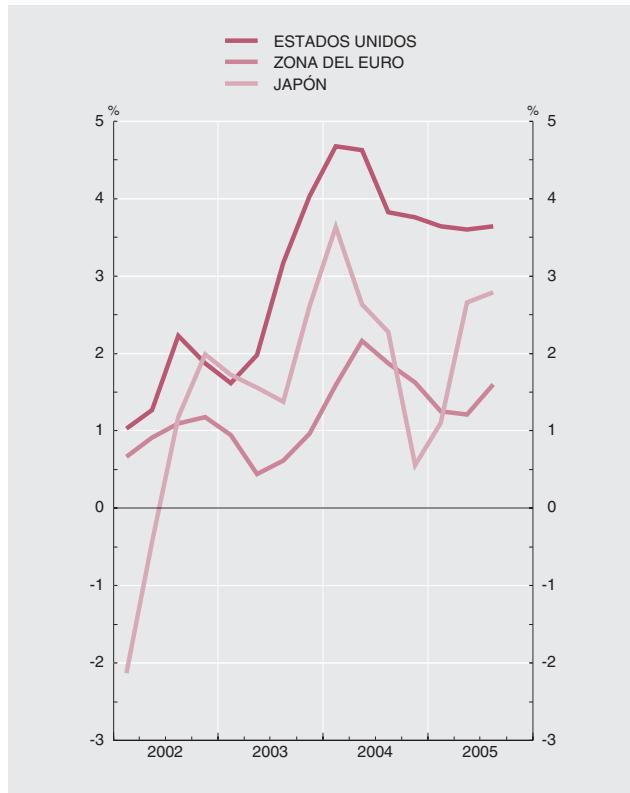
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

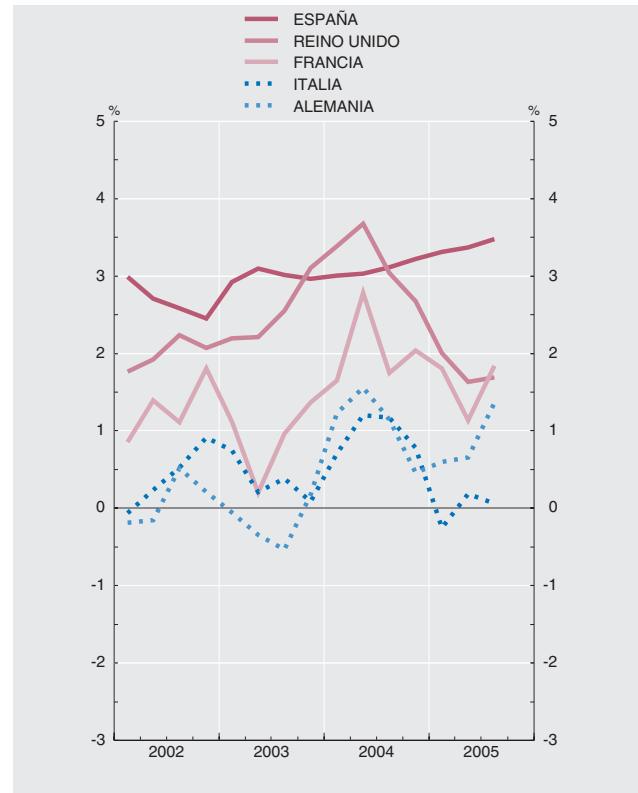
■ Serie representada gráficamente.

	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	1,5	1,2	1,0	0,1	2,7	1,6	1,3	0,4	0,1	2,0	
03	2,0	1,1	0,7	-0,2	3,0	2,7	0,9	0,4	1,8	2,5	
04	3,3	2,1	1,8	1,1	3,1	4,2	2,1	1,0	2,3	3,2	
02 //I //IV	2,0 2,1	1,3 1,3	1,1 1,2	0,5 0,2	2,6 2,4	2,2 1,9	1,1 1,8	0,5 0,9	1,2 2,0	2,2 2,1	
03 //II //III //IV	1,7 1,5 2,0 2,8	1,2 0,8 1,0 1,4	0,9 0,4 0,6 1,0	-0,1 -0,3 -0,5 0,2	2,9 3,1 3,0 3,0	1,6 2,0 3,2 4,0	1,1 0,2 1,0 1,4	0,7 0,2 0,4 0,1	1,7 1,6 1,4 2,6	2,2 2,2 2,6 3,1	
04 //I //II //III //IV	3,6 3,7 3,2 2,8	2,0 2,5 2,1 1,8	1,6 2,2 1,9 1,6	1,2 1,6 1,1 0,5	3,0 3,0 3,1 3,2	4,7 4,6 3,8 3,8	1,6 2,8 1,8 2,0	0,7 1,2 1,2 0,8	3,6 2,6 2,3 0,6	3,4 3,7 3,0 2,7	
05 //I //II //III	2,6 2,6 ...	1,4 1,3 1,6	1,2 1,2 1,6	0,6 0,7 1,4	3,3 3,4 3,5	3,6 3,6 3,6	1,8 1,1 1,8	-0,3 0,2 0,1	1,1 2,7 2,8	2,0 1,6 1,7	

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

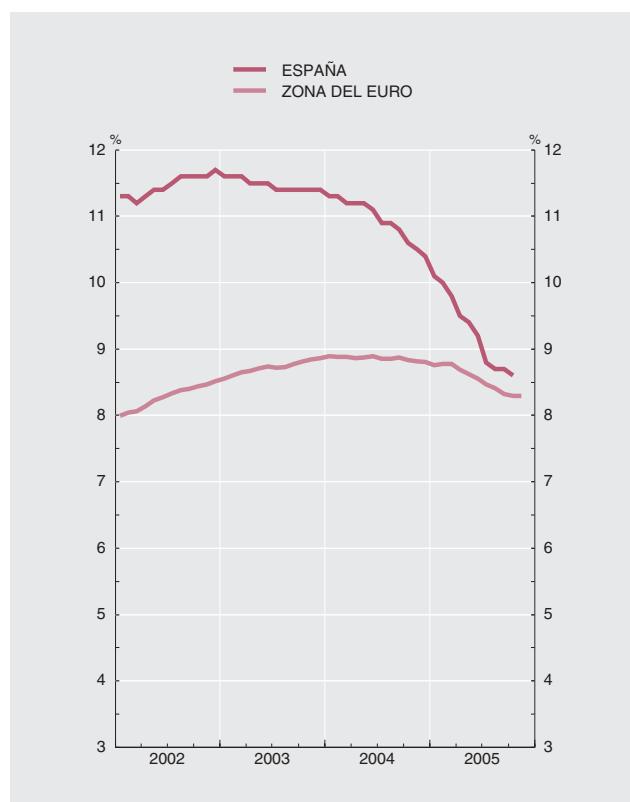
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

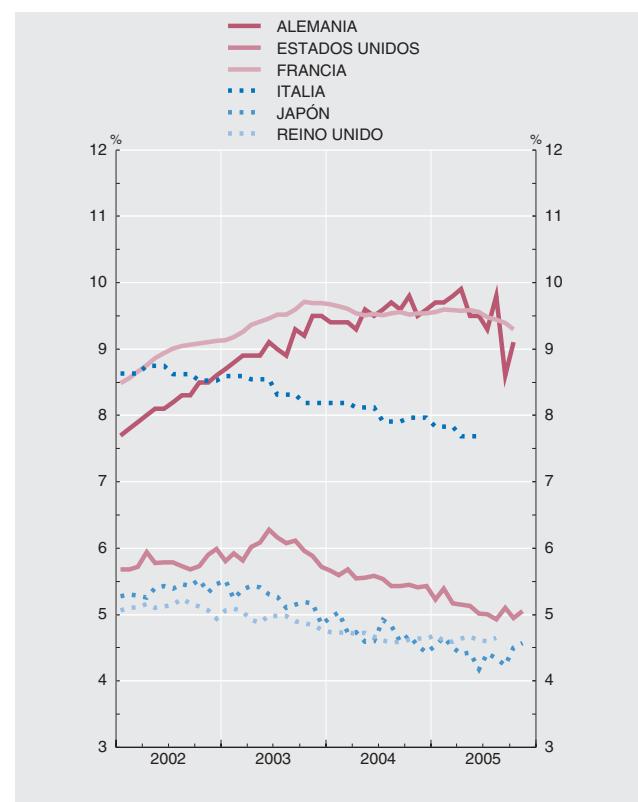
■ Serie representada gráficamente.

	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	
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	9,6	8,0	4,7	4,7	
04 Jun	6,9	8,1	8,9	9,5	11,1	5,6	9,5	8,1	4,6	4,7	
Jul	6,9	8,1	8,9	9,6	10,9	5,5	9,5	7,9	4,9	4,6	
Ago	6,9	8,1	8,9	9,7	10,9	5,4	9,5	7,9	4,8	4,6	
Sep	6,8	8,1	8,9	9,6	10,8	5,4	9,6	7,9	4,6	4,6	
Oct	6,8	8,0	8,8	9,8	10,6	5,5	9,5	8,0	4,7	4,6	
Nov	6,8	8,0	8,8	9,5	10,5	5,4	9,5	8,0	4,5	4,6	
Dic	6,8	8,0	8,8	9,6	10,4	5,4	9,5	8,0	4,4	4,6	
05 Ene	6,7	8,0	8,8	9,7	10,1	5,2	9,6	7,8	4,5	4,7	
Feb	6,8	8,0	8,8	9,7	10,0	5,4	9,6	7,8	4,7	4,6	
Mar	6,7	8,0	8,8	9,8	9,8	5,2	9,6	7,8	4,5	4,6	
Abr	6,6	7,9	8,7	9,9	9,5	5,2	9,6	7,7	4,4	4,6	
May	6,6	7,9	8,6	9,5	9,4	5,1	9,6	7,7	4,4	4,7	
Jun	6,5	7,8	8,6	9,5	9,2	5,0	9,6	7,7	4,2	4,6	
Jul	6,5	7,8	8,5	9,3	8,8	5,0	9,5	... 4,4	4,6		
Ago	6,4	7,7	8,4	9,8	8,7	4,9	9,4	... 4,3	4,7		
Sep	6,5	7,6	8,3	8,6	8,7	5,1	9,4	... 4,2			
Oct	6,4	7,6	8,3	9,1	8,6	5,0	9,3	... 4,5			
Nov	...	...	8,3	...	...	5,1	...	... 4,6			

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



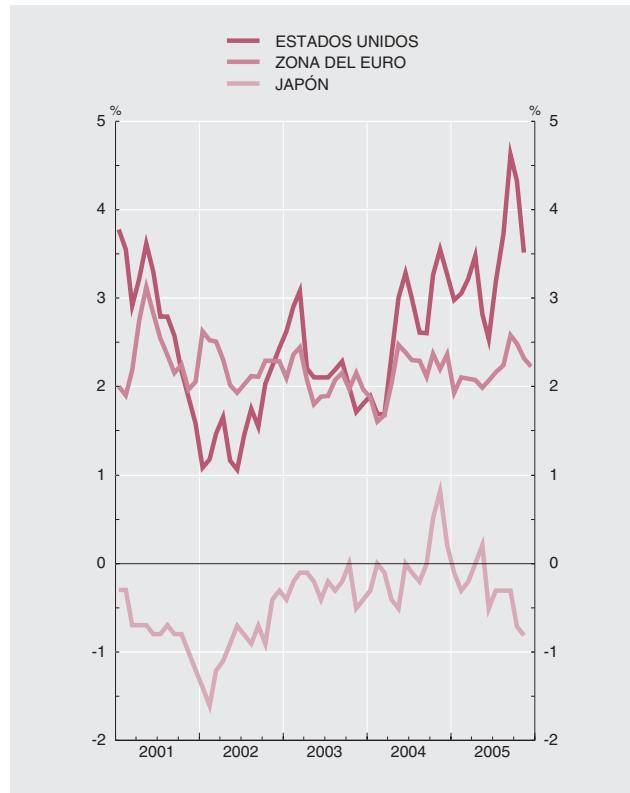
FUENTES: BCE y OCDE.

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 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	3,3	2,5	2,6	2,6	3,8	4,6	2,4	2,2	-0,3	2,5	
Oct	3,0	2,4	2,5	2,4	3,5	4,3	2,0	2,6	-0,7	2,3	
Nov	2,6	2,3	2,3	2,3	3,4	3,5	1,8	2,4	-0,8	2,1	
Dic	...	2,2	2,2	2,1	3,7	...	1,8	2,1	...	2,0	

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.

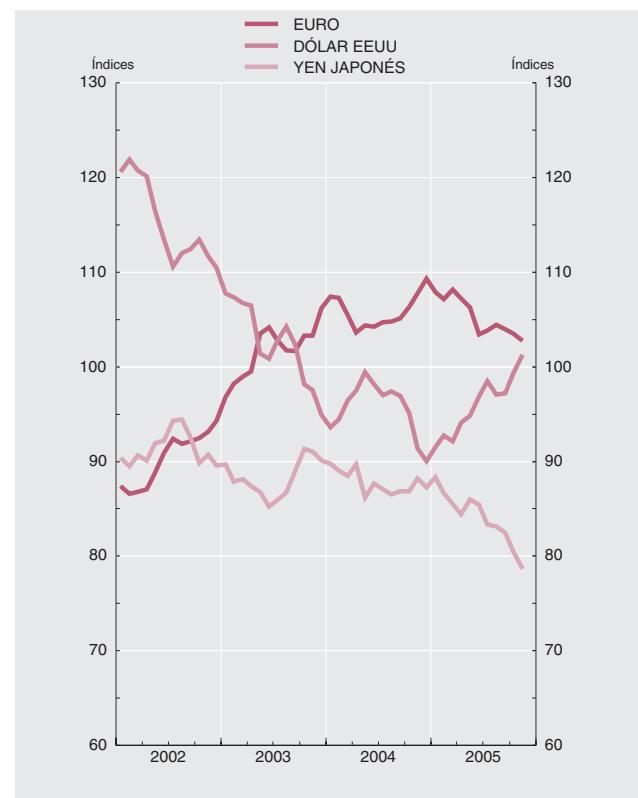
Media de cifras diarias

	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/ECU	Yen japonés por euro/ECU	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	87,9
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-D	1,2433	134,41	108,18	103,8	89,7	101,5	105,9	95,6	87,8	105,3	96,6	87,6
05 E-D	1,2445	136,88	110,17	103,0	88,5	99,5	105,3	96,0	84,0	104,0	97,5	84,9
04 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	85,3
Abr	1,2938	138,84	107,31	105,1	86,7	100,1	107,2	94,1	84,4	106,0	95,7	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	86,4
Jun	1,2165	132,22	108,69	101,2	89,4	101,7	103,5	96,9	85,4	102,3	98,6	86,0
Jul	1,2037	134,75	111,94	101,7	90,5	99,5	103,8	98,5	83,4	102,6	100,5	84,1
Ago	1,2292	135,98	110,63	102,3	88,9	99,5	104,5	97,0	83,1	102,9	99,0	83,9
Sep	1,2256	136,06	111,03	101,8	88,5	99,1	103,9	97,2	82,4	102,0	99,8	83,0
Oct	1,2015	138,05	114,90	101,4	90,2	96,8	103,5	99,3	80,4	101,4	103,1	80,7
Nov	1,1786	139,59	118,45	100,7	91,9	94,9	102,8	101,3	78,7	100,7	...	...
Dic	1,1856	140,58	118,58	100,7	91,3	94,4	...	...	...	...	...	...

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.

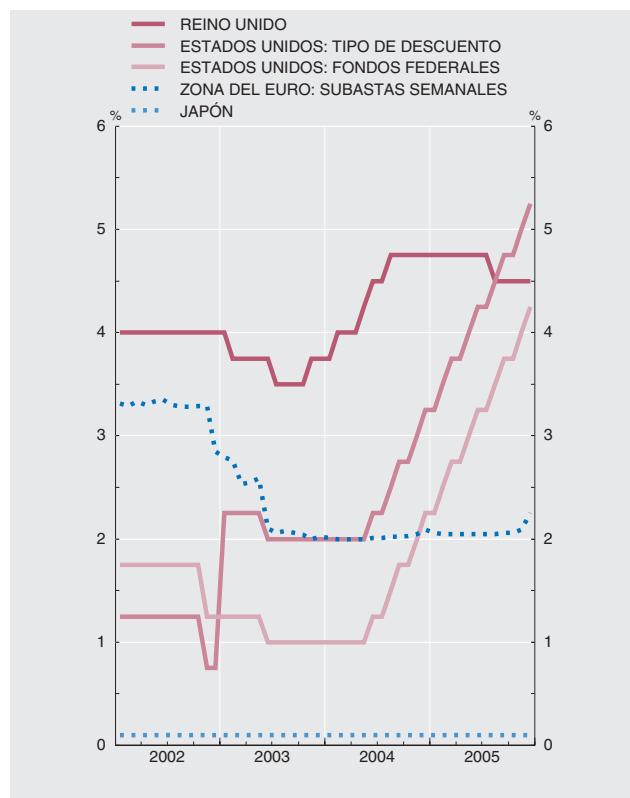
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

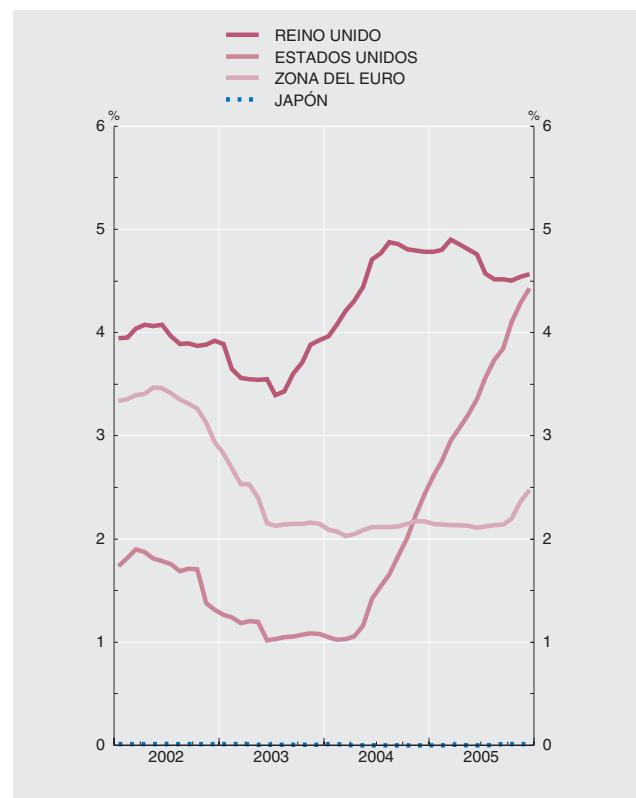
Porcentajes

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 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
Oct	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,81	2,53	2,20	-	-	4,10	-	-	0,01	4,50
Nov	2,00	5,00	4,00	0,10	4,50	2,95	2,67	2,36	-	-	4,28	-	-	0,01	4,54
Dic	2,25	5,25	4,25	0,10	4,50	3,05	2,77	2,47	-	-	4,43	-	-	0,01	4,57

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).

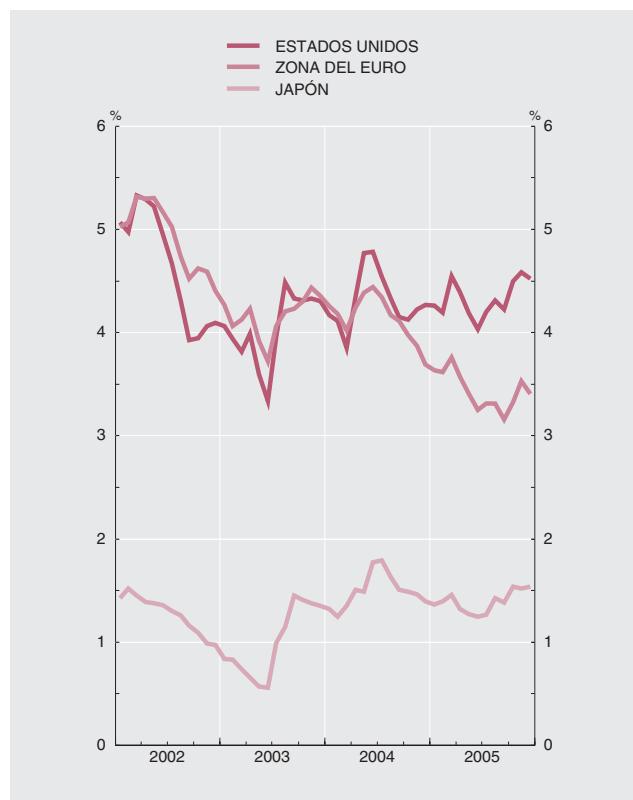
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

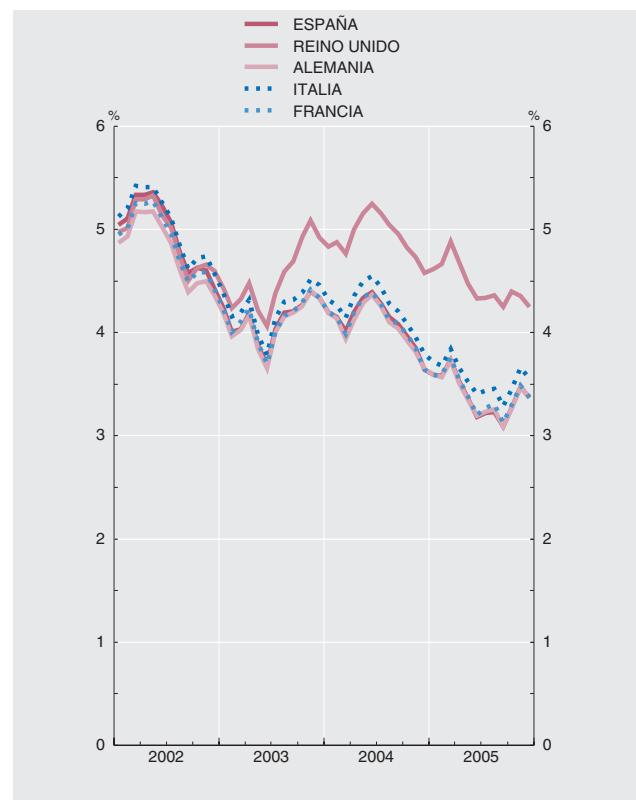
■ Serie representada gráficamente.

	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 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	
Oct	3,62	3,47	3,32	3,26	3,27	4,50	3,29	3,45	1,54	4,40	
Nov	3,73	3,64	3,53	3,47	3,48	4,59	3,49	3,66	1,52	4,36	
Dic	3,66	3,54	3,41	3,37	3,37	4,52	3,38	3,56	1,54	4,25	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

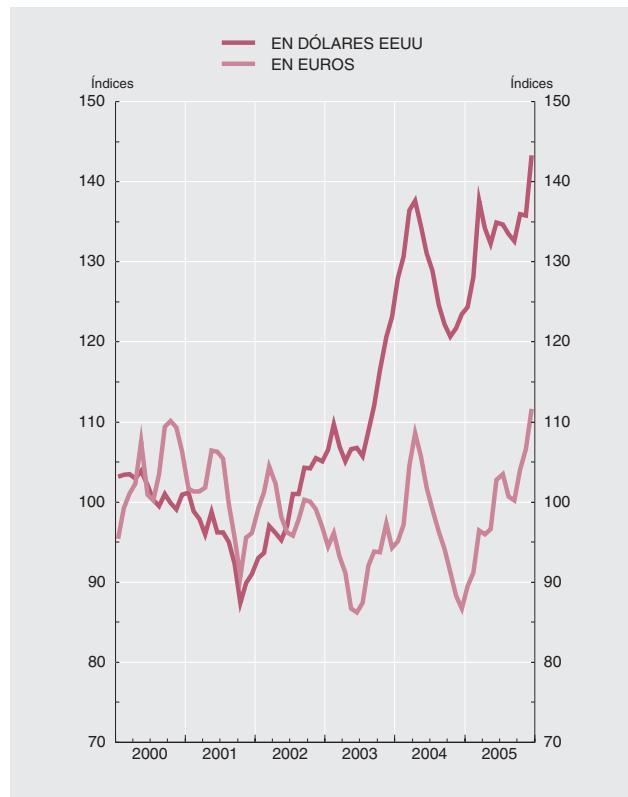
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS.
PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ 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 Dólares estadounidenses por barril	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
		General	General	Alimentos	Productos industriales							
	1	2	3	4	5	Total	Agrícolas no alimenticios	6	7	8	9	10	11
00	103,8	101,6	101,4	102,2	101,9	100,8	100,0	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-D	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58	
05 E-D	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	...	54,2	159,5	445,1	11,53	
04 Nov	88,3	121,7	114,5	131,4	118,5	138,8	149,6	43,0	157,5	439,4	10,87	
Dic	86,7	123,4	116,6	132,4	118,0	140,9	138,4	39,7	158,4	441,8	10,60	
05 Ene	89,5	124,4	117,3	133,4	121,2	140,4	151,9	44,1	152,2	424,6	10,40	
Feb	91,2	128,1	119,9	138,7	127,2	145,0	157,8	45,4	151,8	423,4	10,46	
Mar	96,5	137,6	131,7	145,2	132,1	152,4	180,4	53,3	155,4	433,5	10,57	
Abr	96,0	134,2	127,6	142,8	129,7	149,9	179,4	51,1	153,9	429,2	10,67	
May	96,6	132,3	128,0	137,8	129,2	142,5	169,3	48,0	151,4	422,3	10,69	
Jun	102,8	134,9	130,5	140,6	129,7	146,1	190,9	54,0	154,4	430,7	11,39	
Jul	103,5	134,7	129,6	141,2	135,6	144,3	199,7	57,7	152,3	424,9	11,34	
Ago	100,7	133,5	124,9	144,5	130,3	152,2	219,1	64,3	157,0	437,9	11,45	
Sep	100,3	132,6	122,1	146,2	134,6	152,5	218,4	62,6	163,5	456,0	11,98	
Oct	104,0	135,9	124,3	149,3	135,7	156,7	206,1	58,3	168,4	469,9	12,57	
Nov	106,6	135,8	122,4	153,1	132,8	164,2	...	55,0	170,9	476,7	13,01	
Dic	111,6	143,3	127,3	163,9	136,0	179,0	...	56,5	182,8	509,9	13,81	

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

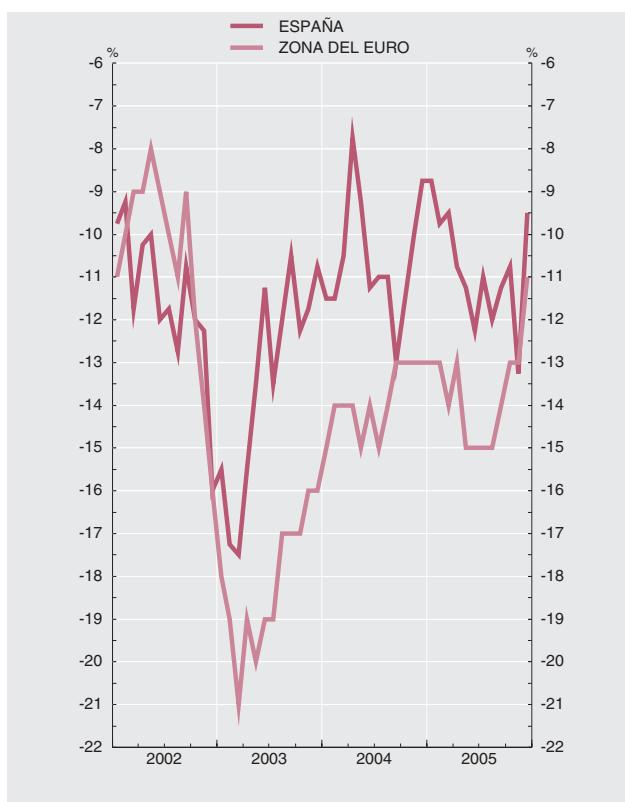
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

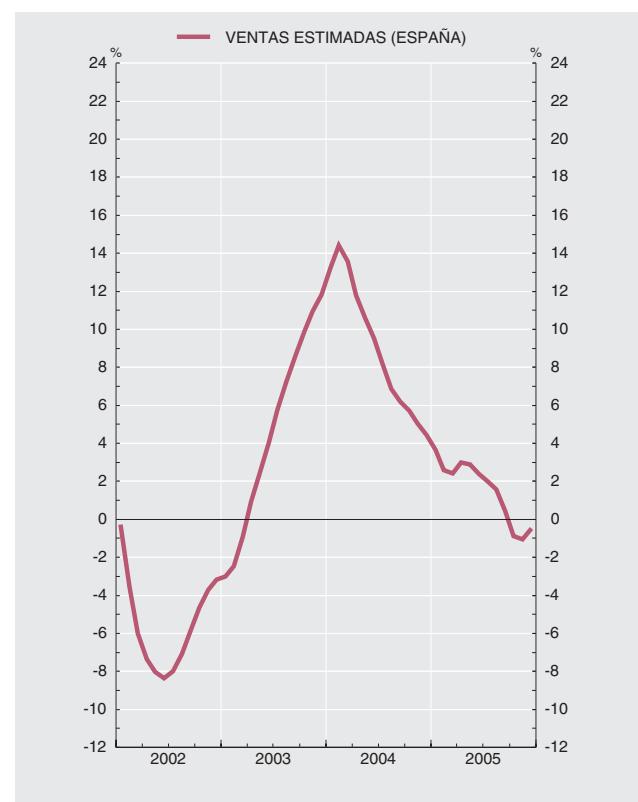
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles			Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado		
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Nominal	Deflactado (a)	Del cual 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-D	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
05 E-D	A -11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,4	0,8	1,2	...	...	...	...	...	...
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	1,2
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	1,5
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	1,6
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	P -11	-9	-1	-2	-15	-8	7,9	3,1	7,1	-4,2	4,6	1,9	1,6	-0,2	3,3	2,3
Jun	P -12	-9	-2	-6	-15	-9	1,6	-0,7	1,8	6,1	4,3	1,4	0,8	-0,3	2,6	0,6
Jul	P -11	-7	-	-4	-15	-10	-2,9	-3,1	-2,8	3,0	1,7	-1,3	-0,5	-1,6	-1,0	0,0
Ago	P -12	-8	-	-4	-15	-9	9,4	9,1	9,5	7,4	6,4	3,3	5,0	2,0	4,4	1,6
Sep	P -11	-7	-1	-5	-14	-8	5,4	6,3	4,6	4,5	5,6	1,8	4,1	1,5	2,0	0,8
Oct	P -11	-7	-1	-4	-13	-4	-8,6	-6,3	-9,6	0,1	3,3	-	1,6	-0,2	0,1	0,8
Nov	A -13	-14	-3	-2	-13	-6	-3,2	0,5	-4,0	-2,0	3,3	0,1	1,0	-1,8	1,4	0,1
Dic	A -10	-9	1	-5	-11	-4	0,8	2,0	-0,4	-1,8	...	...	...	...	...	...

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.

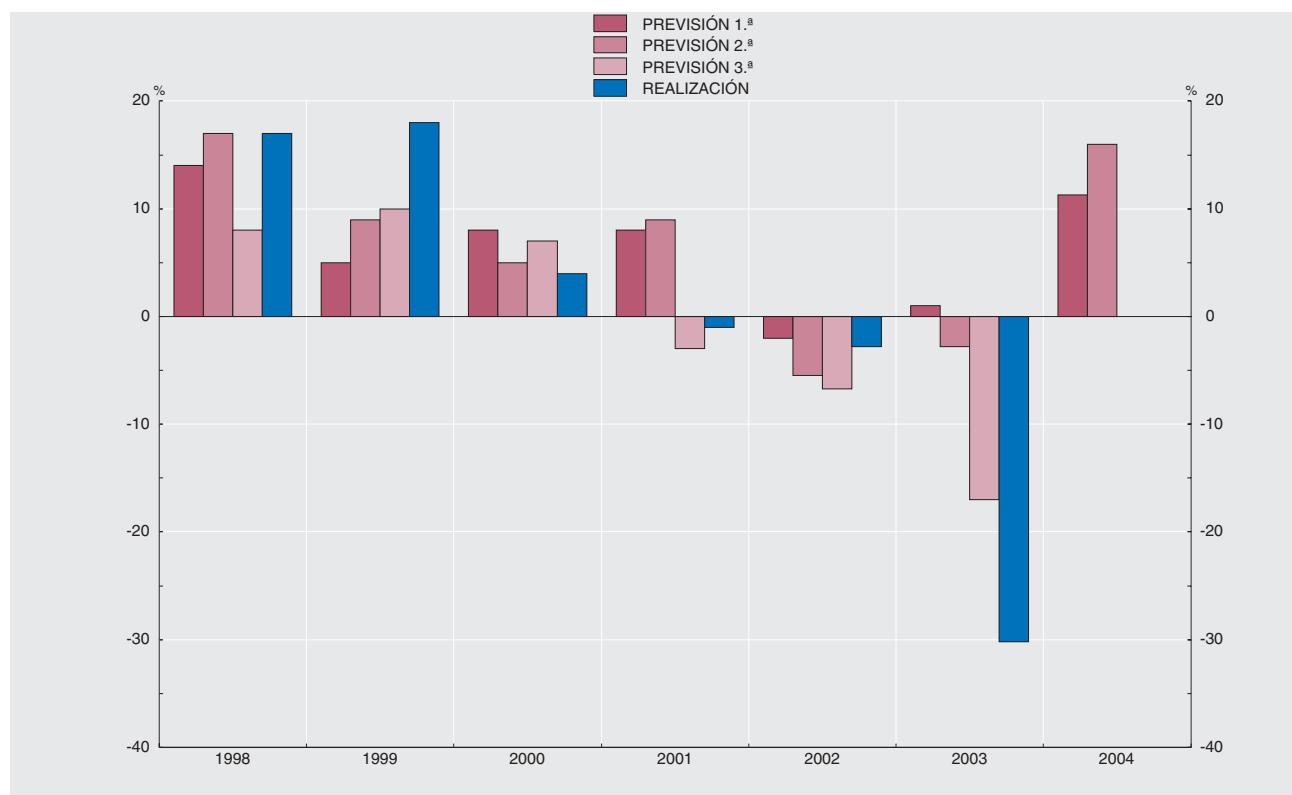
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

INVERSIÓN INDUSTRIAL
Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

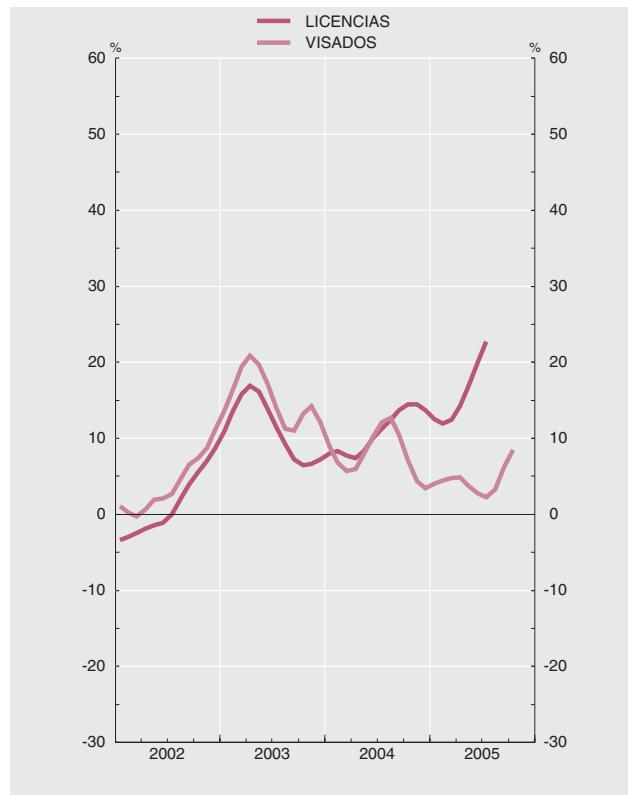
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

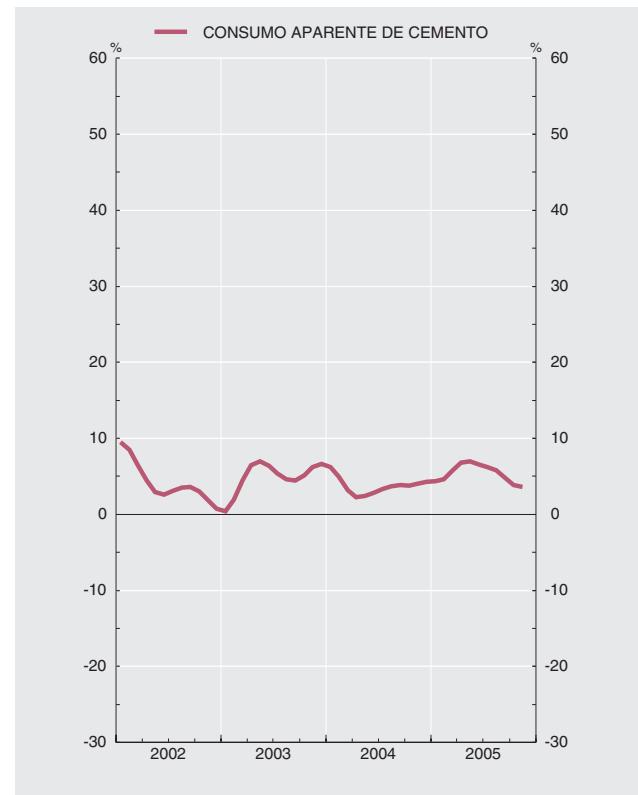
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual			Total	De la cual			Total		Edificación			Ingeniería civil			
		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	3,7			
04 E-N	12,0	12,2	13,2	11,2	7,4	16,1	15,2	15,2	-6,6	15,2	-14,8	-13,4	24,6	3,6			
05 E-N	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	5,1	
04 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	8,7			
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	-6,3			
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	-38,7	4,7	25,8	-52,7	91,5	84,6	-52,2	1,4			
Mar	1,9	7,3	7,6	-21,2	3,0	-3,2	7,7	5,8	101,0	109,7	-16,4	97,6	-12,2	-2,3			
Abr	-1,6	-3,7	-6,6	10,7	7,6	12,9	57,8	15,6	94,4	229,3	213,0	73,3	45,6	16,9			
May	20,7	21,2	23,6	17,7	4,7	3,6	142,2	29,9	122,4	28,5	-19,4	159,4	152,0	12,4			
Jun	23,4	23,8	25,5	21,7	2,4	2,2	-10,4	19,9	93,6	-19,1	21,2	150,7	-32,6	4,9			
Jul	26,0	21,8	21,0	46,1	-2,5	-10,7	-30,5	7,2	8,4	66,0	-23,2	-10,2	-42,4	-0,1			
Ago	-6,0	-1,8	17,4	8,7	11,9	-23,9	559,0	50,4	19,4	15,9		
Sep	...	...	...	...	20,9	19,9	90,0	12,9	48,1	9,1	2,7	63,0	109,1	3,1	
Oct	...	...	...	...	3,1	4,9	49,5	15,6	12,6	-33,0	87,6	28,9	70,8	2,6	
Nov	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,6	

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



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



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

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

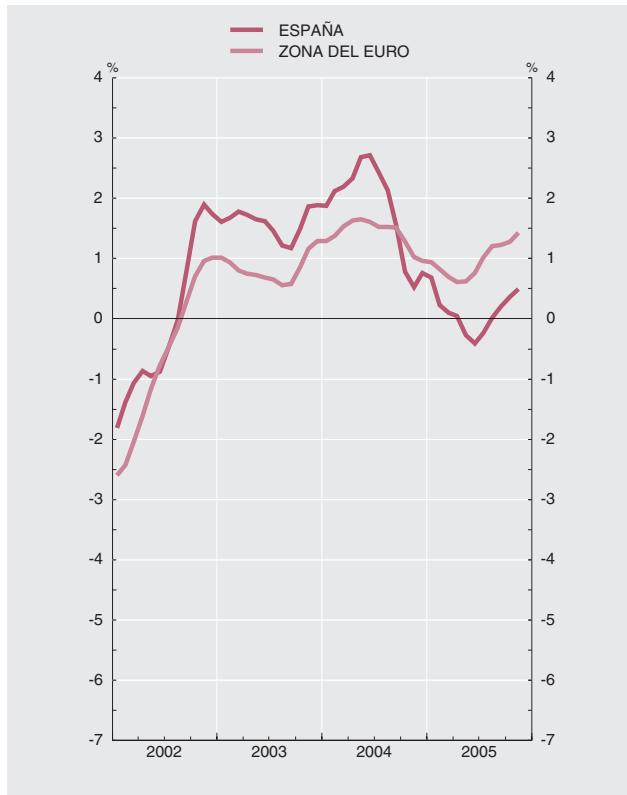
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

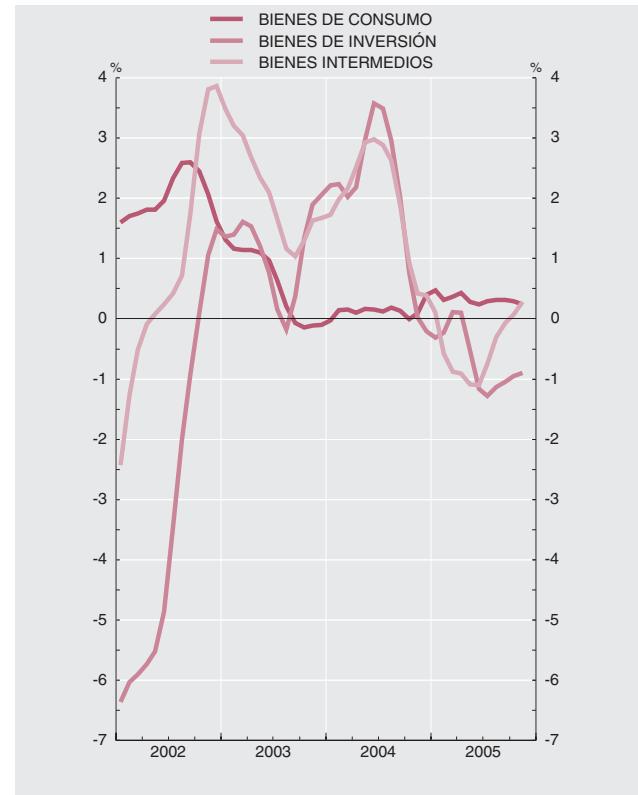
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro						
	Total		Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes				
	Serie original	T 12	3	4	5	6	7	8	9	Total	Manufac- turas	Consumo	Inversión	Intermedios		
02	MP	98,9	0,1	2,3	-4,9	1,4	0,0	-0,5	0,4	0,0	-0,6	-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-N	MP	102,9	1,8	-0,1	2,3	1,9	4,9	-5,3	1,3	7,0	2,0	2,1	0,4	3,3	1,9
05	E-N	MP	102,9	-0,1	0,3	-1,0	-0,8	2,7	-3,7	-0,4	3,8	1,0	1,0	0,5	2,2	0,9
04	Ago	P	73,3	5,3	4,6	6,6	7,9	1,9	-5,5	6,0	3,1	1,8	2,2	0,2	4,8	1,5
Sep	P	107,7	3,8	2,5	6,6	2,5	7,0	-7,4	3,4	9,6	3,7	3,7	0,7	6,5	3,2	
Oct	P	104,8	-7,0	-9,1	-10,2	-5,9	-0,6	-16,4	-8,0	4,1	1,2	1,2	-1,0	4,6	1,2	
Nov	P	109,6	4,3	4,5	4,1	3,5	6,1	3,6	3,9	7,6	0,8	0,1	-0,6	0,6	0,8	
Dic	P	95,5	1,2	1,4	-1,7	1,1	4,8	2,3	0,4	6,4	1,3	0,9	0,9	-0,1	0,9	
05	Ene	P	96,8	0,8	1,1	-4,7	0,6	7,8	-10,1	-0,3	10,9	1,7	2,3	0,4	3,2	2,8
Feb	P	100,1	-1,0	-1,7	-1,4	-2,0	3,6	-11,6	-2,0	7,7	0,4	0,0	-0,8	1,3	0,4	
Mar	P	105,0	-6,7	-7,0	-6,7	-8,7	-0,4	-16,2	-7,7	2,9	-0,1	-1,0	-2,1	1,9	-0,5	
Abr	P	107,2	7,4	9,7	11,6	6,1	0,8	-	8,2	2,1	1,3	2,1	0,6	3,2	0,6	
May	P	106,9	0,1	-0,1	1,7	-0,6	1,0	5,1	-0,2	2,3	0,1	-0,3	0,4	0,5	-0,4	
Jun	P	110,1	-0,2	1,1	-1,4	-1,2	1,7	1,6	-0,5	3,0	0,7	0,5	0,4	2,4	-1,2	
Jul	P	106,3	-3,5	-2,8	-6,2	-4,5	2,1	-3,4	-4,1	2,6	0,6	0,0	-0,2	2,6	-0,6	
Ago	P	76,0	3,7	4,2	5,7	4,8	-0,7	5,9	4,3	-0,4	2,6	3,0	3,5	2,4	3,4	
Sep	P	107,9	0,2	0,5	-2,2	-0,1	3,9	-1,7	-	2,1	1,2	1,6	1,8	2,7	1,0	
Oct	P	104,7	-0,1	-	-0,8	-1,0	3,8	-4,8	-0,2	1,5	0,2	0,7	0,9	0,1	1,3	
Nov	P	110,5	0,8	0,4	-2,1	1,0	5,6	-2,6	0,3	6,3	2,6	3,1	0,9	4,1	3,5	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

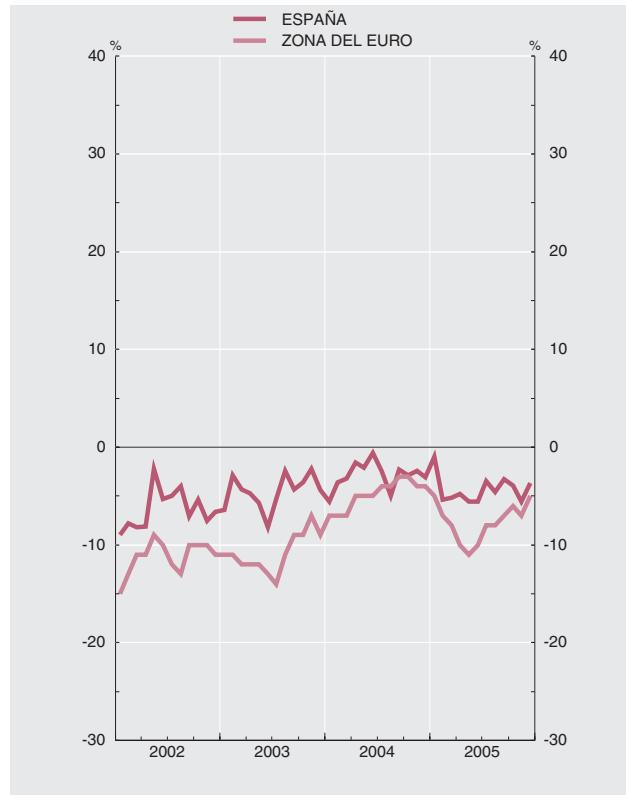
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

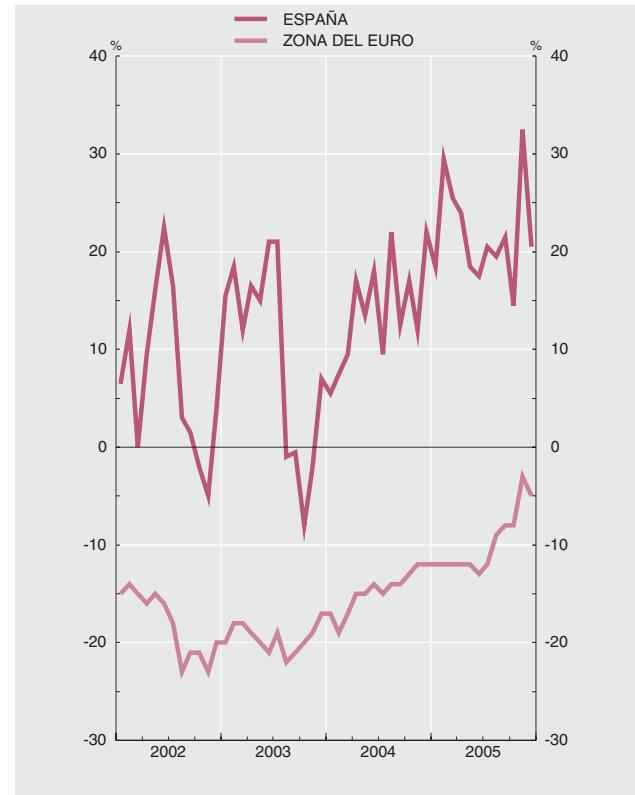
Saldo

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

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

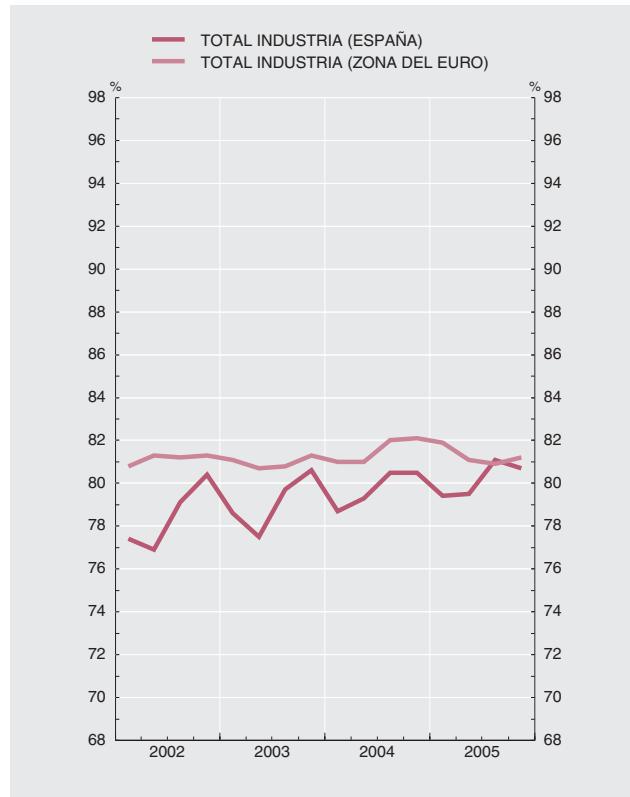
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

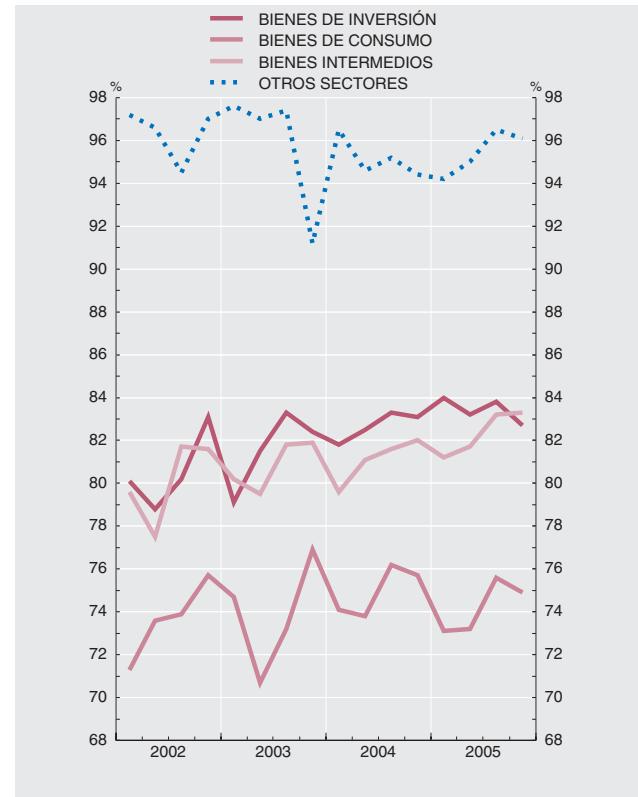
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva 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	81,0
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	81,5
04 I-IV	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,5
05 I-IV	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,3
03 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	80,7
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	-	80,8
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	-	81,3
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	-	81,0
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	-	81,0
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	-	81,1
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	-	80,9
IV	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,2

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

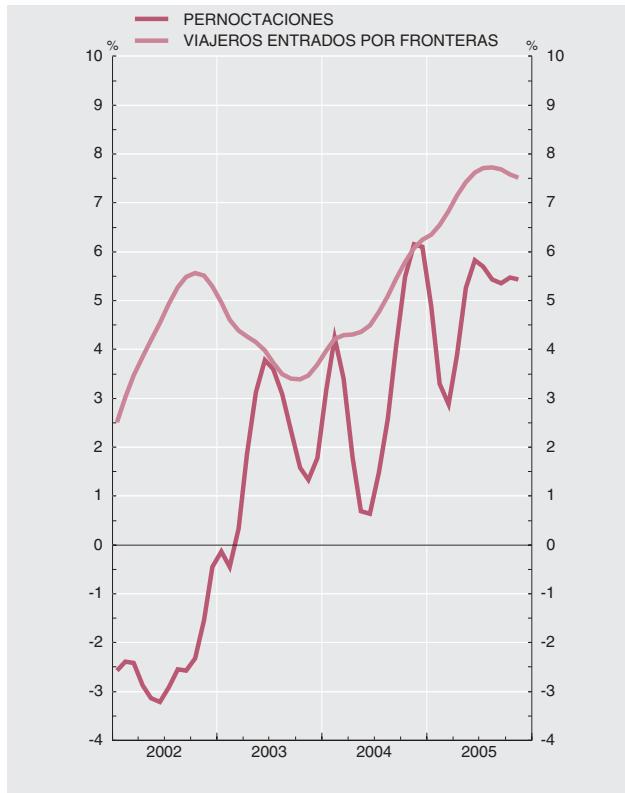
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

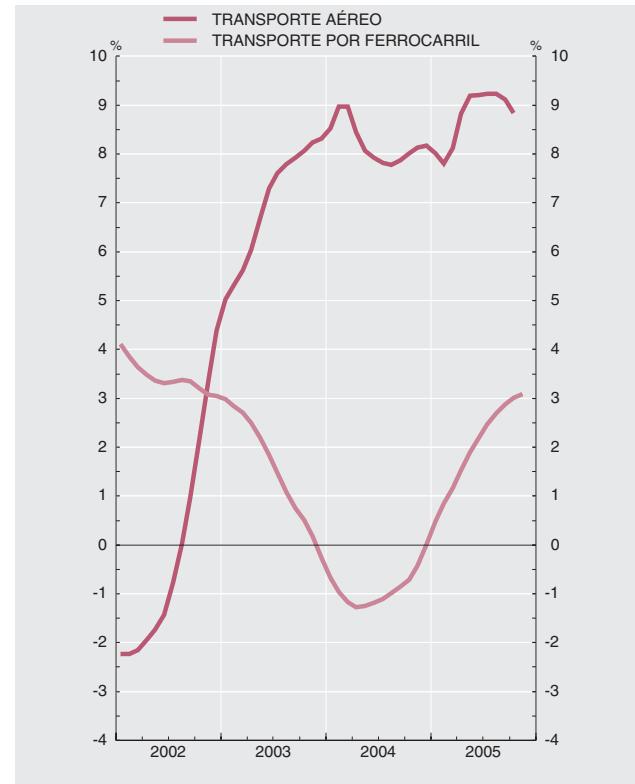
Tasas de variación interanual

	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	4,8	1,3	10,8	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,1	
04 E-N	6,8	1,4	2,6	-1,8	4,5	0,6	11,3	7,9	9,8	6,6	8,8	11,3	6,5	-1,5	-1,2	
05 E-N	5,8	5,2	4,8	3,4	7,4	6,2	9,4	...	...	...	...	...	...	4,2	...	
04 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	7,3	4,0	3,6	1,8	5,1	3,2	9,0	6,8	7,1	6,6	11,0	-1,0	10,0	2,1	-10,0	
Oct	12,5	3,4	7,9	2,3	10,9	7,0	18,3	9,7	8,7	10,2	0,6	19,7	3,4	-6,2	-29,4	
Nov	6,9	5,4	6,0	5,3	7,1	6,6	7,8	6,7	9,9	3,9	7,5	15,3	4,5	-1,6	1,1	
Dic	8,4	1,4	9,6	4,0	9,4	12,9	5,3	9,7	9,5	9,9	11,7	-0,0	10,6	-1,6	-13,2	
05 Ene	P	6,9	7,5	6,9	6,9	5,6	5,3	5,9	9,9	10,0	9,7	4,2	9,8	44,1	4,3	-3,5
Feb	P	2,0	0,8	1,2	-0,8	1,2	-0,8	3,8	2,9	5,5	0,7	-1,1	-18,5	5,3	1,2	-12,8
Mar	P	10,5	0,1	9,5	-2,2	17,8	16,3	20,0	12,2	14,1	10,8	-3,3	33,6	8,9	-0,5	-22,8
Abr	P	-1,4	-3,6	-6,7	-5,5	-0,7	0,0	-1,7	5,4	12,3	0,4	8,1	-18,0	5,7	15,9	-0,8
May	P	8,1	3,8	8,0	2,3	7,6	5,4	11,6	11,2	17,8	6,8	-6,9	-11,1	7,1	5,3	-3,5
Jun	P	6,4	8,4	5,0	4,6	11,0	7,8	17,0	8,8	13,7	5,6	-3,4	-4,4	11,4	3,7	-4,8
Jul	P	7,5	7,7	6,6	5,0	10,4	7,7	15,5	11,9	17,5	8,5	-6,9	6,4	6,6	2,5	-10,6
Ago	P	5,1	5,1	4,1	3,5	5,9	5,5	6,6	8,7	14,9	5,0	-5,1	-2,2	7,6	5,7	2,5
Sep	P	6,5	9,0	5,4	5,3	10,9	8,3	16,1	10,6	16,4	7,0	-5,0	12,4	3,7	3,8	4,5
Oct	P	3,5	5,4	5,5	6,9	4,9	4,6	5,4	8,3	14,7	4,4	-1,2	...	2,0	...	31,3
Nov	P	9,0	9,9	7,1	7,2	5,7	7,7	3,1	...	...	...	...	...	3,2	...	...

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.

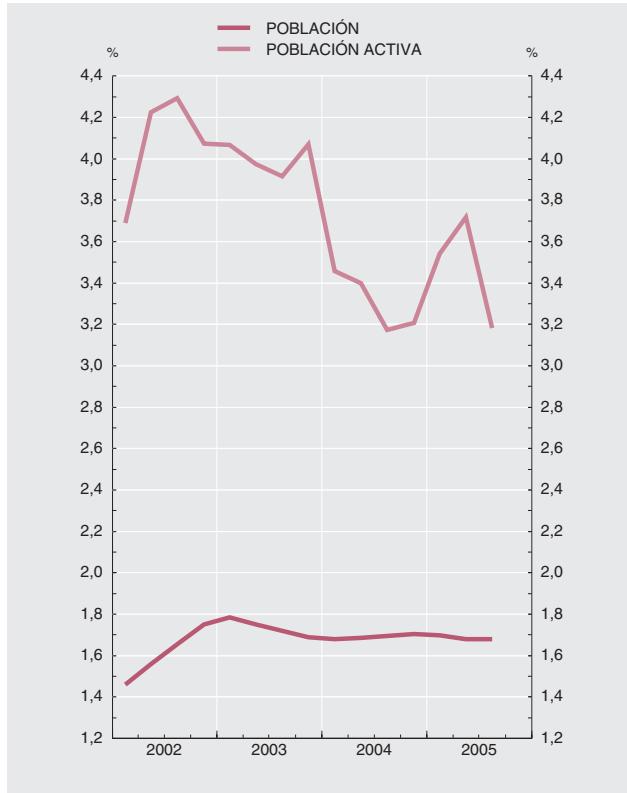
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

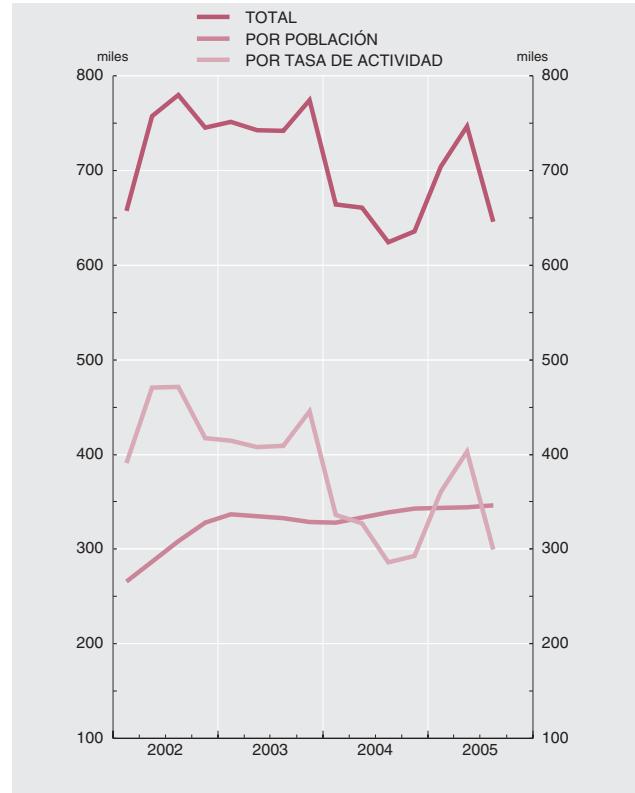
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				$\frac{1}{4}$
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	$\frac{1}{4}$	Tasa de actividad (%) (a)		Variación interanual (b)				
						Miles de personas (a)	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
02	M	34 615	547	1,6	54,27	18 786	735	297	438	4,1
03	M	35 215	601	1,7	55,48	19 538	753	333	419	4,0
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3
04 I-III	M	35 735	593	1,7	56,24	20 097	1 950	1 000	950	3,3
05 I-III	M	36 337	602	1,7	57,23	20 796	2 097	1 034	1 063	3,5
03 I		34 996	613	1,8	54,93	19 223	751	337	414	4,1
//		35 142	605	1,8	55,30	19 432	743	334	408	4,0
///		35 288	597	1,7	55,79	19 685	742	333	409	3,9
/IV		35 434	588	1,7	55,91	19 812	775	329	446	4,1
04 I		35 583	587	1,7	55,89	19 888	664	328	336	3,5
//		35 735	593	1,7	56,23	20 093	661	333	327	3,4
///		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2
/IV		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
//		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7
///		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2

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.

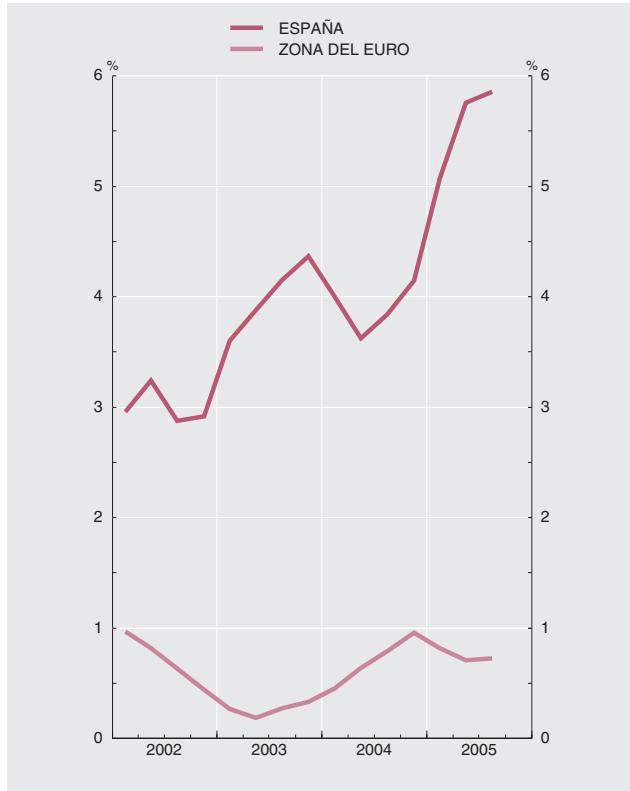
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

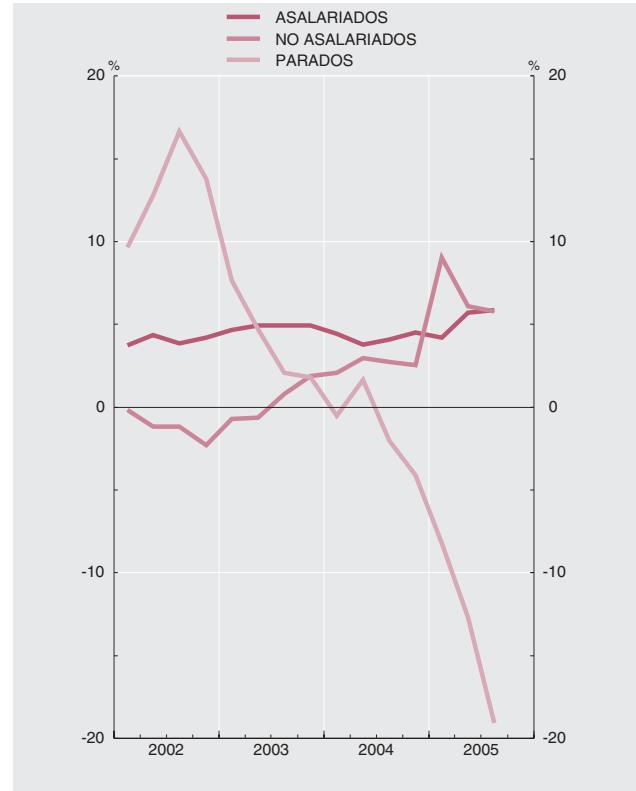
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	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	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	Miles de personas (Miles de personas)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
02	M	16 630	484	3,0	13 472	522	4,0	3 158	-38	-1,2	2 155	251	13,2	11,47	0,7	8,27	
03	M	17 296	666	4,0	14 127	656	4,9	3 169	10	0,3	2 242	87	4,0	11,48	0,3	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	0,7	8,86	
04 I-III	M	17 865	657	3,8	14 620	575	4,1	3 245	82	2,6	2 232	-7	-0,3	11,11	0,6	8,87	
05 I-III	M	18 860	994	5,6	15 389	769	5,3	3 471	226	7,0	1 936	-296	-13,2	9,31	0,8	8,60	
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	0,3	8,74	
IV		17 560	734	4,4	14 375	676	4,9	3 185	59	1,9	2 252	40	1,8	11,37	0,3	8,84	
04 I		17 600	677	4,0	14 375	612	4,4	3 225	65	2,1	2 287	-12	-0,5	11,50	0,4	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	0,6	8,88	
III		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,8	8,86	
IV		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	1,0	8,82	
05 I		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,8	8,77	
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	8,62	
III		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,7	8,40	

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.

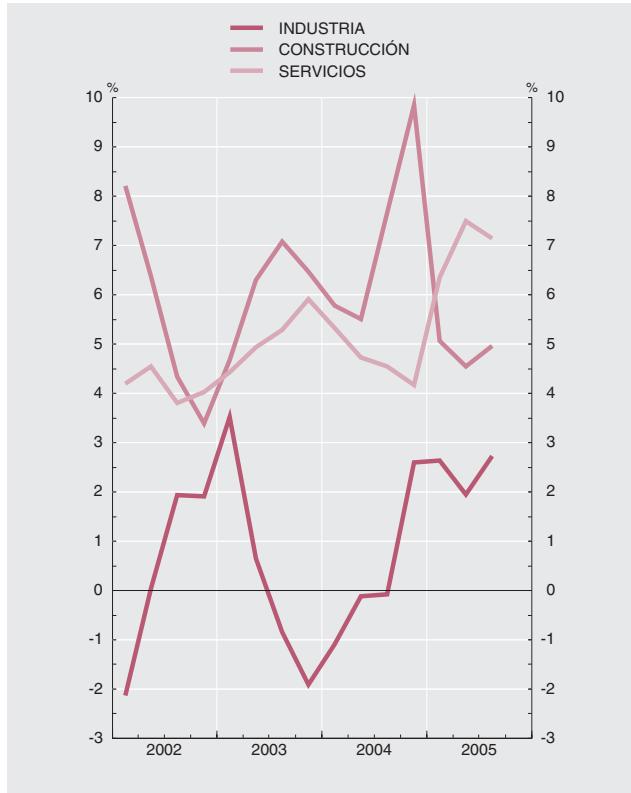
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

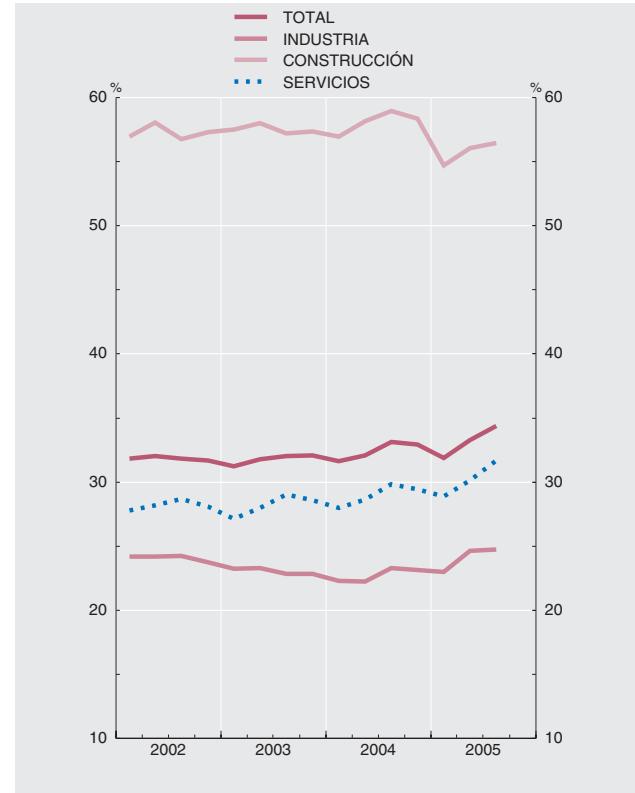
Tasas de variación interanual y porcentajes

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

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.

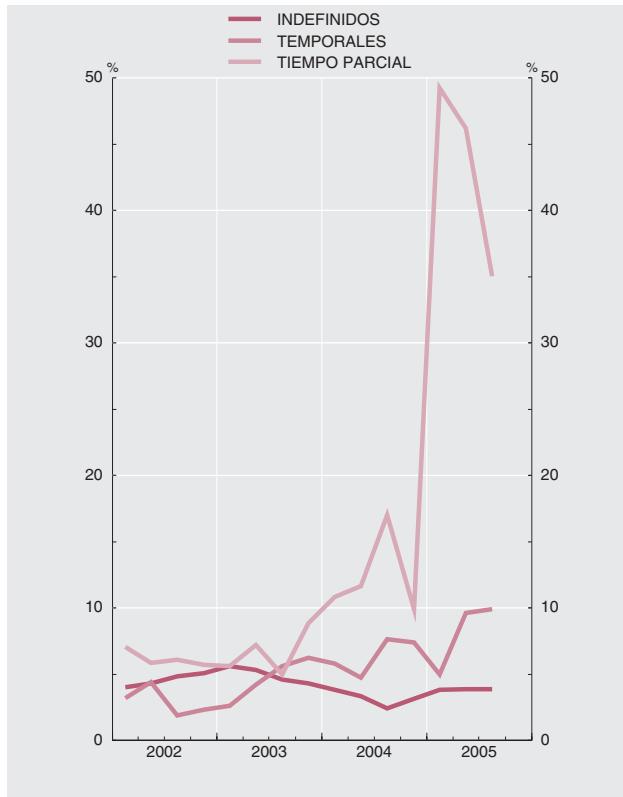
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

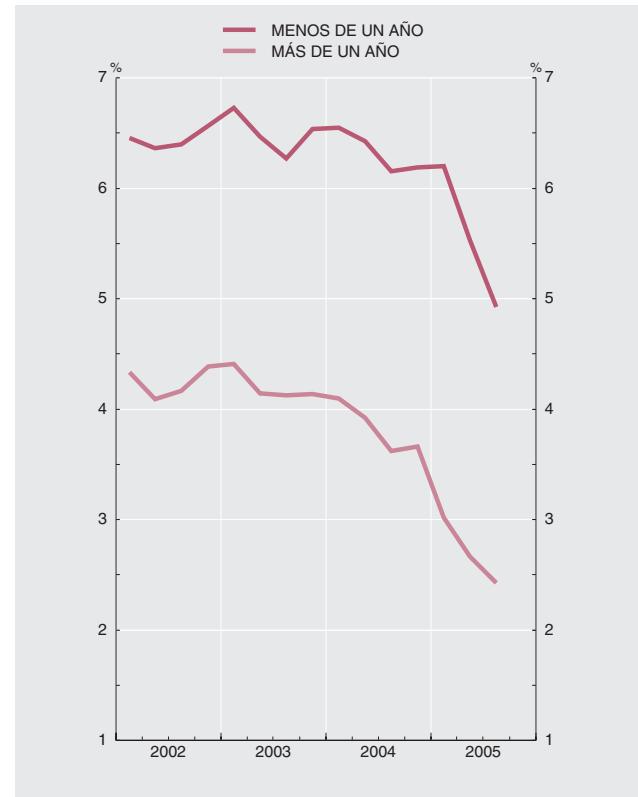
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

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)	T 1 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 1 4	Tasa de paro (%) (a)	T 1 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría	15	16	17	
02 M 400 4,6	122 2,9	31,84	458 3,8	65 6,2	8,30	6,45	22,3	4,24	5,0	20,16	43,32	48,93								
03 M 455 4,9	201 4,7	31,77	581 4,7	75 6,7	8,44	6,50	4,9	4,20	3,0	19,99	42,30	47,61								
04 M 306 3,2	288 6,4	32,44	447 3,5	147 12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33								
04 I-III M 305 3,2	270 6,1	32,28	388 2,9	154 13,1	9,10	6,38	1,6	3,88	-5,2	18,34	42,06	47,31								
05 I-III M 380 3,8	388 8,2	33,17	403 3,0	578 43,4	12,41	5,55	-10,0	2,70	-27,9	...	...	...					
03 / II 502 5,6	109 2,6	31,22	549 4,6	62 5,6	8,48	6,73	8,4	4,41	5,9	20,63	42,70	47,97								
03 / III 483 5,3	181 4,2	31,78	583 4,7	81 7,2	8,60	6,46	5,6	4,14	5,3	20,54	44,07	49,43								
03 / IV 428 4,6	243 5,6	32,03	617 4,9	54 5,0	8,03	6,27	1,9	4,13	2,9	19,47	38,58	43,80								
03 / IV 405 4,3	271 6,2	32,06	574 4,6	101 8,9	8,66	6,54	3,7	4,14	-1,7	19,34	43,87	49,23								
04 / II 362 3,8	250 5,8	31,63	485 3,9	127 10,8	9,00	6,55	0,7	4,09	-3,9	17,99	42,10	47,98								
04 / III 320 3,3	211 4,7	32,07	390 3,0	141 11,6	9,26	6,43	2,8	3,92	-2,1	18,77	42,48	47,89								
04 / IV 234 2,4	349 7,6	33,13	388 2,9	195 17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07								
04 / IV 308 3,2	340 7,4	32,94	524 4,0	123 9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38								
05 / II 375 3,8	227 5,0	31,88	-36 -0,3	637 49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...					
05 / III 381 3,8	449 9,6	33,26	206 1,6	625 46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...					
05 / III 385 3,9	489 9,9	34,39	403 3,0	471 35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...					

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

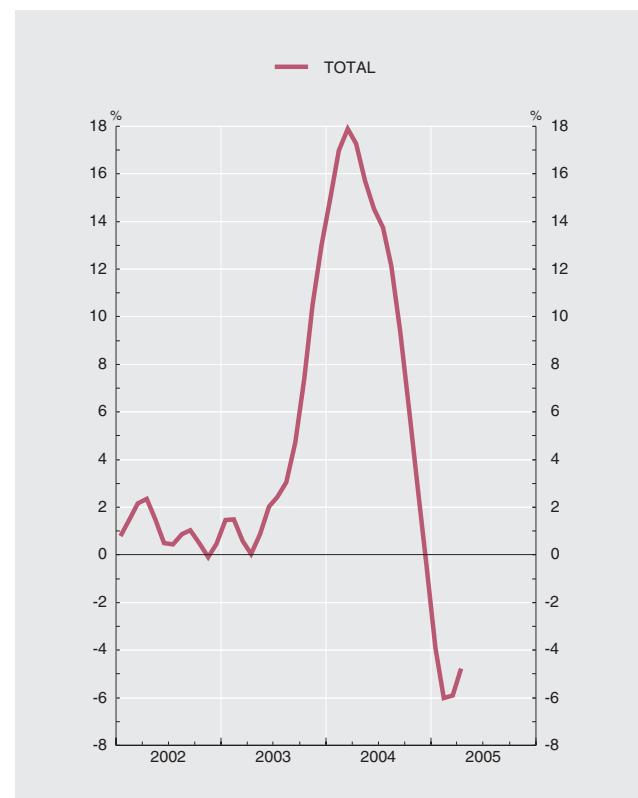
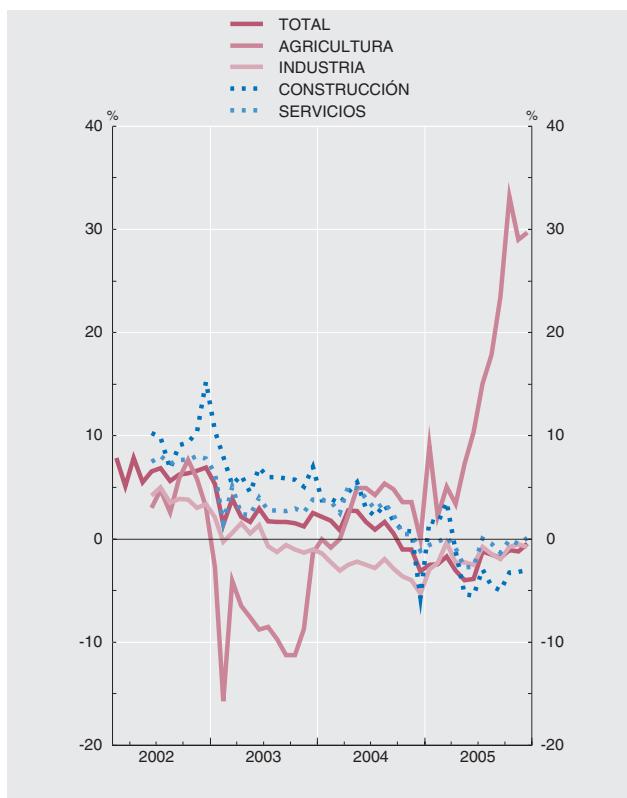
■ Serie representada gráficamente.

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 T 12	1 T 12	T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
					Total	Agricul-tura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios									
02	M	2 050	153	8,0	2,7	-8,2	3,1	-0,0	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	2,7	1,7	2,7	1,6	-2,9	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	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
04 E-D	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0	
05 E-D	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	...	...
04 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	...	...
Oct		2 053	-23	-1,1	-11,3	0,3	33,2	-0,6	-0,7	-3,3	-0,1	1 637	11,2	9,05	27,18	90,95	...	...
Nov		2 096	-26	-1,2	-10,1	0,0	29,0	-0,8	-0,5	-3,2	-0,5	1 569	8,5	9,10	25,24	90,90	...	...
Dic		2 103	-10	-0,5	-6,8	0,4	29,7	-0,5	-0,7	-3,0	0,1	1 330	8,7	8,16	23,95	91,84	...	...

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

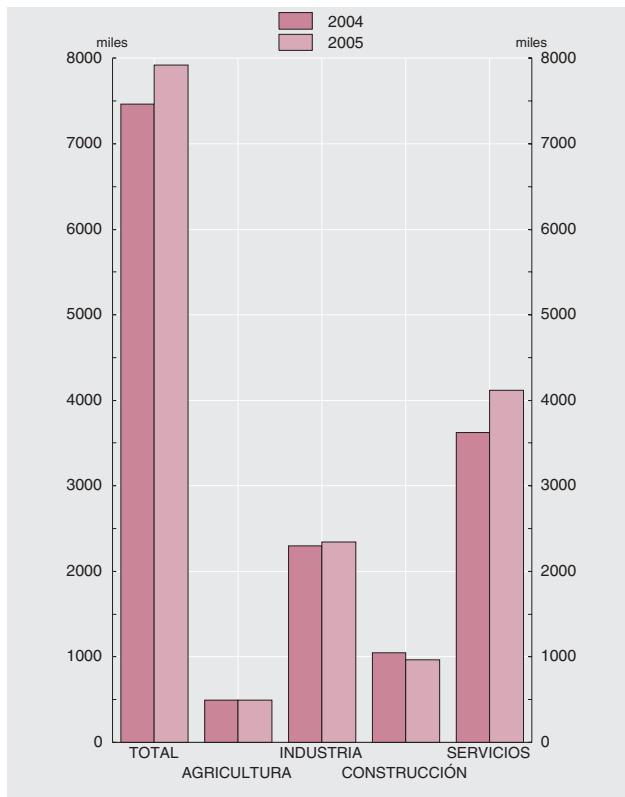
■ Serie representada gráficamente.

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	9 592	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 Jun	9 394	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	9 402	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	9 403	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	9 479	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	9 590	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	9 591	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	9 592	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	7 386	2,92	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	7 403	2,92	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	7 454	2,92	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
Apr	7 765	2,94	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	7 909	2,95	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	7 919	2,95	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	7 922	2,95	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
Ago	7 922	2,95	5 324	1 010	6 334	361	456	1 817	562	3 499	2,87	3,27	2,93	3,46	3,02	3,00	2,80
Sep	7 923	2,95	5 324	1 382	6 706	-42	456	2 104	562	3 584	2,87	3,09	2,91	3,46	2,96	3,00	2,80
Oct	7 923	2,95	5 457	1 862	7 319	303	491	2 207	742	3 879	2,86	3,08	2,92	3,44	2,97	2,92	2,82
Nov	7 923	2,95	5 539	2 384	7 923	457	491	2 345	969	4 117	2,86	3,14	2,95	3,44	2,98	2,92	2,88

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-noviembre

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-noviembre



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.

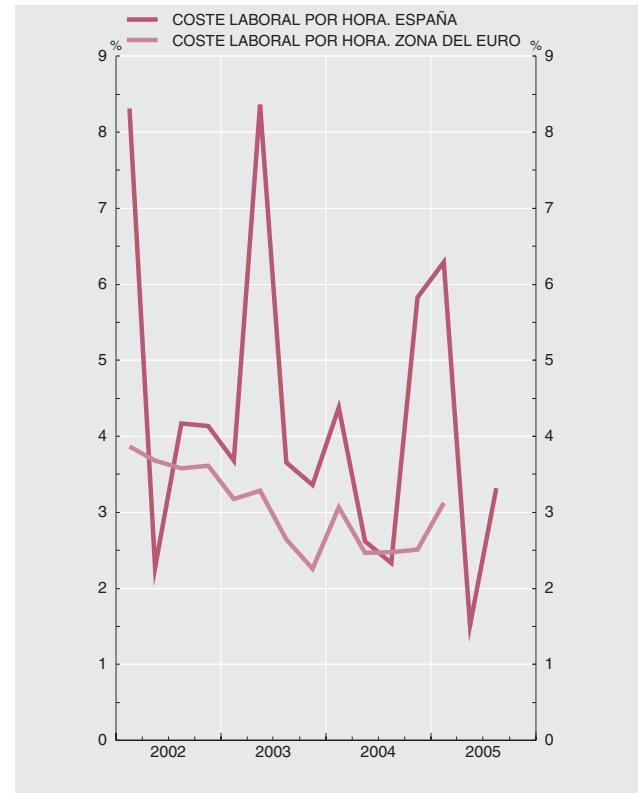
Tasas de variación interanual

	Mes	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								
		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-III	M	3,1	3,4	5,7	2,7	3,1	2,8	3,3	4,6	2,5	2,8	3,8	2,7						
05 I-III	M	2,9	3,1	2,9	3,2	3,7	2,6	2,6	2,3	3,0	3,3	3,8	...						
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						
//		4,6	5,5	6,3	4,0	8,4	4,2	5,1	4,9	3,9	8,0	5,5	3,3						
///		3,6	4,4	6,4	2,9	3,7	3,1	3,7	5,1	2,6	3,1	5,2	2,6						
/V		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						
//		3,2	2,7	5,5	3,2	2,6	3,1	2,9	4,1	3,2	2,5	3,5	2,5						
///		2,5	3,2	5,5	1,9	2,3	2,2	3,3	4,6	1,6	2,0	3,4	2,5						
/V		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						
//		3,4	3,7	3,3	3,6	1,5	3,4	3,1	3,3	3,8	1,5	3,5	...						
///		2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	...						

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.

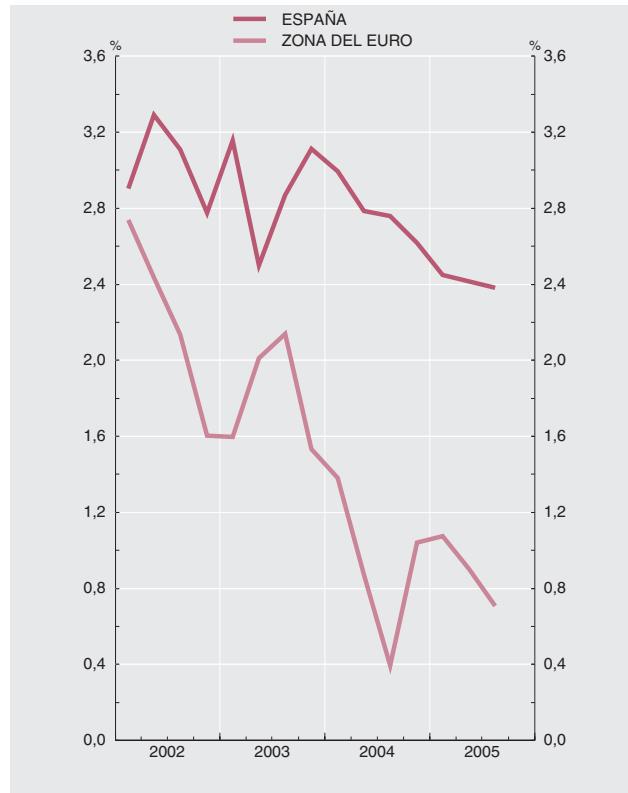
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

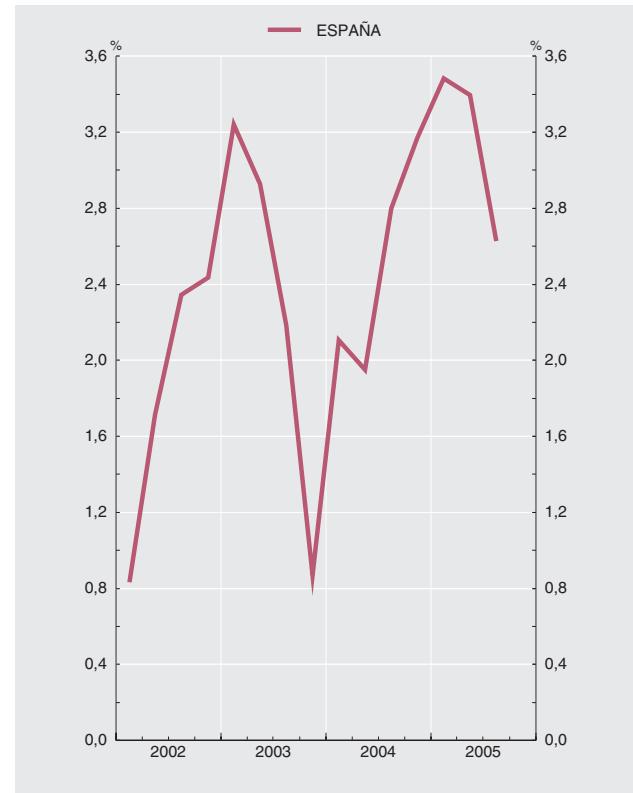
Tasas de variación interanual

	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		
								7	8	9	10	
		1	2	3	4	5	6					
02	P	3,0	2,2	3,3	2,5	0,3	0,2	2,7	1,0	2,4	0,7	1,8
03	P	2,9	1,8	3,4	2,3	0,4	0,5	3,0	0,7	2,5	0,3	2,3
04	P	2,8	0,9	3,3	2,0	0,5	1,1	3,1	1,8	2,6	0,7	2,5
02 /V	P	2,8	1,6	3,2	2,3	0,4	0,7	2,4	1,2	2,1	0,4	2,4
03 I	P	3,2	1,6	3,8	2,3	0,6	0,7	2,9	0,9	2,3	0,3	3,2
//	P	2,5	2,0	3,3	2,3	0,8	0,3	3,1	0,4	2,3	0,2	2,9
///	P	2,9	2,1	3,1	2,5	0,2	0,4	3,0	0,6	2,8	0,3	2,2
/V	P	3,1	1,5	3,3	2,2	0,2	0,6	3,0	1,0	2,8	0,3	0,9
04 I	P	3,0	1,4	3,3	2,5	0,3	1,1	3,0	1,6	2,7	0,4	2,1
//	P	2,8	0,9	3,6	2,4	0,8	1,5	3,0	2,2	2,2	0,6	1,9
///	P	2,8	0,4	3,3	1,5	0,5	1,1	3,1	1,9	2,6	0,8	2,8
/V	P	2,6	1,0	3,0	1,7	0,4	0,7	3,2	1,6	2,8	1,0	3,2
05 I	P	2,5	1,1	2,8	1,5	0,3	0,4	3,3	1,2	3,0	0,8	3,5
//	P	2,4	0,9	2,6	1,4	0,2	0,5	3,4	1,2	3,2	0,7	3,4
///	P	2,4	0,7	2,6	1,6	0,2	0,9	3,5	1,6	3,2	0,7	2,6

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.

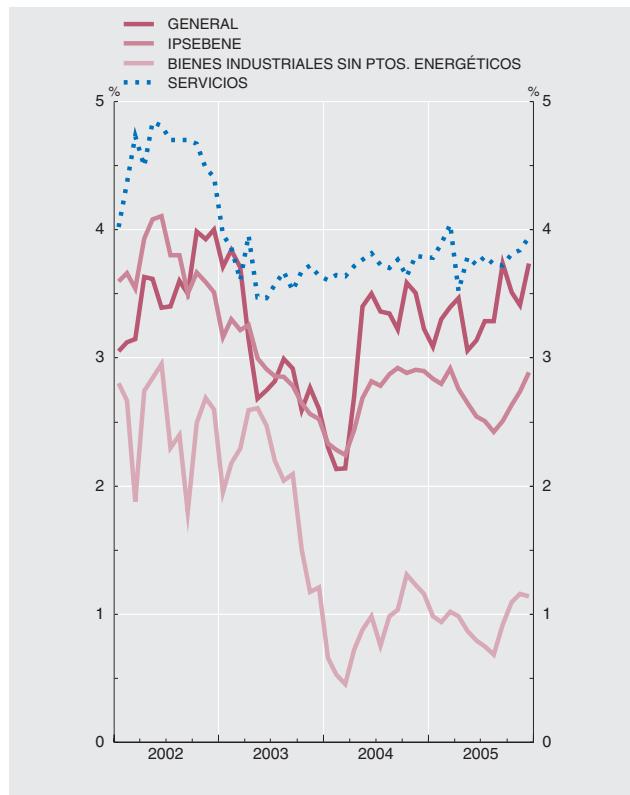
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

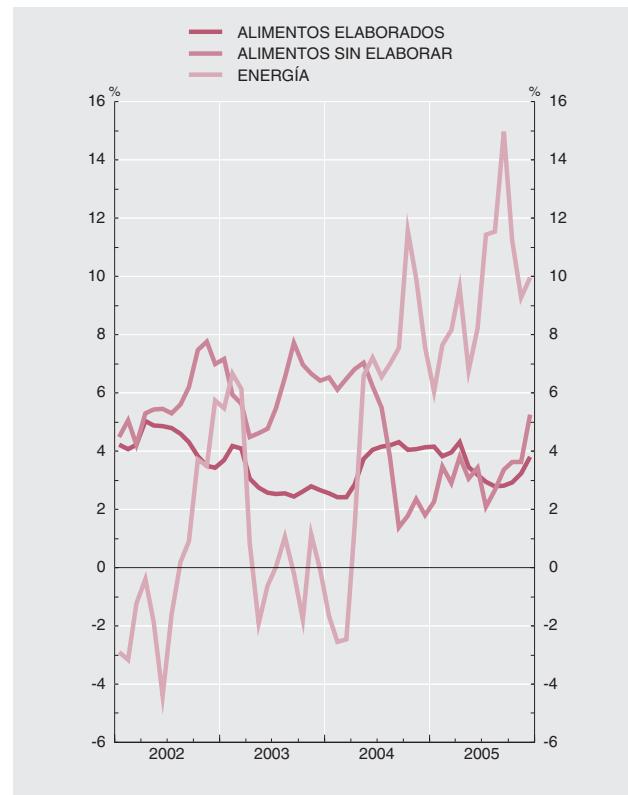
Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m 1 (b)	1 T 12 (c)	s/ dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 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-D M	109,9	0,3	3,0	1,6	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	107,9	1,5	
05 E-D M	113,6	0,3	3,4	1,7	3,3	3,4	0,9	9,6	3,8	2,7	...	...
04 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	102,9	-5,1	
Ago	113,8	0,4	3,3	1,9	2,7	2,8	0,7	11,5	3,7	2,4	102,3	9,2	
Sep	114,5	0,6	3,7	2,5	3,4	2,8	0,9	15,0	3,7	2,5	99,5	6,7	
Oct	115,4	0,8	3,5	3,4	3,6	2,9	1,1	11,2	3,8	2,6	99,6	-0,8	
Nov	115,6	0,2	3,4	3,5	3,6	3,2	1,2	9,3	3,8	2,7	...	...
Dic	115,9	0,2	3,7	3,7	5,2	3,8	1,1	9,9	3,9	2,9	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

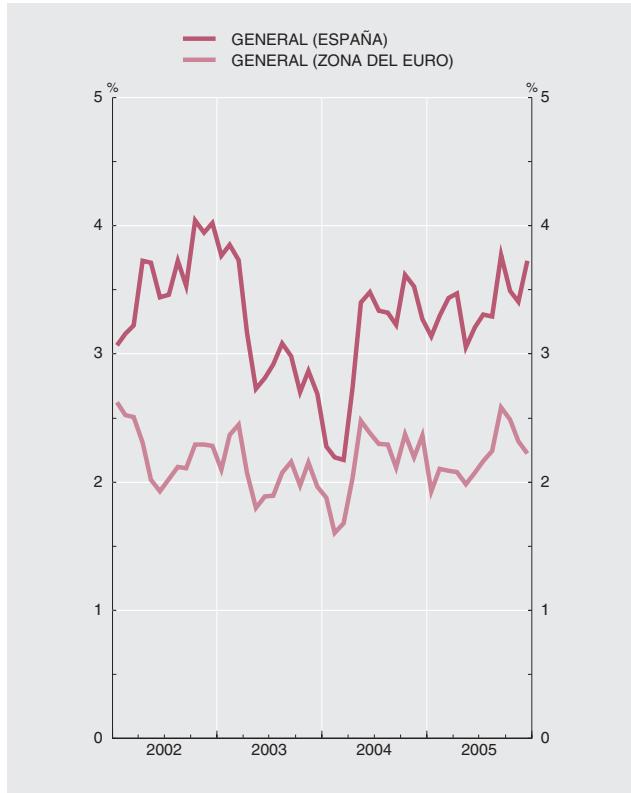
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 1996 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

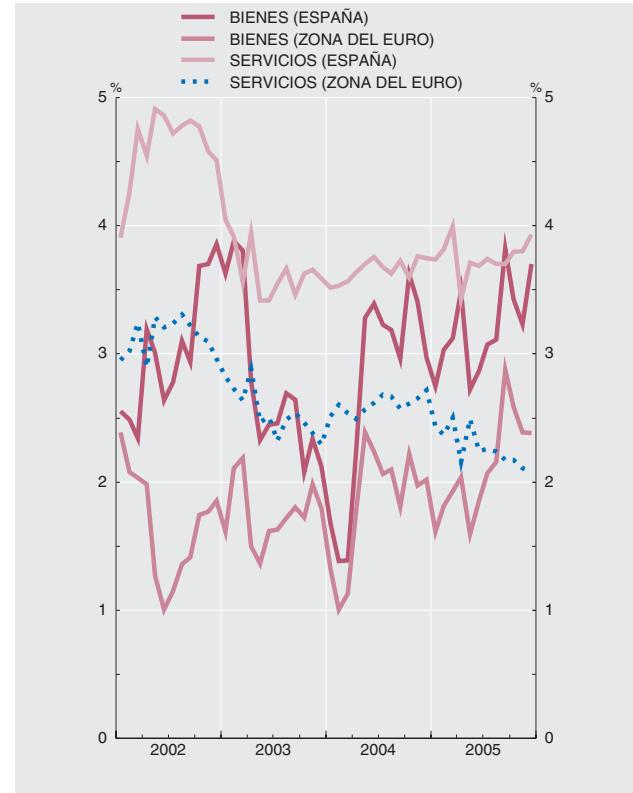
Tasas de variación interanual

	Índice general				Bienes												Servicios			
	España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
					Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
					España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
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		
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		
04	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7	2,6	
04 E-D	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7	2,6	
05 E-D	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,5	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3	
04 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	2,2	1,7	1,1	0,5	6,0	6,2	3,7	2,4	
Feb		3,3	2,1	3,0	1,8	3,7	1,9	3,6	2,7	3,8	0,7	2,6	1,8	1,0	0,2	7,6	7,7	3,8	2,4	
Mar		3,4	2,1	3,1	1,9	3,6	1,5	3,9	1,6	3,3	1,3	2,8	2,1	1,2	0,4	8,2	8,8	4,0	2,5	
Abr		3,5	2,1	3,5	2,0	4,1	1,3	4,3	1,7	3,9	0,8	3,1	2,4	1,1	0,3	9,6	10,1	3,4	2,2	
May		3,0	2,0	2,7	1,6	3,3	1,3	3,2	1,5	3,4	1,0	2,3	1,7	1,0	0,3	6,8	6,8	3,7	2,5	
Jun		3,2	2,1	2,9	1,9	3,2	1,1	3,1	1,5	3,4	0,5	2,6	2,2	0,9	0,3	8,3	9,4	3,7	2,2	
Jul		3,3	2,2	3,1	2,1	2,7	1,1	2,9	1,6	2,4	0,3	3,4	2,6	0,8	-	11,5	11,7	3,7	2,3	
Ago		3,3	2,2	3,1	2,2	2,7	1,4	2,8	1,7	2,7	1,0	3,4	2,5	0,8	-	11,6	11,5	3,7	2,2	
Sep		3,8	2,6	3,8	2,9	3,0	1,8	2,9	2,3	3,1	1,0	4,4	3,4	1,0	0,2	15,1	15,0	3,7	2,2	
Oct		3,5	2,5	3,4	2,6	3,2	1,9	3,0	2,4	3,3	1,1	3,6	2,9	1,2	0,3	11,3	12,1	3,8	2,2	
Nov		3,4	2,3	3,2	2,4	3,4	2,2	3,5	2,6	3,2	1,5	3,1	2,5	1,2	0,4	9,3	10,0	3,8	2,1	
Dic		3,7	2,2	3,7	2,4	4,3	1,7	4,2	1,8	4,4	1,5	3,3	2,7	1,2	0,4	10,0	11,2	3,9	2,1	

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)

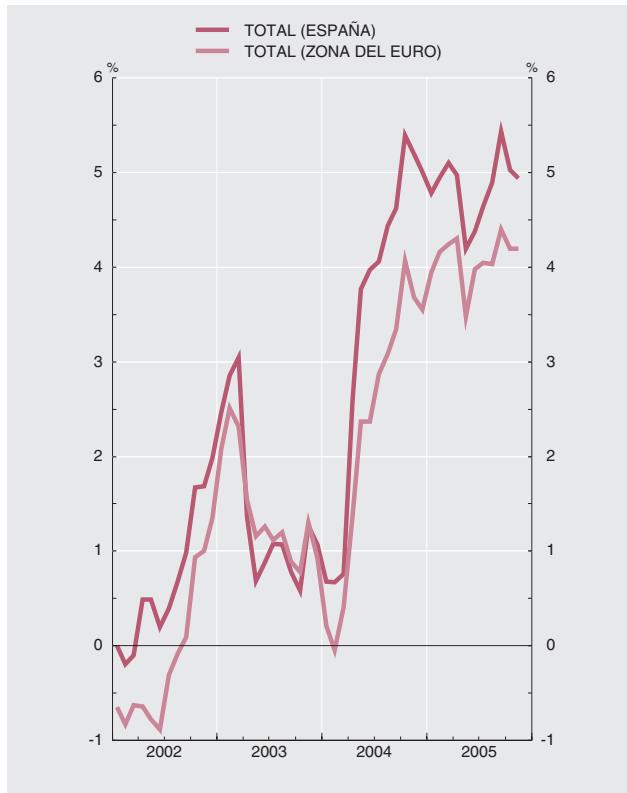
■ Serie representada gráficamente.

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	11	12	13	14	15	16
02	MP	102,4	—	0,7	—	2,2	—	1,8	—	0,2	—	-1,3	-0,1	1,0	0,9	-0,3	-2,3
03	MP	103,9	—	1,4	—	2,3	—	1,2	—	0,8	—	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9
04 E-N	MP	107,3	—	3,3	—	2,5	—	1,5	—	4,4	—	4,8	2,2	1,3	0,7	3,3	3,6
05 E-N	MP	112,5	—	4,8	—	2,7	—	1,9	—	3,8	—	13,9	4,1	1,1	1,4	3,0	13,0
04 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	13,2
May	P	111,8	-0,1	4,2	0,1	2,5	0,1	2,1	0,1	3,3	-0,8	11,0	3,5	0,9	1,5	3,0	9,7
Jun	P	112,1	0,3	4,4	-0,1	2,2	0,2	2,1	-0,2	3,1	1,9	13,5	4,0	0,8	1,4	2,6	13,4
Jul	P	112,7	0,5	4,6	0,1	2,1	-	1,9	0,1	3,0	2,7	15,7	4,0	0,7	1,2	1,9	15,1
Ago	P	113,6	0,8	4,9	0,3	2,5	-	1,8	0,2	2,9	3,3	16,4	4,0	0,9	1,1	1,7	15,2
Sep	P	114,5	0,8	5,4	0,2	2,6	0,1	1,9	0,7	3,2	2,5	17,9	4,4	1,1	1,2	1,6	16,6
Oct	P	114,9	0,3	5,0	0,3	3,0	0,1	1,8	0,4	3,1	0,7	15,2	4,2	1,3	1,2	1,5	15,2
Nov	P	114,7	-0,2	4,9	-0,1	3,1	0,2	2,0	0,3	3,1	-1,3	14,7	4,2	1,4	1,0	1,7	14,8

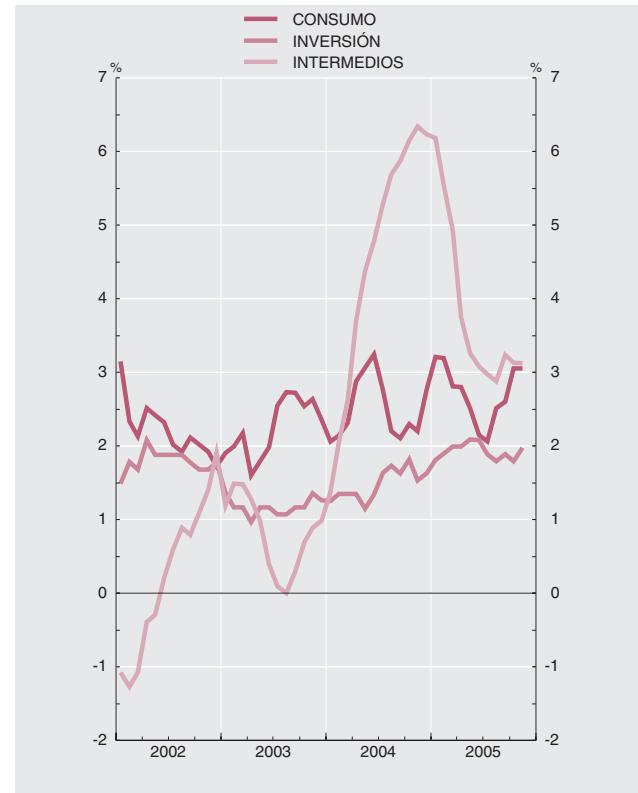
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

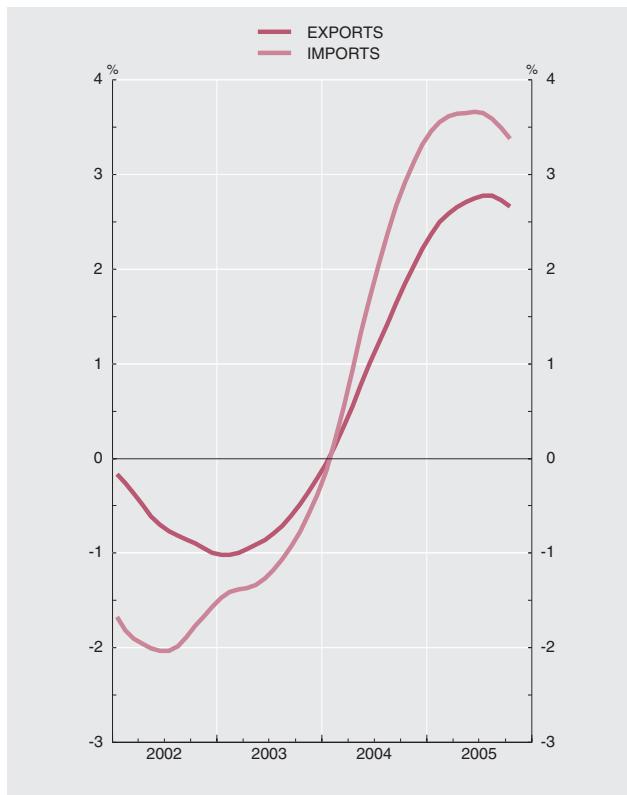
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA.

■ Serie representada gráficamente.

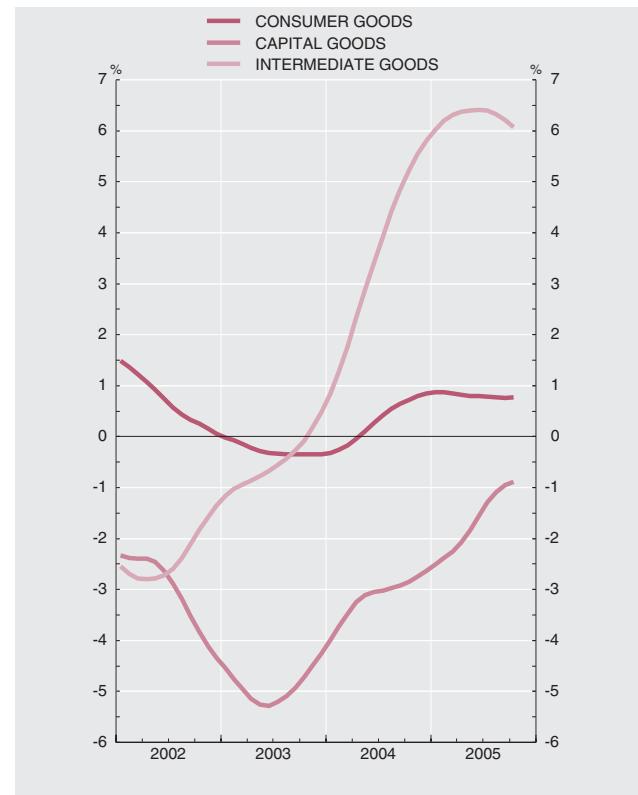
Tasas de variación interanual

	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-O	0,6	0,0	-0,8	1,4	9,1	1,0	1,9	-0,1	-1,7	3,7	8,7	2,8
05 E-O	4,6	1,7	5,6	6,8	35,6	5,2	5,0	0,9	0,2	8,3	25,8	3,8
04 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	3,5
Jul	5,7	2,2	15,6	6,3	32,7	4,9	8,2	0,6	10,4	11,7	38,6	5,1
Ago	6,1	3,9	3,8	8,2	48,4	5,1	6,1	-0,2	-0,4	11,0	26,8	4,5
Sep	5,4	0,6	11,5	8,4	33,8	6,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	29,5	0,7
Oct	4,1	1,1	8,3	6,0	23,9	4,9	4,8	0,8	14,0	5,3	16,2	1,7

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).

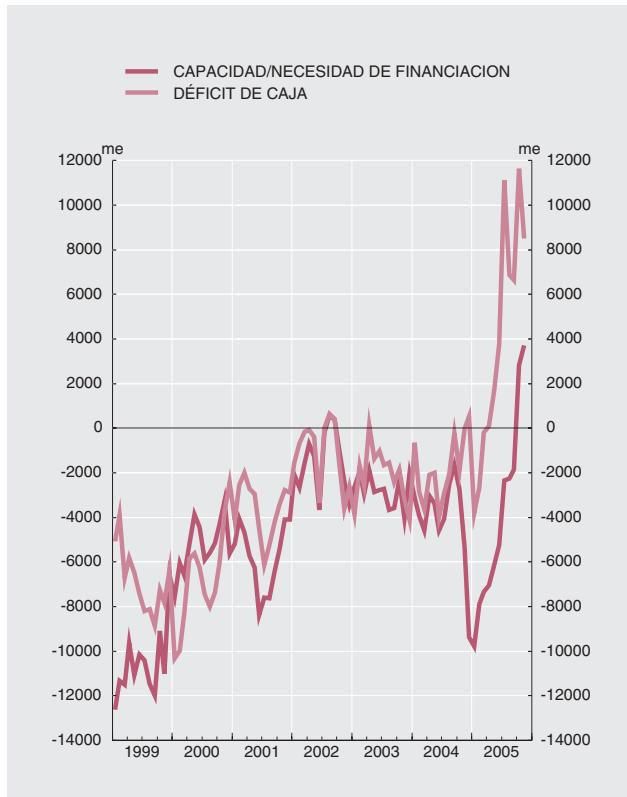
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

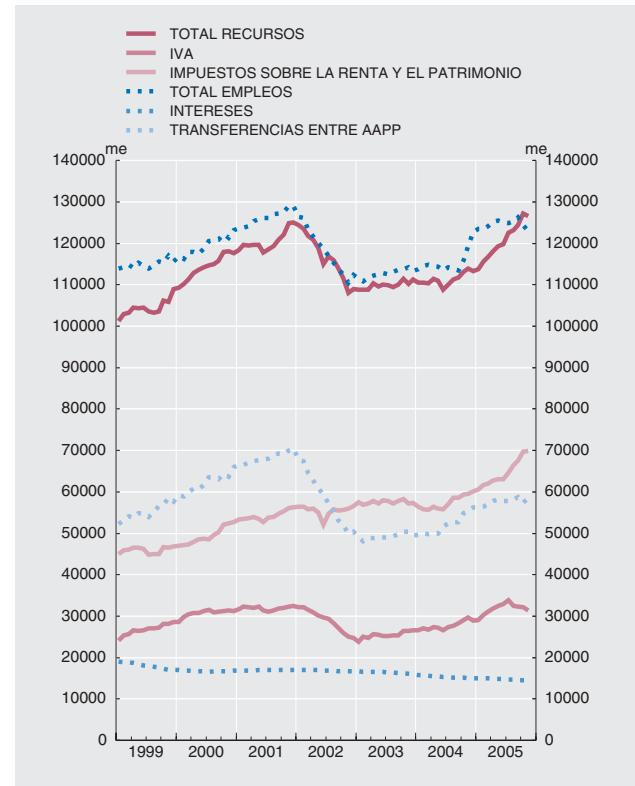
Millones de euros

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	P -2 031	111 319	26 539	10 918	5 029	57 415	11 418	113 350	17 670	15 900	49 406	2 695	27 679	-4 132	109 655	113 787
04	A -9 390	113 330	28 950	10 991	4 714	60 059	8 616	122 720	15 619	15 053	56 347	7 419	28 282	527	115 270	114 743
04 E-N	A 1 774	104 316	28 783	9 953	3 507	55 346	6 727	102 542	13 599	13 750	50 297	5 826	19 070	3 223	105 985	102 762
05 E-N	A 14 871	117 536	31 229	10 116	3 747	65 204	7 240	102 665	14 263	13 161	52 608	1 917	20 716	11 209	119 770	108 561
04 Dic	A -11 164	9 014	167	1 038	1 207	4 713	1 889	20 178	2 020	1 303	6 050	1 593	9 212	-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
Sep	A 725	9 927	2 987	1 251	182	4 480	1 027	9 202	1 303	1 145	4 726	153	1 875	1 191	9 048	7 857
Oct	A 11 907	21 828	5 697	1 070	257	13 883	921	9 921	1 234	1 197	5 746	161	1 583	10 622	21 550	10 927
Nov	A -5 144	6 515	671	595	1 160	3 365	724	11 659	1 258	1 156	6 197	442	2 606	-3 012	6 127	9 140

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

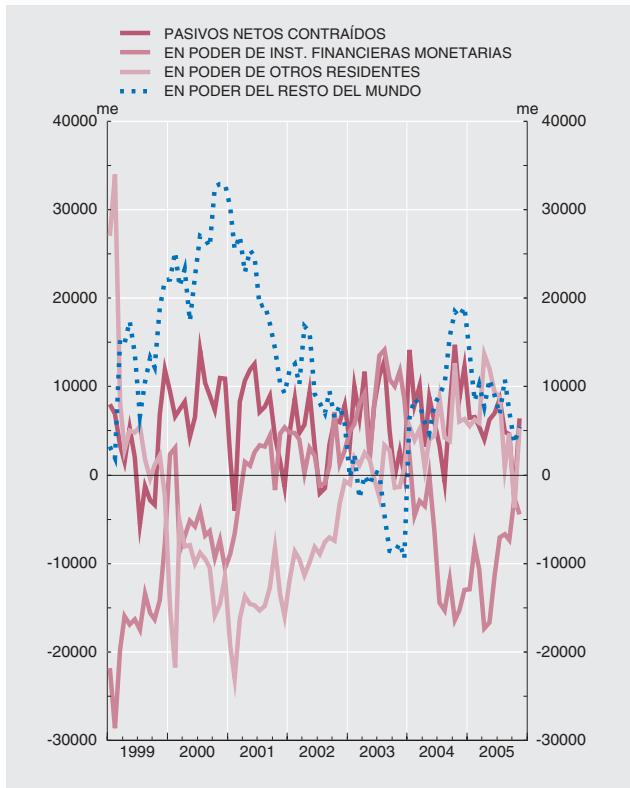
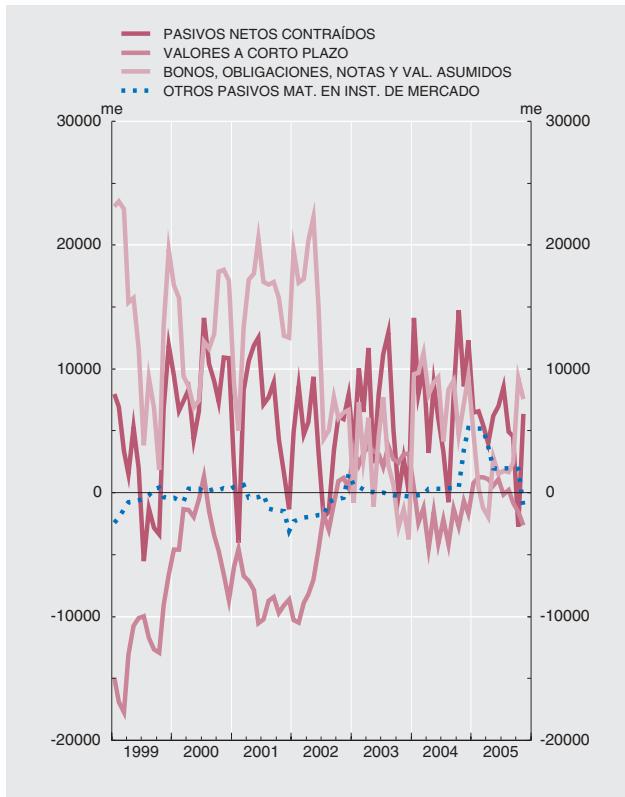
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
	Del cual	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	Total	Total	Depósitos en el Banco de España	5	6	7	8	9	10	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
1	2	3	4	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
99	-6 585	5 337	4 574	11 922	209	-6 629	19 592	-499	-446	-96	-10 103	-7 734	-2 369	22 026	12 018
00	-5 627	5 237	5 690	10 864	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 636	-22 060	-10 554	-11 506	32 924	8 228
01	-4 104	-5 451	-20 141	-1 347	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 652	-10 553	5 387	-15 940	9 206	305
02	P -3 428	4 498	-95	7 926	-888	346	6 655	-486	1 488	-77	2 140	2 798	-657	5 785	8 002
03	A -2 031	-2 025	0	6	-135	3 146	-3 761	-486	-281	1 388	9 478	8 664	815	-9 472	-1 381
04	A -9 390	2 906	-0	12 296	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	-150	-6 679	-12 978	6 299	18 975	12 446
04 E-N	A 1 774	10 826	-0	9 052	-856	-265	6 964	-	3 389	-1 036	-10 076	-14 083	4 008	19 127	10 088
05 E-N	A 14 871	18 018	-0	3 147	-1 656	-1 203	5 087	-	-2 947	2 209	-2 442	-5 583	3 140	5 589	938
04 Dic	A -11 164	-7 919	-0	3 245	-744	-1 423	2 453	-486	1 815	887	3 397	1 105	2 292	-152	2 358
05 Ene	A 83	-215	0	-298	-19	2 712	-2 202	-	-38	-771	-4 661	-4 168	-493	4 363	473
Feb	A 8 249	5 119	-0	-3 130	12	-3 292	-1 098	-	-57	1 317	-1 008	-1 146	138	-2 122	-4 447
Mar	A -5 192	-1 827	0	3 365	-1 138	1 779	1 479	-	-32	140	3 889	1 252	2 636	-524	3 225
Abr	A 9 277	7 601	275	-1 676	-3	-2 662	2 045	-	-1 124	65	-1 803	-5 618	3 814	128	-1 741
May	A -5 202	-193	-275	5 009	18	2 010	4 151	-	-1 715	563	2 950	-242	3 191	2 059	4 446
Jun	A -8 409	-5 660	1	2 749	18	-2 381	3 679	-	17	1 433	2 715	5 654	-2 938	34	1 316
Jul	A 8 586	1 786	-1	-6 800	-537	1 618	-12 680	-	14	4 247	-3 722	-3 006	-716	-3 078	-11 048
Ago	A -9	-6 419	1	-6 410	5	-2 340	1 060	-	44	-5 174	-7 777	-1 431	-6 345	1 367	-1 236
Sep	A 725	9 362	-0	8 637	-28	1 824	5 962	-	-48	900	6 007	2 752	3 255	2 630	7 737
Oct	A 11 907	7 073	-0	-4 834	8	-2 257	-1 014	-	2	-1 566	-3 816	-1 171	-2 645	-1 018	-3 268
Nov	A -5 144	1 390	-0	6 534	9	1 786	3 704	-	-9	1 054	4 784	1 541	3 243	1 750	5 480

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.

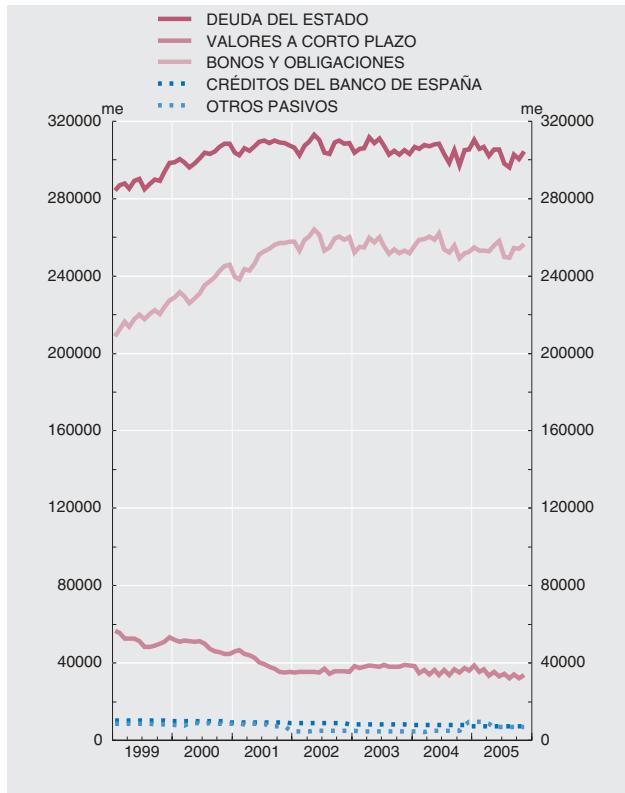
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

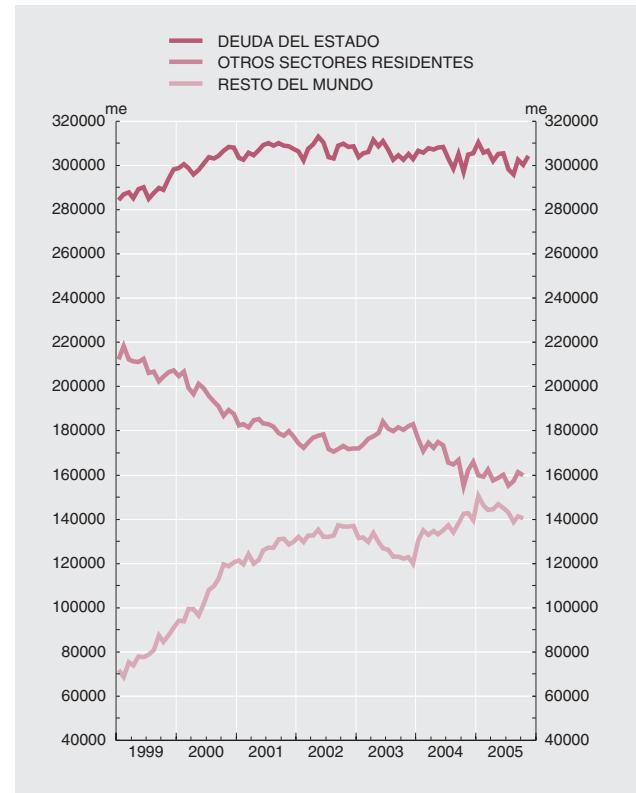
Millones de euros

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	Avales 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
97	274 168	23 270	71 730	180 566	10 578	11 295	211 530	445	211 085	63 083	9 829
98	284 153	30 048	59 939	205 189	10 341	8 684	215 200	305	214 895	69 258	10 273
99	298 378	7 189	53 142	227 157	9 843	8 236	207 458	150	207 308	91 070	14 846
00	308 212	8 197	44 605	245 717	9 344	8 546	188 482	695	187 787	120 424	20 536
01	307 434	7 611	35 428	257 721	8 845	5 440	179 118	1 474	177 644	129 791	395
02	P 308 792	5 823	35 459	260 060	8 359	4 914	177 561	5 648	171 913	136 880	300
03	P 302 968	5 105	38 704	251 827	7 873	4 564	192 399	9 460	182 940	120 029	300
04 Nov	A 304 910	3 869	37 333	251 761	7 873	7 942	179 510	17 240	162 270	142 640	300
Dic	A 305 529	3 267	36 033	252 362	7 388	9 746	182 967	17 138	165 829	139 700	300
05 Ene	A 310 453	3 380	38 732	254 615	7 388	9 718	176 232	16 255	159 977	150 476	300
Feb	A 305 643	3 313	35 550	253 052	7 388	9 653	175 449	16 152	159 297	146 346	300
Mar	A 306 704	3 301	36 739	252 954	7 388	9 624	180 027	17 455	162 572	144 132	300
Abr	A 302 019	3 343	33 379	252 749	7 388	8 504	177 401	19 785	157 616	144 403	575
May	A 305 292	3 426	35 369	255 733	7 388	6 802	178 379	19 785	158 594	146 698	300
Jun	A 305 497	3 286	33 096	258 191	7 388	6 822	179 951	19 681	160 270	145 227	300
Jul	A 298 253	2 465	34 383	249 651	7 388	6 832	175 370	20 217	155 153	143 100	299
Ago	A 295 993	2 457	32 148	249 584	7 388	6 874	177 346	20 188	157 158	138 835	300
Sep	A 302 673	2 458	33 954	254 504	7 388	6 827	181 461	20 188	161 274	141 400	300
Oct	A 300 281	2 416	32 013	254 056	7 388	6 824	179 824	19 884	159 941	140 340	300
Nov	A 304 293	2 401	33 789	256 300	7 388	6 816	...	20 282	...	...	300

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

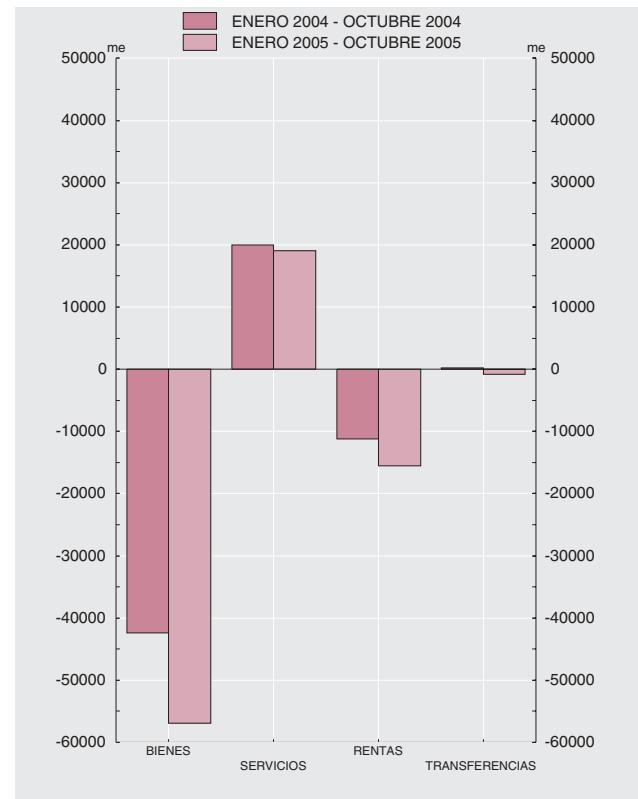
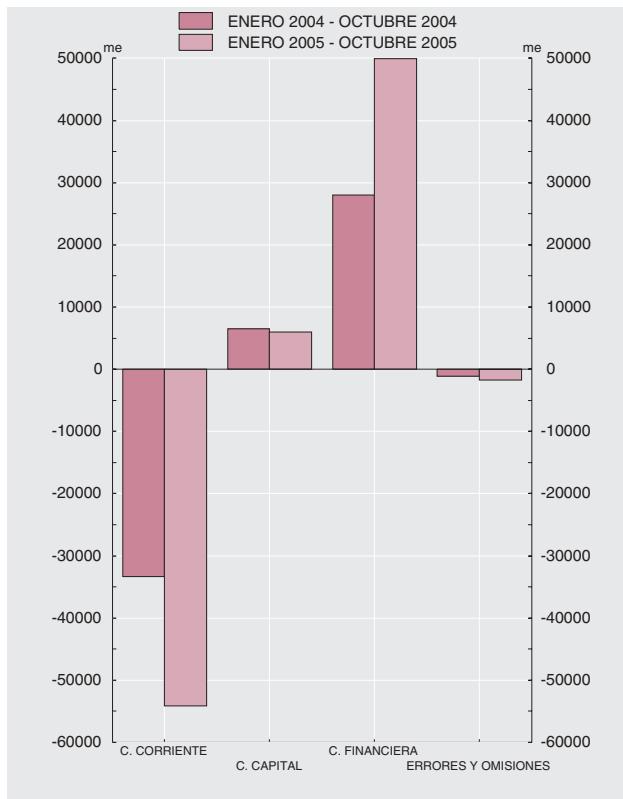
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENT A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

	Cuenta corriente (a)														Millones de euros		
Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta finan- ciera (saldo) (b)	Errores y omisio- nes (17- (15+16))				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos								
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	Del cual	Del cual	Total	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17- (15+16)
02	-23 815	-36 510	134 816	171 326	22 609	63 523	33 557	40 914	7 687	-12 301	22 288	34 589	2 387	7 662	-16 152	15 988	165
03	-27 910	-39 839	139 754	179 593	23 301	65 689	35 047	42 389	8 010	-11 604	22 570	34 173	232	8 165	-19 745	18 876	869
04	P -44 451	-52 937	148 106	201 043	22 231	68 387	36 376	46 156	9 772	-13 701	24 747	38 448	-44	8 548	-35 903	36 834	-931
04 E-O	P -33 365	-42 419	121 669	164 088	19 967	58 092	31 965	38 124	8 072	-11 174	19 912	31 086	261	6 454	-26 911	28 013	-1 103
05 E-O	P -54 110	-56 867	126 308	183 176	19 026	62 008	33 032	42 982	10 133	-15 497	22 227	37 724	-772	6 011	-48 099	49 884	-1 785
04 Jul	P -3 874	-4 400	13 017	17 417	2 881	7 251	4 308	4 370	1 013	-1 966	2 296	4 262	-389	595	-3 279	3 484	-204
Ago	P -2 433	-4 845	8 972	13 817	3 172	6 976	4 616	3 804	998	-843	1 413	2 256	83	1 218	-1 214	1 706	-492
Sep	P -4 843	-5 556	12 239	17 795	2 701	6 622	3 956	3 921	948	-1 551	1 611	3 162	-436	310	-4 533	4 358	175
Oct	P -3 562	-4 761	13 148	17 909	2 458	6 444	3 622	3 986	945	-785	2 001	2 786	-474	306	-3 256	4 524	-1 268
Nov	P -4 951	-4 979	13 948	18 928	1 249	5 137	2 352	3 888	897	-743	2 464	3 207	-477	416	-4 535	4 863	-328
Dic	P -6 134	-5 538	12 489	18 027	1 015	5 159	2 059	4 144	803	-1 783	2 371	4 155	172	1 677	-4 457	3 958	500
05 Ene	P -4 439	-4 651	11 028	15 679	1 342	5 023	2 485	3 681	860	-1 313	1 855	3 168	182	511	-3 928	4 591	-663
Feb	P -3 769	-4 455	12 270	16 725	964	4 546	2 069	3 582	832	-1 261	1 379	2 640	983	139	-3 630	4 133	-503
Mar	P -6 560	-5 631	13 028	18 658	743	4 861	2 184	4 118	958	-1 541	2 118	3 659	-132	555	-6 005	4 713	1 292
Abr	P -6 014	-5 783	13 558	19 342	866	4 747	2 151	3 880	719	-766	2 799	3 565	-331	308	-5 706	6 183	-478
May	P -5 258	-5 654	13 460	19 114	2 056	5 868	2 964	3 812	793	-1 620	1 913	3 532	-41	990	-4 268	4 347	-79
Jun	P -7 085	-6 556	13 008	19 564	2 067	6 537	3 527	4 470	1 159	-2 395	1 831	4 227	-201	1 396	-5 689	4 475	1 214
Jul	P -4 547	-5 434	12 931	18 365	3 011	8 038	4 647	5 027	1 174	-1 851	2 386	4 237	-273	490	-4 057	5 116	-1 060
Ago	P -4 887	-6 517	10 015	16 532	3 417	7 956	4 897	4 539	1 302	-1 786	3 594	5 380	-0	793	-4 094	3 918	176
Sep	P -6 287	-6 239	13 665	19 904	2 247	7 175	4 180	4 928	1 172	-1 700	2 160	3 860	-596	580	-5 708	6 701	-994
Oct	P -5 264	-5 948	13 344	19 292	2 313	7 259	3 927	4 946	1 163	-1 265	2 192	3 457	-363	249	-5 014	5 705	-691

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).

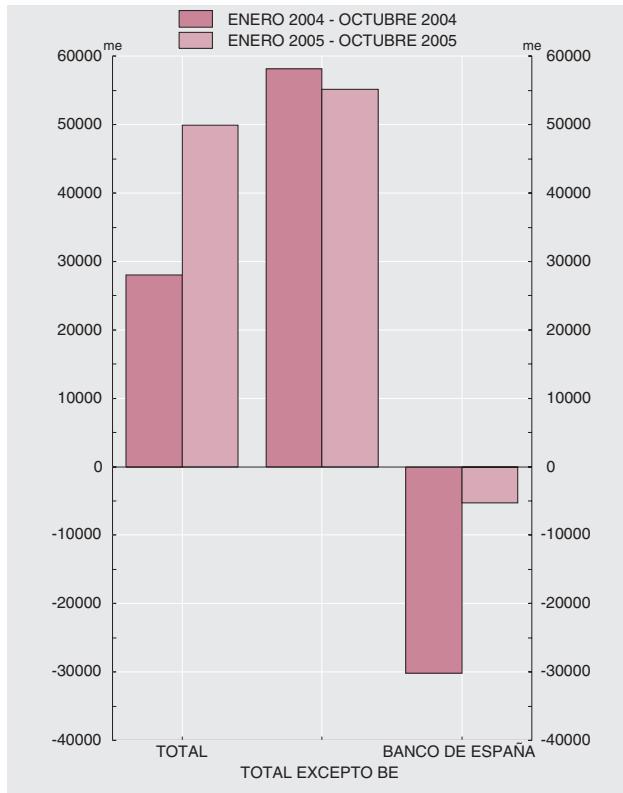
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

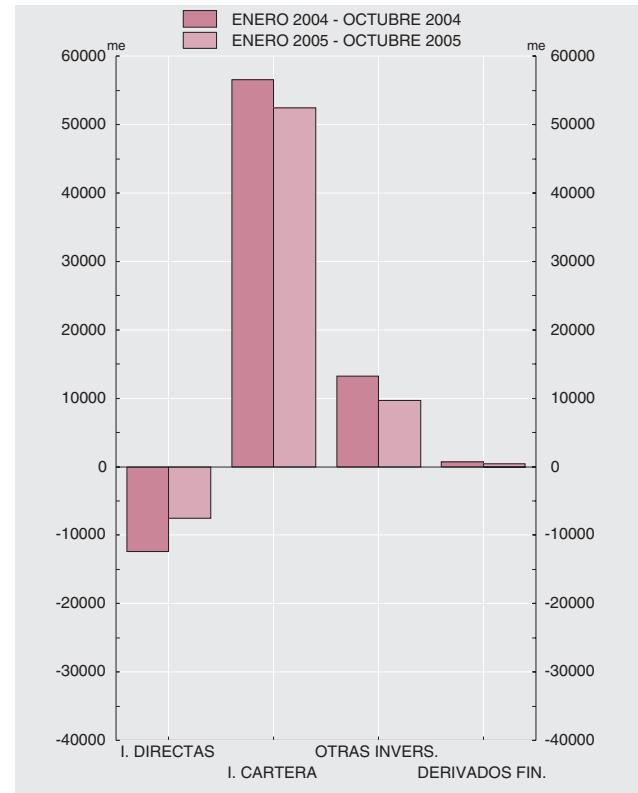
Millones de euros

Cuenta finan- ciera (VNP- VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP- VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deriva- dos finan- cieros netos (VNP- VNA)	Total (VNP- VNA)	Reser- vas (e)	Activos frente al Euro- sistema (e)	Otros acti- vos 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-O	P 28 013	58 205	-12 357	21 505	9 147	56 602	22 408	79 010	13 284	26 897	40 182	677	-30 192	5 090	-29 943	-5 339
05 E-O	P 49 884	55 128	-7 529	19 088	11 559	52 457	52 181	104 638	9 734	37 008	46 742	466	-5 244	1 649	9 743	-16 636
04 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
Abri	P 6 183	6 950	-902	2 279	1 377	3 231	2 069	5 301	5 657	3 803	9 461	-1 036	-767	189	1 021	-1 976
May	P 4 347	-623	247	745	993	7 086	1 187	8 274	-7 834	3 823	-4 011	-123	4 970	-39	6 595	-1 585
Jun	P 4 475	10 843	-3 828	2 950	-878	13 397	11 874	25 271	-877	2 048	1 171	2 151	-6 367	8	-4 430	-1 945
Jul	P 5 116	511	1 320	752	2 072	-13 150	15 649	2 499	12 054	3 333	15 387	288	4 606	109	6 086	-1 589
Ago	P 3 918	417	-352	335	-17	-13 293	8 103	-5 190	14 428	-16 630	-2 202	-366	3 501	3	4 913	-1 415
Sep	P 6 701	17 966	-326	1 582	1 256	24 485	-1 260	23 225	-5 432	12 338	6 906	-761	-11 265	-100	-10 184	-981
Oct	P 5 705	6 886	1 183	1 333	2 515	2 556	7 191	9 748	1 226	4 787	6 013	1 921	-1 181	-71	-986	-124

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

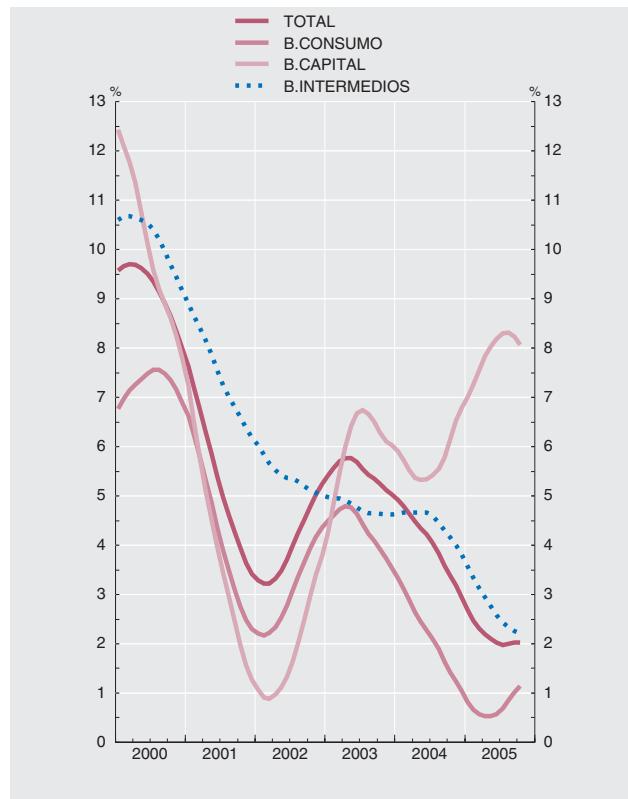
■ Serie representada gráficamente.

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:	Zona del euro	Del cual:	Estados Unidos				
						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	P 146 460	6,4	5,2	2,3	12,9	6,3	12,1	6,2	4,9	5,2	5,3	2,2	11,1	7,8	6,8	6,8	
04 Sep	12 103	3,4	2,3	2,0	-11,7	5,1	-4,1	5,7	2,8	3,1	3,3	2,6	-0,3	-6,0	30,2	5,9	
Oct	13 002	-0,5	-4,3	-9,6	1,0	-0,7	0,7	-0,8	-1,8	-1,4	-1,7	-1,4	-7,9	27,6	-10,3	-21,1	
Nov	13 779	18,0	14,0	11,6	34,8	12,6	10,7	12,7	16,4	16,5	17,0	16,6	22,5	38,8	-1,6	39,0	
Dic	12 350	6,7	4,4	1,9	4,2	7,2	26,8	6,3	5,7	5,1	7,0	5,9	8,8	64,9	-17,2	9,0	
05 Ene	10 905	1,9	-3,1	-5,2	-16,7	1,3	-5,9	1,8	3,5	3,8	5,3	3,5	9,6	8,7	-39,8	15,1	
Feb	12 141	5,3	-0,1	-3,1	-9,0	4,1	-37,0	6,8	6,9	7,0	7,0	4,5	-8,9	15,8	6,4	-0,0	
Mar	12 885	-1,5	-6,0	-12,3	-3,8	-1,0	-5,4	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	-2,3	-14,3	7,6	8,8	-1,0	
Abr	13 405	8,4	5,6	6,5	13,6	3,6	-4,8	4,1	4,8	5,3	6,5	5,2	10,7	47,6	21,3	1,7	
May	13 307	4,8	1,4	-3,0	5,4	4,7	-18,5	6,1	1,6	1,2	3,0	2,8	5,4	71,9	-19,3	15,2	
Jun	13 581	3,8	0,5	-3,3	15,6	0,4	-3,5	0,6	-0,3	-1,1	-1,2	4,6	7,3	1,1	-0,8	3,2	
Jul	12 800	-0,6	-6,0	-8,0	-2,8	-5,0	-12,6	-4,6	-5,3	-5,9	-7,7	-3,0	4,4	11,6	-3,9	19,6	
Ago	9 920	11,6	5,2	6,1	22,1	2,2	-0,3	2,4	7,3	6,8	3,2	9,1	17,8	11,1	20,9	12,1	
Sep	13 516	11,7	5,9	6,1	16,1	4,2	-0,1	4,5	7,8	7,0	5,3	9,7	27,1	25,9	21,9	12,0	
Oct	13 216	1,6	-2,4	0,7	-11,2	-3,4	-4,1	-3,4	0,4	-0,1	-0,5	2,4	11,3	-14,7	-11,1	24,0	

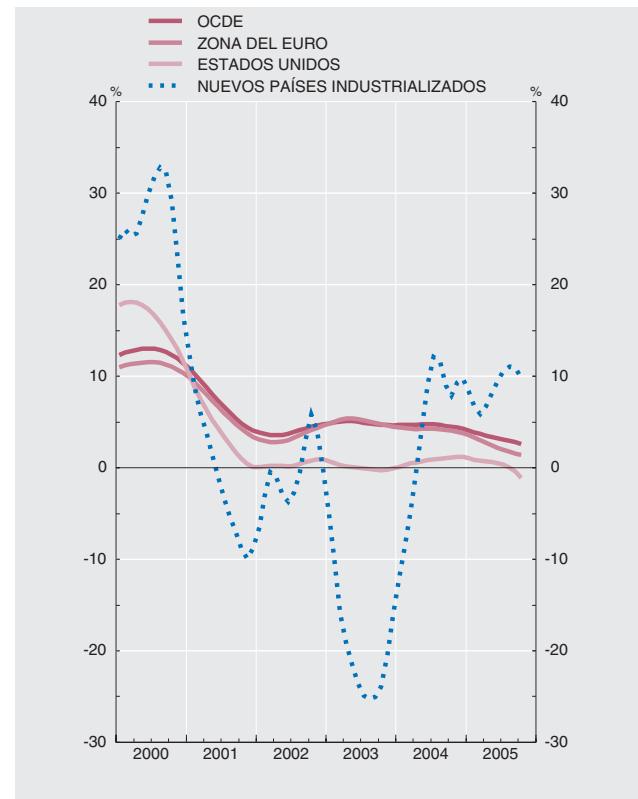
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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

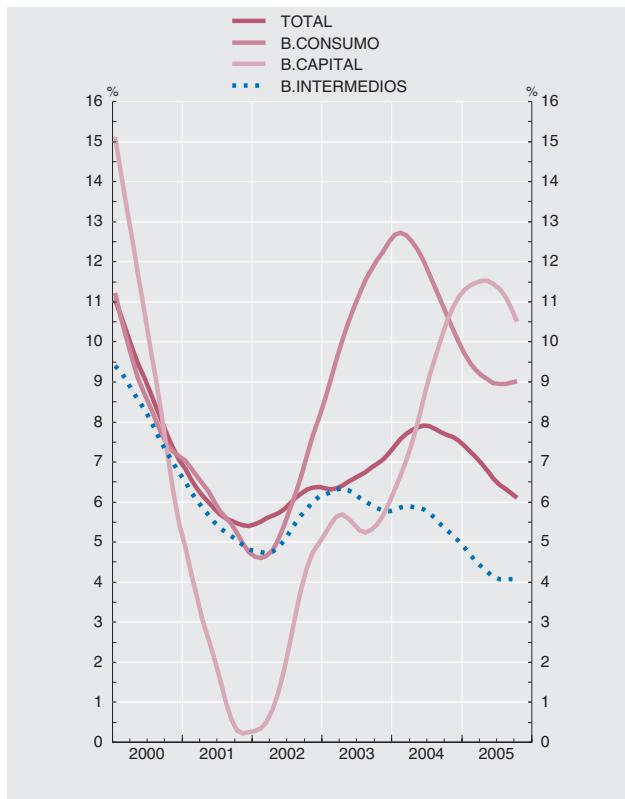
■ Serie representada gráficamente.

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:	Zona del euro	Del cual:	Estados Unidos				
						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	P 207 130	12,5	9,8	13,3	14,9	7,1	10,0	6,6	9,8	9,6	10,1	11,3	10,7	12,2	10,8	14,6	
04 Sep	18 389	11,1	5,3	10,9	0,2	3,6	9,4	2,2	3,8	4,4	5,4	6,9	19,1	34,5	31,9	13,2	
Oct	18 393	7,1	1,8	2,6	13,6	-0,8	3,0	-1,5	4,8	4,9	6,1	6,4	16,2	6,2	-27,9	16,2	
Nov	19 466	19,7	14,5	15,9	21,8	12,4	6,0	13,9	13,7	14,7	14,9	15,9	28,1	31,8	-1,6	31,4	
Dic	18 546	16,9	10,5	7,0	49,2	4,2	12,3	2,3	14,5	15,8	18,2	15,4	-15,4	18,1	-12,7	50,2	
05 Ene	16 185	13,9	8,5	3,4	21,7	8,7	6,0	9,4	11,0	12,1	12,7	12,2	-6,0	7,1	14,9	9,4	
Feb	17 235	13,0	7,2	12,0	18,6	2,9	24,4	-1,3	8,1	9,1	8,9	7,1	-0,4	32,8	21,2	7,2	
Mar	19 315	10,8	5,1	4,3	43,0	-0,6	18,2	-4,4	6,1	7,4	7,0	5,7	-8,7	41,9	12,4	14,2	
Abr	19 929	15,8	10,7	6,8	50,5	5,8	3,3	6,4	8,3	8,6	8,4	11,7	33,1	60,6	19,8	24,1	
May	19 681	12,9	11,9	15,5	28,4	7,1	-0,1	8,7	4,4	4,1	4,3	6,5	34,6	16,4	36,2	14,5	
Jun	20 152	8,5	3,0	3,5	29,8	-1,9	5,9	3,5	3,5	3,2	4,4	5,8	18,8	28,3	9,1	6,8	
Jul	18 927	5,4	-2,6	4,4	-8,0	-4,8	-1,5	-5,6	-2,8	-3,3	-3,8	-1,3	7,7	25,8	12,9	17,8	
Ago	17 112	20,0	13,1	10,5	44,3	9,5	27,6	4,3	10,6	10,0	11,7	11,2	7,6	48,5	32,1	0,2	
Sep	20 622	12,1	7,6	9,0	17,0	5,1	9,4	4,1	6,5	6,0	6,7	6,8	-4,7	59,1	-15,4	22,3	
Oct	19 855	7,9	3,0	6,8	-4,0	2,4	17,2	-0,6	0,8	-0,6	-0,2	1,9	-8,5	30,5	45,1	13,4	

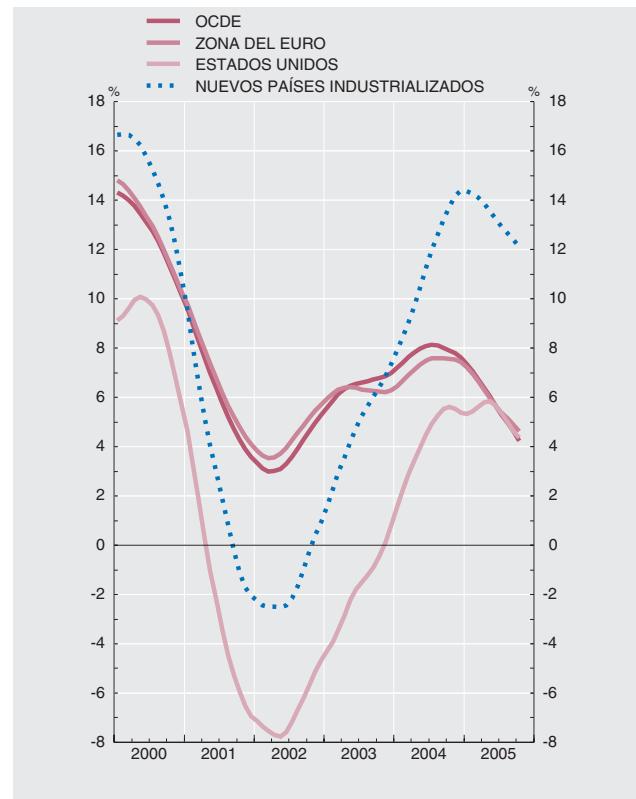
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

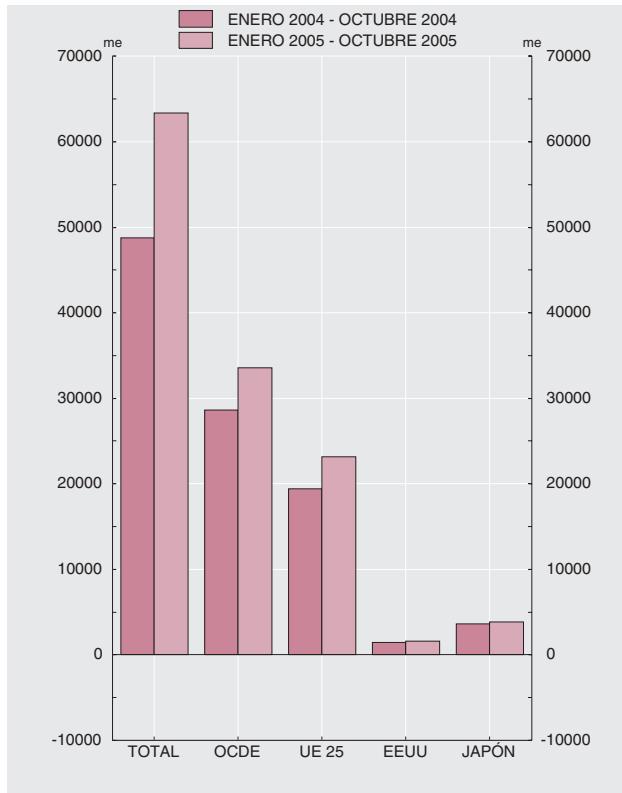
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

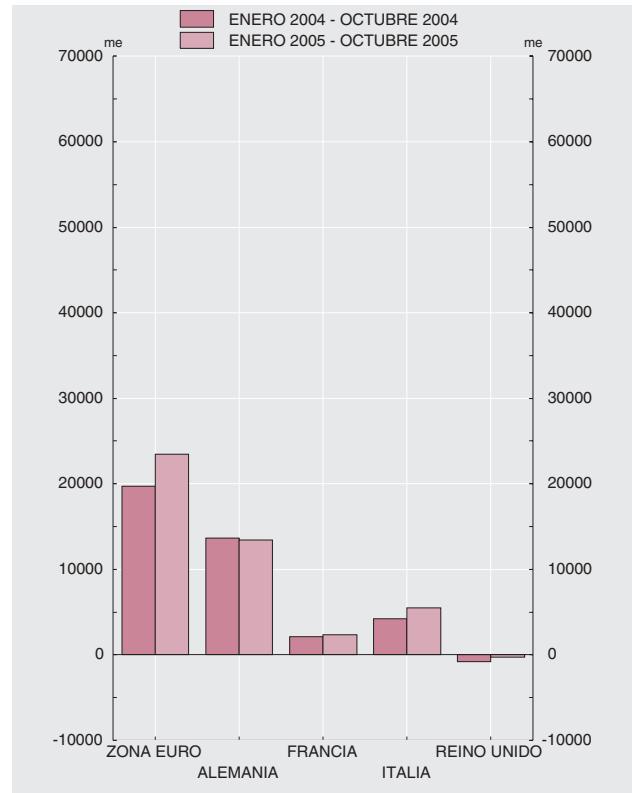
Millones de euros

	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	P	-60 670	-25 512	-25 086	-25 125	-16 297	-3 174	-5 552	543	-504	-36 459	-1 665	-4 516	-9 020	-1 758	-3 098	
04 E-O		-48 787	-19 876	-19 437	-19 737	-13 654	-2 120	-4 227	825	-525	-28 616	-1 462	-3 656	-7 571	-1 670	-2 388	
05 E-O		-63 338	-23 541	-23 165	-23 471	-13 464	-2 332	-5 479	269	37	-33 577	-1 640	-3 849	-10 720	-2 648	-2 730	
04 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	
Abri		-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	
Ago		-7 192	-2 645	-2 604	-2 613	-1 253	-530	-574	-52	61	-3 543	-141	-291	-1 358	-255	-212	
Sep		-7 106	-2 365	-2 349	-2 469	-1 404	-376	-494	70	50	-3 296	-55	-394	-1 609	-226	-307	
Oct		-6 639	-2 673	-2 494	-2 472	-1 378	-239	-586	-54	33	-3 516	29	-373	-1 060	-395	-302	

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 FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Serie representada gráficamente.

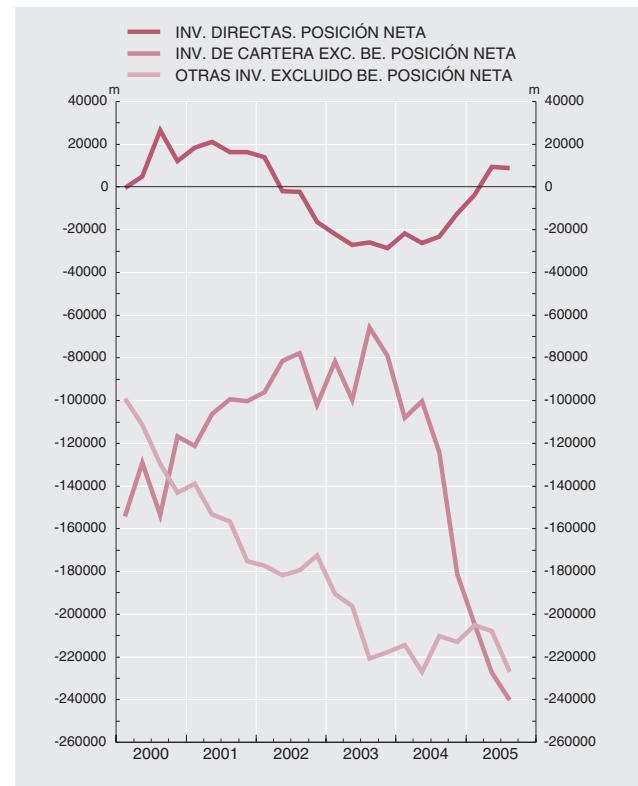
Saldos a fin de periodo en mm de euros

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

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.º 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.

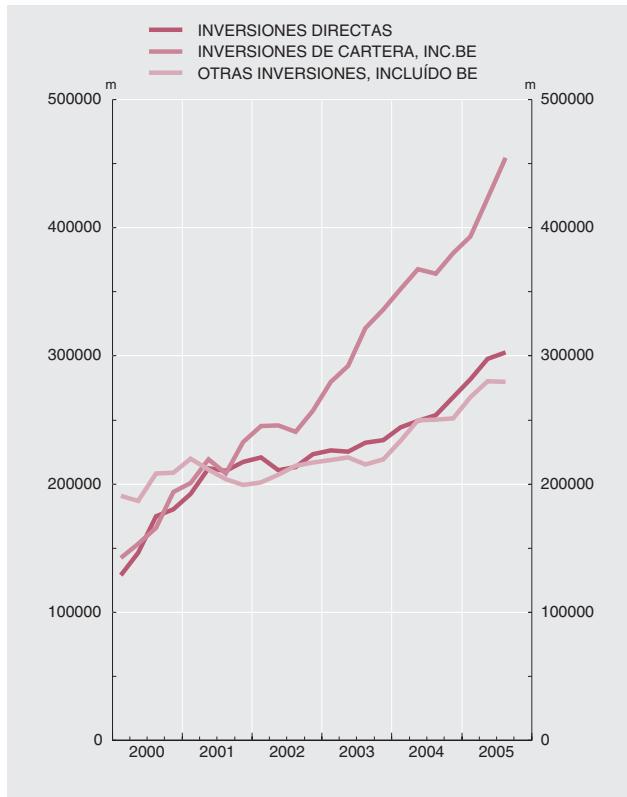
**7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DETALLE DE INVERSIONES**

■ Serie representada gráficamente.

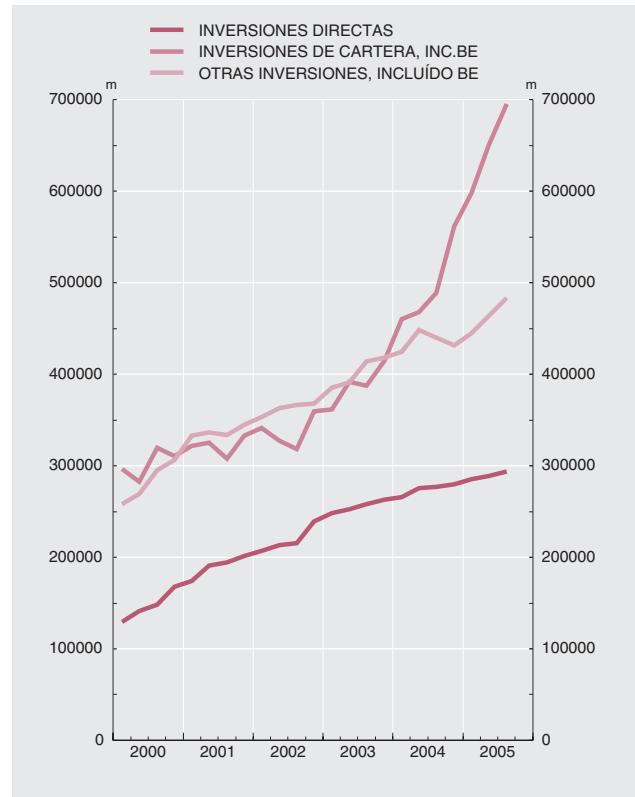
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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 //I //IV	R 195 529 206 268	17 788 16 815	168 310 188 898	47 112 50 456	56 624 50 712	183 926 206 581	103 690 116 967	214 738 242 432	214 305 216 920	366 330 367 646
03 //II //III //IV	209 136 208 085 216 213 219 927	17 299 17 345 15 810 14 363	198 182 201 738 204 784 201 283	50 296 50 811 53 108 61 695	47 089 51 400 56 847 62 677	232 844 240 717 264 746 273 344	116 359 133 812 130 593 147 878	245 201 258 086 256 851 267 008	218 895 220 867 215 388 219 107	385 447 390 580 413 683 418 166
04 //I //II //III //IV	227 390 231 583 234 230 249 707	16 786 17 460 19 592 17 843	204 594 210 682 212 715 213 237	61 366 64 641 64 228 66 818	70 575 75 270 71 014 78 053	281 731 292 225 293 161 302 067	153 501 149 108 150 702 183 210	306 722 318 725 337 825 378 218	233 521 249 512 250 351 251 163	424 505 448 108 439 636 431 347
05 //II //III	261 426 277 868 281 607	20 132 19 973 21 022	215 580 219 881 222 186	69 817 68 616 71 499	79 828 83 671 94 587	313 129 339 216 360 146	184 791 178 503 204 332	412 809 471 846 490 673	267 541 280 036 279 950	445 050 463 327 483 273

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

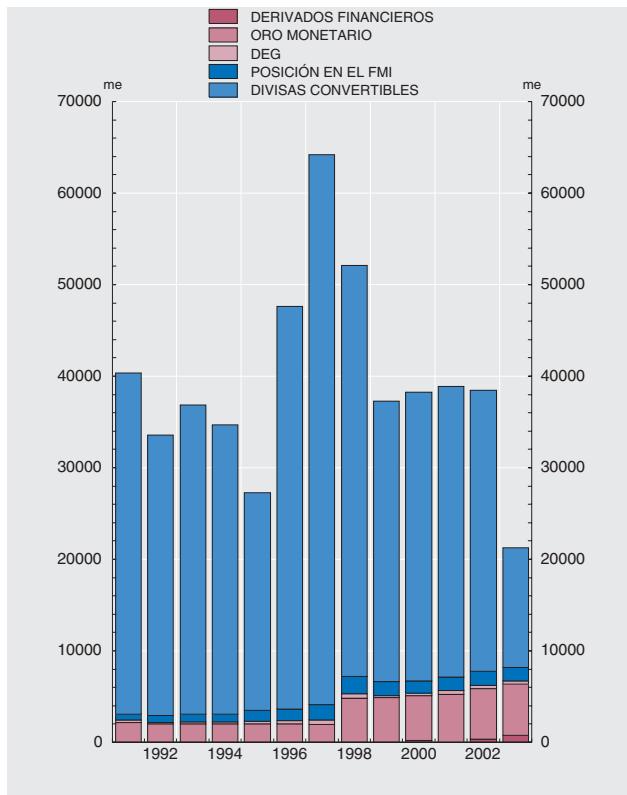
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

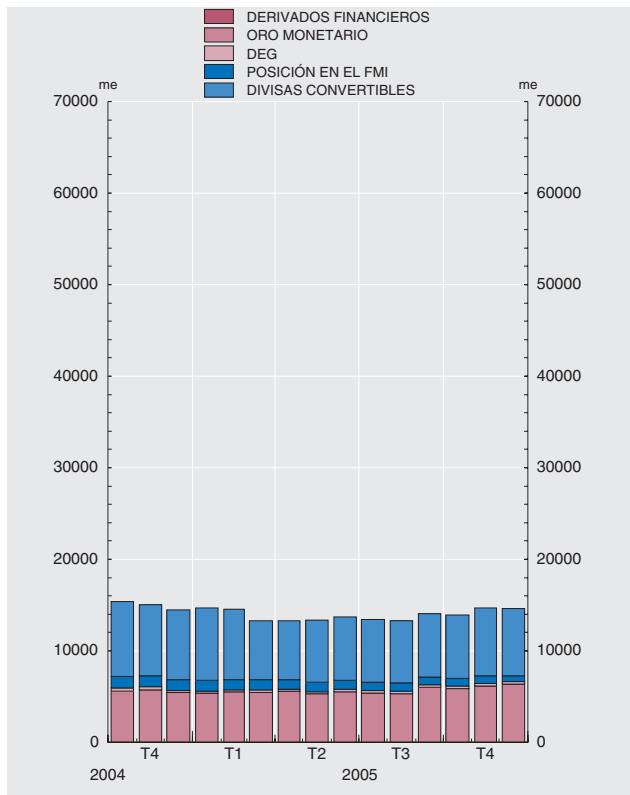
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro Millones de onzas troy
	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 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
Oct	13 893	6 894	820	275	5 959	-55	15,2
Nov	14 694	7 423	825	281	6 238	-72	14,8
Dic	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7

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

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

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

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

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 Jul	328 587	253 319	75 001	-	-1	370	102	186 453	457 756	21 532	300 848	8 013	1 314	139 766	1 054
<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	-
<i>Oct</i>	380 847	291 327	89 999	-405	-7	61	128	227 409	534 411	7 149	315 263	1 112	2 194	151 245	-
<i>Nov</i>	389 195	299 224	90 002	-	1	80	113	234 860	538 109	11 412	313 526	-1 135	2 625	151 709	-
<i>Dic</i>	406 048	317 137	89 211	-341	5	145	109	248 369	558 128	5 237	312 391	-2 605	3 092	154 588	-

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 financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a 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 Jul	22 648	19 955	2 692	-	0	0	-	37 135	66 720	5 930	20 153 -15 361	-27 805	-26 029	-1 776	13 318	-	
<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>Abr</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	-	
<i>Oct</i>	27 830	25 082	2 762	-8	-5	-	1	28 243	74 576	7 007	20 359 -32 981	-16 551	-14 554	-1 997	16 138	-	
<i>Nov</i>	30 344	27 660	2 690	-	-1	0	5	29 321	74 987	8 288	20 102 -33 852	-14 259	-12 459	-1 800	15 282	-	
<i>Dic</i>	30 285	27 714	2 599	-28	1	0	1	28 287	78 418	4 987	20 091 -35 027	-14 642	-12 803	-1 839	16 640	-	

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

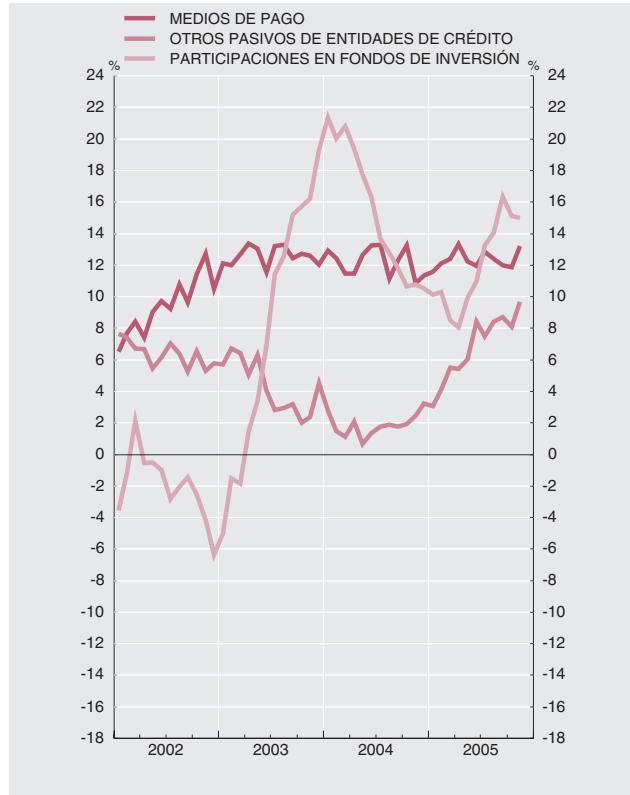
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

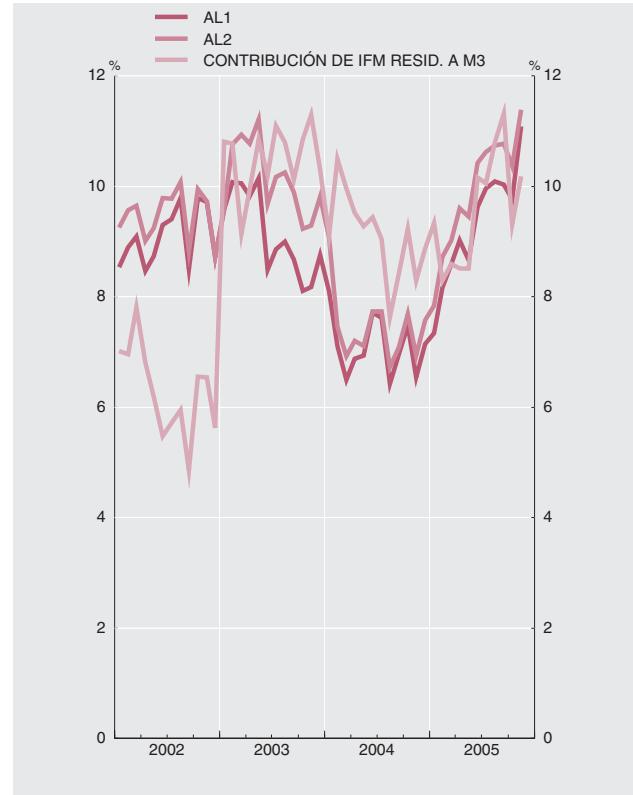
Millones de euros y porcentajes

	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		
			Efectivo	Depósitos (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de entidades de crédito	Depósitos en sucursales en exterior			FIAMM	FIM renta fija en euros	Resto FIM	AL1 (d)	AL2 (e)	Contribución 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	360 691	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	401 569	11,3	19,7	9,5	286 648	3,2	8,4	-12,6	-8,2	192 210	10,5	-1,1	14,5	15,8	7,1	7,6	8,9
04 Ago	381 888	11,1	20,6	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	389 220	12,3	21,3	10,5	274 149	1,8	5,5	-9,2	-12,2	187 269	11,8	-1,8	9,2	23,0	7,0	7,1	8,4
Oct	389 273	13,2	21,0	11,6	276 279	1,9	7,4	-14,4	-15,5	188 439	10,6	-1,8	11,0	18,8	7,5	7,7	9,2
Nov	393 163	10,8	20,0	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	401 569	11,3	19,7	9,5	286 648	3,2	8,4	-12,6	-8,2	192 210	10,5	-1,1	14,5	15,8	7,1	7,6	8,9
05 Ene	396 834	11,6	19,9	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	402 486	12,1	19,2	10,6	286 493	4,1	9,3	-9,3	-22,4	198 006	10,3	2,1	17,8	11,4	8,2	8,7	8,3
Mar	408 895	12,4	18,8	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	412 218	13,3	18,2	12,2	290 682	5,4	9,5	-3,2	-23,2	200 162	8,0	-2,1	18,7	8,6	9,0	9,6	8,5
May	416 899	12,2	17,6	11,1	291 368	6,0	10,0	2,1	-24,6	204 210	9,9	-3,1	21,9	11,5	8,7	9,5	8,5
Jun	435 669	12,0	17,8	10,7	296 704	8,4	11,5	3,3	-20,8	207 466	11,0	-1,7	23,5	12,1	9,6	10,4	10,2
Jul	440 541	12,8	17,1	11,9	293 227	7,5	10,4	0,9	-18,2	211 403	13,3	1,3	20,8	16,1	10,0	10,6	10,1
Ago	429 266	12,4	17,1	11,4	299 348	8,4	11,2	1,2	-10,2	214 149	14,1	1,8	20,6	17,7	10,1	10,7	10,8
Sep	435 942	12,0	17,7	10,7	298 004	8,7	10,5	8,3	-19,7	217 835	16,3	2,1	22,4	21,2	10,0	10,8	11,3
Oct	P 435 518	11,9	16,0	11,0	298 622	8,1	9,7	5,8	-12,0	216 901	15,1	2,7	19,6	19,7	9,8	10,4	9,3
Nov	P 445 055	13,2	16,5	12,5	305 485	9,7	10,4	11,7	-11,9	219 239	15,0	2,4	16,1	21,3	11,1	11,4	10,2

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.

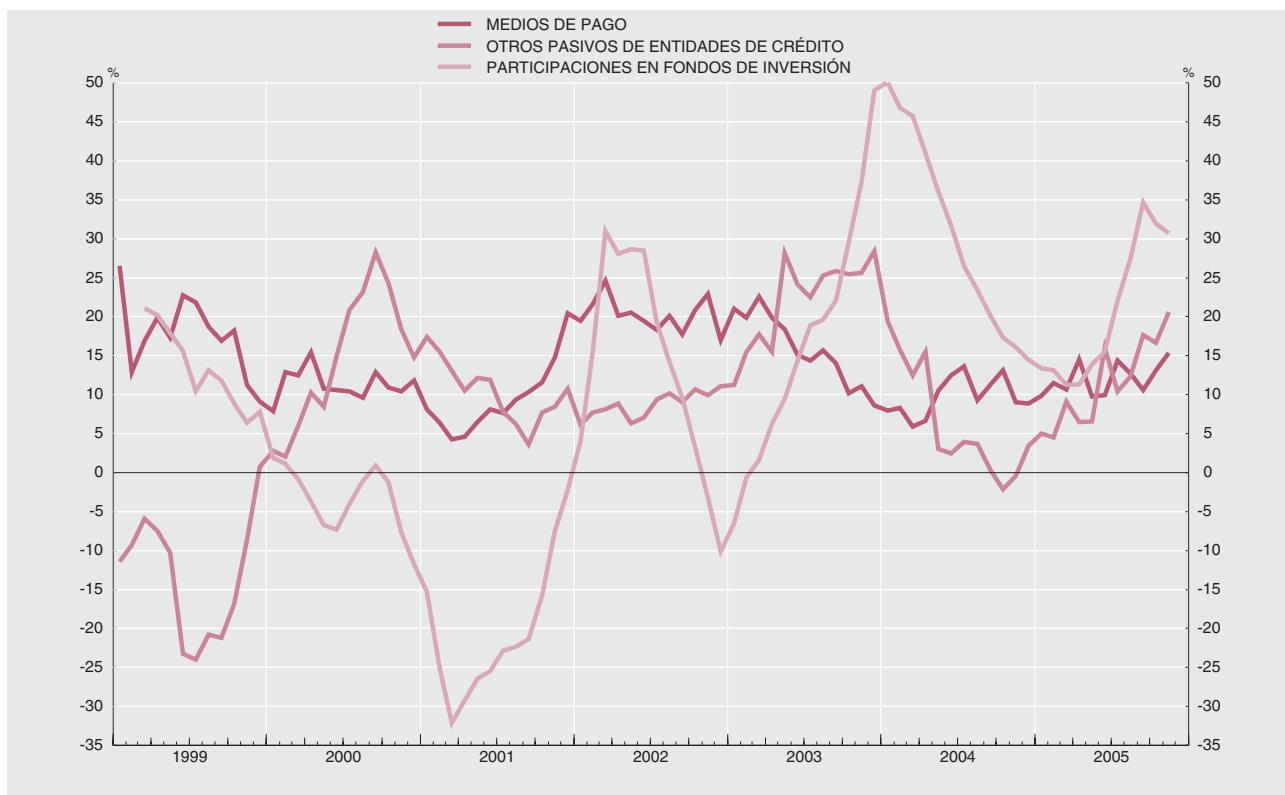
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	78 418	17,0	49 423	11,1	19,1	6,9	13 730	-10,2	16,3	2,5	-25,7	
03	85 186	8,6	63 455	28,4	39,2	22,1	20 465	49,0	10,3	76,0	61,9	
04	92 764	8,9	65 614	3,4	24,6	-10,7	23 418	14,4	25,7	10,2	11,5	
04 Ago	87 784	9,3	59 187	3,7	10,7	-1,7	22 706	23,4	31,3	13,0	24,9	
Sep	91 228	11,2	57 542	0,4	12,9	-9,1	22 178	20,2	31,5	7,6	21,2	
Oct	89 313	13,1	57 561	-2,1	17,8	-16,2	22 528	17,3	29,3	8,5	16,1	
Nov	91 559	9,1	59 231	-0,4	19,7	-15,2	23 006	16,1	27,3	9,8	14,0	
Dic	92 764	8,9	65 614	3,4	24,6	-10,7	23 418	14,4	25,7	10,2	11,5	
05 Ene	90 754	9,9	62 039	5,0	28,4	-11,5	23 976	13,4	16,5	14,6	11,3	
Feb	93 081	11,5	61 690	4,5	29,4	-13,1	24 689	13,1	8,2	19,0	12,5	
Mar	94 706	10,6	64 677	9,1	30,2	-6,6	25 141	11,2	-5,0	19,9	14,7	
Abr	96 277	14,5	63 603	6,5	29,7	-10,9	25 620	11,3	-7,1	24,7	14,1	
May	96 414	9,8	62 787	6,5	31,2	-14,1	26 495	13,9	-9,9	30,2	19,0	
Jun	102 686	9,9	66 674	16,0	45,1	-8,8	27 239	15,5	-10,3	33,9	21,5	
Jul	104 034	14,3	62 910	10,4	34,0	-10,6	28 165	22,1	-8,0	37,2	31,9	
Ago	98 985	12,8	66 458	12,3	36,6	-8,8	28 931	27,4	-7,8	43,5	40,0	
Sep	100 884	10,6	67 719	17,7	33,7	2,3	29 865	34,7	-7,8	52,2	50,8	
Oct	P 101 049	13,1	67 131	16,6	33,8	-0,4	29 725	31,9	-5,8	45,9	46,1	
Nov	P 105 639	15,4	71 419	20,6	33,5	7,3	30 074	30,7	-4,5	39,0	45,2	

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.

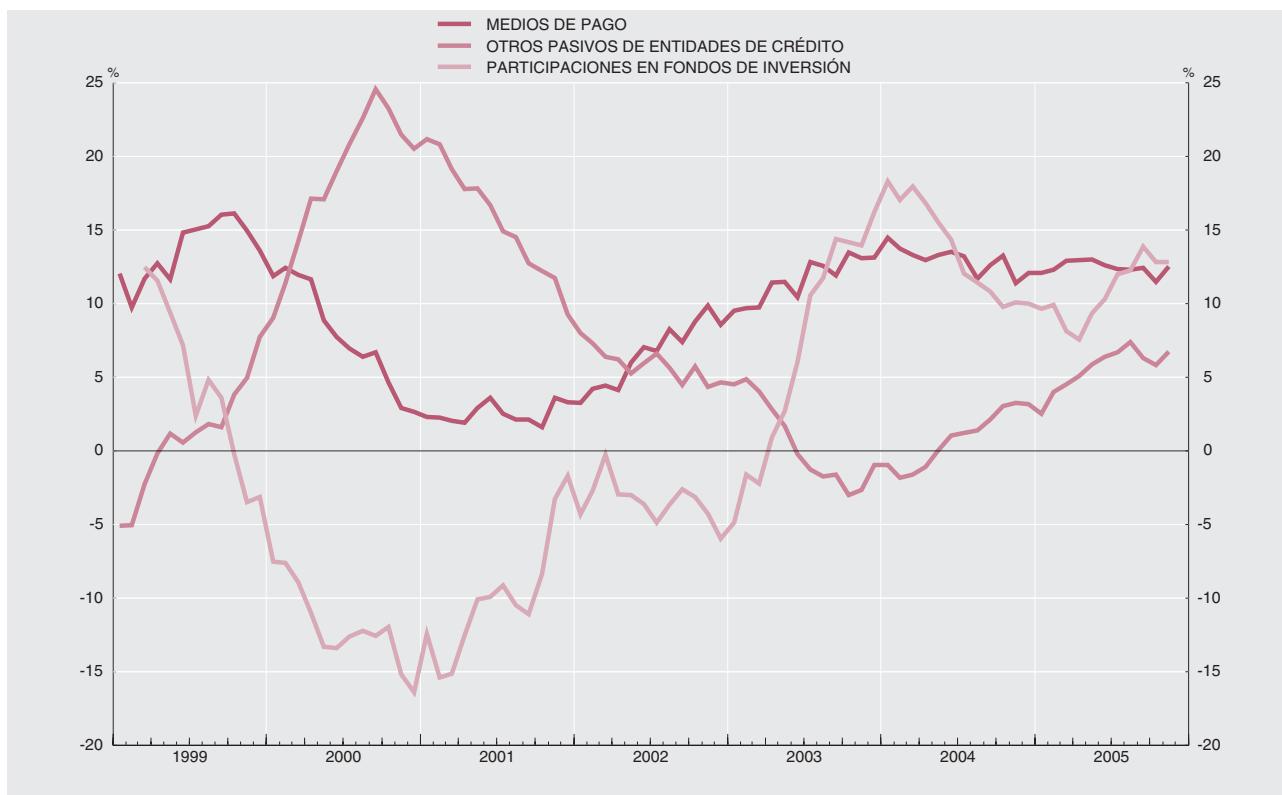
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	243 493	8,6	19,0	6,3	216 267	4,6	5,8	-1,7	132 028	-6,0	13,9	9,3	-20,8
03	275 505	13,1	20,7	11,3	214 234	-0,9	-1,4	1,9	153 452	16,2	10,1	25,9	15,8
04	308 805	12,1	20,6	9,8	221 034	3,2	6,1	-13,0	168 793	10,0	-3,8	15,1	16,4
04 Ago	294 104	11,7	21,2	9,3	216 891	1,4	4,0	-12,4	165 005	11,4	-4,4	11,3	23,1
Sep	297 992	12,6	21,9	10,3	216 608	2,1	4,5	-10,7	165 091	10,8	-5,2	9,4	23,3
Oct	299 960	13,3	21,8	11,1	218 718	3,1	6,0	-13,1	165 911	9,8	-4,9	11,4	19,2
Nov	301 604	11,4	20,8	9,0	219 305	3,3	6,5	-14,1	167 659	10,1	-4,6	13,7	18,1
Dic	308 805	12,1	20,6	9,8	221 034	3,2	6,1	-13,0	168 793	10,0	-3,8	15,1	16,4
05 Ene	306 079	12,1	20,9	9,8	222 913	2,5	6,0	-15,9	170 511	9,7	-0,7	16,2	12,9
Feb	309 406	12,3	20,3	10,2	224 803	4,0	6,7	-11,0	173 317	9,9	1,4	17,6	11,2
Mar	314 189	12,9	20,1	11,0	225 437	4,5	5,8	-2,9	173 768	8,1	-1,6	15,2	10,2
Abr	315 941	13,0	19,5	11,2	227 079	5,1	6,7	-3,9	174 542	7,6	-1,4	17,8	7,8
May	320 485	13,0	19,0	11,4	228 582	5,9	6,9	-0,0	177 716	9,4	-2,2	20,7	10,4
Jun	332 982	12,6	19,3	10,8	230 030	6,4	6,7	4,8	180 227	10,3	-0,4	22,0	10,7
Jul	336 507	12,4	18,8	10,6	230 316	6,7	7,0	4,7	183 238	12,0	2,6	18,5	14,0
Ago	330 281	12,3	18,8	10,5	232 890	7,4	7,4	7,1	185 218	12,2	3,1	17,5	14,7
Sep	335 058	12,4	19,5	10,5	230 285	6,3	7,0	1,6	187 971	13,9	3,5	18,4	17,3
Oct	P 334 469	11,5	17,6	9,8	231 491	5,8	6,0	4,5	187 176	12,8	3,8	16,0	16,2
Nov	P 339 416	12,5	18,1	10,9	234 066	6,7	6,8	6,6	189 165	12,8	3,3	12,9	18,0

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.

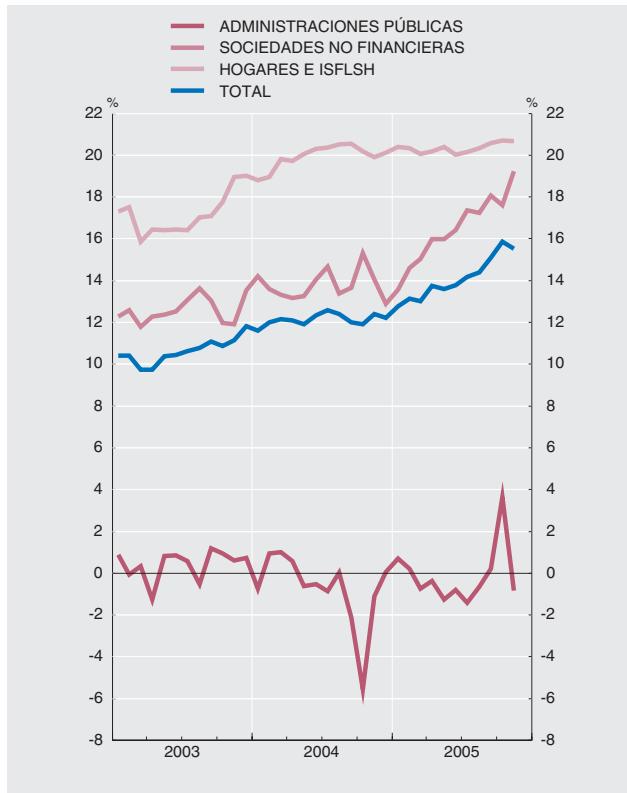
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

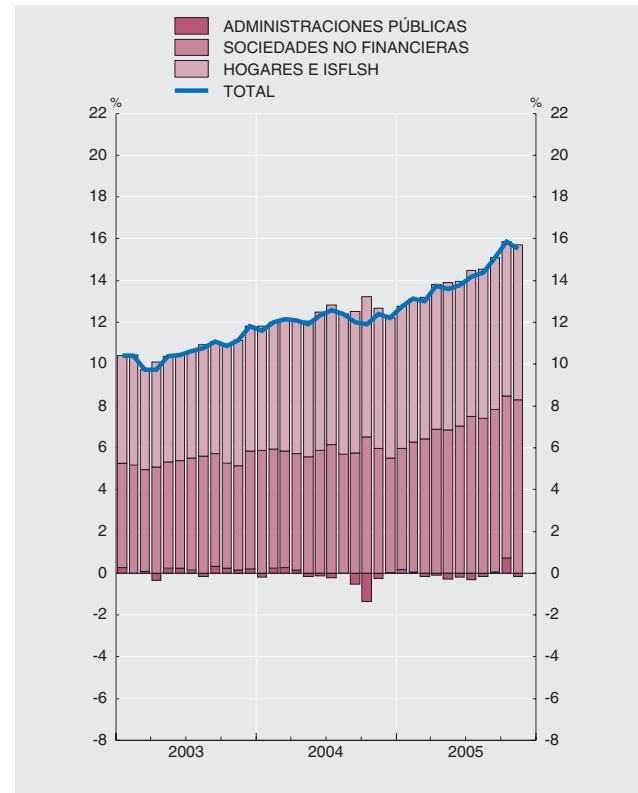
Millones de euros y porcentajes

	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	Prés- tamos 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	Prés- tamos 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	Prés- tamos 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	1 511 090	164 035	12,2	0,0	16,1	12,9	20,1	19,0	0,2	2,4	0,0	12,2	5,5	6,7	11,9	0,0	0,3				
04 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	1 450 864	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	1 511 090	28 056	12,2	0,0	16,1	12,9	20,1	19,0	0,2	2,4	0,0	12,2	5,5	6,7	11,9	0,0	0,3				
05 Ene	1 530 753	18 849	12,8	0,7	16,6	13,6	20,4	19,8	1,4	1,7	0,2	12,6	5,8	6,8	12,4	0,0	0,2				
Feb	1 538 516	9 469	13,1	0,2	17,1	14,6	20,3	20,0	0,6	4,0	0,0	13,1	6,2	6,9	12,6	0,0	0,5				
Mar	1 561 945	21 897	13,0	-0,7	17,3	15,0	20,1	20,0	0,7	4,6	-0,2	13,2	6,4	6,8	12,6	0,0	0,6				
Abr	1 576 634	11 938	13,7	-0,4	17,8	16,0	20,2	20,5	2,6	5,2	-0,1	13,8	6,9	6,9	13,1	0,0	0,7				
May	1 594 266	17 006	13,6	-1,3	17,9	16,0	20,4	20,6	1,1	5,5	-0,3	13,9	6,9	7,0	13,2	0,0	0,7				
Jun	1 632 550	36 391	13,8	-0,8	18,0	16,4	20,0	20,9	1,0	4,1	-0,2	14,0	7,0	6,9	13,4	0,0	0,5				
Jul	1 659 791	24 982	14,2	-1,4	18,6	17,4	20,1	21,2	1,5	5,9	-0,3	14,5	7,5	7,0	13,7	0,0	0,7				
Ago	1 658 813	-1 118	14,4	-0,7	18,6	17,2	20,3	21,3	3,0	5,6	-0,1	14,5	7,4	7,1	13,8	0,0	0,7				
Sep	1 679 643	20 466	15,1	0,2	19,2	18,1	20,6	22,0	-4,5	5,7	0,0	15,0	7,8	7,3	14,4	-0,0	0,7				
Oct	P 1 697 723	18 111	15,9	3,6	19,0	17,6	20,7	22,1	-3,7	4,0	0,7	15,1	7,7	7,4	14,7	-0,0	0,5				
Nov	P 1 721 766	24 120	15,5	-0,8	19,9	19,2	20,7	22,5	0,2	6,8	-0,2	15,7	8,3	7,4	14,9	0,0	0,8				

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.

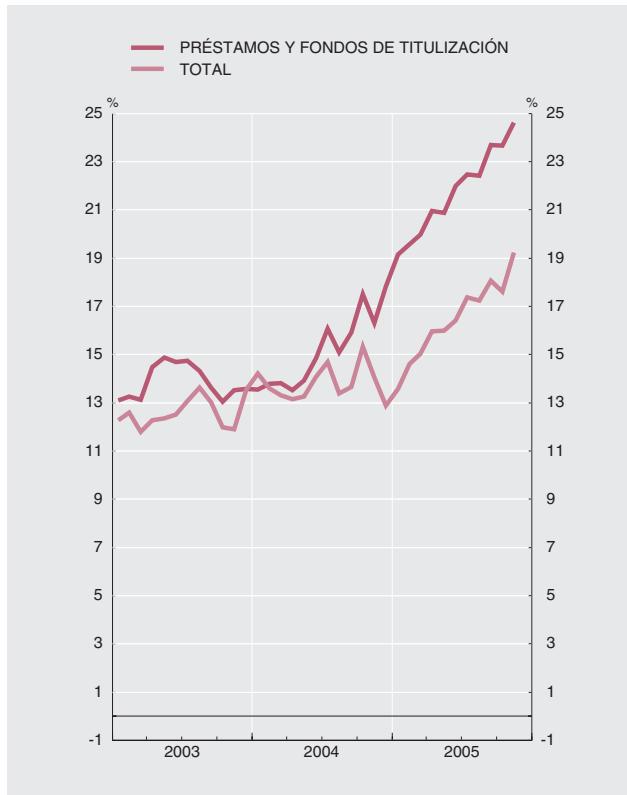
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

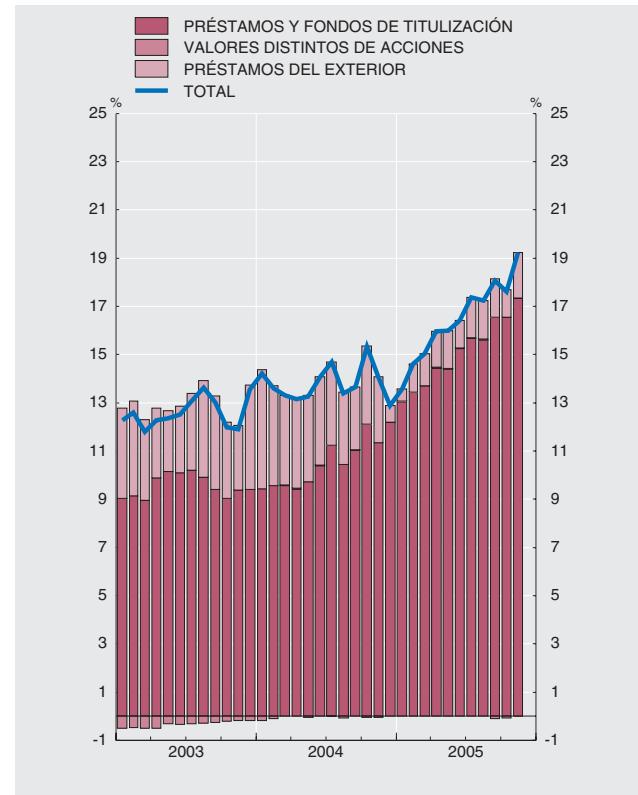
Millones de euros y porcentajes

	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 Ago	618 427	-3 937	13,4	430 647	15,1	10,4	11 385	-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	11 788	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	662 140	10 388	13,6	469 292	19,2	13,1	11 222	1,4	0,0	181 626	1,6	0,5	14 897
Feb	667 986	7 529	14,6	474 492	19,6	13,4	11 706	0,6	0,0	181 788	4,0	1,2	12 953
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	696 771	13 155	16,0	494 929	20,9	14,4	12 160	2,6	0,1	189 682	5,1	1,5	12 143
May	702 125	4 717	16,0	500 377	20,9	14,4	11 811	1,1	0,0	189 936	5,4	1,6	11 754
Jun	719 455	15 346	16,4	516 594	22,0	15,2	12 014	1,0	0,0	190 847	4,0	1,2	7 060
Jul	740 911	19 173	17,4	531 869	22,5	15,7	11 785	1,5	0,0	197 257	5,9	1,7	6 418
Ago	735 561	-5 484	17,2	526 645	22,4	15,6	11 729	3,0	0,1	197 188	5,6	1,6	6 364
Sep	748 597	12 608	18,1	539 542	23,7	16,5	11 254	-4,5	-0,1	197 801	5,6	1,6	6 970
Oct	P 763 979	15 396	17,6	553 582	23,7	16,6	11 122	-3,7	-0,1	199 275	4,0	1,1	9 652
Nov	P 772 999	9 067	19,2	561 045	24,6	17,3	11 212	0,2	0,0	200 742	6,8	1,9	9 163

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.

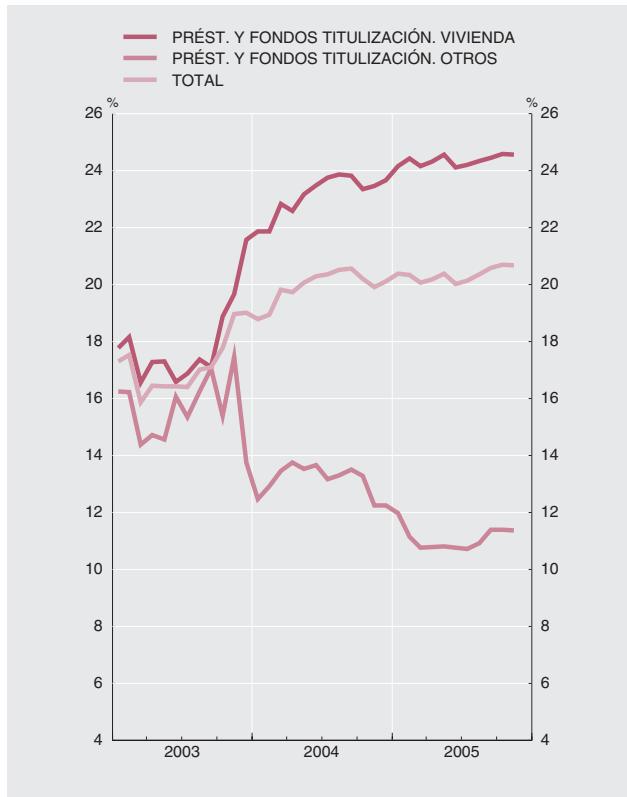
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

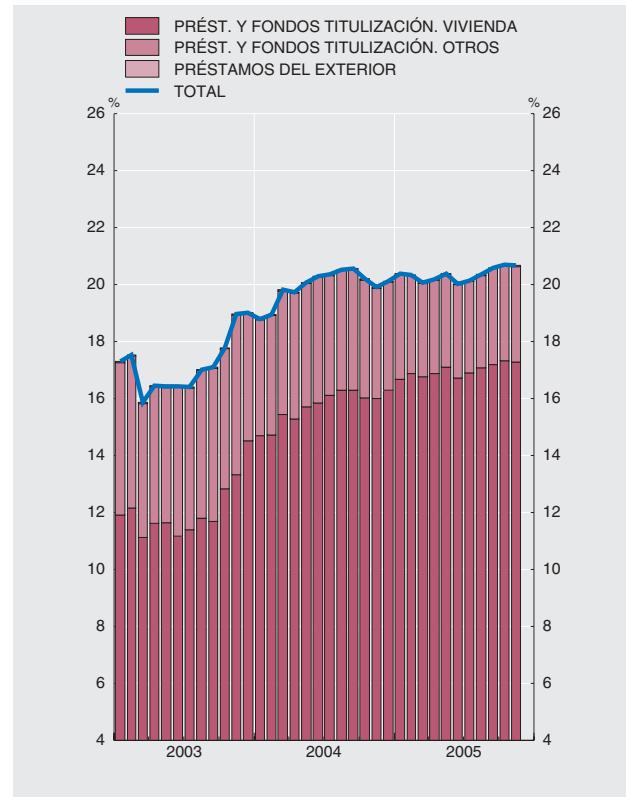
Millones de euros y porcentajes

	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 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	543 340	6 111	20,4	386 991	24,1	16,7	155 477	12,0	3,7	871	17,6	0,0	46 673	8 754
Feb	550 139	6 822	20,3	393 386	24,4	16,9	155 873	11,1	3,4	881	17,6	0,0	46 815	8 225
Mar	559 129	9 045	20,1	401 580	24,2	16,8	156 658	10,8	3,3	892	17,5	0,0	49 823	8 119
Abr	569 734	10 610	20,2	409 201	24,3	16,9	159 631	10,8	3,3	902	17,8	0,0	51 203	8 014
May	580 004	10 281	20,4	418 030	24,5	17,1	161 061	10,8	3,3	914	17,1	0,0	54 343	7 764
Jun	593 109	13 196	20,0	425 435	24,1	16,7	166 749	10,8	3,3	924	15,8	0,0	34 300	3 385
Jul	602 752	9 668	20,1	435 624	24,2	16,9	166 190	10,7	3,2	939	15,9	0,0	33 893	3 592
Ago	607 883	5 124	20,3	440 930	24,3	17,1	165 999	10,9	3,2	953	16,3	0,0	34 035	3 514
Sep	616 709	8 890	20,6	447 953	24,4	17,2	167 789	11,4	3,4	967	16,5	0,0	32 608	3 833
Oct	P 626 532	9 840	20,7	456 143	24,6	17,3	169 412	11,4	3,3	978	16,4	0,0	32 451	3 452
Nov	P 640 303	13 801	20,7	465 218	24,6	17,3	174 095	11,4	3,4	990	15,8	0,0	34 007	3 197

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.

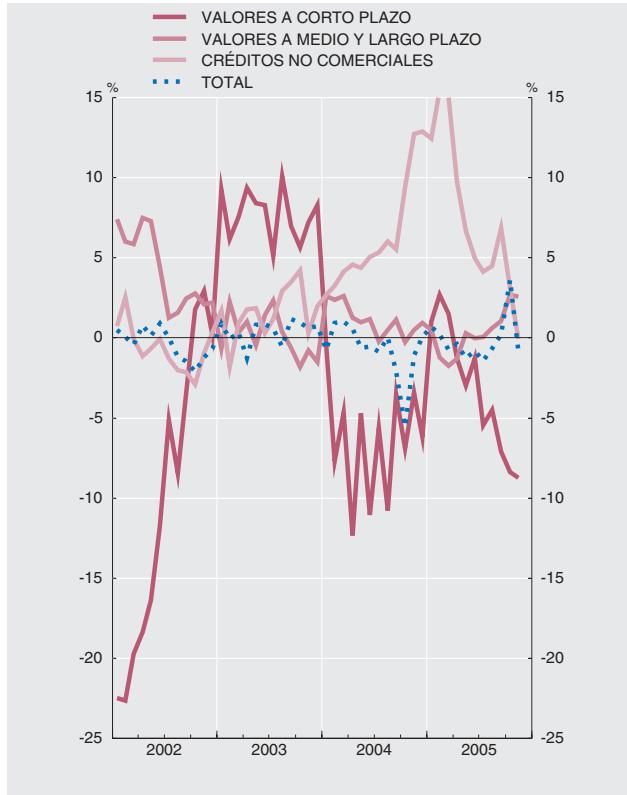
8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

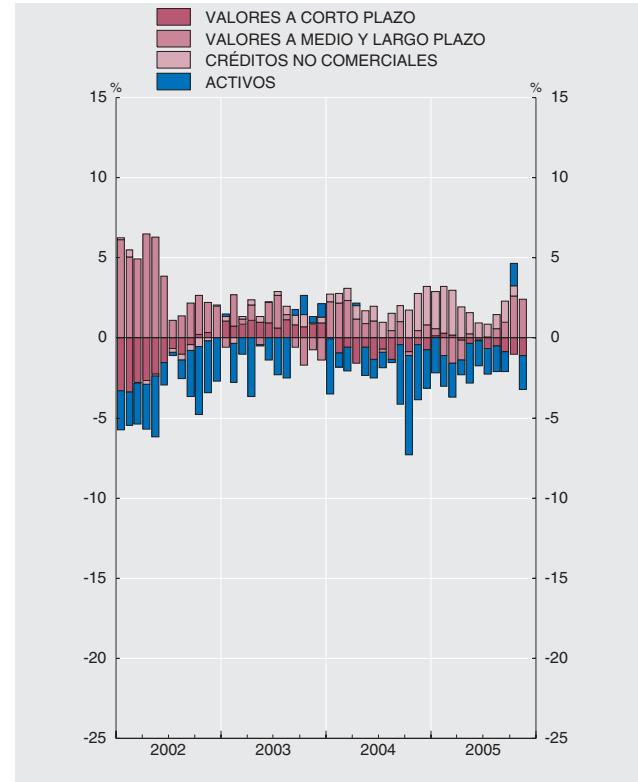
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos				Pasivos		Credito no comerciales y resto (a)		
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	A corto plazo	Medio y largo plazo	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores	A corto plazo	Medio y largo plazo	Credito no comerciales y resto (a)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
02	320 409	-2 139	-0,7	6 597	59	6 352	185	1 785	6 950	1,7	0,2	2,2	0,3	15,2	0,0	2,0	0,1	-2,7
03	322 766	2 356	0,7	-240	3 049	-4 431	1 142	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,5	2,0	-3,9	1,0	-1,4	0,4	0,8
04	322 923	157	0,0	7 849	-2 456	2 694	7 611	-1 817	9 509	2,0	-6,2	0,9	12,9	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4
04 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	P 316 127	-3 859	-1,4	-6 341	1 337	-8 111	432	-3 422	939	0,2	-5,5	0,1	4,1	7,5	-0,6	0,0	0,8	-1,6
Ago	P 315 369	-758	-0,7	-3 078	-2 349	-169	-560	-220	-2 100	0,8	-4,5	0,6	4,5	7,6	-0,5	0,6	0,9	-1,6
Sep	P 314 337	-1 033	0,2	8 045	1 748	5 139	1 158	117	8 960	1,2	-7,1	1,1	6,8	5,0	-0,9	1,0	1,3	-1,2
Oct	A 307 212	-7 125	3,6	-2 638	-1 876	-945	183	-10 050	14 537	1,7	-8,4	2,7	3,1	-4,6	-1,0	2,6	0,7	1,4
Nov	A 308 464	1 253	-0,8	4 162	1 828	3 742	-1 408	-102	3 011	1,0	-8,7	2,6	-0,1	8,1	-1,1	2,4	-0,0	-2,1

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.

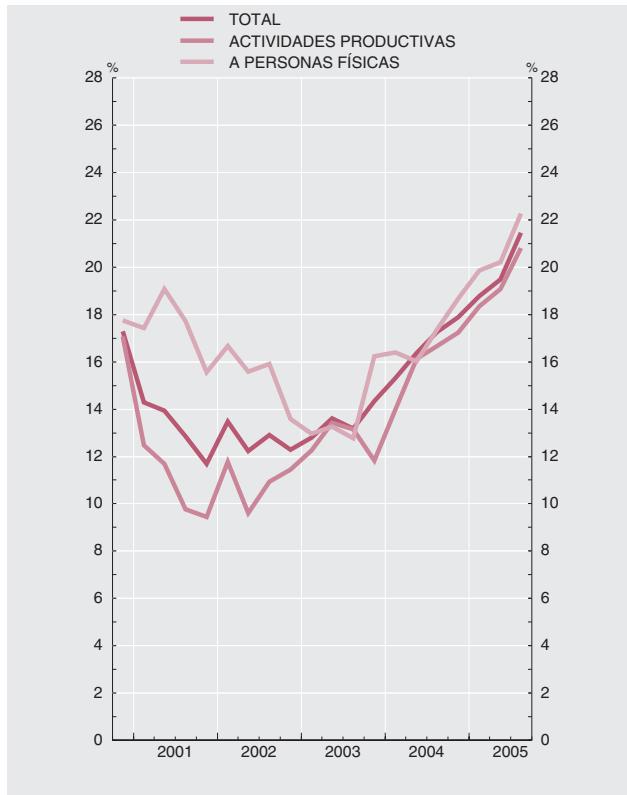
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

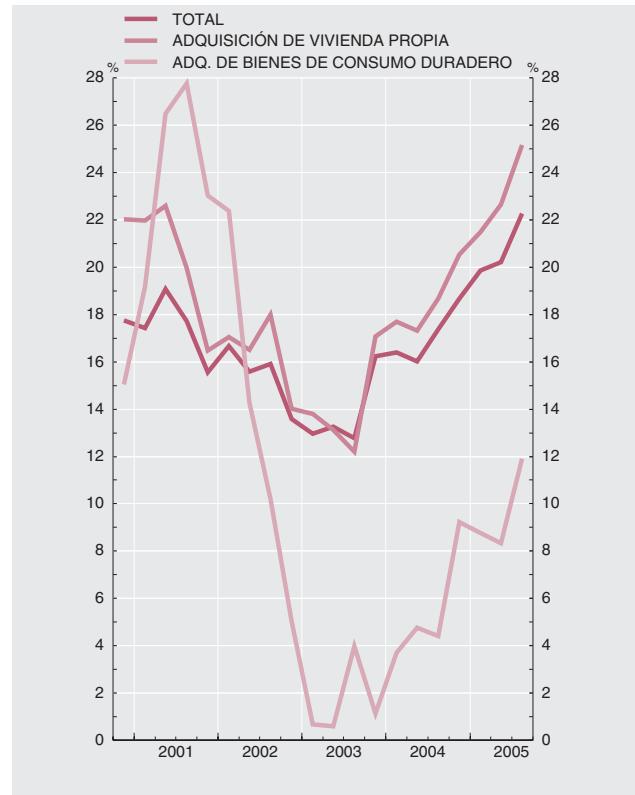
Milenes de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Total (7)	Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto					Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro (13)	Sin clasifi- car (14)
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabilitación de vivienda propia			Bienes de consumo duradero	Resto (b)	
		1	2	3	4	5	6	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	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	441 443	333 826	317 268	16 557	38 379	69 238	3 677	17 594
02 //I //IV	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
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 //I //II //III //IV	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	
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 //I //II //III //IV	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	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	419 230	315 021	299 447	15 574	38 075	66 134	3 426	16 355	
945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	441 443	333 826	317 268	16 557	38 379	69 238	3 677	17 594	
05 //I //II //III	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	462 910	351 757	334 224	17 532	39 375	71 778	3 548	15 649
R 1 077 710	542 523	19 459	99 000	89 710	334 354	512 464	391 135	371 669	19 466	42 494	78 836	4 200	18 522	
1 125 369	565 606	20 144	101 351	94 322	349 789	537 597	415 345	394 810	20 534	44 609	77 644	4 355	17 812	

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

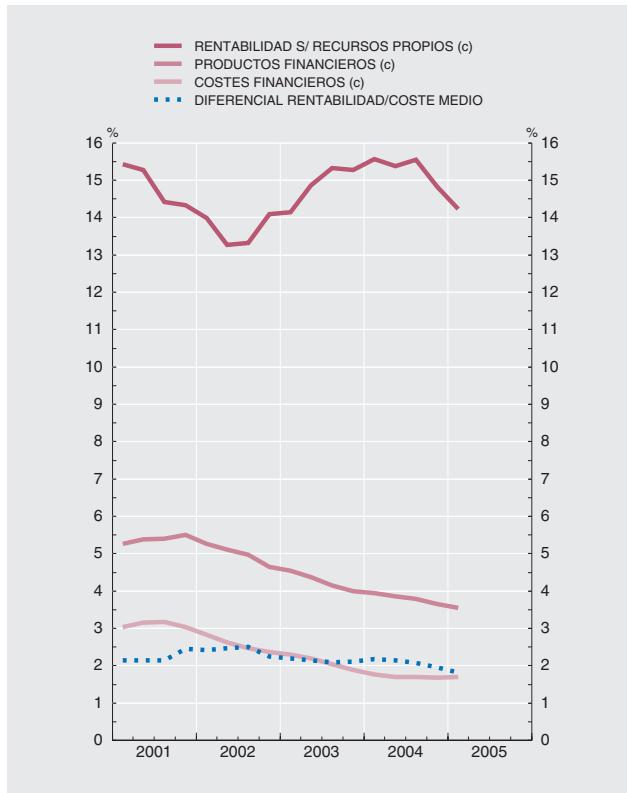
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

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

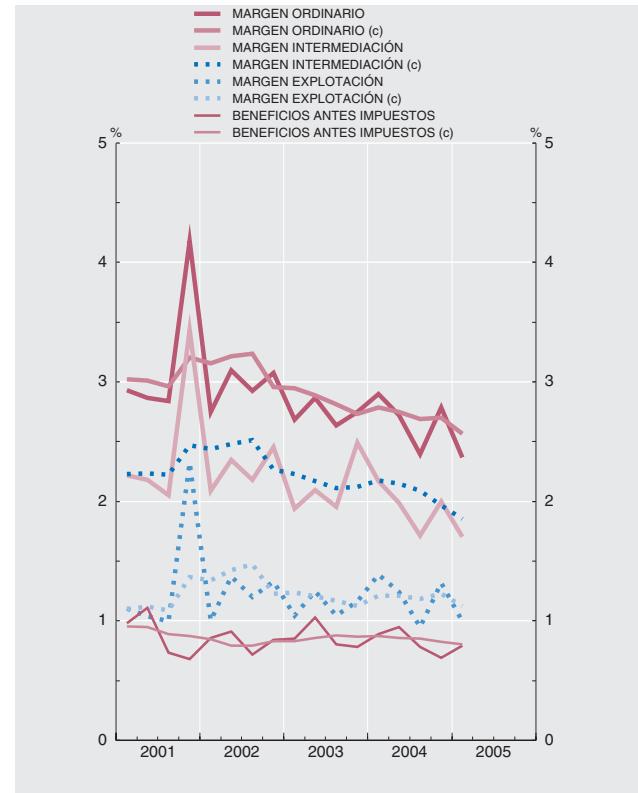
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado												En porcentaje			
	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		
/V	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		
/V	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		
/V	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.

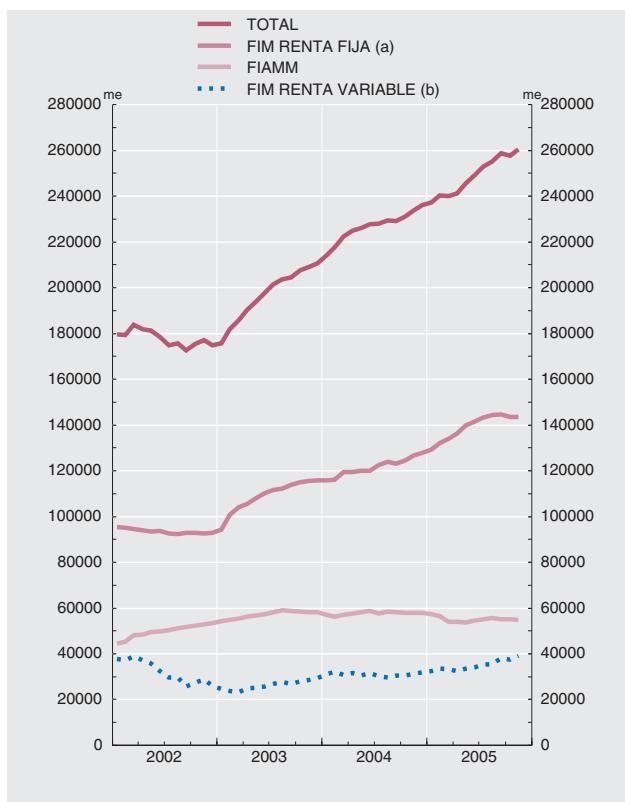
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

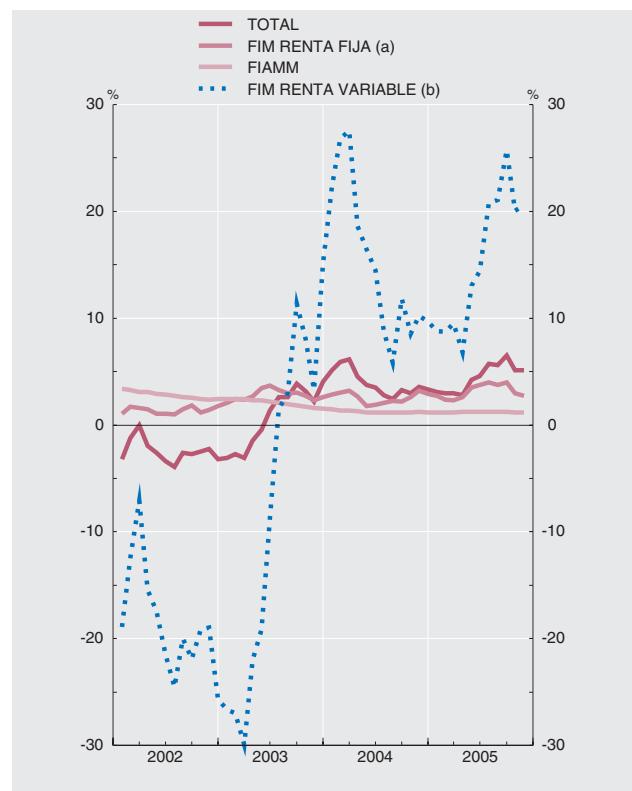
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	
	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 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
Abr	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	255 127	2 201	2 256	5,6	55 571	588	531	1,2	144 425	1 083	1 008	3,7	35 532	191	358	21,1	19 599
Sep	258 684	3 557	823	6,5	55 015	-556	-607	1,2	144 713	288	125	4,0	38 163	2 631	749	25,7	20 793
Oct	257 516	-1 168	774	5,1	55 136	121	75	1,2	143 442	-1 271	-348	3,0	37 353	-810	169	20,0	21 585
Nov	P 260 433	2 916	...	5,1	54 861	-275	...	1,2	143 588	146	...	2,7	39 218	1 865	...	20,6	22 766

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

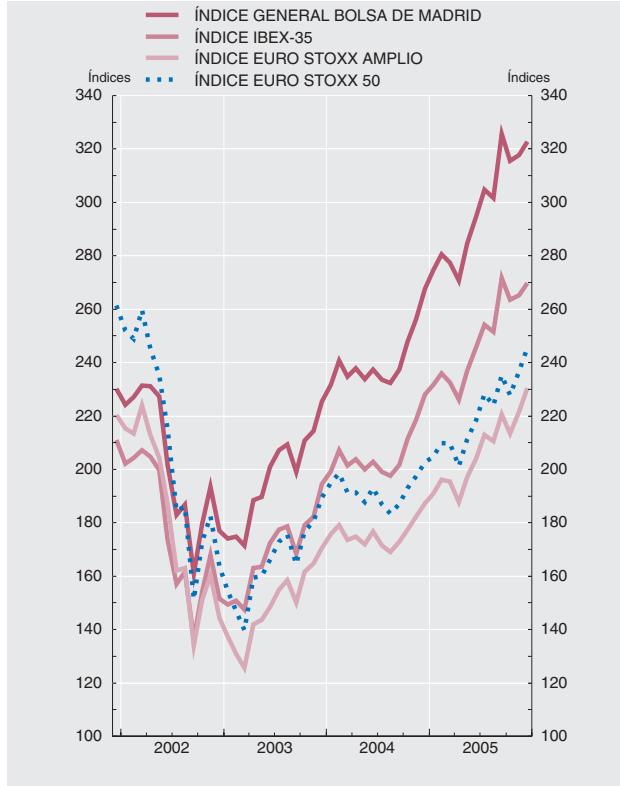
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

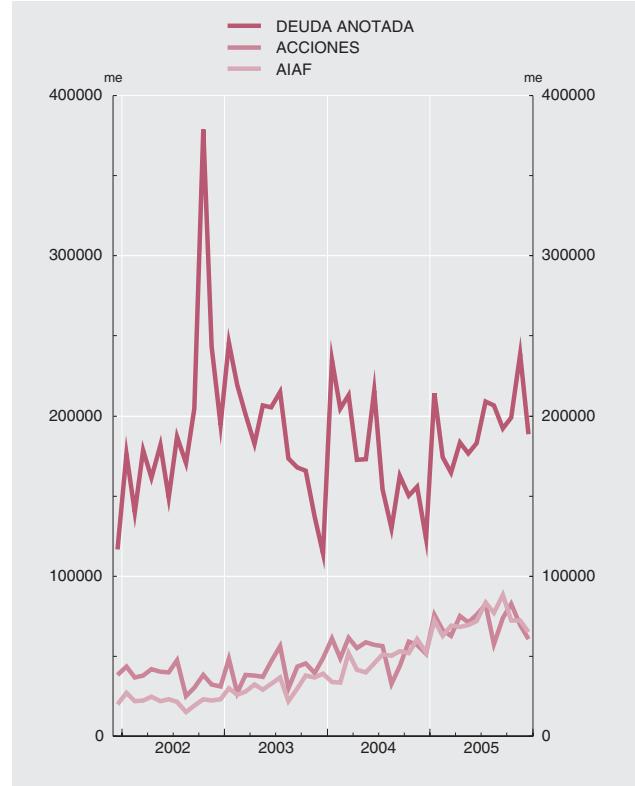
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURÓ STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	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	P	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 329 714	872 299	...	11 356	... 5 050
04	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	1 166,48	10 813,90	314,81	3 428,51	73 796	7 603	192 091	88 115	...	1 914	... 433
	Oct	1 130,60	10 493,80	304,53	3 320,15	82 639	6 764	198 843	72 176	...	935	... 463
	Nov	1 138,53	10 557,80	316,42	3 447,07	69 451	9 853	238 405	72 176	...	972	... 441
	Dic	P 1 156,21	10 733,90	328,92	3 578,93	60 709	8 885	188 506	65 300	...	1 313	... 408

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

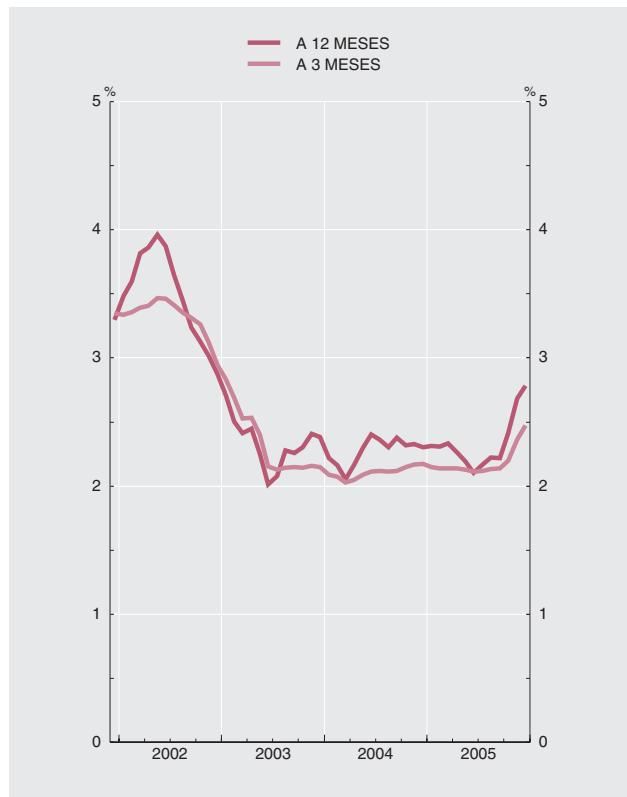
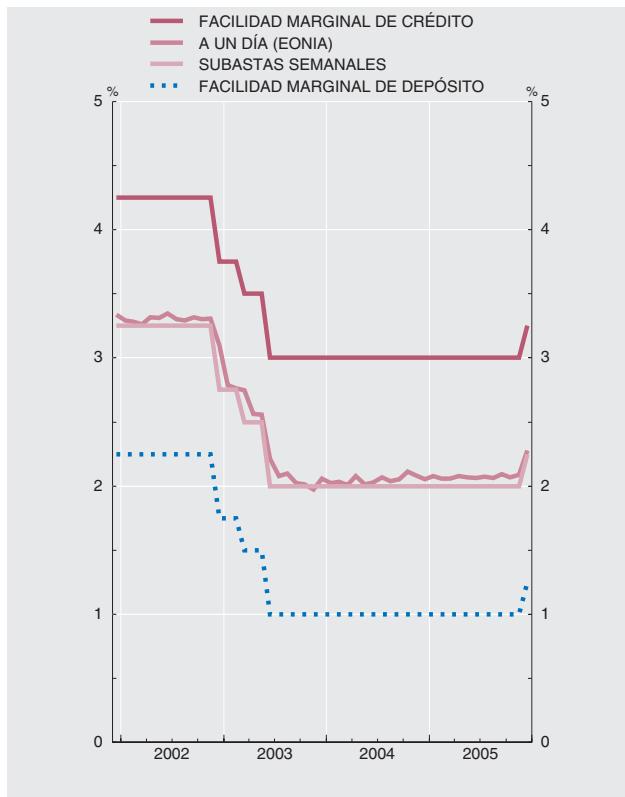
■ Serie representada gráficamente.

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	
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	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
04 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
Oct	2,00	2,17	3,00	1,00	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	2,07	2,11	2,19	2,44	2,02	2,04	2,08	-
Nov	2,00	-	3,00	1,00	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	2,09	2,21	2,36	2,68	1,95	2,11	2,23	2,62
Dic	2,25	2,45	3,25	1,25	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	2,28	2,40	2,47	2,78	2,22	2,28	2,32	2,69

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.

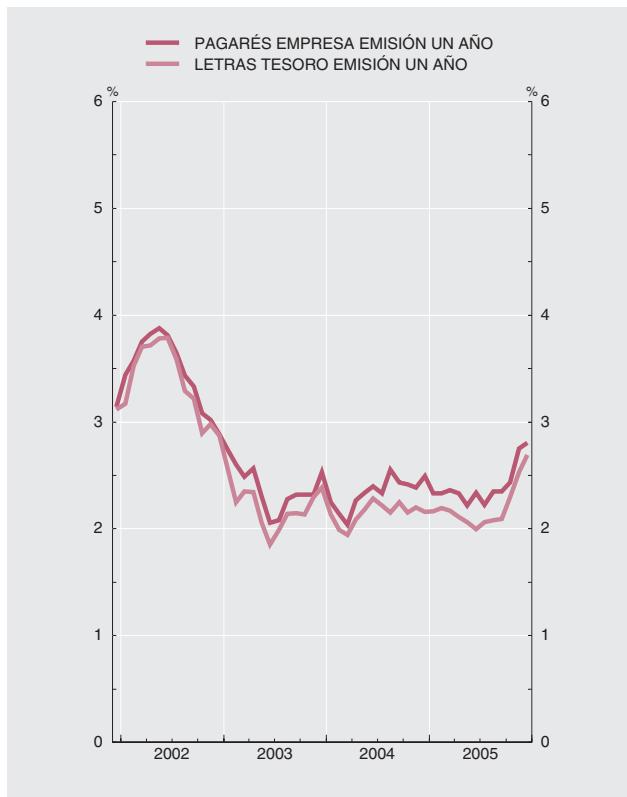
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

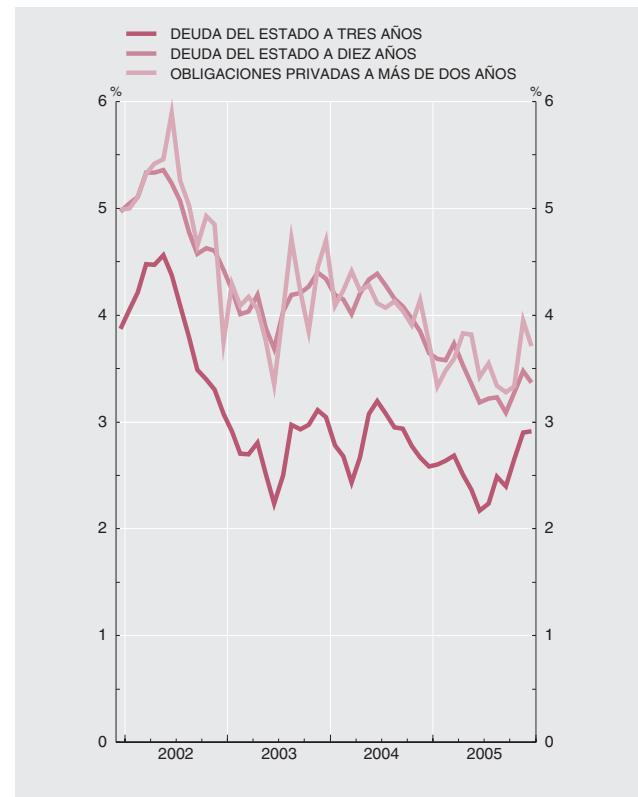
Porcentajes

Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	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	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
03	2,21	2,21	2,38	2,34	2,66	3,19	4,11	4,46	4,90	2,78	4,12	4,14			
04	2,15	2,17	2,34	2,25	2,79	3,22	4,02	4,27	4,73	2,82	4,10	4,11			
05	2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55			
04 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			
Oct	2,29	2,30	2,43	2,44	-	-	-	-	3,77	2,65	3,27	3,33			
Nov	2,53	2,42	2,75	2,66	2,62	-	3,48	-	-	2,90	3,48	3,95			
Dic	2,69	2,63	2,81	2,84	-	3,03	-	-	-	2,91	3,37	3,71			

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



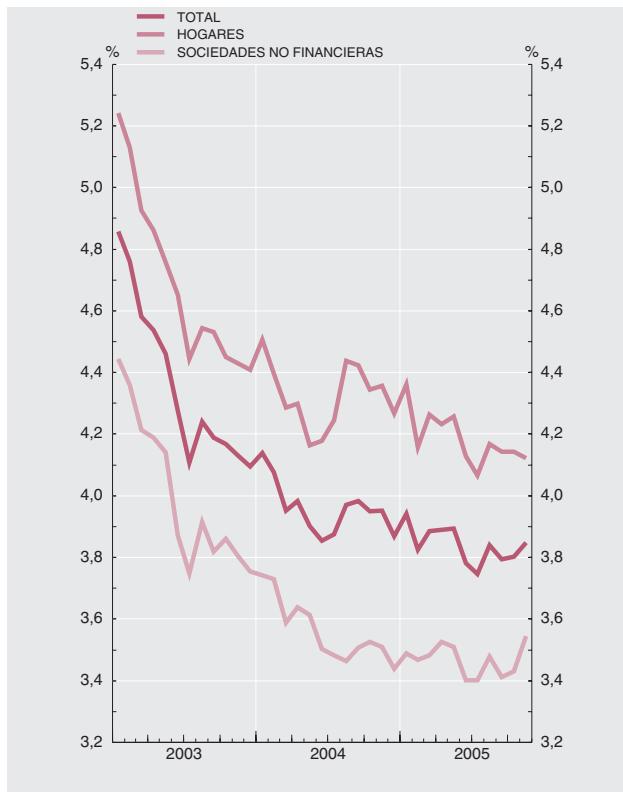
FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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

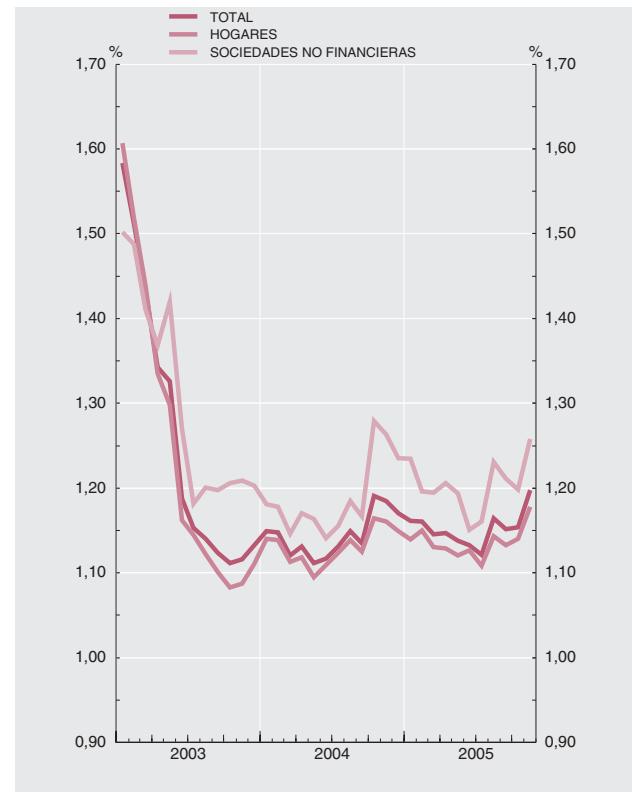
Porcentajes

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	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	
	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	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	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	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	A	3,85	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16	2,01							
04	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	4,07	3,29	5,99	3,40	3,95	2,99	1,12	1,11	0,40	2,00	2,07	1,16	0,71	2,02	2,01							
	Ago	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							
	Sep	3,79	4,14	3,28	6,32	3,41	3,88	2,97	1,15	1,13	0,40	2,04	2,11	1,21	0,73	2,05	2,04							
	Oct	3,80	4,14	3,31	6,27	3,43	3,91	2,98	1,15	1,14	0,39	2,07	2,01	1,20	0,73	2,03	2,01							
	Nov	P	3,85	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16	2,01						

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.

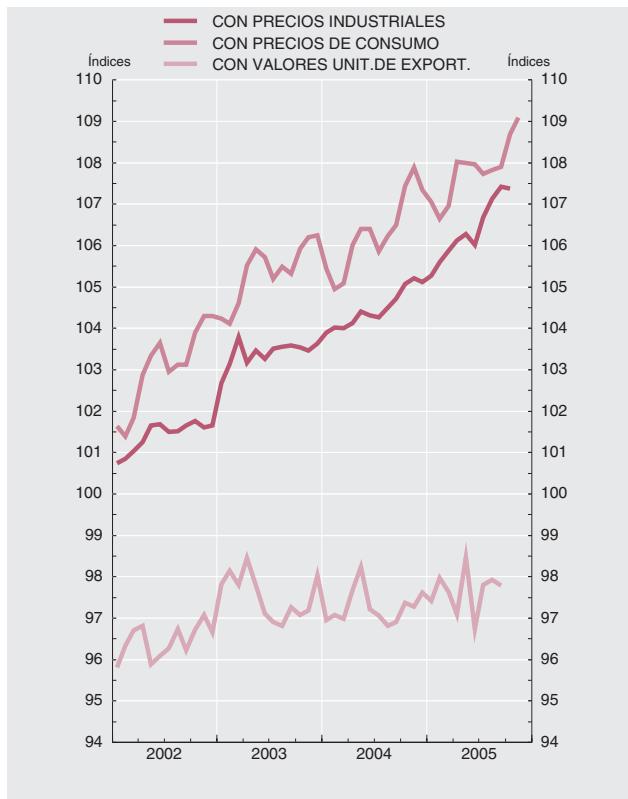
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

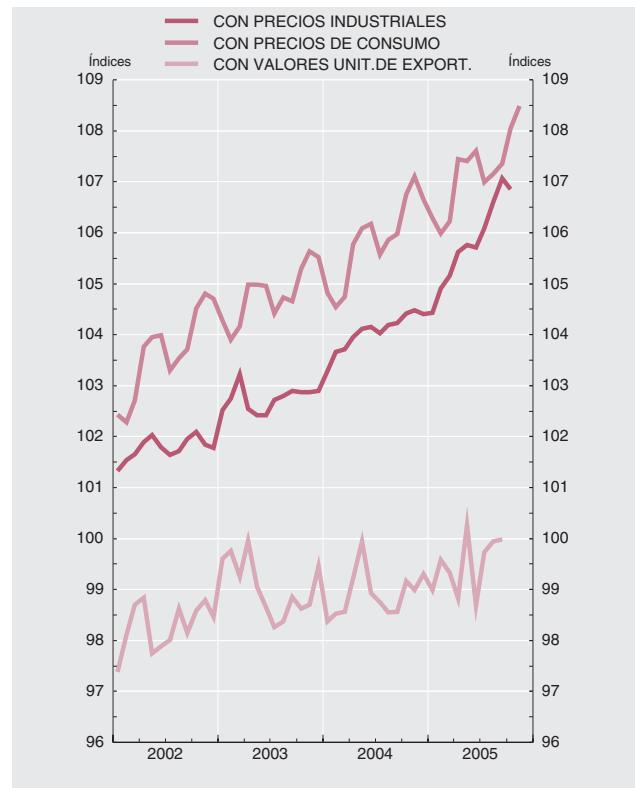
Base 1999 I = 100

	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 manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
03	103,4	105,4	103,4	97,5	100,1	103,2	105,2	103,2	97,4	102,7	104,8	102,6	99,0	
04	104,5	106,3	107,0	97,3	99,9	104,5	106,4	107,0	97,3	104,1	105,8	106,2	98,9	
05	...	...	...	...	100,1	...	...	...	...	...	...	...	...
03 /V	103,5	106,1	104,1	97,4	100,2	103,3	105,9	103,8	97,2	102,9	105,5	103,0	98,9	
04 /I	104,0	105,2	105,7	97,0	100,0	104,0	105,2	105,7	97,0	103,6	104,7	104,9	98,5	
//	104,3	106,3	106,1	97,7	99,7	104,6	106,5	106,4	98,0	104,1	106,0	105,5	99,4	
///	104,5	106,2	107,3	96,9	99,8	104,7	106,4	107,5	97,1	104,1	105,8	106,7	98,6	
/V	105,1	107,6	108,8	97,4	100,2	105,0	107,4	108,6	97,3	104,4	106,8	107,7	99,2	
05 /I	105,6	106,9	110,6	97,7	100,2	105,4	106,7	110,4	97,5	104,8	106,2	109,7	99,3	
//	106,1	108,0	110,7	97,4	100,0	106,2	108,0	110,7	97,5	105,7	107,5	109,9	99,3	
///	107,1	107,8	110,9	97,8	100,1	107,0	107,7	110,8	97,8	106,6	107,2	110,1	99,9	
05 Mar	105,9	107,0	...	97,6	100,2	105,7	106,8	...	97,5	105,2	106,2	...	99,3	
Abr	106,1	108,0	...	97,1	100,0	106,1	108,0	...	97,1	105,6	107,4	...	98,8	
May	106,3	108,0	...	98,5	100,0	106,2	108,0	...	98,4	105,8	107,4	...	100,3	
Jun	106,0	108,0	...	96,7	99,8	106,2	108,2	...	96,9	105,7	107,6	...	98,7	
Jul	106,7	107,7	...	97,8	100,2	106,5	107,6	...	97,7	106,1	107,0	...	99,7	
Ago	107,1	107,8	...	97,9	100,1	107,0	107,7	...	97,8	106,6	107,2	...	99,9	
Sep	107,4	107,9	...	97,8	100,0	107,5	107,9	...	97,8	107,1	107,4	...	100,0	
Oct	107,4	108,7	...	...	100,1	107,3	108,6	...	...	106,9	108,0	...	...
Nov	...	109,1	...	...	100,1	...	109,0	...	...	...	108,5	...	...
Dic	...	...	...	...	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.

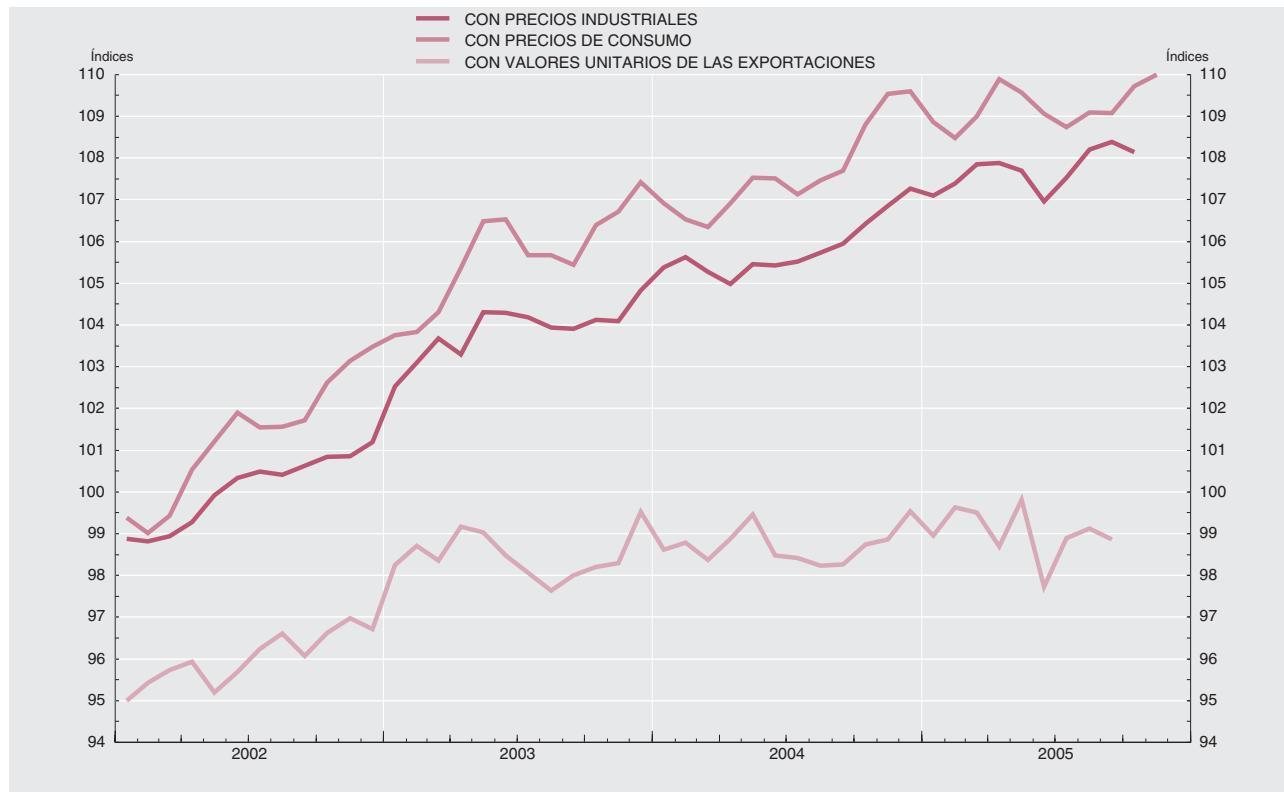
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ 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 (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
03	103,9	105,6	104,7	98,5	100,0	103,9	105,6	104,7	98,5
04	105,8	107,7	109,5	98,7	100,8	105,0	106,9	108,7	98,0
05	...	...	...	...	100,9	...	...	...	...
03 /V	104,3	106,8	105,9	98,7	100,4	103,9	106,4	105,4	98,2
04 /I	105,4	106,6	108,3	98,6	100,9	104,5	105,7	107,4	97,7
//	105,3	107,3	108,3	98,9	100,3	105,0	107,0	108,0	98,7
/II	105,7	107,4	109,7	98,3	100,5	105,2	106,9	109,1	97,8
/IV	106,8	109,3	111,7	99,0	101,4	105,4	107,8	110,1	97,7
05 /I	107,4	108,8	113,6	99,4	101,5	105,9	107,2	112,0	97,9
//	107,5	109,5	113,1	98,8	100,9	106,6	108,6	112,2	97,9
/III	108,0	109,0	113,0	99,0	100,7	107,3	108,2	112,2	98,3
05 Mar	107,8	109,0	...	99,5	101,6	106,2	107,3	...	98,0
Abr	107,9	109,9	...	98,7	101,3	106,5	108,5	...	97,4
May	107,7	109,6	...	99,8	101,0	106,6	108,5	...	98,8
Jun	107,0	109,1	...	97,7	100,3	106,6	108,7	...	97,4
Jul	107,5	108,7	...	98,9	100,6	106,9	108,1	...	98,3
Ago	108,2	109,1	...	99,1	100,8	107,4	108,2	...	98,3
Sep	108,4	109,1	...	98,9	100,6	107,7	108,4	...	98,2
Oct	108,1	109,7	...	...	100,6	107,5	109,1	...	...
Nov	...	110,0	...	...	100,5	...	109,5	...	...
Dic	...	...	...	...	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 Y PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

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 Evolución reciente de la economía española 11
DIC 2004	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 Informe trimestral de la economía española 11
ENE 2005	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 Evolución reciente de la economía española 11
MAR 2005	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
NOV 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2004 y hasta el tercer trimestre de 2005 29 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 53 Las estrategias de formación de precios de las empresas españolas 65 Los diferenciales de inflación en la UEM: el caso de la economía española 79 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2005 93
DIC 2005	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución de las exportaciones en el área del euro: una comparación con Estados Unidos y el Reino Unido 29 La evolución de los precios de los alimentos: ¿existen diferencias por tipo de establecimiento? 43 Nuevos instrumentos de titulización de pasivos empresariales: características e implicaciones 53 La investigación inédita de Pedro Martínez Méndez sobre el Tesoro y el Banco de España entre 1900 y 1936 67
ENE 2006	Informe trimestral de la economía española 11 Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos 77 Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM 87 Las facilidades financieras del FMI: señalización frente al aseguramiento 105 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005 119

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

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

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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.

- 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

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0509 ÁNGEL DE LA FUENTE Y JUAN F. JIMENO: The private and fiscal returns to schooling and the effect of public policies on private incentives to invest in education: a general framework and some results for the EU.
- 0510 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: Dual employment protection legislation: a framework for analysis.
- 0511 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The determinants of unsecured borrowing: evidence from the British household panel survey.
- 0512 ANA DEL RÍO Y GARRY YOUNG: The impact of unsecured debt on financial distress among British households.
- 0513ADELA LUQUE: Skill mix and technology in Spain: evidence from firm-level data.
- 0514 J. DAVID LÓPEZ-SALIDO, FERNANDO RESTOY Y JAVIER VALLÉS: Inflation differentials in EMU: the Spanish case.
- 0515 ISAAC ALFON, ISABEL ARGIMÓN Y PATRICIA BASCUÑANA-AMBRÓS: How individual capital requirements affect capital ratios in UK banks and building societies.
- 0516 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: M&As performance in the European financial industry.
- 0517 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Does China have an impact on foreign investment to Latin America?
- 0518 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Do European business cycles look like one?
- 0519 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Banking integration in Europe.
- 0520 JORDI GALÍ, MARK GERTLER Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve.
- 0521 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Sticky-price models and the natural rate hypothesis.
- 0522 OLYMPIA BOVER: Wealth effects on consumption: microeconometric estimates from the Spanish survey of household finances.

- 0523 ENRIQUE ALBEROLA, LUIS MOLINA Y DANIEL NAVIA: Say you fix, enjoy and relax. The deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline.
- 0524 AGUSTÍN MARAVALL: An application of the TRAMO-SEATS automatic procedure; direct versus indirect adjustment.
- 0525 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y MARÍA SOLEDAD MARTÍNEZ-PERÍA: The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications for financial stability.
- 0526 J. IGNACIO GARCÍA-PÉREZ Y JUAN F. JIMENO: Public sector wage gaps in Spanish regions.
- 0527 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data.
- 0528 EMMANUEL DHYNE, LUIS J. ÁLVAREZ, HERVÉ LE BIHAN, GIOVANNI VERONESE, DANIEL DIAS, JOHANNES HOFFMANN, NICOLE JONKER, PATRICK LÜNNEMANN, FABIO RUMLER Y JOUKO VILMUNEN: Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data.
- 0529 TERESA SASTRE Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ: Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas.
- 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.^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.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICTHS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRASALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONT Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.

EDICIONES VARIAS¹

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de 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 <i>e-mail:</i> Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	--