

# BOLETÍN ECONÓMICO

07-08/2006

BANCO DE ESPAÑA





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

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

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

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCE	Banco Central Europeo	INEM	Instituto Nacional de Empleo
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva
BE	Banco de España		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	OOAAP	Otras Administraciones Públicas
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	RM	Resto del mundo
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FFPP	Fondos de Pensiones	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SME	Sistema Monetario Europeo
FMI	Fondo Monetario Internacional	TAE	Tasa Anual Equivalente
FMM	Fondos del Mercado Monetario	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UE	Unión Europea
FSE	Fondo Social Europeo	UEM	Unión Económica y Monetaria
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	VNA	Variación Neta de Activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación Neta de Pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	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 JULIO-AGOSTO 2006**

## ÍNDICE

<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	13
2 Entorno exterior del área del euro	20
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	26
4 La economía española	42
5 Evolución financiera	63
<b>Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo</b>	77
<b>Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida</b>	89
<b>Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias</b>	99
<b>Divergencias macroeconómicas entre los países de la UE: magnitud, causas e implicaciones</b>	111
<b>El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes</b>	127
<b>Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española</b>	139
<b>Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005</b>	167
<b>Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006</b>	179
<b>Indicadores económicos</b>	1*
<b>Artículos y publicaciones del Banco de España</b>	67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

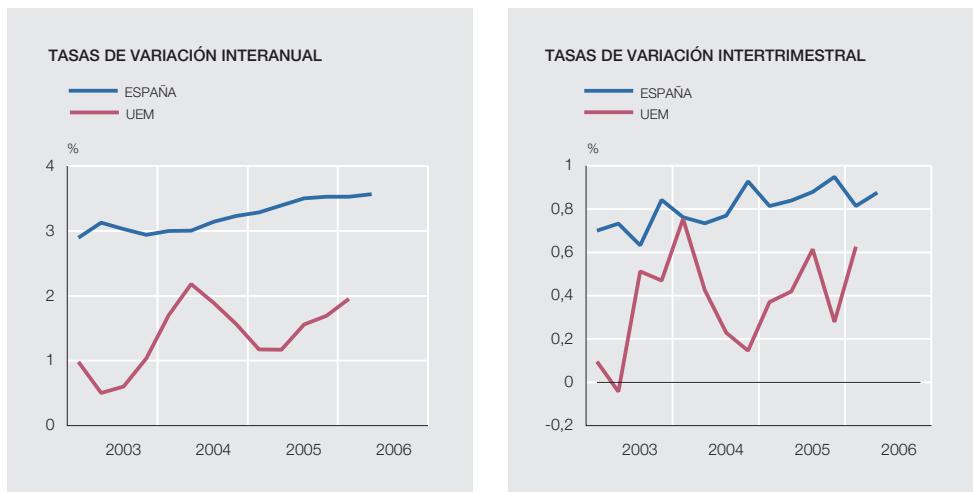
## 1 Rasgos básicos

El ritmo de crecimiento de la economía española sigue caracterizándose por un notable dinamismo. Durante el primer trimestre de 2006, la lenta desaceleración que venía registrando la demanda nacional a lo largo de 2005 llegó a frenarse casi por completo —al crecer un 4,7% en tasa interanual, según los datos de la CNTR—, igual que la mejora que venía registrando la aportación contractiva de la demanda exterior neta, lo que mantuvo el ritmo de avance del PIB en el 3,5%. En términos generales, la información recibida para el segundo trimestre de 2006 retoma la tónica observada en 2005, estimándose una ligera desaceleración del gasto interior, basada fundamentalmente en la evolución del consumo, junto con una corrección adicional de la aportación de la demanda exterior, apoyada en la recuperación que han experimentado las exportaciones en la primera parte de 2006, tras los malos resultados del pasado año. Se estima que la aportación negativa de la demanda externa se habría reducido desde -1,5 puntos porcentuales (pp) en el primer trimestre, hasta -1,2 pp en el segundo, de manera que el avance interanual del PIB habría alcanzado una tasa del 3,6%, una décima por encima de la registrada en los tres trimestres anteriores (véase gráfico 1). En términos de tasas intertrimestrales, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se estima en un 0,9%.

Dentro de la demanda nacional, cabe destacar —junto con la ligera moderación del consumo privado, que habría crecido en torno al 3,8%— el dinamismo de la inversión en equipo, que habría tendido a reforzarse en el segundo trimestre de 2006 hasta tasas próximas al 8,5%, mientras que la inversión en construcción ha mantenido un ritmo de avance más inercial, por encima del 5,5%. Por el lado de la oferta, la recuperación de las exportaciones y el avance sostenido de la inversión en equipo han tenido su contrapartida en una tendencia al alza de la actividad en la industria, que viene observándose desde la segunda mitad de 2005, mientras que la construcción y los servicios han registrado aumentos importantes, dentro de una ligera suavización de sus tasas de crecimiento en este trimestre. Aunque la recuperación de la industria no se ha transmitido en la misma medida al empleo del sector, la generación de puestos de trabajo ha seguido situada en torno al 3%, concentrada, sobre todo, en las actividades menos expuestas a la competencia. Por su parte, el IPC finalizó el segundo trimestre con una tasa interanual del 3,9%, similar a la registrada tres meses antes, en un contexto de subidas importantes del precio de la energía y de notable persistencia de la inflación subyacente en torno a tasas del 3%.

La fuerte subida de los precios del petróleo constituye la mayor fuente de riesgos sobre un panorama económico internacional que conserva un gran dinamismo. Tanto en el caso de Estados Unidos como en el de China, los principales motores de la expansión mundial, las cifras del primer trimestre revelaron un repunte del crecimiento, que en el caso de China parece haberse acentuado en los meses posteriores, consolidando tasas de dos dígitos. En el caso de la economía norteamericana, sin embargo, se han observado síntomas de cierta desaceleración en el segundo trimestre, centrados en la evolución del gasto de los hogares. En el resto de áreas económicas, comenzando por las economías europeas y asiáticas, incluido Japón, el crecimiento también se reforzó en los primeros meses del año, si bien la zona del euro y el Reino Unido mantienen ritmos de avance notablemente más moderados que el resto. En Latinoamérica, por último, se observan tasas de crecimiento más equilibradas entre los diferentes países, dentro de una tendencia ascendente.

En este contexto expansivo, y con el trasfondo de una creciente conflictividad en Oriente Medio, los precios del petróleo han alcanzado nuevos máximos, que ocasionalmente han rozado

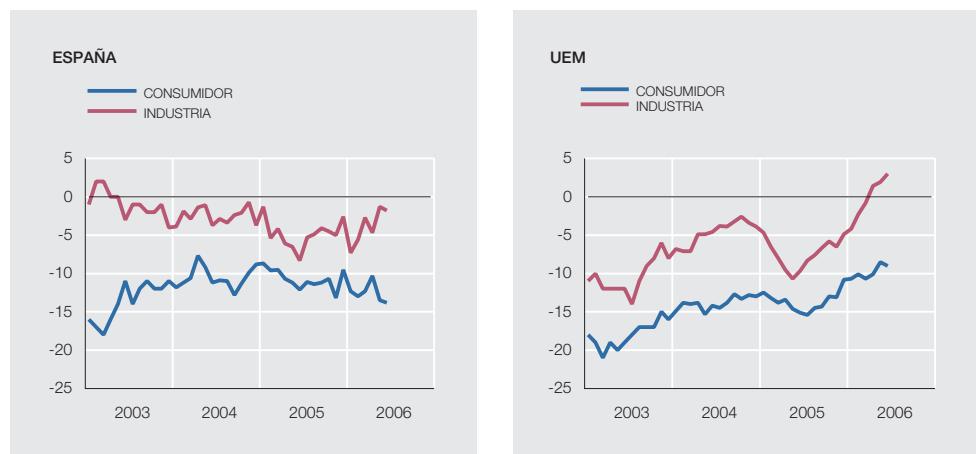


FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

los 78 dólares por barril para el crudo Brent en el mes de julio, si bien los precios de futuros han incorporado estos aumentos con menor intensidad que en el pasado. Las tasas de inflación han reflejado el encarecimiento de la energía de forma generalizada, y en algunos casos, como en Estados Unidos, comienza a detectarse un cierto traslado a la inflación subyacente. Cabe esperar, por tanto, que las autoridades monetarias continúen atenuando el tono expansivo de sus políticas, si bien en el caso de Estados Unidos la corrección ha sido ya sustancial. Hay que mencionar también el inicio de un proceso de endurecimiento de la política monetaria en Japón, tras seis años de política de tipo de interés cero. Los mercados financieros, por su parte, tras experimentar algunos episodios de turbulencias en mayo y junio, caracterizados por una preferencia por los activos de superior calidad, han retorna a pautas de mayor estabilidad en las últimas semanas. En conjunto, la situación del mercado del petróleo y los elementos geopolíticos que la rodean continúan siendo las principales fuentes de incertidumbre sobre un panorama claramente positivo para la economía mundial, en tanto que una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales se configura como un factor relevante más a medio y largo plazo.

En la zona del euro, la información más actualizada sobre la evolución de la actividad en el segundo trimestre es coherente con la continuación de la fase de mayor dinamismo observado en los trimestres anteriores. Cabe esperar que la tasa de crecimiento del PIB se haya mantenido en cotas similares, o incluso algo mayores, que la experimentada en los primeros meses del año, cuando avanzó un 2% interanual (0,6% intertrimestral). La fortaleza de la actividad sigue estando sustentada por la evolución de las exportaciones, que se benefician del crecimiento económico mundial, y por la inversión, en un contexto de condiciones financieras aún propicias y de balances empresariales saneados. Además, la mejora gradual de la confianza de los consumidores y las señales de mayor vigor en el mercado de trabajo podrían traducirse en un avance algo más sostenido del consumo privado en los próximos meses. Por ello, las perspectivas para los próximos trimestres son compatibles con un escenario central en el que la actividad seguiría evolucionando a tasas próximas al crecimiento potencial del área. No obstante, la subida del IVA en Alemania, prevista para enero de 2007, puede generar alguna distorsión en el patrón temporal de avance del producto de la zona, en la medida en que algunas decisiones de gasto previstas para el año próximo se adelanten a los meses finales de 2006.



FUENTE: Comisión Europea.

En los meses más recientes, la inflación en la zona del euro ha seguido una trayectoria marcada por los avances de los componentes más variables, que la han impulsado por encima del 2%, nivel por debajo del cual se define la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo moderadas, y la evidencia de traslación de las alzas de los precios del petróleo a otros precios, muy incipiente. Además, los indicadores muestran que los salarios siguen creciendo a tasas en torno al 2%, sin que se perciban efectos de segunda ronda por la subida del precio del petróleo. No obstante, no cabe descartar que el actual contexto de fortalecimiento de la actividad termine estimulando, en alguna medida, las demandas salariales para compensar la pérdida de poder adquisitivo. A ello se une, además, la incertidumbre sobre los efectos que pueda tener el alza del IVA en Alemania sobre la inflación del área. En conjunto, se mantiene la percepción de que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo permanecen inclinados al alza, lo que, en un contexto de fortalecimiento de la actividad, condujo al Consejo de Gobierno del BCE a decidir un aumento de los tipos de interés oficiales de 25 puntos básicos (pb) en junio, el tercero desde diciembre de 2005. Tras su reunión de principios de julio, el Consejo de Gobierno continuó apuntando a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios y su intención de extremar la vigilancia sobre estos aspectos.

Tras los progresos en la consolidación presupuestaria realizados en 2005, la fase de mayor dinamismo de la actividad brinda la oportunidad de hacer un esfuerzo adicional para situar las finanzas públicas europeas en una senda de mayor sostenibilidad, oportunidad que no debería ser desperdiciada, como ocurrió en la fase de bonanza económica que tuvo lugar al comienzo de la década actual. Sin embargo, las previsiones de primavera de la Comisión Europea indican que no se prevén cambios en la ejecución de los planes presupuestarios en el presente ejercicio, de forma que el déficit público del conjunto del área se situaría en el 2,4% del PIB. Ello implica que, a nivel agregado, ni siquiera se cumplirían los objetivos —poco ambiciosos, en sí mismos— de los Programas de Estabilidad, que suponían un déficit del 2,3% del PIB. Debe tenerse en cuenta, además, que los Programas se elaboraron antes de conocer que el déficit de 2005 ha sido medio punto porcentual inferior al que se estimaba antes de acabar el año, y que, por tanto, el mantenimiento de los objetivos para 2006 supone una relajación adicional de la política fiscal.

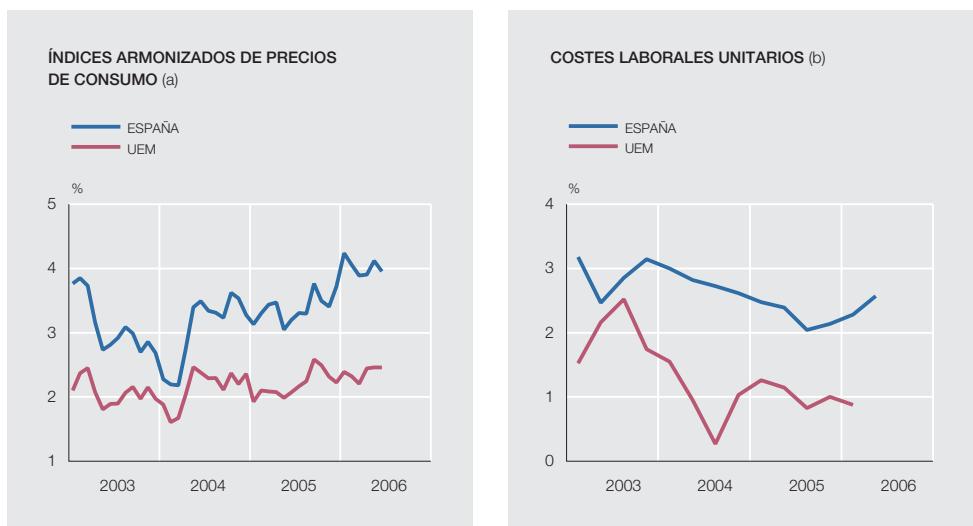
Como se mencionaba al inicio de este Informe, en el contexto expansivo que caracteriza a la economía global, y en particular —aunque con menor velocidad— a la zona del euro, la eco-

nomía española ha mantenido un dinamismo elevado –incluso algo mayor que el trimestre previo–, apoyado, en parte, en la propia fortaleza del comercio mundial, que se está transmitiendo a las exportaciones en mayor medida que el año pasado. Junto con la recuperación de las exportaciones, el avance sostenido de la inversión en equipo y la tendencia al alza de la actividad en la industria constituyen los elementos más novedosos en la prolongación de la fase expansiva y en los que se puede basar un cierto reequilibrio entre los factores que la están sosteniendo. No obstante, el patrón de la expansión sigue caracterizado por el elevado ritmo de avance del gasto de las familias y, en general, de la inversión en construcción. De esta forma, la demanda interna sigue constituyendo el soporte fundamental del crecimiento y, a pesar de la moderación estimada en el segundo trimestre, su ritmo de crecimiento se sitúa en torno al 4,5%. Frente a ello, como ya se ha mencionado, la demanda exterior sigue ejerciendo una detacción notable sobre el crecimiento, a la que contribuye con fuerza el empuje de las importaciones.

A pesar de la desaceleración que apunta la información disponible, se estima que el consumo de los hogares mantuvo en el segundo trimestre ritmos de crecimiento elevados, ligeramente inferiores al 4%, y, como viene ocurriendo desde hace varios ejercicios, superiores a la renta disponible de las familias, que mantiene tasas de avance real en el entorno del 3%. A ello se añade el aumento de la inversión residencial, que registra tasas al menos similares a las observadas en 2005 (un 6% en media anual), según muestran los datos de la CNTR del primer trimestre. Este elevado dinamismo del gasto está sustentado en la creación de empleo y en la holgura de las condiciones financieras, que solo se ha moderado parcialmente tras las recientes subidas de los tipos de interés. Además, a pesar de la desaceleración que han confirmado los datos del segundo trimestre, el precio de la vivienda –otro soporte importante del gasto de los hogares– mantiene una dinámica elevada. Desde el punto de vista de su situación financiera, los hogares han seguido acudiendo al crédito para financiar su gasto, de forma que la financiación recibida por este sector sigue creciendo a ritmos superiores al 20%, y tanto el endeudamiento como la carga financiera asociada han continuado aumentando. Por tanto, el colchón de seguridad de que disponen las familias para absorber perturbaciones adversas sin que se vean negativamente afectadas sus decisiones de gasto ha vuelto a reducirse.

Por su parte, el mayor dinamismo que ha alcanzado la inversión en equipo es síntoma de la recuperación que ha experimentado la inversión empresarial en los cuatro últimos trimestres, y que se ha reflejado también en la aceleración experimentada por la financiación dirigida a este sector, que ha crecido a un ritmo superior al 24% en el primer trimestre, por encima de la recibida por las familias. Sin duda, la mejora del panorama económico internacional, y en particular de la zona del euro, ha contribuido a esta recuperación de la inversión, que sigue beneficiándose de unas condiciones financieras muy holgadas. No obstante, el elevado dinamismo de los recursos ajenos se está traduciendo en un incremento del endeudamiento y de la carga financiera asociada, evolución que, de mantenerse en el futuro, podría limitar la capacidad de expansión del gasto del sector.

Los flujos de comercio exterior registraron una importante recuperación en los primeros meses de 2006, que, con alguna distorsión debida a factores de calendario, parece haberse mantenido en el segundo trimestre, aunque con tasas de variación más reducidas que en el primero. Las importaciones de bienes han mostrado aumentos algo superiores a los observados en 2005, impulsadas por el dinamismo estimado para la inversión en equipo y por la propia recuperación de las exportaciones. La evolución de estas últimas parece confirmar que los malos resultados del pasado año –en el que las ventas al exterior prácticamente se estancaron, en términos reales– fueron debidos, en parte, a factores extraordinarios. En 2006, y apoyadas en la recuperación europea, las ventas al exterior han retornado a ritmos de avance



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

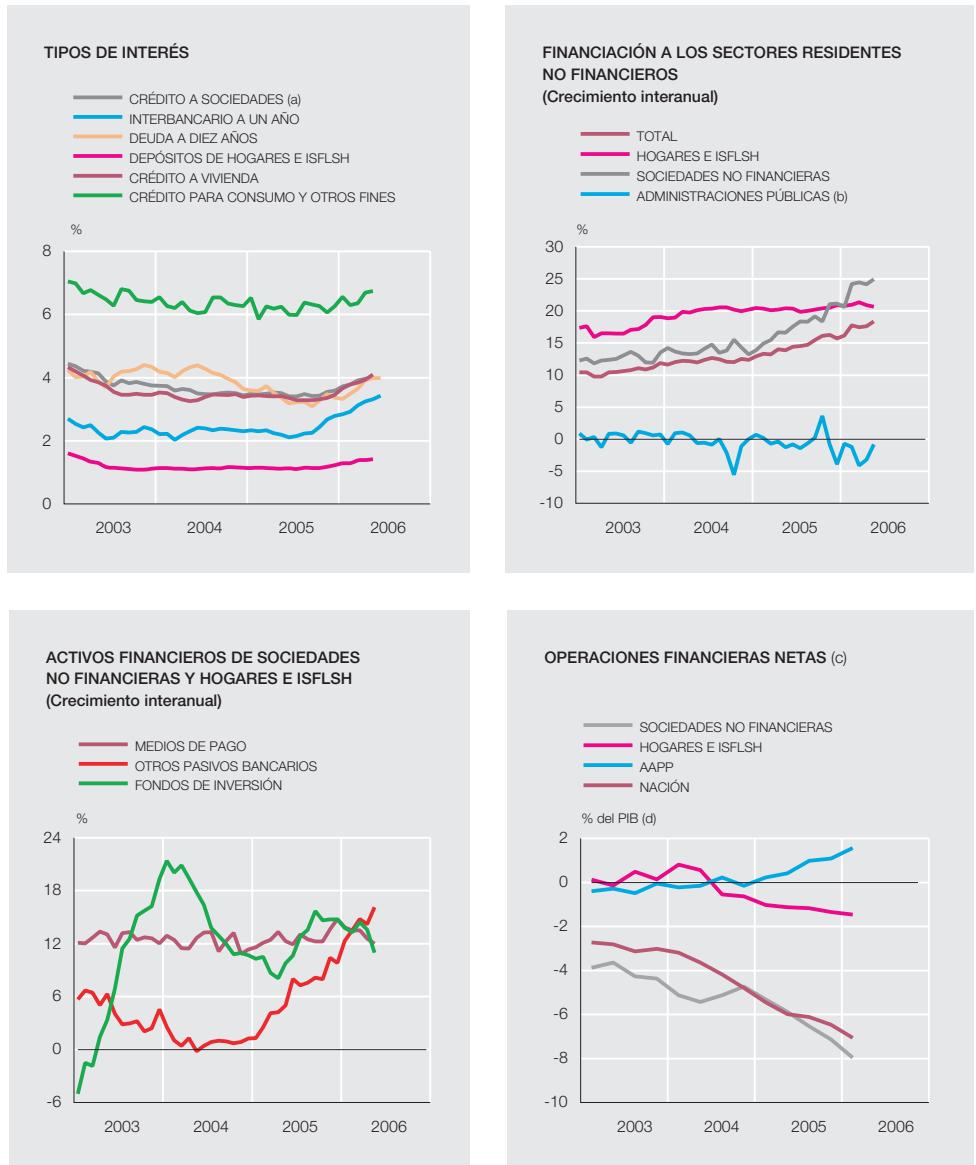
a. Tasas de variación interanual.

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

más próximos a los de los mercados, aunque todavía algo inferiores, en un contexto en el que se siguen observando diferenciales positivos de crecimiento de los precios y los costes. Por su parte, tras el notable retroceso experimentado por el turismo en los primeros meses del año, los diferentes indicadores apuntan a una recuperación de una cierta intensidad en el segundo trimestre. En conjunto, como se ha señalado, se estima que la demanda exterior neta redujo su contribución negativa al crecimiento en unas tres décimas de punto porcentual en el segundo trimestre. A pesar de ello, y de que cabe esperar que esta mejora se mantenga en lo que resta de año, el déficit exterior español ha seguido incrementándose, apuntando hacia un nuevo deterioro de este desequilibrio en el conjunto del año.

Como ya se ha apuntado, a pesar de que la actividad industrial ha experimentado una clara recuperación desde mediados de 2005, la evolución del empleo en esta actividad ha seguido caracterizada por una notable atonía, de forma que las fuentes de generación de puestos de trabajo han seguido siendo la construcción y los servicios. Aunque ello ha supuesto una clara recuperación de la productividad industrial, en los sectores menos expuestos a la competencia se siguen observando avances muy reducidos —incluso retrocesos— de la productividad observada, que se transmiten a nivel agregado. Como se ha señalado en otras ocasiones, estas reducidas ganancias de productividad responden en parte a efectos composición sobre el empleo, pero, en parte también, son una consecuencia genuina de la relativa moderación experimentada por los costes laborales, cuando se compara su evolución con los precios internos.

Por lo que se refiere a los costes laborales, los salarios han tendido a repuntar en la primera parte del año 2006, como indica la evolución de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, que registró un incremento del 2,4% en el primer trimestre, cuatro décimas más que en el trimestre anterior. A pesar de este repunte, que recoge el efecto de la activación de las cláusulas de revisión salarial de 2005, el incremento de las remuneraciones se encuentra por debajo de los incrementos pactados en convenios colectivos, situados por encima del 3%, como consecuencia de los cambios en la composición del empleo que se están produciendo. En cualquier caso, el mayor crecimiento de los salarios se ha transmitido a los costes



FUENTE: Banco de España.

- a. 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.
- b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- c. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- d. CNE Base 2000.

laborales unitarios, en un contexto de bajo dinamismo de la productividad, lo que, unido a la ampliación de márgenes que sigue impulsando el elevado crecimiento de la demanda interna y al persistente encarecimiento del petróleo, está contribuyendo a mantener una tasa de inflación relativamente elevada. En términos del IPC, el incremento interanual de los precios se ha mantenido en niveles próximos al 4% en el conjunto del primer semestre —un 3,9% en junio—, por encima de los niveles alcanzados a finales de 2005. Cabe señalar que tras este crecimiento está no solamente el comportamiento alcista de los componentes más variables, sino también un nivel más elevado de la inflación subyacente, que se ha colocado en tasas del 3% en la primera mitad del año. En estas condiciones, el diferencial de inflación con la zona del euro se ha mantenido en torno a los 1,5 pp.

En definitiva, la fuerte presión de la demanda sigue impulsando un elevado dinamismo del producto y del empleo, a la vez que la interacción de la expansión del gasto con las rigideces que persisten en el funcionamiento de la economía tienden a sostener la tasa de inflación y los riesgos que la acompañan. Riesgos que, en el plano financiero, se manifiestan en la tendencia al creciente endeudamiento. En estas circunstancias, es necesario que las políticas económicas refuercen su papel en la contención de las presiones de demanda y en la ampliación de la capacidad de respuesta de la oferta de la economía. En el ámbito de la política presupuestaria, la información recibida apunta a una ejecución que permitiría mejorar los planes incorporados en el Programa de Estabilidad, en la dirección requerida para paliar los riesgos que plantea el empuje de la demanda.

En relación con las actuaciones por el lado de la oferta, cabe destacar los pasos dados en la implementación de algunas reformas a lo largo del último trimestre. Así, se ha adoptado un conjunto de medidas de reforma del mercado de trabajo, que entraron en vigor el pasado 1 de julio (Real Decreto Ley 5/2006, de 9 de junio, para la mejora del crecimiento y el empleo), y se ha firmado un Acuerdo entre los agentes sociales, en el mes de julio, que contiene medidas en materia de Seguridad Social. La reforma del mercado laboral está orientada a desincentivar la contratación laboral de carácter temporal, pero constituye un paso muy tímido en la corrección de la dualidad que persiste en el mercado de trabajo, pues apenas modifica algunos de los incentivos que llevan a los empresarios a utilizar la contratación temporal como principal mecanismo de flexibilidad en el ajuste del empleo. Las medidas acordadas en materia de Seguridad Social tienen un alcance limitado y suponen un aplazamiento de las principales reformas pendientes para materializar los compromisos del Pacto de Toledo, aunque cabe destacar aquellas que se dirigen a prolongar la vida laboral, pues pueden contribuir a utilizar de forma más eficiente la fuerza de trabajo disponible y resultan adecuadas desde el punto de vista del proceso futuro de envejecimiento de la población.

## 2 Entorno exterior del área del euro

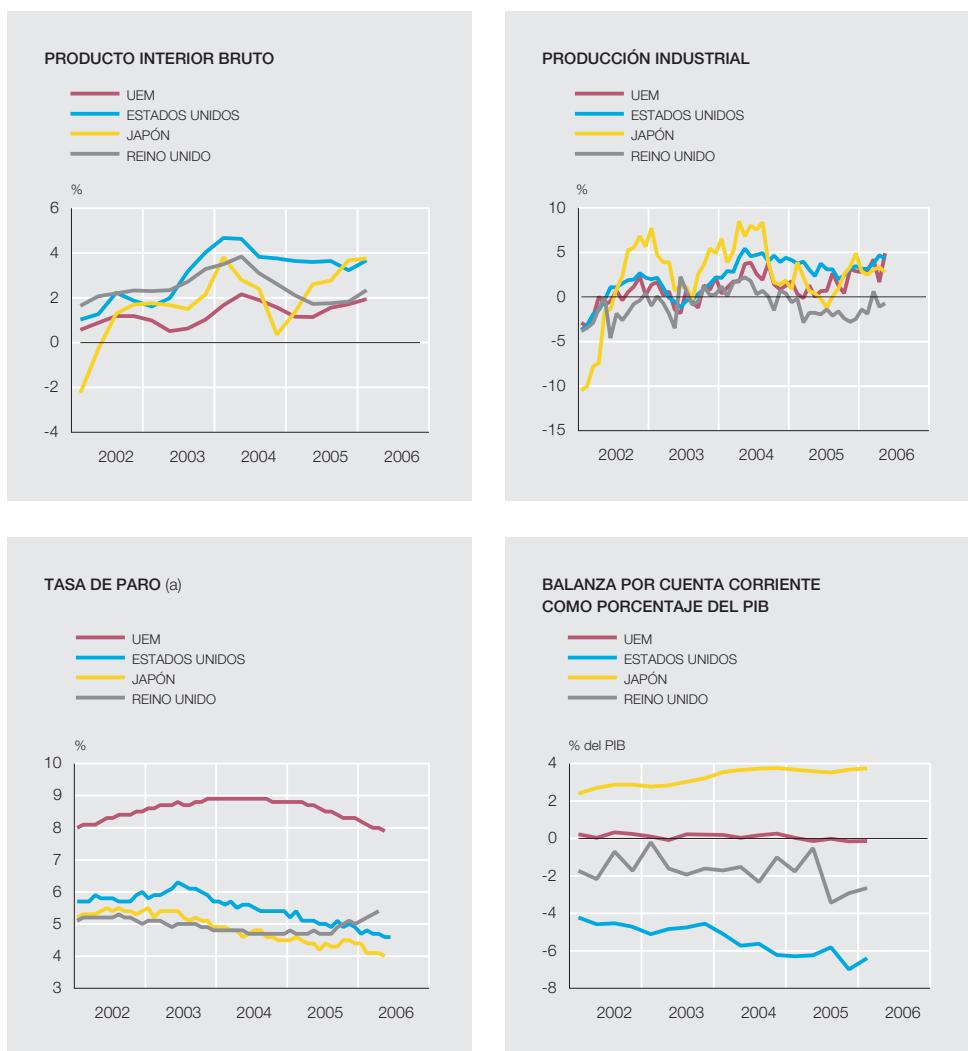
Los rasgos más destacables de la evolución económica y financiera en el entorno exterior del área del euro entre los meses de abril y julio fueron, en primer lugar, la aparición de algunos síntomas de desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense, todavía incipientes, acompañados por un moderado empeoramiento en las tasas de inflación; en segundo lugar, la elevación de los tipos de interés oficiales del Banco de Japón, hasta el 0,25%, por primera vez en seis años y, en tercer lugar, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, que afectó negativamente entre los meses de mayo y junio a aquellos activos de mayor riesgo, como las bolsas, los mercados emergentes y las materias primas, si bien posteriormente se ha producido cierta recuperación.

En la esfera financiera internacional, la Reserva Federal volvió a elevar el tipo de interés oficial en 25 pb en junio, hasta el 5,25%, en un contexto de mayor incertidumbre que en el pasado reciente respecto al riesgo de un posible repunte de la inflación —en parte, debido a los elevados precios del petróleo—, así como el asociado a la posibilidad de una desaceleración del crecimiento más intensa, ante la debilidad mostrada por algunos indicadores. En los mercados cambiarios, el dólar osciló entre 1,29 y 1,25 unidades por euro, con episodios de apreciación por las turbulencias en los mercados financieros entre mayo y junio, y por las tensiones en Oriente Próximo a mediados de julio. Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos se situaron en el entorno del 5,10%, mientras que las bolsas y los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad registraban cierta recuperación en julio, tras las pérdidas de mayo y junio. El precio del petróleo registró un nuevo aumento, cercano al 10% entre abril y julio, y llegó a superar los 78 dólares por barril en la tercera semana de julio, lo que supuso un nuevo máximo histórico. Su evolución en los últimos meses ha venido condicionada principalmente por problemas de oferta, dada la intensificación de los riesgos geopolíticos en Oriente Medio, que vino a sumarse al aumento de demanda propiciado por el comienzo de la temporada estival.

En *Estados Unidos*, según el primer avance de la Contabilidad Nacional, la actividad se expandió en el segundo trimestre de 2006 a una tasa anualizada del 2,5%, frente a la fuerte expansión del primer trimestre (5,6% en tasa trimestral anualizada). Esta ralentización respondería a la moderación del consumo, cuya evolución reciente parecería haber acusado la elevación del precio de la gasolina y los primeros signos incipientes de enfriamiento en el mercado inmobiliario, si bien de momento no se ha traducido en una recomposición del ahorro de las familias (-1,7% sobre la renta disponible en mayo). También el mercado laboral mostró signos de debilidad, pues la creación de empleo tanto en abril como en mayo y junio se situó significativamente por debajo de la media de los últimos trimestres. Con todo, la tasa de paro cayó hasta situarse en el 4,6%, y el tono positivo de otros indicadores, como las solicitudes de prestaciones por desempleo y el número de horas trabajadas, matizó la impresión de debilidad. Además, el crecimiento sostenido de la producción industrial en el conjunto del trimestre confirmó que la ralentización del consumo estaría afectando más directamente a las importaciones que a la producción interior. La utilización de la capacidad instalada se elevó en junio hasta el 82,4%, más de dos puntos por encima de su media de largo plazo, mientras que el crecimiento de los salarios se aceleró en junio hasta el 3,9% interanual, lo que suscitó cierta preocupación por la posibilidad de alguna traslación inflacionista, en un contexto de elevación moderada de los precios de consumo y de su componente subyacente en los tres últimos meses. En este sentido, el deflactor del consumo personal creció un 3,3% interanual en mayo —dos décimas por encima del registro de abril—, mientras que la tasa subyacente

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

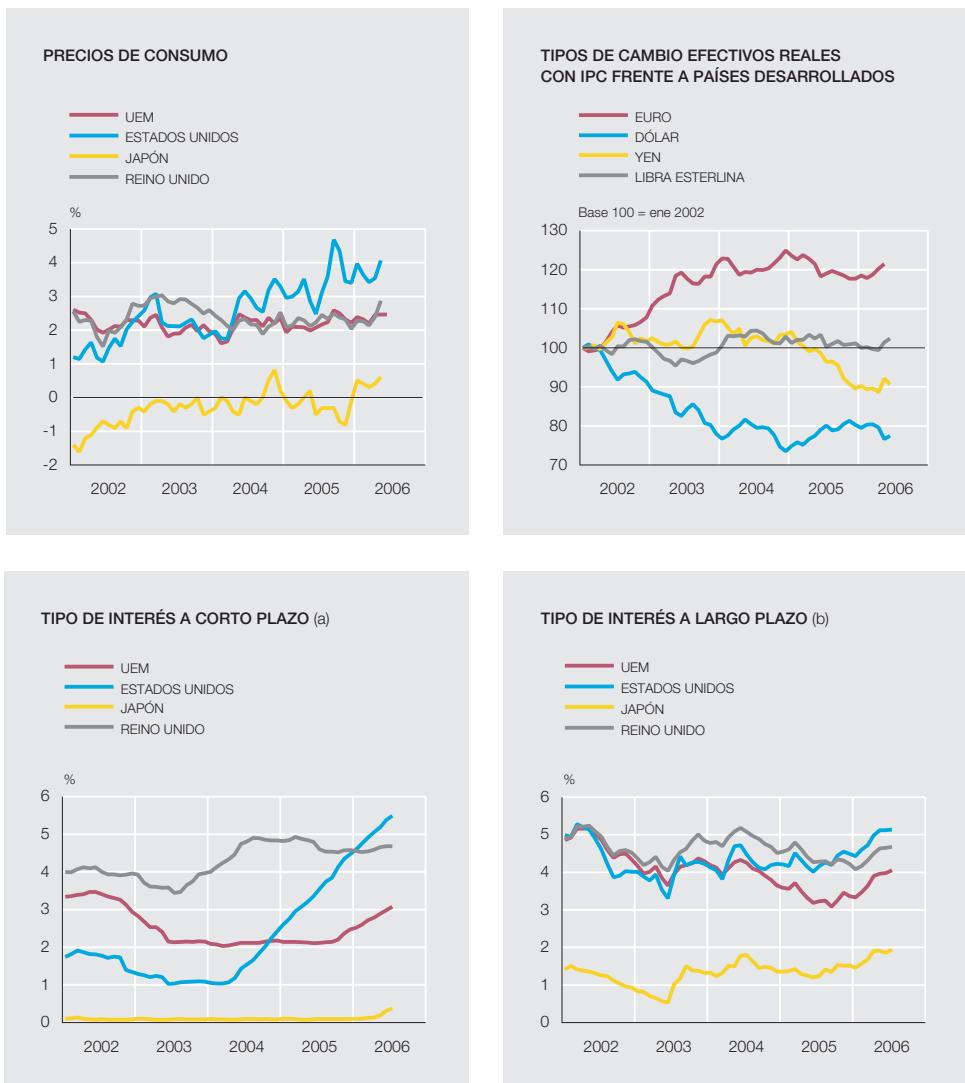


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

se mantuvo estable en el 2,1%, nivel considerado como relativamente elevado. Por su parte, el índice de precios de consumo repuntó más de lo esperado nuevamente en junio, situándose la tasa subyacente en el 2,6% interanual, desde el 2,4% de mayo. Sin embargo, las expectativas de inflación medidas por las encuestas a los consumidores y el diferencial entre los bonos nominales y los indiciados a la inflación no reflejaron cambios sustanciales. Desde la vertiente exterior, destacan la positiva evolución de las exportaciones y la moderación del crecimiento de las importaciones, que permitieron compensar el aumento del coste de los productos energéticos y estabilizar el déficit comercial, si bien en niveles aún elevados. De esta forma, y pese a que el saldo de la balanza de rentas recuperó el signo positivo, el déficit por cuenta corriente durante el primer trimestre de 2006 aumentó una décima, hasta el 6,4% del PIB.

En Japón, la actividad del segundo trimestre de 2006 mantuvo un elevado dinamismo, aunque aparentemente algo inferior al del primero, a juzgar por una cierta atonía en los indicadores de consumo privado, que contrastan con el vigor mostrado por los de inversión. El Banco de Japón elevó a mediados de julio el tipo de interés oficial, que había permanecido cercano



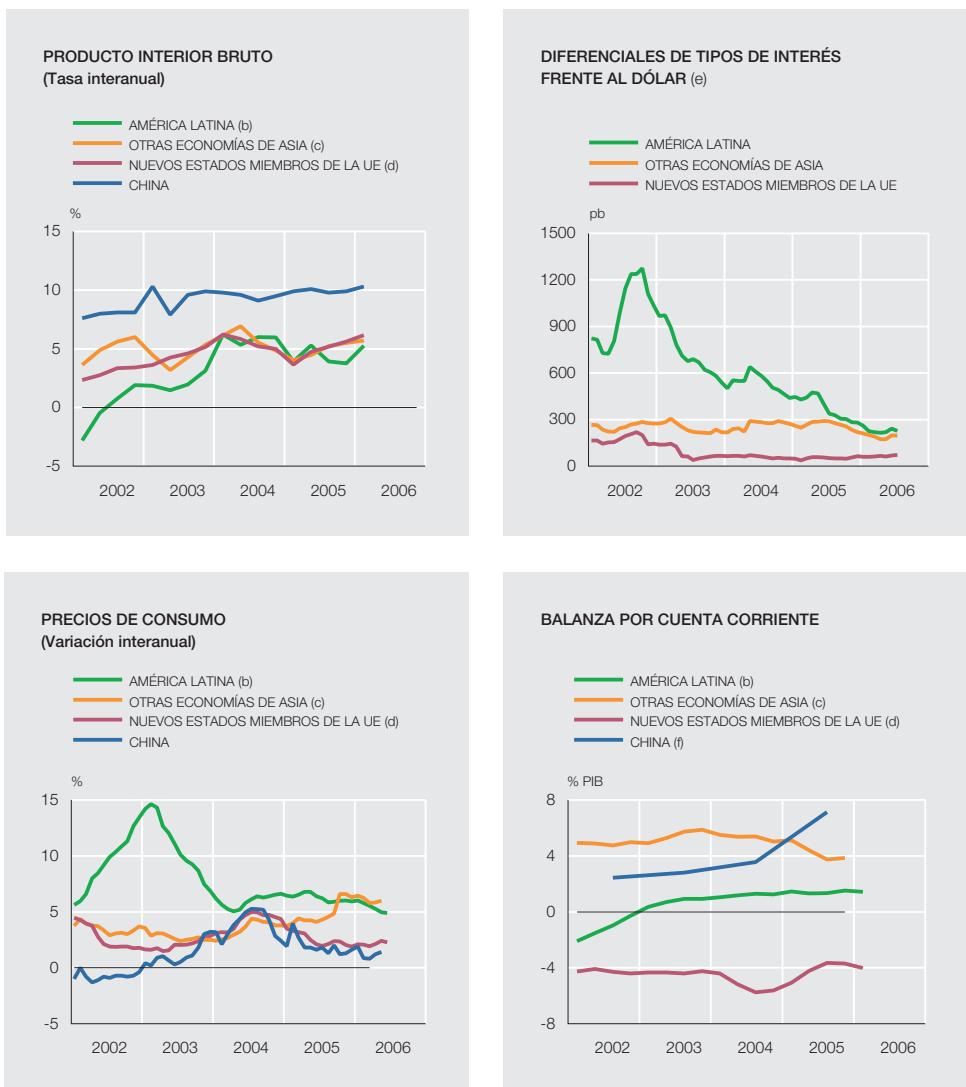
FUENTE: Banco de España.

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

al 0% desde marzo de 2001, hasta el 0,25%, refrendando así unas perspectivas favorables para la actividad y el alejamiento del riesgo de vuelta a la deflación. En el ámbito de la oferta, la encuesta Tankan de confianza industrial del segundo trimestre fue nuevamente positiva —en particular, las perspectivas para el gasto en inversión—, mientras que la producción industrial y los pedidos de maquinaria registraban una nueva aceleración en sus tasas de crecimiento interanuales. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor de junio se recuperaron, y la confianza del consumidor se redujo por segundo mes consecutivo en junio, aunque se mantuvo en niveles elevados. El mercado laboral continuó mostrando un notable empuje, situándose la tasa de paro en junio en el 4,2% de la población activa, mientras que la remuneración nominal de los asalariados se aceleró moderadamente. En el ámbito externo, el repunte de las exportaciones favoreció una mejora del superávit comercial en el mismo mes, que interrumpe así su proceso de deterioro del último año. Los precios de consumo registraron en junio un aumento del 1% interanual en el índice general, manteniéndose en el 0,6% la inflación subyacente, lo que afianza la suave tendencia al alza iniciada por estos hace medio año. Por su parte, los precios al por mayor repuntaron hasta el 3,3% interanual en junio.

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Letonia y Lituania.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.
- f. Datos anuales.

En el *Reino Unido*, el crecimiento del PIB del segundo trimestre (primera estimación) fue del 0,8% trimestral y del 2,6% interanual. Algunos de los indicadores del segundo trimestre, como los de los índices de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés), experimentaron un importante repunte en junio, coherente con una reactivación del ritmo de crecimiento en el segundo trimestre respecto al primero. Esta reactivación también se reflejó en el dinamismo de las importaciones, que provocó un aumento del déficit comercial hasta los 4.400 millones de libras en mayo. En el mercado laboral, la creación de empleo no alcanzó a compensar la evolución de la tasa de actividad, lo que elevó moderadamente la tasa de desempleo, hasta el 5,4% en mayo. Los precios de consumo crecieron un 2,5% interanual en junio, tres décimas más que en mayo, debido a la aceleración de los precios energéticos y de otras partidas menos volátiles. El Banco de Inglaterra mantuvo los tipos de interés inalterados en el 4,5%.

El PIB se aceleró en el primer trimestre en casi todos los nuevos *Estados miembros de la UE*, con una tasa promedio del 6,1% interanual, superior al 5,4% del trimestre anterior, gracias al mayor dinamismo de la demanda interna, que compensó la menor aportación del sector exterior. Los indicadores de actividad y de demanda del segundo trimestre de 2006 mantuvieron un tono positivo. Las tasas de inflación registraron un aumento generalizado, por el alza de los precios de la energía y de los alimentos, aunque persiste una notable variabilidad entre países. Pese al repunte de los precios, los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en la mayoría de los países, con las excepciones de Hungría y Eslovaquia, donde aumentaron por la revisión al alza de las expectativas de inflación y, en el caso de Hungría, por las tensiones en los mercados financieros, ante el deterioro de las finanzas públicas. De hecho, a comienzos de junio el gobierno húngaro revisó al alza la previsión de déficit público para 2006, desde el 6,1% al 9,5% del PIB. Para el resto de países, es probable que se cumplan los objetivos fiscales para 2006, que prevén una disminución generalizada de los déficits públicos. En los meses de mayo y junio, las turbulencias en los mercados financieros internacionales empeoraron las perspectivas económicas de Turquía, debido a la elevada vulnerabilidad de su deuda pública y a otros factores internos, como el deterioro del déficit por cuenta corriente y de la inflación. Desde mediados de junio, el banco central de Turquía endureció el tono de la política monetaria e intervino en los mercados de divisas. En el ámbito institucional, tras el análisis de los informes de convergencia de Eslovenia y Lituania elaborados por el BCE y la Comisión Europea, el Consejo de la UE aprobó la entrada de Eslovenia en el área del euro el 1 de enero de 2007, mientras que Lituania deberá esperar, al no cumplir el criterio de estabilidad de precios.

En Asia, el crecimiento del PIB de China en el segundo trimestre fue de un 11,3%, lo que confirma un significativo repunte de la actividad respecto al ya elevado crecimiento del trimestre anterior, así como la persistencia de riesgos de sobrecalentamiento de la economía. La oferta monetaria aumentó su ritmo de crecimiento en el trimestre —ya lejos del objetivo oficial—, al igual que el crédito interno, a pesar de la moderada subida de los tipos de interés oficiales sobre préstamos, del endurecimiento de las condiciones de financiación hipotecaria y de la subida del coeficiente de reservas bancarias. El tipo de cambio del renminbi se apreció únicamente un 0,3% respecto al dólar en el trimestre. Los precios de consumo registraron una progresiva aceleración en el trimestre, hasta el 1,5% interanual en junio, al igual que los de producción, que se situaron en el 3,5% interanual. El superávit comercial se amplió hasta los 38 mm de dólares en el trimestre, un 63% por encima del año anterior. Sin embargo, los flujos de entrada de inversión extranjera directa continuaron desacelerándose. En la India, el PIB del primer trimestre se aceleró hasta un 9,3% interanual, impulsado por la fortaleza de la demanda interna y por un crecimiento del crédito bancario muy elevado, en el entorno del 30% interanual. En el resto de Asia, la actividad económica mantuvo un tono dinámico, gracias a la positiva evolución de las exportaciones y a la demanda interna en la mayor parte de los países. La inflación tendió a aumentar ligeramente en el segundo trimestre, debido al alza de los precios de la energía, lo que dio lugar a cierto endurecimiento de las políticas monetarias.

En América Latina se registró una importante aceleración del crecimiento del PIB en el primer trimestre. Tras publicarse el dato de Colombia (5,4% interanual), el crecimiento del PIB del área se situó en el 5,3% interanual, frente al 3,8% del cuarto trimestre de 2005. La suave desaceleración en los países que venían de registrar tasas más elevadas y el repunte de los países más rezagados en el ciclo contribuyeron a una menor dispersión en el crecimiento regional. La aportación de la demanda interna fue destacada —superior a los 6 pp—, mientras que la demanda externa amplió ligeramente su aportación negativa. Los indicadores recientes del segundo trimestre apuntan a una cierta desaceleración de la actividad, a la cual habría contri-

buido la turbulencia financiera registrada entre mayo y junio. No obstante, los indicadores financieros han revertido parcialmente en el último mes el fuerte deterioro previo, lo que refleja la mejora de los fundamentos y la reducción de la vulnerabilidad financiera que se ha producido en el área. La volatilidad de los mercados no ha supuesto perturbaciones importantes en el acceso a la financiación, e incluso algunos países, como Chile o Brasil, se han beneficiado de mejoras en sus calificaciones soberanas. La evolución de los precios siguió siendo positiva, de tal modo que la tasa de inflación se situó por debajo del 5% en el agregado del área, 1 pp por debajo de la tasa con la que concluyó el año 2005. A pesar de ello, solo en Brasil prosiguió la bajada gradual de tipos de interés (125 pb), y Colombia, por el contrario, se unió a los países situados en un ciclo alcista de tipos. En el ámbito fiscal, se registraron importantes superávits en México y Chile, ayudados por los ingresos de su producción de materias primas, mientras que se sigue cumpliendo el objetivo de saldo primario en Brasil (4,25% del PIB), a pesar de un cierto repunte del gasto público. Por último, cabe destacar la intensa actividad en torno a los acuerdos comerciales, donde los avances en los acuerdos bilaterales con Estados Unidos están suponiendo importantes tensiones en los tratados intrarregionales, en particular en la Comunidad Andina y MERCOSUR.

La información disponible acerca de la evolución de la economía del área del euro en el segundo trimestre de 2006 dibuja un escenario de prolongación de la fase expansiva que se inició en el verano del año pasado. En un contexto en que los distintos indicadores resultan coherentes con ritmos de aumento de la actividad posiblemente superiores a la tasa de crecimiento potencial, la mejora de la confianza de los consumidores y el incipiente fortalecimiento del mercado de trabajo constituyen señales muy positivas, en la medida en que podrían estar adelantando una mayor expansión del consumo privado en los próximos meses. El dinamismo económico continúa sustentado, además, en la fortaleza de las exportaciones, impulsadas por el vigoroso crecimiento económico mundial, y de la inversión, favorecida por unas condiciones financieras propicias y por la solidez de las cuentas de resultados de las empresas. A medio plazo, las perspectivas son compatibles con un escenario central en el que la actividad seguiría creciendo a tasas próximas a las del primer trimestre del año. Sin embargo, este panorama favorable no está exento de incertidumbres, entre las que destaca la posibilidad de que la escalada bélica en Oriente Medio pueda desencadenar nuevos aumentos del precio del petróleo. A ello habría que unir el persistente riesgo de que se produzca una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por último, las turbulencias recientes de los mercados financieros aconsejan que se refuerce la atención prestada a su evolución.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo moderadas. Aunque la tasa de crecimiento del IAPC se ha mantenido claramente por encima del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios, ello ha sido el resultado del avance de sus componentes más volátiles. Es previsible que el comportamiento de estos siga marcando la evolución del agregado en los próximos meses y que, dada la subida del IVA en Alemania, la inflación no se sitúe por debajo del 2% hasta bien entrado el año que viene. Por ahora, la evidencia de traslación del alza del precio del petróleo a otros precios de la economía y a los salarios es poco significativa. Sin embargo, la consolidación de la fase de fortaleza de la actividad y la incipiente recuperación del mercado de trabajo aumentan los riesgos de que aparezcan tensiones inflacionistas más pronunciadas, lo que justifica que la autoridad monetaria ejerza una actitud vigilante. De hecho, el Banco Central Europeo ha iniciado ya una retirada gradual del estímulo proporcionado por la política monetaria, materializada en tres subidas de 25 pb desde diciembre de 2005. En lo que se refiere a la política fiscal, tras los progresos realizados en 2005, la oportunidad que brinda la fase de mayor dinamismo de la actividad debería conducir a un mayor avance en el ritmo de consolidación presupuestaria. Por último, en julio, el Consejo ECOFIN decidió, tras examinar los Informes de Convergencia elaborados por la Comisión Europea y el BCE, que Eslovenia ha alcanzado un grado de convergencia elevado y sostenible, cumpliendo los requisitos necesarios para la adopción del euro a partir del próximo 1 de enero de 2007. Tan solo tres años después de su ingreso en la Unión Europea, este es el primero de los diez nuevos Estados miembros que accede a la Unión Económica y Monetaria.

#### 3.1 Evolución económica

El PIB del área del euro creció un 0,6% en el primer trimestre de 2006, confirmando la fortaleza de la recuperación de la economía del área que habían anticipado distintos indicadores. La comparación de esta tasa con el aumento registrado en el trimestre precedente —tres décimas inferior— parece corroborar el carácter anómalo del dato de crecimiento del producto en ese período, posiblemente relacionado con un ajuste incompleto de efectos calendario. Este efecto ha podido verse parcialmente compensado en el primer trimestre de 2006. En

	2004		2005			2006		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR (a)	III TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	2,0		
Crecimiento intertrimestral	0,1	0,4	0,4	0,6	0,3	0,6		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,3 ; 0,7)
IPI (d)	1,2	0,8	0,7	1,5	2,2	3,3	3,3	
Sentimiento económico	100,5	98,7	96,1	97,7	100,1	102,6	106,5	
Confianza industrial	-3,7	-6,7	-10,3	-7,7	-6,0	-2,3	2,0	
PMI manufacturas	51,4	51,4	49,3	51,0	53,0	54,7	57,1	
Confianza servicios	11,3	10,7	9,0	11,0	13,7	14,7	19,0	
PMI servicios	52,9	53,1	53,1	53,8	55,6	57,8	59,2	
Tasa de paro	8,8	8,8	8,7	8,5	8,3	8,1	7,9	
Confianza consumidores	-13,0	-13,3	-14,3	-14,7	-12,3	-10,7	-9,3	
IAPC (d) (e)	2,4	2,1	2,1	2,6	2,2	2,2	2,5	
IPRI (d) (e)	3,6	4,2	4,0	4,4	4,7	5,1	6,0	
Precio del petróleo en dólares (e)	39,7	53,3	54,0	62,6	56,5	61,6	68,1	73,8
Préstamos al sector privado (d) (e)	7,2	7,6	8,1	8,8	9,2	10,8	11,4	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,8	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0	4,1
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,36	0,67	0,80	0,98	1,12	1,06	1,08	1,06
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,362	1,296	1,209	1,204	1,180	1,210	1,271	1,254
Apreciación / depreciación del euro (e)	7,8	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	2,6	7,8	6,3
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	9,9	4,3	8,9	17,7	23,0	10,3	4,2	0,0

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

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

b. Información disponible hasta el día 17 de julio de 2006.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

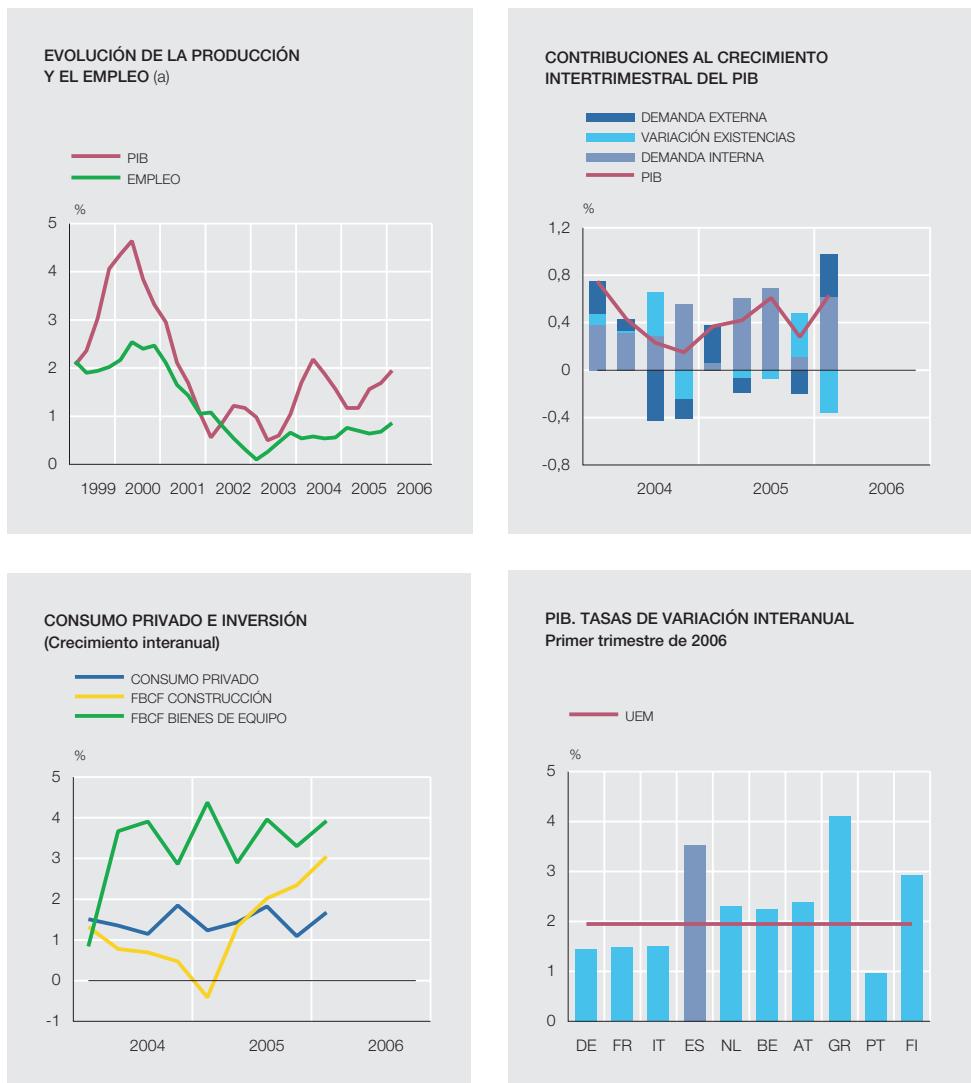
d. Crecimiento interanual.

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

cualquier caso, la solidez de la dinámica de avance de la actividad se ve confirmada por el repunte del ritmo de crecimiento interanual, que aumentó en tres décimas, hasta el 2%.

La aceleración del PIB se apoyó tanto en la demanda interna (excluidas las existencias) como en la demanda exterior neta, que aportaron, respectivamente, 0,6 pp y 0,4 pp al crecimiento del producto, en tanto que las existencias detrajeron cuatro décimas (gráfico 8). Cabe destacar la recuperación de los diversos componentes de la demanda interna. Así, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo crecieron un 0,6% y un 0,9%, respectivamente, tasas muy próximas a las observadas en el tercer trimestre de 2005 y muy superiores a las casi nulas del cuarto. Por su parte, la fortaleza de la formación bruta de capital fijo se centró, sobre todo, en el componente de bienes de equipo, aunque también la construcción mostró un tono favorable, sobre todo si se tiene en cuenta que las condiciones meteorológicas provocaron un mal comportamiento de este agregado en algunos países del centro de Europa. Finalmente, por lo que hace referencia al sector exterior, el sólido incremento de las exportaciones, en un contexto en que también las importaciones mostraron una pauta más expansiva, condujo a que la demanda exterior neta realizara la contribución al crecimiento de mayor magnitud en más de dos años (véase recuadro 1).

El análisis de los datos de Contabilidad Nacional por países muestra cómo la mejora del ritmo de avance de la actividad tuvo un carácter bastante generalizado. Destaca especialmente, aunque con las debidas cautelas expresadas anteriormente acerca de los datos del último trimestre de 2005, el tono más dinámico en las tres grandes economías del área, y en particular



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

en Alemania e Italia, cuyo producto aumentó un 0,4 y un 0,6%, respectivamente, tras registrar tasas nulas de variación en el trimestre anterior. En ambos países, el consumo se expandió a ritmos elevados tras las caídas del cuarto trimestre. Asimismo, en los dos casos tuvo lugar una recuperación de la inversión en bienes de equipo, que, sin embargo, en Alemania no impidió una contracción de la formación bruta de capital fijo en su conjunto, dado el retroceso de la inversión en construcción. Por ramas de producción, la mayor pujanza recayó principalmente sobre los servicios financieros y empresariales y la industria, cuyo valor añadido bruto experimentó sendos aumentos del 1%, lo que supone aceleraciones respectivas de 0,9 pp y 0,5 pp. Por el contrario, la actividad en la construcción registró una caída del 0,5%, que contrasta con el aumento del 0,7% del trimestre precedente.

Por lo que concierne al mercado laboral, el empleo registró en el primer trimestre del año un crecimiento intertrimestral del 0,3%, tasa idéntica a la observada en los tres meses finales de 2005. La creación de puestos de trabajo, que continúa siendo relativamente modesta, se generó, en su mayor parte, en las distintas ramas de servicios. Cabe destacar, no obstante, que, por primera vez desde el primer trimestre de 2001, pudo observarse un aumento del

En el primer trimestre de 2006, el porcentaje de la demanda final de bienes y servicios de los países de la UEM abastecida con compras realizadas más allá de sus fronteras experimentó un nuevo incremento. Como se observa en el gráfico adjunto, esta tendencia creciente del grado de penetración de las importaciones se enmarca dentro de un proceso que comenzó ya en los años setenta. Si a principios de esa década las importaciones suponían aproximadamente un 14% de la demanda final, en 2005 esta ratio se situaba en el 28%. No obstante, el ritmo al que las importaciones han ido tomando un mayor protagonismo dentro de la demanda final no ha sido constante a lo largo de todo este período: a mediados de los ochenta, el ritmo de avance de la ratio se intensificó, y a partir de 1995 experimentó una notable expansión.

Así, desde dicho año, la mayor penetración de las compras realizadas al exterior ha sido generalizada en todos los países de la UEM,

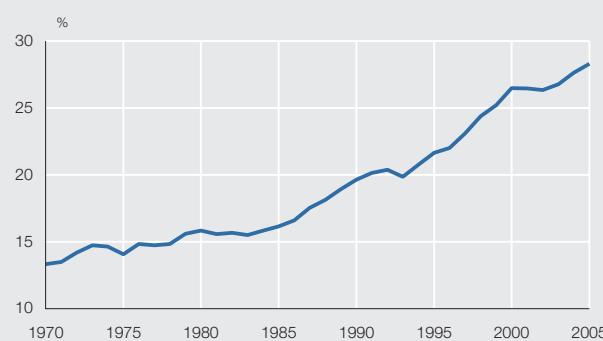
aunque con distinta intensidad. En particular, España, junto con Luxemburgo y Holanda, es uno de los países que mayor crecimiento de la penetración de bienes y servicios ha experimentado recientemente —alrededor de 9 pp entre 1995 y 2005—, lo que ha supuesto que el porcentaje de importaciones sobre la demanda final sea actualmente similar o superior al de los países más grandes de la UEM. En sentido contrario destacan países como Italia o Grecia, donde esta ratio ha crecido por debajo de la media de la zona del euro.

El creciente papel de las compras al exterior en los países de la UEM se enmarca dentro de los procesos de integración europea y de globalización y liberalización de la economía mundial. De hecho, la modelización de las importaciones totales del área del euro en función de sus precios relativos —aproximado por el cociente entre su precio y los precios interiores— y de una variable de renta —medida por la demanda final— para el período muestral 1970-2005 refleja indicios

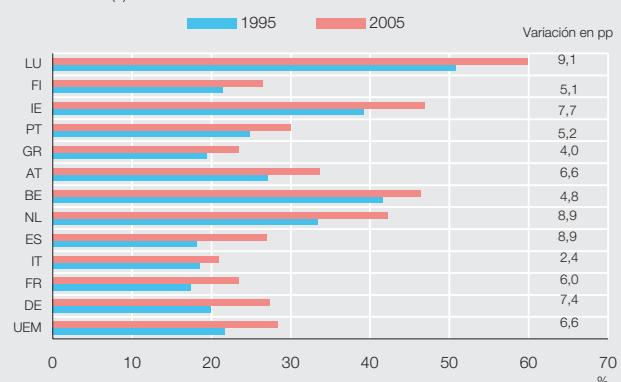
#### 1 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL

DE LA UEM (a)

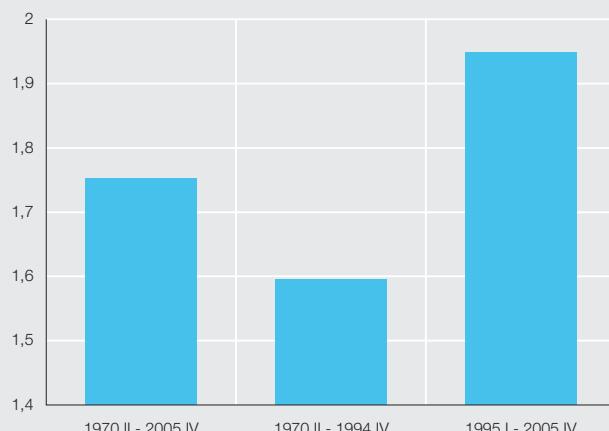
Precios constantes



#### 2 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL POR PAÍSES (a)



#### 3 ELASTICIDAD DE LARGO PLAZO DE LAS IMPORTACIONES CON LA DEMANDA FINAL (a)



FUENTES: Comisión Europea, BCE y Banco de España.

a. Incluye comercio intra-UEM y extra-UEM.

b. Nuevos Estados miembros de la UE.

c. Reino Unido, Suiza, Suecia y Dinamarca.

d. Sudeste asiático (DAE: Corea, Taiwán, Tailandia, Singapur, Malasia y Hong Kong).

#### 4 CONTRIBUCIÓN DE CADA ÁREA DE PROCEDENCIA AL AUMENTO DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES ENTRE 2001 Y 2005

	Importaciones UEM según procedencia			Contribución al crecimiento importaciones de la UEM
	Pesos	Año 2000	Variación 2001- 2005	
Total				11,1
Intra-UEM	52,0	-0,5	9,4	4,9
Extra-UEM	48,0	0,5	13,0	6,3
UE 10 (b)	3,6	1,1	34,3	1,2
UE 4 (c)	13,8	-2,0	-6,3	-0,9
EEUU	6,9	-1,8	-9,2	-0,6
Japón	3,3	-0,9	-12,4	-0,4
China	2,2	2,0	160,7	3,5
Sudeste asiático (d)	3,7	-0,2	29,6	1,1
Resto de Asia	3,4	0,4	38,1	1,3
Latinoamérica	1,8	0,2	36,1	0,6
Resto del mundo	9,3	1,7	3,9	0,4

de un cambio estructural en torno a mediados de los años noventa<sup>1</sup>. En particular, la reestimación de la ecuación para los años más recientes apunta a un aumento de la elasticidad de las compras al exterior a la demanda final en el largo plazo de cuatro décimas, hasta el 2 (véase gráfico adjunto). Las razones de esta mayor sensibilidad podrían estar relacionadas no solo con los posibles efectos de creación de comercio tras la introducción del euro, sino también con la incorporación de nuevas economías emergentes en el comercio mundial. En efecto, entre 1995 y 2005 el comercio procedente de países no pertenecientes a la zona del euro experimentó un mayor dinamismo que el comercio intra-UEM (5,5%, frente al 4,9% de crecimiento medio anual).

Si el análisis se ciñe a las importaciones de bienes y desde 2001 —primer año para el que se dispone de las importaciones por lugar de procedencia en términos reales—, se observa en el cuadro 4 que también el volumen de importaciones de bienes procedentes de fuera

del área ha crecido más que el comercio entre los países integrantes de la UEM. Cabe señalar en este punto que, si bien es cierto que en estos años los precios de las importaciones de bienes procedentes de fuera de la UEM se incrementaron en menor medida que los referidos a los bienes interiores, este diferencial no parece suficiente para explicar la evolución de los volúmenes relativos.

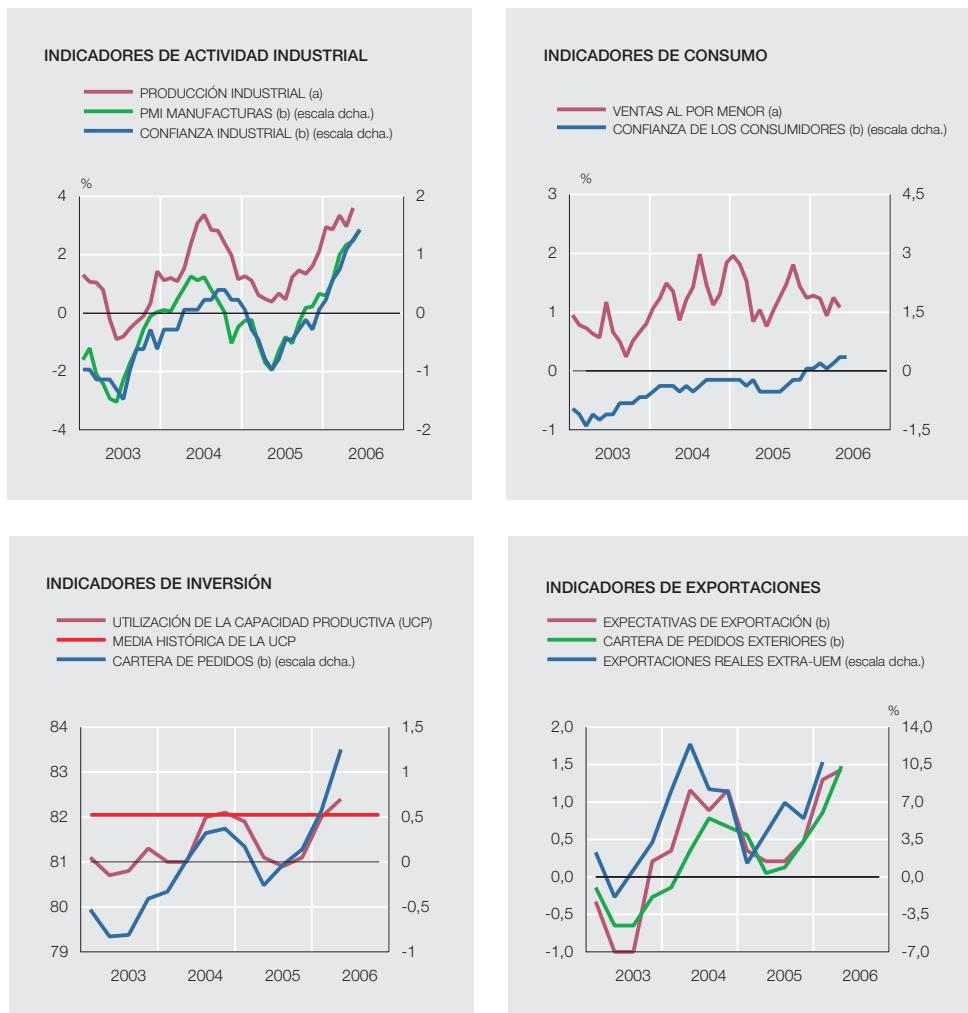
Por países de origen de las importaciones, la penetración se ha visto impulsada por los notables crecimientos que han experimentado las ventas de bienes a la UEM procedentes de Latinoamérica, los países que se han adherido recientemente a la Unión Europea y los países asiáticos en general. Entre estos últimos, destaca significativamente China, con unas ventas a la UEM que han crecido más del 150% en tan solo cinco años y por encima del ritmo de expansión del resto de regiones, lo que ha supuesto que su peso dentro de las importaciones de la UEM se haya duplicado en el período considerado, hasta el 4,2%. En sentido contrario han evolucionado las importaciones procedentes de los países de la antigua Unión no pertenecientes a la UEM, Estados Unidos y Japón, cuyo deterioro reciente ha acarreado una contribución negativa al crecimiento de la penetración de las importaciones.

1. La estimación de la ecuación de las importaciones de la UEM es un mecanismo de corrección del error con datos trimestrales desde 1970 hasta 2005.

número de empleados en la industria. En términos interanuales, el avance del empleo fue del 0,9%, dos décimas más que en el trimestre final de 2005. Dado el crecimiento del producto, el ritmo de incremento de la productividad aparente del trabajo fue del 1,1%, una décima más que en el período anterior. Por su parte, la remuneración por ocupado continuó aumentando al 2%, por lo que la variación de los costes laborales unitarios se desaceleró en 0,1 pp, hasta el 0,9%, tasa que coincide con la media observada en la segunda mitad del pasado año. Por último, aunque el crecimiento del deflactor del PIB experimentó una moderación de dos décimas hasta el 1,8%, continuó excediendo al aumento de los costes laborales unitarios, como viene ocurriendo desde finales de 2003, lo que motivó una nueva expansión de los márgenes empresariales.

Los indicadores disponibles acerca de la evolución de la actividad en el segundo trimestre sugieren una prolongación de la actual fase de dinamismo económico, con ritmos de crecimiento en torno a la tasa potencial de expansión del producto. Por lo que concierne a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial creció en los meses de abril y mayo a una tasa interanual media del 3,3%, idéntica a la observada en el primer trimestre del año (véase gráfico 9). Por su parte, los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de confianza del sector realizadas por la Comisión Europea y por Reuters arrojaron claros avances en el segundo trimestre. Asimismo, las encuestas de opinión realizadas a los empresarios de los servicios mostraron un comportamiento análogo. La evolución descrita ha conducido a estos indicadores de opinión a sus niveles más elevados desde hace más de cinco años. Con respecto al empleo, las expectativas procedentes de las encuestas de opinión registraron a lo largo de la primera mitad del año una mejora sustancial (véase gráfico 10).

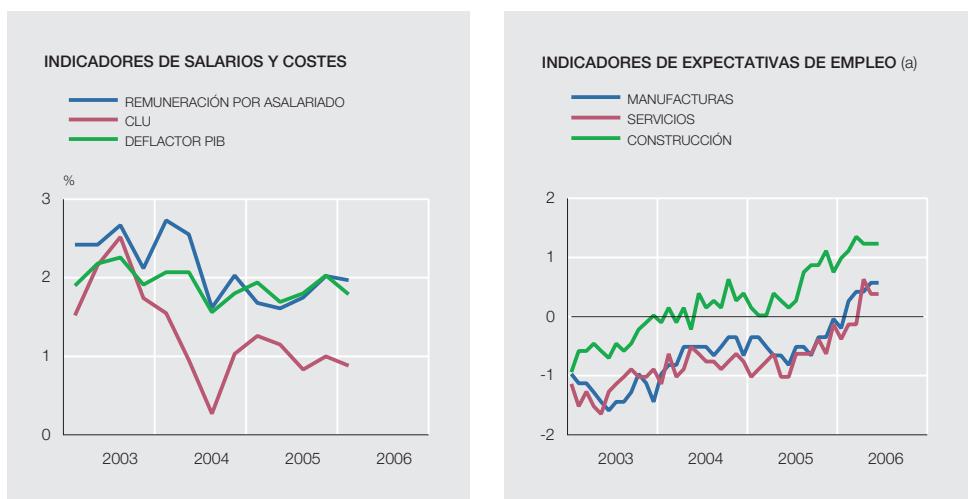
En la vertiente de la demanda, los indicadores disponibles proporcionan señales que invitan a un moderado optimismo acerca de la evolución del gasto de las familias. Así, las matriculacio-



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.

nes de automóviles tendieron a acentuar en el segundo trimestre la pauta expansiva que vienen experimentado desde finales del pasado año. Además, el indicador de confianza de los comerciantes minoristas continuó mejorando fuertemente a lo largo del trimestre, hasta situarse muy por encima de su media de largo plazo, en tanto que el indicador análogo referido a los consumidores avanzó moderadamente en ese mismo período, impulsado por el componente de expectativas con respecto al desempleo futuro. Sin embargo, la percepción de las familias acerca de la evolución esperada de su situación financiera permanece estancada en niveles análogos a los alcanzados al comienzo del ejercicio. Por otra parte, el indicador de ventas al por menor ha continuado creciendo a tasas muy reducidas (en el entorno del 0,1% en media móvil intertrimestral). Por lo que respecta a los indicadores referidos a la inversión en bienes de equipo, el fuerte repunte de la valoración de la cartera de pedidos realizada por los empresarios sustenta la consolidación del dinamismo de este componente de la demanda. Además, el grado de utilización de la capacidad productiva ha rebasado, por primera vez desde 2001, su media de largo plazo. Finalmente, de acuerdo con la encuesta semestral de primavera de inversión en la industria, los empresarios del sector esperan aumentar su gasto en bienes de equipo un 7% en términos reales en el presente ejercicio, 2 pp más que hace seis meses. En cuanto a la demanda de exportaciones, la valoración de la cartera de pedidos



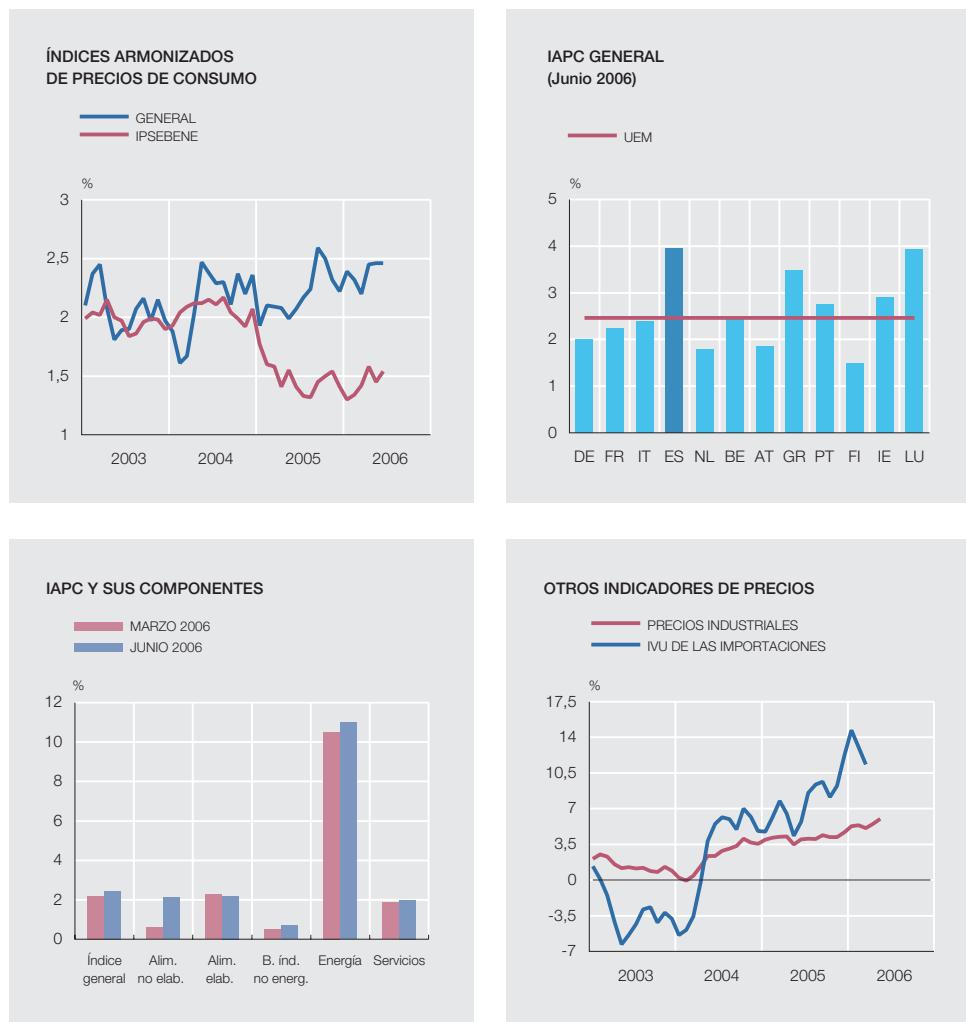
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

procedentes del exterior intensificó en el segundo trimestre la sustancial mejoría mostrada desde el comienzo del año. Esta trayectoria se ve corroborada por la evolución de las expectativas de exportación en la encuesta industrial trimestral.

En conclusión, a tenor del conjunto de información disponible, resulta plausible un escenario de expansión del producto del área en el segundo trimestre a un ritmo similar al observado en el primero y, por tanto, en torno al punto medio del rango estimado por la Comisión Europea, que sitúa el previsible incremento del PIB entre el 0,4% y el 0,8%. Al mismo tiempo, las condiciones prevalecientes configuran un panorama propicio para que el ritmo de crecimiento permanezca, en el resto del año, en torno a la tasa potencial de expansión del producto. Es probable que, como hasta ahora, el sector exterior y la inversión continúen siendo las principales fuerzas motrices del avance del PIB, merced al vigoroso crecimiento mundial, a la solidez de los beneficios empresariales y, a pesar de las recientes subidas de los tipos de interés oficiales, a la persistencia de condiciones monetarias y financieras todavía holgadas. No obstante, la mejora de la situación en el mercado de trabajo, perceptible tanto en los datos observados en los últimos meses como en la evolución reciente de los indicadores, conforma un contexto propicio para que la renta disponible de las familias cobre un mayor dinamismo y, por tanto, para que el gasto de los hogares realice una contribución creciente a este escenario de pujanza de la actividad. En cualquier caso, el patrón temporal de crecimiento del producto del área puede verse distorsionado por la subida del IVA en Alemania, prevista para enero de 2007, en la medida en que las familias de ese país decidan adelantar a 2006 parte de su gasto previsto para el año próximo.

En este contexto, la fortaleza mostrada por los indicadores más recientes sugiere la posibilidad de que, en el corto plazo, el producto se expanda a tasas incluso superiores a las previstas. Sin embargo, a medio plazo, los riesgos al crecimiento del PIB continúan sesgados a la baja, dada la posibilidad de que el agravamiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio dé lugar a aumentos adicionales del precio del petróleo, así como de que se reproduzcan las turbulencias sufridas por los mercados financieros y cambiarios internacionales a principios de mayo, en un contexto donde persisten los desequilibrios macrofinancieros globales.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Finalmente, a pesar del dinamismo que ha registrado el consumo privado en los primeros meses del año, todavía subsisten dudas sobre su sostenibilidad.

Tras experimentar una moderada relajación a lo largo del primer trimestre del año, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) tuvo un comportamiento algo menos favorable en los meses de primavera. La tasa de crecimiento interanual de este indicador fue del 2,5% en junio, tres décimas más que en el mes de marzo (véase gráfico 11). El repunte inflacionista ha sido el resultado del aumento de la inflación de todos sus componentes, con la excepción de los alimentos elaborados. La aceleración de los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, que son los componentes más volátiles del índice general, ha contribuido en dos décimas al avance de la tasa general. El ritmo de aumento del IPSEBENE, indicador que capta la evolución de la inflación subyacente, al excluir los precios de esos dos componentes, se incrementó en una décima en el segundo trimestre del año, hasta crecer un 1,5% en junio. Todos los países registraron incrementos de sus tasas interanuales en el período comprendido entre marzo y junio, salvo Portugal, donde se redujo. Por su parte, el incremento interanual de los precios industriales fue del 6% en mayo, casi un punto porcentual más que en marzo. Todos los componentes evolucionaron al alza en mayor o menor medida, con la excepción de los bienes de capital.

En la etapa reciente han comenzado a observarse los primeros indicios, aún muy tenues, de traslación de los pasados aumentos del precio de la energía a los precios finales. En esta dirección apunta la ligera aceleración mostrada, desde el comienzo del ejercicio, tanto por el IPSEBENE como por los precios industriales de los bienes intermedios y, en menor medida, de los de consumo. La valoración de las tendencias inflacionistas realizada por los empresarios en las encuestas de confianza apunta en el mismo sentido. Finalmente, en línea con lo publicado por otras encuestas de precios, la dirigida a expertos en previsión económica realizada por el BCE correspondiente al segundo trimestre de 2006 incorpora una leve revisión al alza —de una décima— de las expectativas inflacionistas a corto plazo de estos agentes, aunque las expectativas a más largo plazo permanecen ancladas por debajo del 2%. En todo caso, los distintos indicadores de evolución salarial continúan creciendo a tasas en torno al 2%, por lo que cabe concluir que siguen sin percibirse señales de desencadenamiento de efectos de segunda ronda de la subida de precios del petróleo, esto es, de que los trabajadores estén incorporando ese encarecimiento a sus demandas salariales, lo que eventualmente realimentaría su traslación a los precios finales. No obstante, no cabe descartar que el actual contexto de fortalecimiento de la actividad facilite en alguna medida la propagación de tales efectos.

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente acumulado en el período de 12 meses que concluyó en abril de 2006 fue deficitario en una cuantía de 32,4 mm de euros (en torno al 0,4% del PIB), frente al superávit de magnitud algo inferior al observado un año antes. Esta evolución es, sobre todo, consecuencia de la disminución del saldo positivo de la balanza de bienes, aunque también se observó un pequeño aumento de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias. Por lo que hace referencia a la cuenta financiera, en el período de 12 meses que finalizó en abril de 2006 se registraron entradas netas de inversión en cartera por un importe de 189,6 mm de euros (frente a 51,7 mm un año antes), mientras que las salidas netas en concepto de inversión directa alcanzaron los 122,3 mm (duplicando la magnitud observada en los 12 meses hasta abril de 2005). Como consecuencia, la balanza básica registró un saldo positivo acumulado de 34,9 mm de euros, superior en 10 mm al correspondiente período de 12 meses que finalizó en abril de 2005.

En el ámbito de la política fiscal no se espera que se registren, en 2006, avances en la corrección de los desequilibrios de las finanzas públicas. Así, de acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, el déficit del conjunto del área permanecerá este año en el 2,4% del PIB, cifra coincidente con la observada en el pasado ejercicio (véase cuadro 2). La ausencia de cambios a nivel agregado en la orientación de la política fiscal se ve corroborada por la estimación del saldo primario ajustado de ciclo efectuada por la Comisión, pues el ligero empeoramiento esperado de una décima —hasta el 1% del PIB— se vería explicado por una modesta disminución en el recurso a la utilización de medidas temporales de reducción del déficit. La confirmación de estos resultados ni siquiera permitiría el cumplimiento estricto de los objetivos presupuestarios contenidos en los Programas de Estabilidad, de por sí poco ambiciosos.

De entre los cinco países del área que se encuentran en situación de déficit excesivo, Grecia y Portugal cumplirán en 2006, a tenor de las previsiones de la Comisión, con el compromiso de mejorar al menos en un 0,5% del PIB su saldo estructural (esto es, el saldo ajustado de ciclo y neto de medidas temporales). Francia solamente corregiría su déficit estructural en un 0,4% del PIB, mientras que Alemania satisfaría esta condición solo en el promedio de 2006 y 2007. Por último, en Italia se espera que el requisito sea violado por un amplio margen. No obstante, todos estos países, salvo Alemania, registrarían un déficit superior al proyectado en sus Programas de Estabilidad. En el segundo trimestre del año, la única novedad institucional

	% del PIB				
	2003	2004	2005	2006 (b)	2006 (c)
Bélgica	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,5
Alemania	-4,0	-3,7	-3,3	-3,3	-3,1
Grecia	-5,8	-6,8	-4,4	-2,6	-2,9
España	-0,1	-0,2	1,1	0,9	0,9
Francia	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-3,0
Irlanda	0,2	1,6	1,0	-0,6	0,1
Italia	-3,5	-3,5	-4,3	-3,5	-4,1
Luxemburgo	0,2	-1,1	-1,9	-1,8	-1,8
Holanda	-3,2	-2,1	-0,3	-1,5	-1,2
Austria	-1,7	-1,2	-1,6	-1,7	-2,0
Portugal	-3,0	-3,2	-6,0	-4,6	-5,0
Finlandia	2,4	2,1	2,4	1,6	2,6
PRO MEMORIA: UEM					
Saldo primario	0,3	0,3	0,6	0,7	0,6
Saldo total	-3,1	-2,8	-2,4	-2,3	-2,4
Deuda pública	69,3	69,8	70,8	70,8	70,5

FUENTES: Comisión Europea y Programas de Estabilidad nacionales.

- 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.
- c. Previsiones de primavera de 2006 de la Comisión Europea.

registrada en la aplicación de la vertiente correctiva del Pacto de Estabilidad estuvo relacionada con el desarrollo del Procedimiento de Déficit Excesivo abierto a Portugal. En junio, la Comisión Europea emitió una comunicación en la que juzgaba que las acciones adoptadas por las autoridades de este país —un amplio catálogo de medidas tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos— son coherentes con las recomendaciones formuladas por el Consejo en septiembre de 2005, y en particular que estas acciones deben permitir, en principio, la corrección del déficit excesivo dentro de los plazos estipulados (a más tardar, el año 2008). No obstante, ello está condicionado, entre otros factores, a una pronta plasmación legislativa de todas las medidas correctoras anunciadas. A la luz de la comunicación de la Comisión, el Consejo ECOFIN confirmó que no es necesario, por el momento, activar los siguientes pasos del procedimiento.

Entre el resto de países en situación de déficit excesivo, en Alemania ha continuado el desarrollo del acuerdo de coalición de gobierno de noviembre de 2005, poniéndose de manifiesto en ocasiones las dificultades para alcanzar compromisos entre los socios que integran el ejecutivo. Así, aunque se ha consensuado una reforma del sistema sanitario que entrará en vigor en 2007, existe la percepción de que no se ha avanzado suficientemente hacia los objetivos inicialmente trazados, que incluían el cambio en las fuentes de financiación y la introducción de mayor competencia entre los proveedores de servicios sanitarios. Las dificultades para el control del gasto público en este capítulo son objeto de análisis, desde una perspectiva temporal más amplia para el conjunto del área, en el recuadro 2. Además, en Alemania está en discusión una reforma del Impuesto de Sociedades, que debería entrar en vigor en enero de 2008 y que pretende rebajar el tipo impositivo desde el 39,7% hasta algo menos del 30%. La pérdida de recaudación resultante sería compensada parcialmente con una ampliación de las bases. Por último, el gobierno ha remitido al Parlamento el borrador de presupuestos de 2007

El gasto en sanidad en el conjunto del área del euro alcanzó en el año 2004 el 9,7 % del PIB, ascendiendo la porción correspondiente a las Administraciones Públicas al 74,9 % del total. Estas cifras presentan divergencias entre países, de forma que el gasto total en sanidad en porcentaje del PIB oscila entre el 10,9% de Alemania y el 7,1% de Irlanda, y la proporción del componente público varía entre el 90,5 % de Luxemburgo y el 52,8 % de Grecia (véase gráfico 1). Además de esta disparidad en la participación de las Administraciones Públicas en la financiación del sistema sanitario, las diferencias son aún mayores en cuanto a la intervención en la propia provisión de servicios que, en algunos países, tiene carácter público (de modo que, en particular, la mayor parte de los trabajadores del sector son empleados públicos), mientras que en otros tiene una naturaleza privada. En cualquier caso, el fenómeno, común a otros países de la OCDE, de la fuerte expansión del gasto público en sanidad en proporción del PIB entre 1970 y 2004 (del 4% para la media ponderada de los 11 países del área para los que existen datos para todo el período) justifica su creciente importancia dentro de las discusiones de política económica (véase gráfico 2).

Los factores determinantes de esta evolución del gasto público sanitario son diversos. En primer lugar, el incremento del gasto en esta rúbrica es, en parte, el resultado de las preferencias sociales, según las cuales, por un lado, se ha generalizado en todos los países la cobertura universal y, por otro lado, la demanda de servicios sanitarios parece haber tenido en el pasado naturaleza de «bien de lujo», aumentando más que proporcionalmente con el nivel de renta per cápita. No obstante, la evidencia no es concluyente a este respecto, pues resulta difícil aislar el efecto de la diferente evolución de los deflactores del PIB y del gasto en sanidad. En segundo lugar, aunque en ocasiones las mejoras tecnológicas han originado tratamientos cuyo coste unitario es, en muchos casos, más reducido, el aumento de demanda resultante ha sido tan grande que ha provocado un aumento del coste total. En otros casos, las innovaciones médicas han supuesto un sobrecoste, aunque ha-

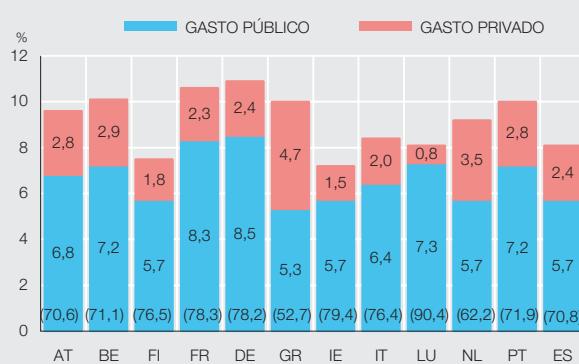
yan generado también una mejora de la calidad de los servicios ofertados.

Otros determinantes de la evolución del gasto sanitario son el resultado de la propia configuración institucional de la provisión y financiación de estos servicios por parte de las Administraciones Públicas, existiendo, por tanto, margen para la intervención de las autoridades a través de reformas del sistema que permitan asignaciones más eficientes (aunque no necesariamente más deseables en términos de equidad). Así, por ejemplo, se ha encontrado evidencia de que el gasto sanitario total tiende a ser mayor en los países en que la participación del sector público es más elevada o en los que se remunera a los profesionales de atención primaria por cada acto médico en lugar de hacerlo mediante un salario o en función del número total de pacientes asignados.

La toma de conciencia acerca de la existencia de incentivos inadecuados ha conducido a los gobiernos a introducir una serie de reformas que frecuentemente no han producido los frutos deseados. Así, en ocasiones, se ha intentado controlar los costes haciendo uso de la capacidad administrativa de las autoridades para la fijación de precios (particularmente, en el caso de los medicamentos). Sin embargo, con frecuencia los proveedores han sido capaces de compensar los efectos de estas medidas mediante la sustitución por otros productos al margen de los controles administrativos. Más efectiva ha sido la introducción de mecanismos de copago por parte de los pacientes, más extendidos en el ámbito farmacéutico que en los de la atención primaria y la medicina hospitalaria.

En varios países del área se han establecido techos al nivel global de gasto o a su tasa de crecimiento, aunque rara vez han sido efectivos, ya sea por su carácter meramente orientativo, o porque no vienen acompañados de mecanismos para que su incumplimiento sea corregido en los años sucesivos. El problema con estas restricciones es que, a menudo, resultan en una merma de las prestaciones y no lo

1 GASTO EN SANIDAD COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2004 (a) (b)

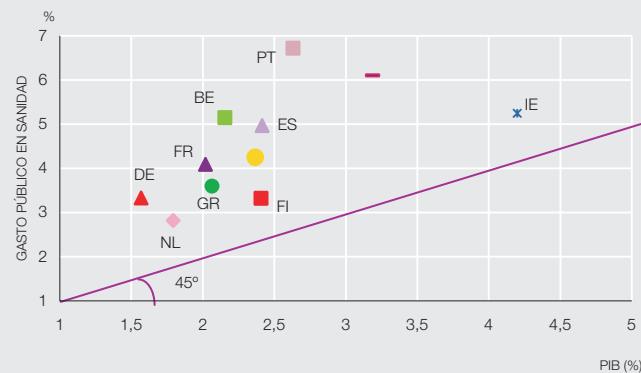


FUENTE: OCDE.

a. Los datos del desglose entre gasto público y privado en Bélgica y Alemania corresponden a 2003. El resto de datos tiene un carácter provisional.

b. El dato que figura entre paréntesis al pie de cada columna representa el porcentaje que supone el gasto público en sanidad sobre el total del gasto en este capítulo.

2 CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL GASTO PÚBLICO EN SANIDAD Y DEL PIB EN TÉMINOS REALES, 1970-2004 (a)



gran modificar su coste unitario. Por este motivo, otras reformas han estado orientadas a tratar de proveer el mismo nivel de servicios a un coste inferior. Así, a modo de ejemplo, en varios países se han tomado medidas para que una mayor proporción de pacientes sea atendida a nivel ambulatorio, dado su menor coste frente a la atención prestada en hospitales.

En cuanto a la evolución que cabe esperar en el futuro, un aspecto interesante está relacionado con el impacto de las tendencias demográficas. En principio, podría pensarse que la propensión al aumento del gasto en sanidad debería verse exacerbada con el envejecimiento de la población, en la medida en que los individuos de mayor edad tienden a presentar un peor estado de salud. Sin embargo, no es obvio si el alargamiento de la esperanza de vida vendrá o no acompañado de un aumento del número de años vividos en un estado de salud deficiente. El informe del Comité de Política Económica de febrero de 2006 acerca de los efectos presupuestarios entre 2004 y 2050 del envejecimiento de la población considera un escenario central en el que se supone que la mitad del número total de años en que se espera que aumente la esperanza de vida serán

vividos en un mal estado de salud. Además, se asume que la elasticidad renta es 1,1 al comienzo del horizonte de proyección, convergiendo linealmente hasta 1 al final del mismo. Dadas estas hipótesis, el informe concluye que el gasto público en sanidad aumentará en un 1,5% del PIB a lo largo del período considerado. Diversas combinaciones de cambios en los supuestos de partida dan lugar a un rango para el incremento total del gasto público comprendido entre el 0,9% y el 2,2% del PIB. En particular, si el número de años vividos con mala salud permaneciera constante, el crecimiento del gasto total se vería aminorado en cuatro décimas con respecto al escenario central.

Esta sensibilidad de los cálculos a los supuestos empleados ilustra las dificultades para proyectar el gasto en sanidad a largo plazo. En todo caso, el aumento puede ser, bajo ciertos escenarios, sustancial, lo que subraya la necesidad de ejercer un mayor control sobre este capítulo de gasto y de mejorar su gestión introduciendo los cambios precisos en los sistemas de sanidad pública para que la provisión de unos niveles adecuados de servicios tenga lugar al menor coste posible.

para su tramitación el próximo otoño. El texto persigue una reducción del déficit federal hasta el 0,9% del PIB, 0,7 pp menos que en los presupuestos de 2006.

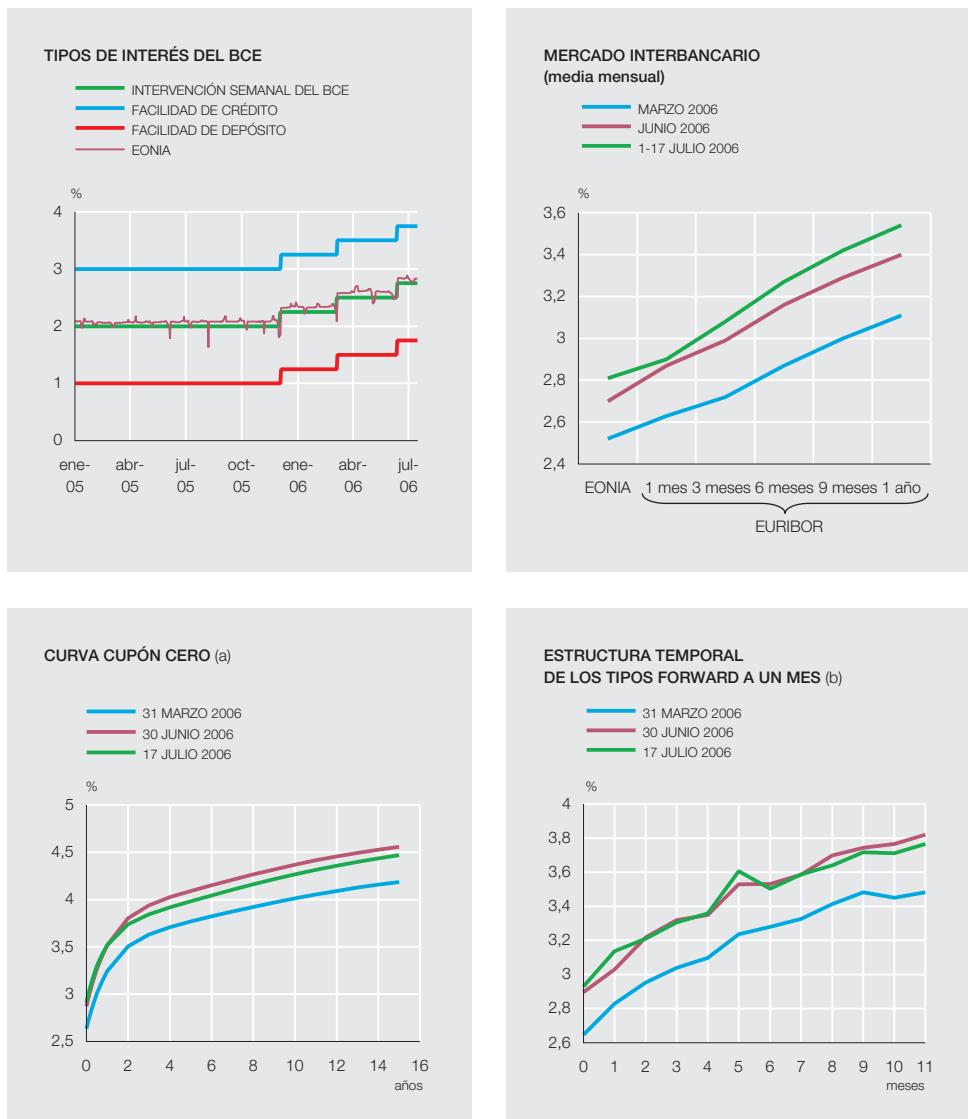
En Italia, el gobierno presentó a comienzos de julio el documento que define sus planes presupuestarios a medio plazo. El texto revisa al alza en medio punto porcentual el objetivo de déficit para este ejercicio, que pasa a ser del 4% del PIB. Para 2007, el gobierno aspira a situar el déficit en el 2,8% del PIB, lo que permitiría cumplir con el plazo fijado en la recomendación del Consejo. Esta meta parece especialmente ambiciosa, toda vez que se ha anunciado que los presupuestos para el próximo año contendrán una rebaja de la imposición sobre las rentas del trabajo y que la heterogeneidad de la coalición de gobierno dificultará alcanzar un consenso acerca de los capítulos de gasto que deben ser recortados. Finalmente, en el caso francés, las autoridades han rebajado en una décima su objetivo de déficit para el presente año, hasta el 2,8% del PIB, a la luz de la evolución de la recaudación impositiva, más favorable de lo previsto inicialmente.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En los meses de abril y mayo, la percepción de que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo permanecían sesgados al alza, en un contexto de fortalecimiento progresivo de la actividad, condujo al Consejo de Gobierno del BCE a anunciar que extendería el seguimiento de la evolución económica, con el fin de asegurar que no se materializaran tales riesgos. Como resultado, en su reunión del 8 de junio decidió aumentar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosystema en 25 pb, hasta el 2,75%. Los tipos de las facilidades de crédito y de depósito aumentaron asimismo en un cuarto de punto, situándose, respectivamente, en el 3,75% y el 1,75% (véase gráfico 12). Con posterioridad, el Consejo de Gobierno indicó, tras su reunión del 6 de julio, que, en un contexto en que la orientación de la política monetaria continúa siendo acomodaticia, una hipotética confirmación de la continuación del crecimiento del producto a ritmos análogos a la tasa de expansión potencial y de persistencia de riesgos

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

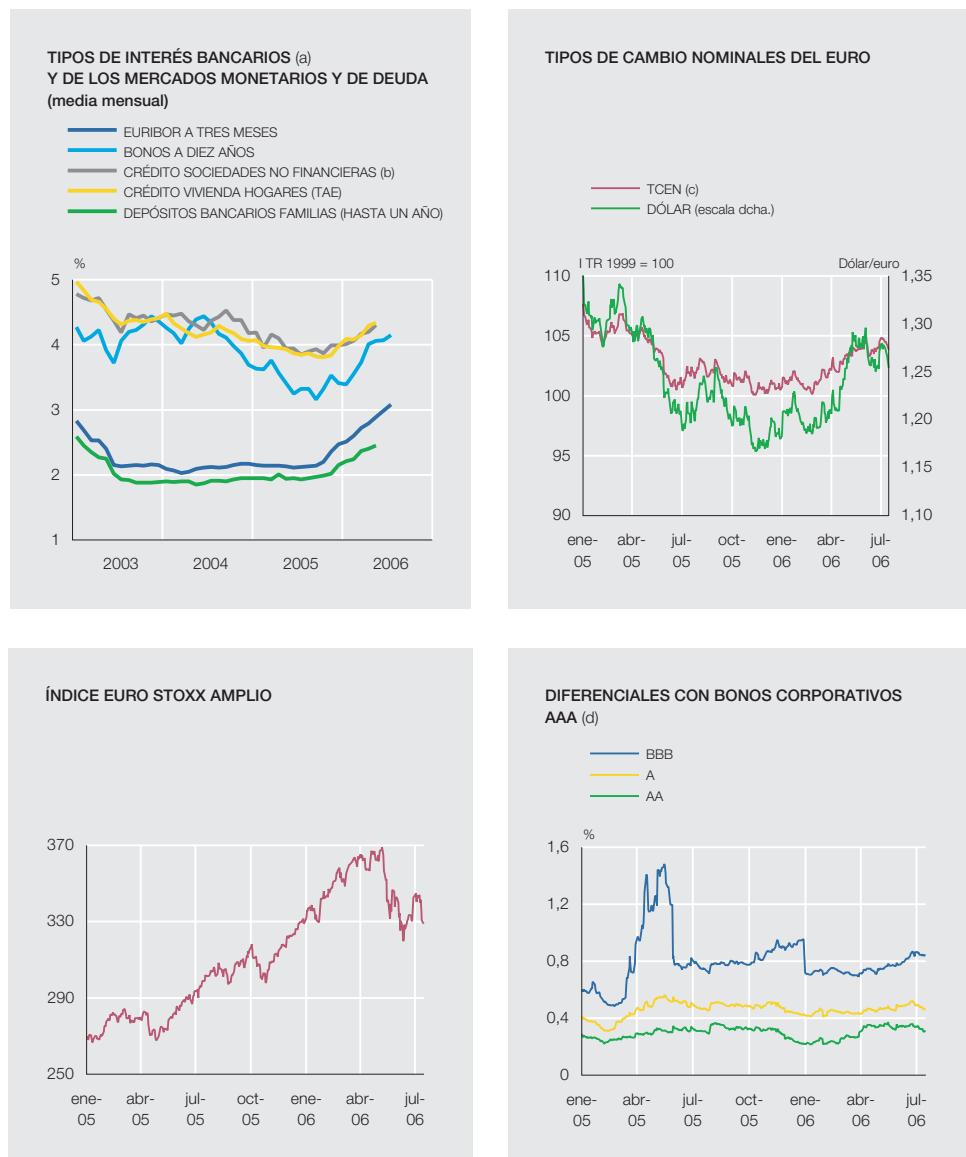


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

para la estabilidad de precios justificaría la retirada gradual del estímulo monetario en un futuro próximo.

Este progresivo cambio de tono de la política monetaria a lo largo del segundo trimestre del año se reflejó en un desplazamiento gradual al alza de la curva de tipos del mercado monetario. Las subidas han sido algo mayores en los plazos más largos, lo que ha resultado en un moderado aumento de la pendiente de la curva que refleja una cierta aceleración en el ritmo esperado de subidas de los tipos de interés para los próximos meses. En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años, que repuntaron con fuerza en los primeros días de abril, mantuvieron esta tendencia con posterioridad, aunque a un ritmo menor (véase gráfico 13). A mediados de julio, los rendimientos a diez años se situaban en torno al 4,1%. En Estados Unidos, los tipos del activo análogo evolucionaron de forma similar en el período considerado, por lo que el diferencial frente al bono a diez años de la UEM permaneció en el entorno de 1,1 pp. Finalmente, según la información disponible hasta mayo, los tipos

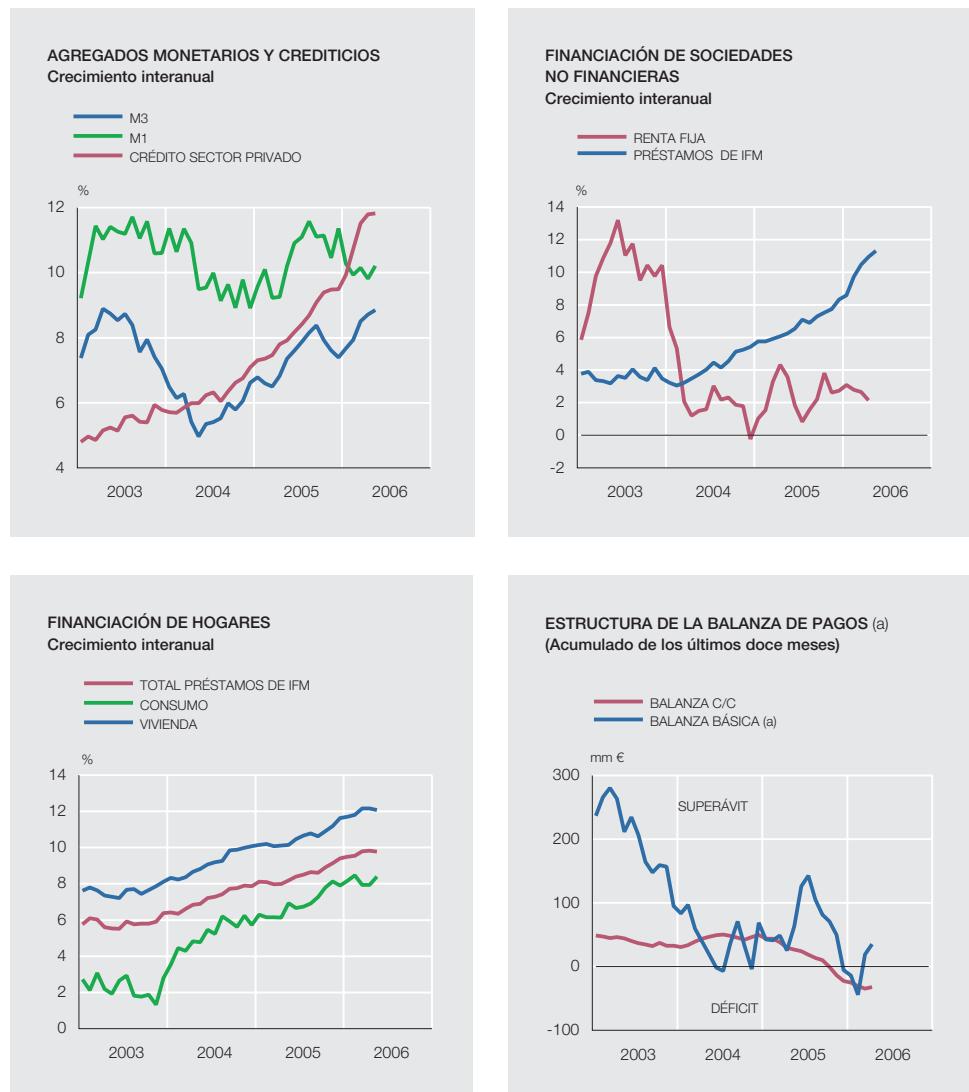


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

de interés aplicados por las entidades de crédito a sus operaciones tanto de pasivo como, sobre todo, de activo continuaron aumentando. Los incrementos fueron, no obstante, algo inferiores en comparación con la evolución observada en los tipos de interés de los mercados financieros.

A lo largo del segundo trimestre del año, el euro tendió a apreciarse frente a las principales monedas, por lo que la evolución del tipo de cambio contribuyó a restar laxitud a las condiciones financieras en el área. La ganancia de valor de la moneda europea, que posiblemente pueda responder, en parte, a la intensificación de las expectativas de aumentos adicionales de los tipos de interés del área, fue más intensa frente al dólar que frente a otras divisas y, en términos efectivos nominales, el tamaño de la apreciación fue de casi un 2%. En los mercados



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.

bursátiles del área, los principales índices alcanzaron, a comienzos de mayo, sus cotas más elevadas desde junio de 2001. Sin embargo, a partir de entonces se desató una severa corrección —acompañada de un incremento de la volatilidad— en el conjunto de bolsas mundiales, cuyo desencadenante aparente fue un aumento de la percepción de riesgo sobre las perspectivas económicas globales. Tras una recuperación transitoria de las cotizaciones, a mediados de julio volvieron a producirse fuertes descensos y, a fecha de cierre de este Boletín, el índice Euro-Stoxx amplio se encuentra casi un 10% por debajo de los máximos de principios de mayo.

En los meses de primavera continuó la aceleración del agregado monetario M3 iniciada al comienzo del año. Así, en mayo la tasa se situó en el 8,9%, ritmo de avance que supera en 1,5 pp al observado al cierre del pasado ejercicio (véase gráfico 14). Esta evolución tuvo su reflejo, por el lado de las contrapartidas, en la senda de expansión del crédito concedido al sector privado, que en los meses de abril y mayo creció a una tasa del 11,8%, esto es, 2,4 pp más que en diciembre. Los préstamos de las instituciones monetarias financieras, que cons-

tituyen cerca del 90% del total del crédito al sector privado, se expandieron en mayo al 11,4%, lo que supone su mayor ritmo de avance desde el inicio de la UEM. Ello refleja el fortalecimiento de la actividad económica, en un contexto en que, a pesar de su progresivo encarecimiento, el coste continúa siendo reducido en términos históricos. Por agentes, cabe destacar el mayor dinamismo de los préstamos a sociedades no financieras, en tanto que los otorgados a las familias no han registrado una aceleración, si bien continuaron mostrando un ritmo elevado de expansión. Entre los mayores países del área, se ha observado un mayor dinamismo del crédito total en Francia e Italia, mientras que, por el contrario, en Alemania las tasas de crecimiento de esta variable han continuado siendo muy reducidas.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el primer trimestre de 2006 el crecimiento del PIB se mantuvo estabilizado en una tasa interanual del 3,5%. En términos intertrimestrales, su avance fue del 0,8%, algo inferior al registrado en los dos trimestres anteriores. En ese período, la demanda nacional continuó desacelerándose, aunque muy ligeramente, mientras que la demanda exterior neta siguió detrayendo 1,5 pp de la expansión del producto. La información disponible para el segundo trimestre apunta hacia un incremento de la tasa de crecimiento interanual del PIB hasta el 3,6%, compatible con un avance del 0,9%, en tasa intertrimestral. En este resultado habrían confluido una moderación adicional de la demanda interna, que prolongó su desaceleración basada en un menor dinamismo del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, y una contribución al crecimiento menos negativa por parte del sector exterior, que ha compensado en exceso el menor avance del gasto interno (véase gráfico 15). La mejora de la contribución del sector exterior se ha producido, a su vez, en un contexto de desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, en relación con los elevados incrementos del primer trimestre, si bien las exportaciones, apoyadas en la recuperación de los mercados exteriores —y europeos en particular—, se han mantenido en tasas de variación superiores a las que se habían registrado en 2005.

La evolución de la actividad por ramas muestra que se ha producido un cierto cambio en la composición del crecimiento, de modo que, en el segundo trimestre, el fuerte dinamismo de los servicios y de la construcción parece haberse estabilizado e, incluso, moderado. En cambio, la recuperación del valor añadido de la industria manufacturera, iniciada en la segunda mitad de 2005, se ha intensificado. Los principales indicadores de empleo relativos al segundo trimestre también reflejan el mantenimiento de tasas de expansión elevadas. En este contexto, se estima que la productividad aparente del trabajo volvió a experimentar una tasa de avance muy moderada (0,3%), que no ha compensado el comportamiento alcista de las remuneraciones, con lo que el crecimiento de los costes laborales unitarios se ha incrementado. Este hecho, junto con el persistente encarecimiento de la energía, ha contribuido al mantenimiento de tasas de inflación elevadas, en un contexto, además, en el que los excedentes de explotación por unidad de producto han continuado expandiéndose. Así, la tasa interanual de crecimiento del IPC se situó en el 3,9% en junio, tras haber alcanzado valores superiores al 4% al inicio del año, al tiempo que la tasa de avance del IPSEBENE ha presentado una trayectoria ascendente desde mediados de 2005, que se estabilizó en el 3% en el segundo trimestre de 2006.

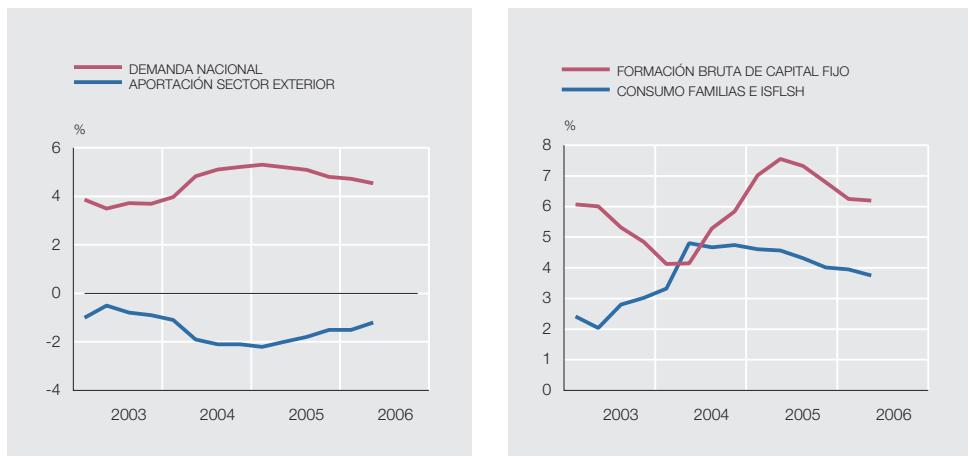
### 4.1 Demanda

En el primer trimestre de 2006, el consumo privado creció un 3,9%, una décima menos que en el cuarto trimestre de 2005, continuando, así, la suave desaceleración que viene registrando desde mediados del pasado año. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre señalan una moderación del crecimiento del consumo privado, cuya intensidad resulta difícil de calibrar debido al efecto del diferente calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006 sobre varios de estos indicadores (véase gráfico 16).

Así, las ventas de automóviles experimentaron una fuerte desaceleración en el segundo trimestre, tras el repunte registrado en el primero. Este mismo perfil se reproduce en el indicador sintético de bienes duraderos, que incluye automóviles y otros bienes duraderos, y en el de bienes, tanto duraderos como no duraderos. Por el contrario, otros indicadores del gasto en bienes de consumo, como el índice de disponibilidades y el de ventas del comercio al por menor, mejoraron en el segundo trimestre, en sintonía con la opinión manifestada por los empresarios del sector en el

## PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

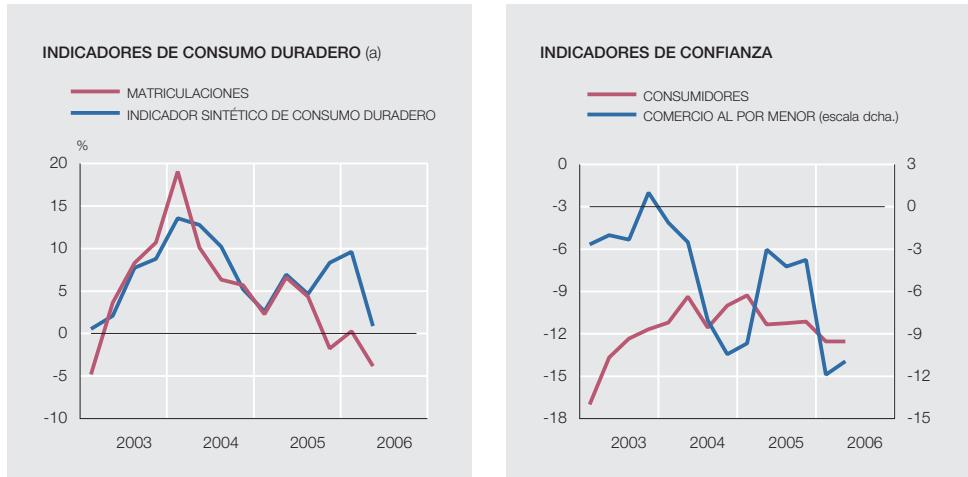
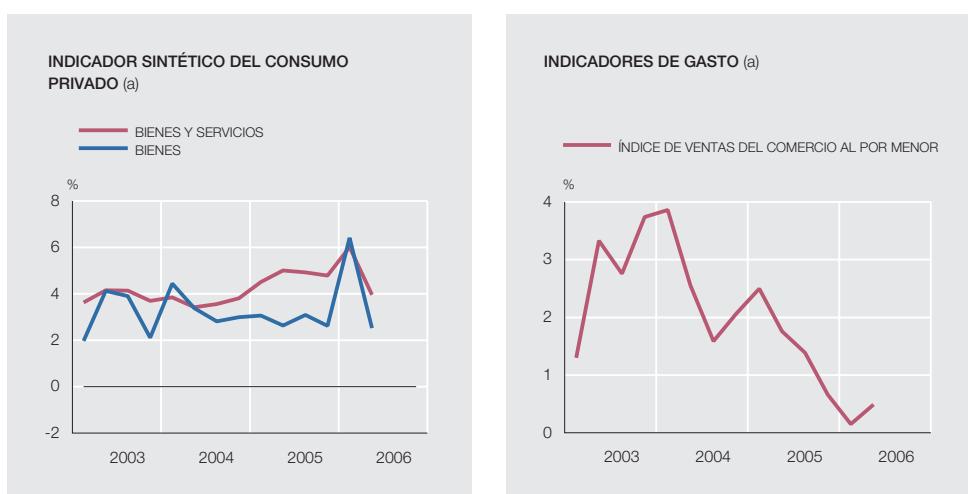


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

## INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 16



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

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

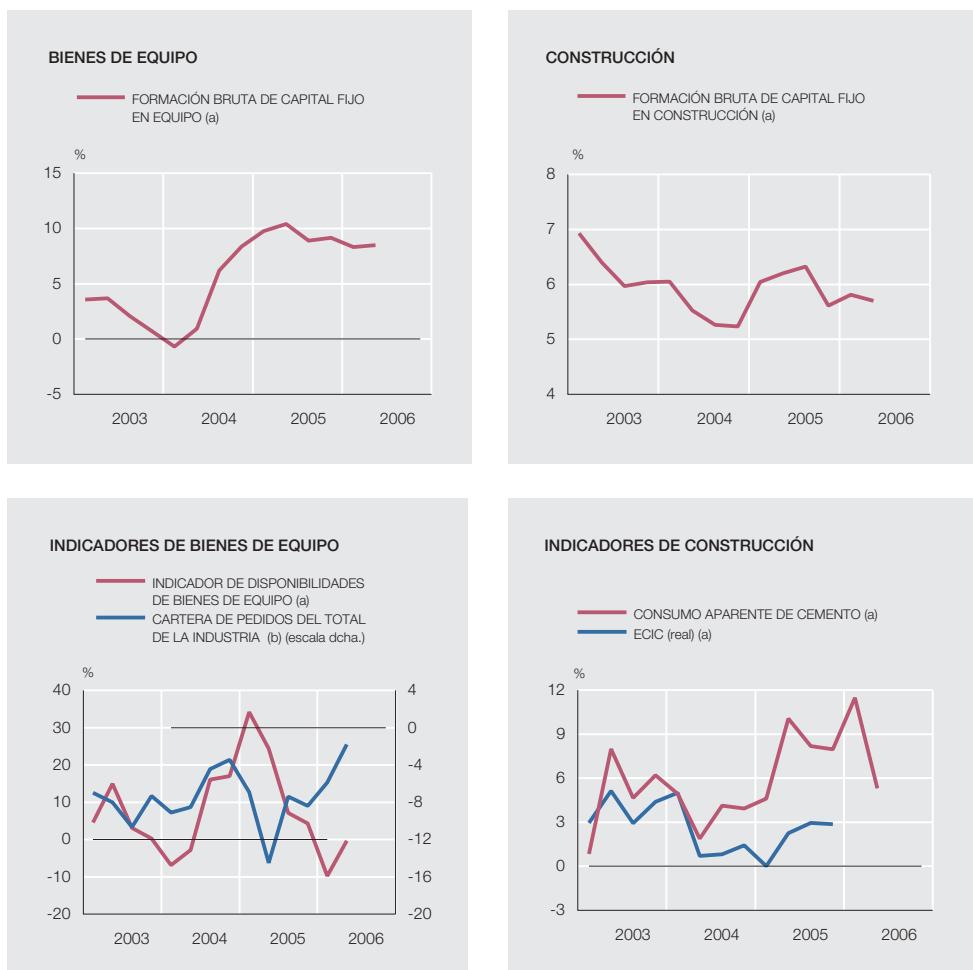
índic平 que publica la Comisión Europea. El indicador sintético de bienes y servicios —que resume gran parte de esta información— registró una desaceleración, exagerada aún por el efecto de la Semana Santa, pero más modesta que la del indicador de bienes, lo que resulta coherente con la información sobre ventas de grandes empresas procedente de la Agencia Tributaria, que sugiere un comportamiento más estable de los servicios de consumo. Por último, la confianza de los consumidores apenas presentó cambios en relación con el primer trimestre del año.

La tendencia hacia un menor ritmo de avance del consumo de las familias que ha caracterizado su evolución reciente viene explicada, por un lado, por un menor crecimiento de la renta disponible, afectada tanto por la erosión de poder adquisitivo que está originando el aumento de la tasa de inflación como por la contribución más negativa de los pagos netos por intereses, debido a la trayectoria ascendente de los tipos de interés. La remuneración de asalariados, en cambio, ha contribuido a una mayor expansión de la renta, como consecuencia del avance del empleo y del mayor incremento salarial. Por otro lado, la riqueza de los hogares, aunque sigue aumentando a ritmos elevados, ha tendido a desacelerarse debido al menor crecimiento del precio de la vivienda. Por último, la subida de los tipos de interés constituye un elemento adicional de contención del consumo presente, en favor del ahorro y del consumo futuro.

En el primer trimestre de 2006, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,7% interanual, cifra similar a la del trimestre anterior. La información disponible, procedente de los datos de ejecución presupuestaria del Estado, apunta a una cierta desaceleración de este componente del gasto en el segundo trimestre relacionada con la evolución de los gastos de personal.

La formación bruta de capital fijo moderó su ritmo de avance en el primer trimestre del presente año hasta una tasa interanual del 6,2%, seis décimas inferior a la cifra del cuarto trimestre de 2005. Esta evolución fue el resultado de una ligera desaceleración en la inversión en bienes de equipo, cuyo crecimiento se situó en el 8,3%, y, sobre todo, de un menor avance de la inversión en otros productos —componente vinculado a la promoción e intermediación inmobiliaria y a la adquisición de software—, cuya tasa interanual se redujo en 2,5 pp. Por el contrario, la inversión en construcción se aceleró dos décimas respecto al trimestre precedente, registrando un crecimiento del 5,8% (véase gráfico 17). La información que proporcionan los indicadores correspondientes al segundo trimestre señala que la formación bruta de capital fijo continuó expandiéndose a una tasa próxima, aunque algo inferior, a la del primer trimestre, como consecuencia de una ligera desaceleración de la inversión en construcción, que no obstante siguió experimentando una notable pujanza, y de la fortaleza del gasto en bienes de equipo, componente que continúa siendo el más dinámico de la demanda interna.

Los indicadores relativos al gasto en bienes de equipo ofrecen un panorama más positivo que en el primer trimestre del año. El indicador de disponibilidades, obtenido con datos todavía incompletos del segundo trimestre, señala un cierto repunte tras la intensa desaceleración registrada al principio del año. La evolución de este indicador en los primeros meses de 2006 es el resultado de un incremento muy significativo de la producción interior de bienes de equipo —cuyo crecimiento acumulado hasta mayo fue del 8%—, que vendría a sustituir a las importaciones de este tipo de bienes como fuente básica de incorporación del nuevo capital productivo, en comparación con la experiencia de los dos años anteriores. Los indicadores de opinión, como el de clima en la industria de bienes de equipo y la confianza del conjunto de la industria, registraron una apreciable mejora en el segundo trimestre, así como la cartera de pedidos. La valoración sobre el nivel de utilización de la capacidad productiva aumentó también en dicho período, mientras que el número de empresas que consideran excesiva su capacidad instalada disminuyó.



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.

La inversión en construcción se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2006, hasta una tasa interanual del 5,8%, tras la ralentización registrada en el último trimestre del pasado año. Este dinamismo fue debido a un repunte de la inversión en vivienda, de 2,3 pp, mientras que el resto de construcciones —obra civil y edificación no residencial— se desaceleraron 2 pp. De acuerdo con la información coyuntural más reciente, la inversión en construcción mantuvo un alto dinamismo en el segundo trimestre, aunque podría haberse desacelerado ligeramente. Todos los indicadores contemporáneos de actividad dieron síntomas de desaceleración en ese período, si bien algunos de ellos, como los de consumos intermedios —producción de materiales de construcción y consumo de cemento—, podrían estar influidos por el calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006. Los indicadores de empleo, como las afiliaciones a la Seguridad Social y el paro registrado, también se moderaron en el segundo trimestre. Por último, las opiniones de los empresarios del sector recogidas en el indicador de confianza de la Comisión Europea empeoraron ligeramente, manteniéndose por debajo de los niveles alcanzados el año pasado.

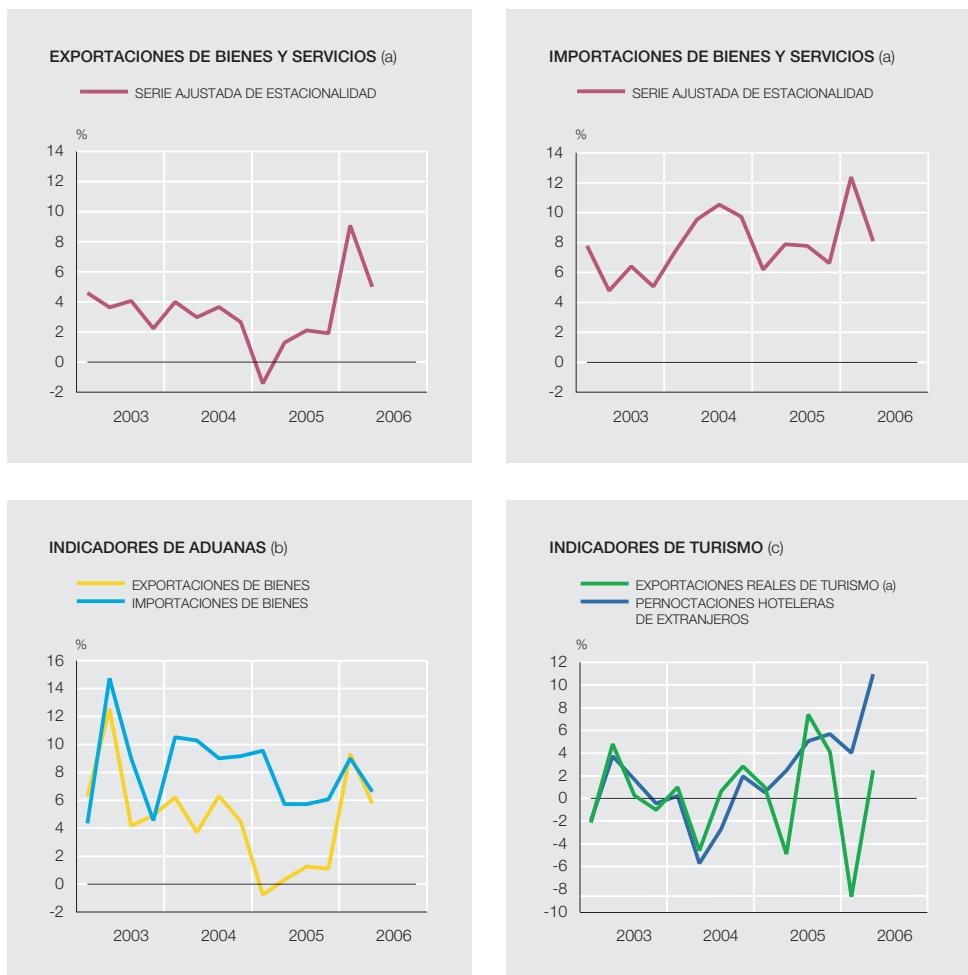
Distinguiendo por tipo de obra, la información de carácter adelantado que proporciona la estadística de visados del Ministerio de Fomento, periodificada de acuerdo con un calendario de ejecución de obra, indica una pauta de desaceleración suave de la inversión en vivienda du-

rante el año 2006, así como el mantenimiento de un ritmo de crecimiento elevado de las iniciaciones de viviendas. La edificación no residencial, por su parte, continúa recuperándose en los primeros meses de 2006, como indica la fuerte expansión de la licitación oficial de este tipo de obra promovida por las AAPP y por las empresas públicas estatales del grupo Fomento (EPEGF) que tuvo lugar en 2005. Los datos más recientes sobre licitación, aunque con un crecimiento menor, mantienen esta tónica, así como la estadística de visados —tanto de obra nueva como en rehabilitación—, si bien en el mes de abril decayeron de forma importante, posiblemente influidos por el efecto de la Semana Santa. Por último, respecto a la obra civil, la licitación oficial de las AAPP, distribuida conforme a un calendario medio de ejecución y deflactada, proyecta un ligero crecimiento en 2006. La obra civil del sector privado ha mantenido su crecimiento en la primera parte de 2006, ya que la desaceleración de los proyectos de las EPEGF ha sido compensada por la mayor licitación de los entes territoriales de las AAPP en régimen de concesión, que también forma parte de la construcción no residencial del sector privado.

Respecto a la situación patrimonial de las empresas, los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) correspondientes al primer trimestre de 2006 indican una aceleración de la actividad de las empresas que integran esta muestra, que ha tenido carácter generalizado, tanto por sectores como por tamaño de las compañías. Este impulso de la actividad empresarial ha venido acompañado de un ligero avance de la rentabilidad del activo neto y de un mantenimiento del coste de la financiación ajena, favoreciendo, con ello, el atractivo de las nuevas inversiones. Asimismo, los indicadores de presión financiera, calculados con datos de la CBT, mantienen niveles favorables, a pesar de haberse deteriorado ligeramente. Cabe matizar, sin embargo, que estos resultados son representativos, principalmente, de la situación de empresas grandes —recogidas en la CBT— y que la situación patrimonial de las empresas más pequeñas puede estar sometida a mayores presiones derivadas del encarecimiento de los recursos ajenos. La evolución de las necesidades de financiación del conjunto de las sociedades no financieras, que se incrementaron notablemente en el primer trimestre de 2006, apunta en ese sentido.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el primer trimestre de 2006, la demanda exterior neta detrajo 1,5 pp al crecimiento del producto, magnitud similar a la del último trimestre de 2005. En ese trimestre, tuvo lugar un importante crecimiento de los flujos comerciales con el exterior que dio lugar a una acusada aceleración de las exportaciones de bienes y servicios, que crecieron un 9,1% en términos reales, acompañada de un fuerte repunte en el crecimiento de las importaciones, que se situó en el 12,4%. La información, aún incompleta, referida al segundo trimestre indica que la aportación de la demanda exterior neta en ese período fue menos contractiva, en un contexto de menor crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones.

Las exportaciones de bienes incrementaron, de forma extraordinaria, su ritmo de avance durante el primer trimestre de 2006, registrando un crecimiento interanual del 12,7%, en términos reales, que refleja, en parte, la comparación con los bajos niveles observados en el mismo período del año anterior (véase gráfico 18). Las cifras más recientes de comercio exterior de Aduanas correspondientes a los meses de abril y mayo —con un aumento del 2,4% en tasa interanual— están distorsionadas por la atonía de las exportaciones en abril, debido a la celebración de la Semana Santa. Si se corrige ese efecto, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes en el segundo trimestre se mantiene por debajo de las tasas tan elevadas de los primeros meses del año, aunque se encuentra significativamente por encima de los ritmos observados en 2005 y muestra una vuelta a ritmos de crecimiento de las ventas al exterior más acordes con el avance del comercio mundial. Por áreas geográficas, el tono más dinámi-



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

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

co durante el segundo trimestre siguió experimentándose en las exportaciones a países distintos de la UEM, en particular, a América Latina. Dentro de la zona del euro, el mercado donde nuestras ventas crecieron a un ritmo mayor fue Italia.

De acuerdo con la CNTR, en el primer trimestre de 2006 las exportaciones reales de servicios turísticos volvieron a disminuir significativamente, registrando una tasa interanual de -8,7%. Los principales indicadores reales de turismo también se debilitaron a principios del ejercicio, aunque a partir de marzo ganaron dinamismo. Así, la información disponible para el segundo trimestre indica que las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros crecieron un 13,1% en ese período, al tiempo que el número de turistas aumentó un 9,5%, claramente superior al crecimiento del turismo mundial, aunque el efecto alcista de la Semana Santa influyó en esos registros. Sin embargo, en abril y mayo continuó reduciéndose el gasto medio por turista, como consecuencia tanto de un descenso del gasto medio diario realizado por los turistas, como de un acortamiento de sus estancias medias, de modo que el gasto total realizado por los turistas se incrementó solo un 5,2%, en términos nominales, según EGATUR. Esta tónica bajista que viene mostrando el gasto medio por turista estaría relacionada con sus nuevos hábitos de comportamiento, que tienden a acortar sus estancias y optan, con mayor

frecuencia, por alojamientos no reglados o por el disfrute de las viviendas en propiedad. Respecto a nuestros principales mercados emisores de turistas, cabe señalar el crecimiento muy moderado del mercado británico, al tiempo que prosigue el dinamismo del turismo francés y el alemán ha tendido a recuperarse.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron un 13,4% en el primer trimestre de 2006, según la CNTR, prolongando la tónica alcista de los últimos trimestres y en línea con la evolución expansiva que mostró el indicador nominal de Balanza de Pagos. En este período, tanto las ventas exteriores de servicios de transporte, como las exportaciones de servicios prestados a las empresas, que constituyen las principales rúbricas, reflejaron una evolución muy positiva, a la vez que se produjeron incrementos sustanciales en los servicios de construcción, financieros e informáticos.

En el primer trimestre de 2006, las importaciones reales de bienes incrementaron su tasa de crecimiento interanual hasta el 11,6%, desde el 5,3% del trimestre precedente. De acuerdo con los datos de Aduanas, este repunte de las importaciones durante el primer trimestre del ejercicio actual se manifestó de forma intensa en las compras de bienes intermedios y de bienes de consumo, influidas por la entrada atípica de una gran cantidad de importaciones textiles en enero. Como ocurría en el caso de las exportaciones de bienes, en el período abril-mayo las compras al exterior se desaceleraron considerablemente, con una tasa interanual en términos reales del 1,8%, muy influida por la atonía del comercio exterior en abril. Asimismo, como se comentó anteriormente para las ventas al exterior, si se corrige del efecto de abril, las importaciones muestran un ritmo de crecimiento en el segundo trimestre inferior al del primero, pero en línea con el registrado en el segundo semestre de 2005. Distinguiendo por tipos de productos, en los meses de abril y mayo, las compras exteriores de energía tuvieron un comportamiento muy expansivo, con un aumento de casi el 10%, así como las importaciones de bienes de consumo duradero. En cambio, las compras de bienes de equipo, que en 2005 y el primer trimestre de 2006 habían sido uno de los componentes con mayores ritmos de expansión, descendieron un 6% en términos reales.

Por último, los datos de la CNTR indican que las importaciones reales de servicios continuaron acelerándose en el primer trimestre de 2006, situándose la tasa de avance interanual en el 15,8%. Esta evolución se explica por el elevado dinamismo que alcanzaron las importaciones reales de servicios no turísticos (16,1%), impulsadas por los servicios de transporte y por los servicios prestados a empresas. Las importaciones reales de servicios turísticos, en cambio, se desaceleraron en el primer trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 14,6%, tras haber mantenido crecimientos superiores al 20% a lo largo del ejercicio anterior.

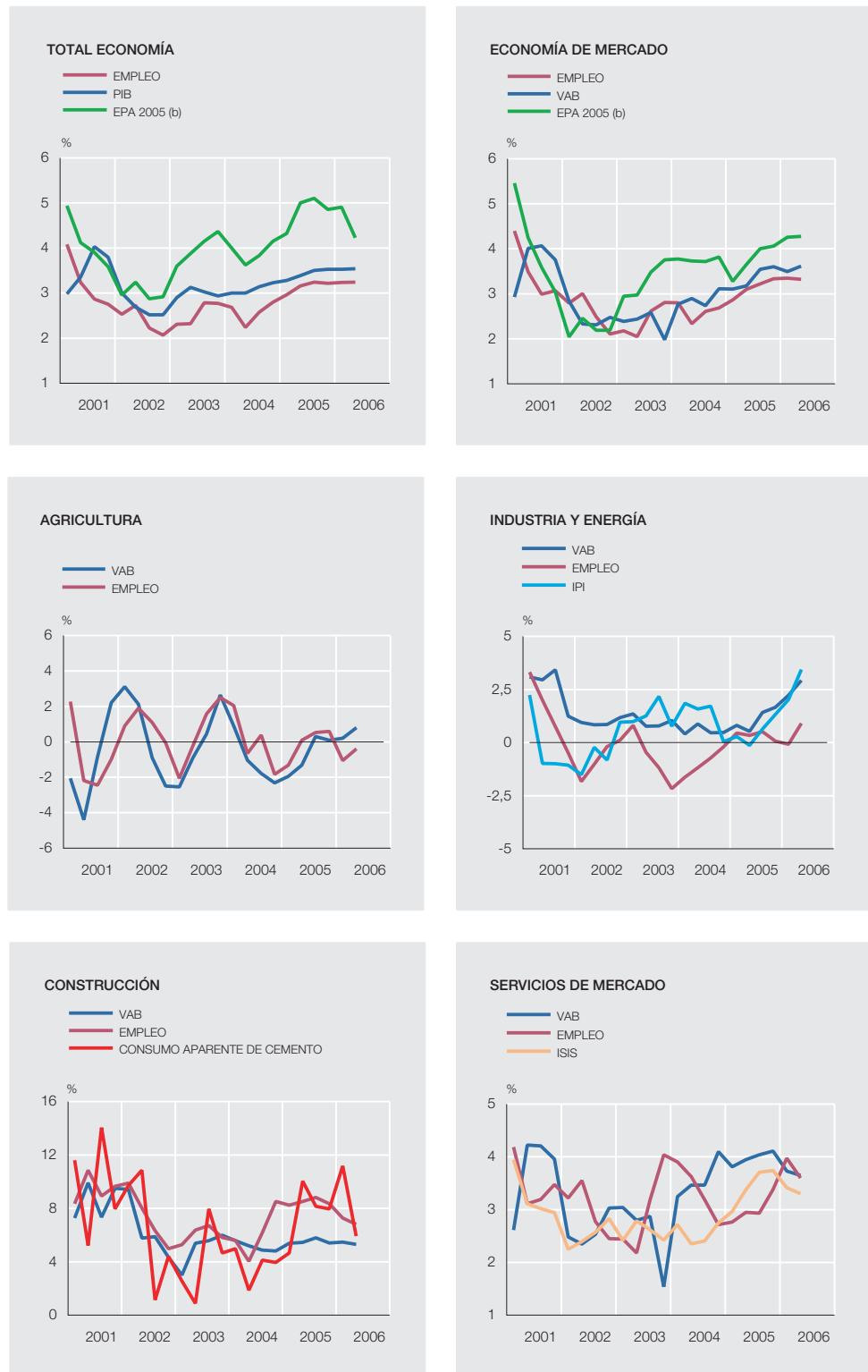
#### **4.2 Producción y empleo**

El valor añadido de la economía de mercado comenzó el año 2006 con un apreciable dinamismo, aunque su tasa interanual (3,5%) fue ligeramente inferior a la observada en el último trimestre del ejercicio anterior. Esta moderada pérdida de vigor fue debida a la desaceleración de la rama de servicios de mercado, que dominó sobre los avances registrados en el resto de ramas de actividad de la economía de mercado y, en particular, sobre la notable mejora del ritmo de expansión de la industria (véase gráfico 19).

La presencia de unas condiciones climatológicas menos desfavorables que las registradas en el año anterior permitió cierto avance, aunque extremadamente moderado, de la actividad de las ramas agraria y pesquera. Según la CNTR, el crecimiento interanual del valor añadido en el primer trimestre del año fue del 0,2%, una décima superior al del trimestre precedente. No obstante, cabe esperar que la actividad de estas ramas muestre un mayor dinamismo en los próximos trimestres, dadas las mejores cosechas que se estiman para algunos cultivos, entre

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 función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

los cuales pueden destacarse, por su elevada magnitud, los cereales, las leguminosas y las frutas.

El conjunto de las ramas industriales y energéticas prolongó durante el primer trimestre de 2006 la recuperación iniciada en los meses centrales de 2005. La tasa interanual alcanzada en los tres primeros meses del año fue del 2,2%, según la CNTR, lo que supone una aceleración de la actividad de 0,5 pp. En este trimestre, el aumento del ritmo de crecimiento del valor añadido se concentró en la industria, ya que la rama energética experimentó una desaceleración de 1,1 pp, hasta el 3,9%. Por el contrario, la tasa interanual de la actividad en las ramas industriales aumentó 0,9 pp, situándose en el 2%, una cifra que no se observaba desde 2001. Este mayor dinamismo se concentró en la producción de bienes de consumo no alimenticios y, sobre todo, en la fabricación de bienes de equipo. De acuerdo con la información coyuntural disponible para el segundo trimestre del año, este proceso de expansión de la actividad industrial ha continuado, incluso de forma más intensa que en los trimestres previos. El índice de producción industrial (IPI) aumentó en torno a un 3,5% en el conjunto de abril y mayo —en términos corregidos de calendario—, frente al crecimiento del 1,9% observado en el primer trimestre de 2006, reflejando un avance en todos los sectores industriales. Asimismo, los indicadores de empleo, en concreto el número de afiliados a la Seguridad Social, mejoraron su comportamiento en el segundo trimestre, aunque más moderadamente. Los indicadores de opinión, como el correspondiente a los gestores de compras de las empresas manufactureras (PMI) y el indicador de confianza de la Comisión Europea, también registraron una evolución favorable en el segundo trimestre.

Según la CNTR, el valor añadido de la rama de la construcción inició el año 2006 con una ligera aceleración de una décima, de forma que su tasa de avance interanual alcanzó el 5,5% en el primer trimestre. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, la fortaleza de este sector estuvo sustentada, fundamentalmente, en la edificación residencial, ya que el resto de la edificación y la obra civil moderaron su ritmo de crecimiento en ese trimestre. La información procedente de los indicadores adelantados y la elevada inercia que caracteriza a esta rama de actividad, consecuencia de los largos períodos de ejecución de sus trabajos, aseguran el mantenimiento de un ritmo de expansión relativamente elevado en el segundo trimestre y en el resto del año. No obstante, como ya se ha mencionado, los indicadores contemporáneos señalan cierta pérdida de dinamismo en la actividad constructora durante el segundo trimestre.

La actividad de los servicios se ralentizó en el primer trimestre de 2006, situándose su tasa interanual en el 3,7%, tres décimas menos que en el cuarto trimestre de 2005, que fue un año caracterizado por una continua, aunque moderada, aceleración de este sector. Esta pérdida de tono se concentró en los servicios de mercado, que se desaceleraron cuatro décimas, situándose su tasa interanual en el 3,7%, mientras que el resto de servicios mostró un ritmo de crecimiento similar al del trimestre precedente. Esta ralentización del valor añadido podría haber continuado en el segundo trimestre de 2006, aunque de forma mucho más tenue, según coinciden en señalar los indicadores coyunturales de actividad real. Tanto el indicador sintético de servicios (ISIS), como el volumen de negocio, en términos reales, de los indicadores de actividad de los servicios (IASS) que elabora el INE, y las ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria —corregidas del efecto del crecimiento de los precios— han experimentado una disminución de su crecimiento en los meses disponibles del segundo trimestre. Sin embargo, la mejora de los indicadores de opinión —índice de gestores de compras (PMI) e índice de confianza del sector de la Comisión Europea— y el elevado dinamismo de las afiliaciones a la Seguridad Social en esta rama indican un ritmo de actividad sostenido en ese período. Entre las ramas terciarias, el sector de hostelería experimentó cierto impulso, según

indican el número de pernoctaciones de turistas en hoteles, el número de afiliados a la Seguridad Social y la cifra de negocios del IASS. El transporte, por su parte, se mostró también algo más dinámico que en el primer trimestre del año, así como los servicios entre empresas. La rama de comercio y reparación, en cambio, continuó siendo la actividad que presenta una situación más desfavorable.

Según las estimaciones de la CNTR, en el primer trimestre de 2006, el proceso de creación de empleo mantuvo el mismo tono de estabilidad de los trimestres más recientes, permaneciendo su ritmo de avance interanual en el 3,2%, por cuarto trimestre consecutivo. Esta evolución, junto con la experimentada por el PIB en el cuarto trimestre de 2005 y el primero de 2006, han determinado un reducido avance de la productividad aparente del trabajo del total de la economía, cifrado en un 0,4%, una décima por encima del registrado en los dos trimestres anteriores. En la economía de mercado la creación de empleo mantuvo el perfil de suave aceleración de los dos últimos años. En este contexto, la desaceleración del valor añadido en el primer trimestre dio lugar a un exiguo avance de la productividad, del 0,1%. Los indicadores coyunturales señalan una prolongación del crecimiento del empleo, en el segundo trimestre, a un ritmo similar al de su evolución reciente.

Así, el crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, una vez descontado el efecto de la regularización de inmigrantes, se situó en el 2,8% en el segundo trimestre del año, 0,1 pp por encima de la cifra del trimestre anterior. Asimismo, la estadística de paro registrado ha vuelto a presentar descensos en el número de desempleados, situándose la variación anual en el -0,6% en el segundo trimestre de 2006, frente a la estabilidad que había mostrado en el período enero-marzo. Finalmente, la información de la EPA correspondiente al segundo trimestre muestra un crecimiento interanual del empleo del 4,2%, que mantiene también un elevado dinamismo, si bien implica una desaceleración respecto al trimestre precedente (4,9%), debida en parte al efecto base derivado del fuerte repunte del empleo registrado en el mismo trimestre de 2005.

Por ramas de actividad, según las estimaciones de la CNTR relativas al primer trimestre de 2006, destacó el dinamismo experimentado por el empleo en la rama de servicios y, más concretamente, en las actividades destinadas al mercado, manteniéndose estable en el resto de los servicios. Así, el incremento interanual del empleo en los servicios de mercado registró un sustancial repunte, hasta situarse en el 4%, seis décimas más que en el trimestre anterior, mientras que, en el resto de servicios, el aumento del empleo fue del 2,7%, similar al del período precedente. Por el contrario, la ocupación en la construcción se desaceleró hasta una tasa de crecimiento interanual del 7,3%, aunque continúa siendo con creces la rama más dinámica en la creación de empleo. En la agricultura y en la industria tuvo lugar un retorno a la destrucción de puestos de trabajo, con unas tasas de variación interanual del -1,1% y -0,1%, respectivamente, con lo que se interrumpió la recuperación del empleo iniciada el trimestre anterior en ambas ramas. Los datos de la EPA referidos al segundo trimestre del año muestran un comportamiento similar del empleo por sectores. En concreto, durante este trimestre el empleo en la agricultura descendió a tasas similares a las del primer trimestre del año (-3%). No obstante, en las ramas industriales se aprecia una tenue recuperación de la ocupación y la tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 0,7%. Por su parte, según esta encuesta, el empleo en la construcción volvió a incrementar su dinamismo, hasta un crecimiento interanual del 7,8%, mientras que en las ramas de servicios la ocupación se desaceleró hasta un crecimiento del 5% (6,3% el trimestre pasado). No obstante, este menor dinamismo se concentró en las ramas de servicios no destinadas al mercado, donde el empleo creció un 4,1%, frente al 6,8% del trimestre anterior. En conjunto, el empleo en la economía de mercado estabilizó su tasa de crecimiento en el 4,3%.

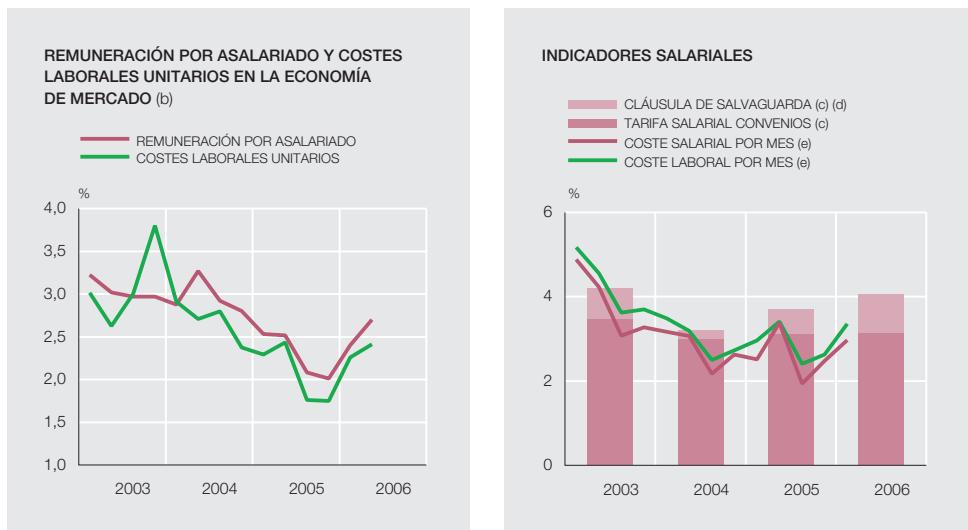
De acuerdo con la CNTR, la estabilidad de la creación de empleo en el primer trimestre del año refleja, principalmente, la evolución del colectivo de asalariados, que creció un 3,6% en tasa interanual, una décima menos que en el trimestre anterior, mientras que el componente no asalariado se recuperó ligeramente, creciendo un 1%. En general, la mayoría de los indicadores económicos coinciden en reflejar un mayor vigor para el empleo asalariado que para el empleo por cuenta propia. Sin embargo, los datos de la EPA del segundo trimestre muestran una desaceleración del empleo asalariado, al registrar un crecimiento interanual del 4,3%, después de crecimientos en torno al 6% en los tres últimos trimestres. Con ello, la tasa de asalarización descendió una décima respecto al trimestre pasado (hasta el 81,8%). Por su parte, en la estadística de afiliaciones, la creación del empleo autónomo continúa mostrando un menor avance que en el caso de los trabajadores por cuenta ajena, una vez descontado el efecto por la regularización de inmigrantes.

La información de la EPA sobre la duración de los contratos en el segundo trimestre de 2006 indica que los asalariados temporales, aunque ralentizaron algo su ritmo de avance interanual, hasta un 7,9%, volvieron a mostrar un comportamiento más dinámico que el empleo indefinido, que se desaceleró 1,2 pp, hasta el 2,6%. Todo ello determinó un nuevo aumento interanual de la ratio de temporalidad, hasta el 34,4%, 1,1 pp por encima de su nivel hace un año. Asimismo, el fuerte dinamismo observado en la contratación al inicio del año, muy superior al del empleo asalariado, dio lugar a cierto repunte de la rotación laboral, tras la relativa estabilidad que caracterizó al año 2005. No obstante, la información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra, en la primera mitad del año, un comportamiento más dinámico de la contratación indefinida, que ha elevado el peso de este tipo de contratos sobre el total hasta el 10,7%, casi 2 pp más que hace un año.

De acuerdo con los datos de la EPA del segundo trimestre de 2006, la contratación a tiempo parcial volvió a mostrar una caída interanual (del 0,6%), como en el trimestre pasado, después de haber registrado crecimientos muy importantes durante el año 2005. Por su parte, el ritmo de avance interanual del número de ocupados a tiempo completo mantuvo un fuerte dinamismo, al situarse en el 4,9%. Como resultado, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial se redujo hasta el 12,2%, seis décimas menos que en el segundo trimestre del año pasado.

La población activa se incrementó un 3,3% en el segundo trimestre del año 2006, tres décimas por debajo del crecimiento registrado el trimestre anterior, pero en línea con los crecimientos medios de los dos últimos años. El dinamismo de la población activa viene explicado por un incremento notable de la tasa de actividad, hasta el 58,3%, 0,9 pp por encima de su nivel en el mismo período del año anterior, y por un crecimiento de la población mayor de 16 años similar al de trimestres anteriores (1,6%). Distinguendo por sexos, el aumento de la población activa fue más intenso en el colectivo femenino (4,6%), que dio lugar a un aumento anual de 1,4 pp en la tasa de participación femenina, que se situó en el 47,9%. Entre los hombres, la población activa aumentó un 2,4%, de modo que su tasa de participación se incrementó 0,4 pp respecto al mismo período del año anterior, alcanzando el 69,1%.

Finalmente, los datos procedentes de la EPA indican que el número de desempleados volvió a descender en el segundo trimestre de 2006, si bien a un ritmo interanual (5,5%) inferior al observado en los últimos trimestres. Respecto al trimestre anterior, el número de parados descendió en 98.800 personas y la tasa de paro se redujo hasta el 8,5%, frente al 9,1% del primer trimestre del año y al 9,3% del mismo trimestre de 2005. La información proporcionada por la estadística de paro registrado indica, nuevamente, un descenso en el número de desempleados en el segundo trimestre.



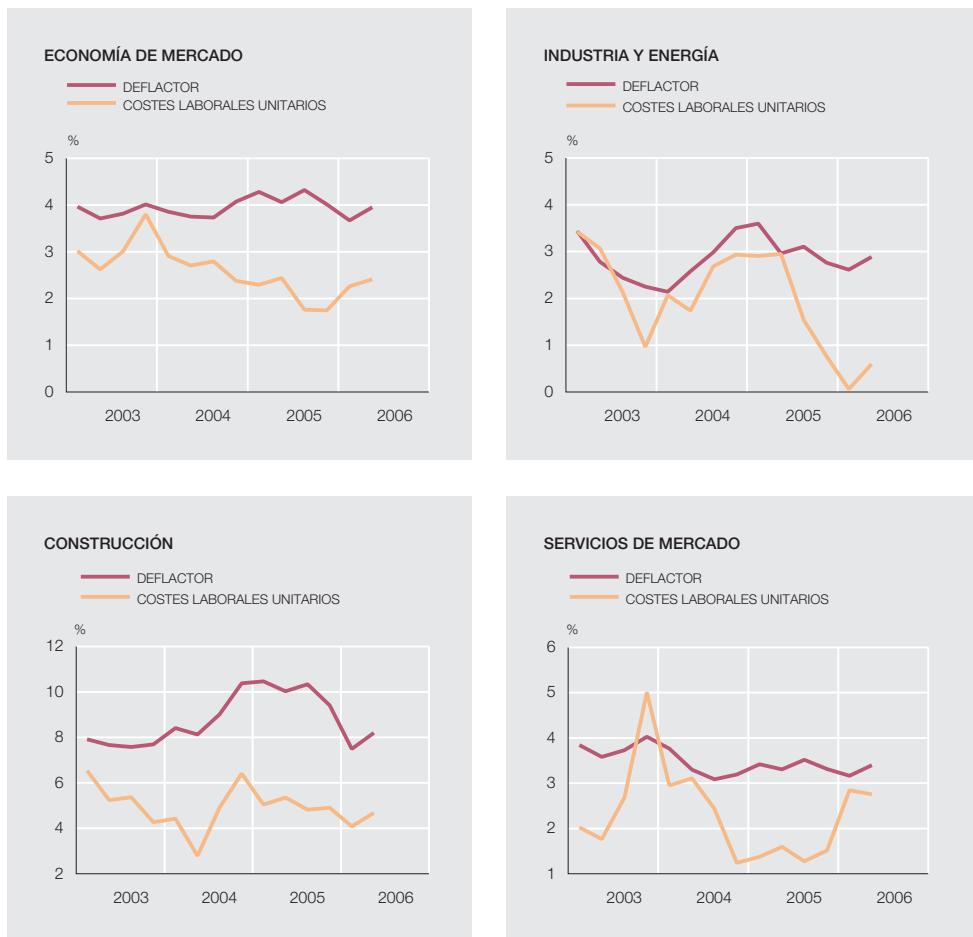
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Información de convenios colectivos hasta junio de 2006.
- d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- e. ETCL.

#### 4.3 Costes y precios

En el primer trimestre de 2006, la remuneración por asalariado incrementó en dos décimas su ritmo de crecimiento anual, hasta situarse en el 2,6%, de acuerdo con la Contabilidad Nacional Trimestral (véase gráfico 20). En la economía de mercado, la aceleración mostró una mayor cuantía, quedando la tasa interanual en el 2,4%, frente al 2% registrado a finales de 2005. Por ramas de actividad, se produjo un incremento generalizado del crecimiento de la remuneración media, con la excepción de la industria, cuyo ritmo de avance interanual permaneció en el 2,4% alcanzado a finales del año anterior. El menor repunte tuvo lugar en la construcción, siendo la agricultura y los servicios los que experimentaron una mayor aceleración. La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) reflejó también un mayor incremento del coste laboral por trabajador y mes, que creció un 3,4%, en tasa interanual, 0,8 pp superior a la tasa del cuarto trimestre de 2005. El componente salarial se aceleró más moderadamente —medio punto—, hasta el 3%, siendo los costes no salariales los que experimentaron el incremento más fuerte de su tasa de variación entre diciembre y marzo.

La información sobre los incrementos de las tarifas salariales pactados en los convenios colectivos en los seis primeros meses de 2006 muestra un aumento salarial del 3,15%, algo superior al pactado el año precedente, antes de considerar el efecto de la cláusula de salvaguarda frente a la inflación. En los convenios revisados, el aumento registrado fue del 3,16%, afectando ya a 6,3 millones de trabajadores, y en los convenios de nueva firma se ha pactado una subida del 3,01%, inferior a la del año anterior, aunque el número de trabajadores cubiertos es todavía reducido. Este desarrollo de la negociación colectiva se sitúa en el límite superior de las recomendaciones salariales implícitas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), prorrogado a finales de enero por los agentes sociales. En el presente año los trabajadores habrán de percibir, también, atrasos correspondientes a 2005 por la aplicación de la cláusula de salvaguarda frente a la inflación, cuyo impacto sobre el crecimiento de la remuneración por asalariado en 2006 se estima en 0,94 pp, por encima de los 0,59 pp del año anterior. La presencia de estas cláusulas en los convenios firmados entre enero y junio de 2006 es del 82%.

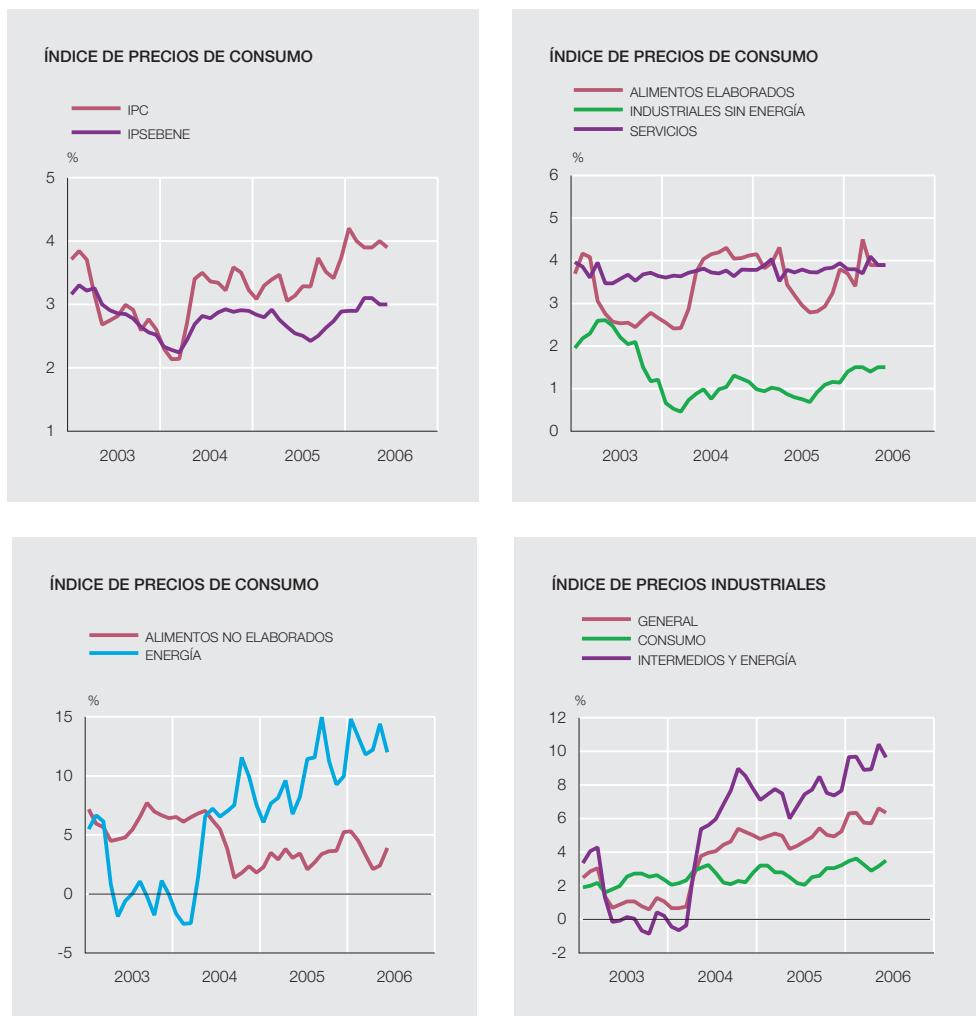


FUENTES: INE y Banco de España.

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

El mayor avance de la remuneración por asalariado en el primer trimestre de 2006, junto con el menor incremento del valor añadido por ocupado, hizo que el coste laboral por unidad de valor añadido aumentara su ritmo de crecimiento interanual hasta el 2,3% para el conjunto de la economía. El deflactor del valor añadido, en cambio, redujo su crecimiento dos décimas, hasta el 3,7%, en tasa interanual, reflejando un comportamiento menos expansivo del excedente por unidad de valor añadido, que continuó aumentando, aunque a un ritmo menor que en el último trimestre de 2005. La evolución en la economía de mercado fue similar, con mayores costes laborales y una desaceleración algo más intensa de los precios.

El menor ritmo de avance del deflactor del valor añadido en el primer trimestre fue el resultado de una desaceleración del deflactor en todas las ramas, con la excepción de la agricultura (véase gráfico 21). La reducción del crecimiento de los precios fue especialmente intensa en la construcción, si bien continuó siendo la actividad con crecimientos más elevados. La aceleración de los costes laborales unitarios se debió al fuerte repunte que experimentaron en los servicios de mercado, reduciéndose la tasa de avance en el resto de las ramas. Como resultado de estas diferencias, los excedentes continuaron ampliándose en todas las ramas de actividad, aunque con ritmos distintos. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento, manteniéndose el crecimiento de los deflactores por encima del de los costes laborales unitarios, a pesar del incremento previsto en la evolución de la remuneración por asalariado.



FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

En el primer trimestre de 2006, la tasa interanual del deflactor de la demanda final aumentó dos décimas, hasta el 4,5%, impulsada por el notable incremento del deflactor de las importaciones, cuya tasa alcanzó el 5%, frente a un 4,3% en el trimestre anterior. El mayor ritmo de crecimiento de los precios de la energía importada explica, en gran parte, esta aceleración del deflactor de las importaciones. Aunque el tipo de cambio del euro frente al dólar permaneció prácticamente estable en los primeros meses del año, el precio del petróleo volvió a repuntar en ese período, tras la moderación registrada en el último trimestre de 2005. El deflactor del PIB fue algo menos expansivo, ya que se desaceleró una décima, situándose su tasa interanual en el 4,3%. Por el lado del gasto, tanto el deflactor del consumo privado, que aumentó tres décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 4,1%, como el de la formación bruta de capital fijo, que lo hizo solo en una décima, incrementaron su ritmo de avance. Por el contrario, el crecimiento del deflactor de las exportaciones continuó reduciéndose en el primer trimestre de 2006, situándose en el 4,3%.

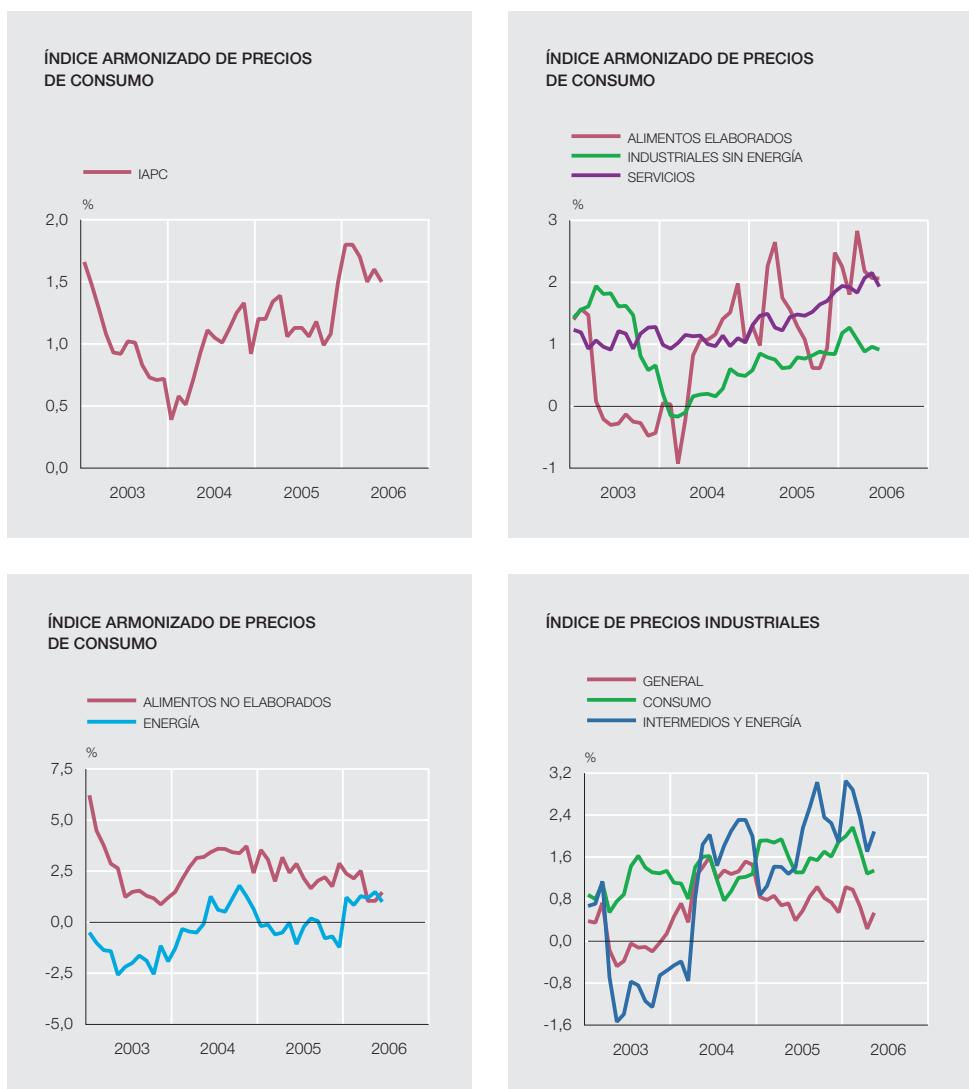
En el primer trimestre del año, los precios de consumo se aceleraron de forma similar al deflactor de consumo privado y alcanzaron un ritmo de crecimiento interanual del 4,1%, cifra no registrada desde finales de 2002. En el período abril-junio, en cambio, los precios de consumo

se han desacelerado una décima, mientras que el IPSEBENE mantuvo su tasa en el 3% (véase gráfico 22). En el segundo trimestre, el componente más inflacionista volvió a ser, de nuevo, el energético, que aumentó a un ritmo interanual del 12,9%, cuatro décimas inferior al valor del primer trimestre. El encarecimiento del petróleo a lo largo de este período y el incremento del precio de la bombona de butano en abril fueron los principales factores que explican el mantenimiento de esa tasa tan elevada. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 1,4% en el segundo trimestre del año, cifra similar a la registrada en el primer trimestre.

Entre los componentes que integran el IPSEBENE, el crecimiento medio de los precios de los alimentos elaborados fue un 3,9% en el segundo trimestre, el mismo valor registrado en el trimestre anterior. En el período abril-junio comenzó a disminuir el precio del aceite, tras los aumentos sucesivos registrados desde el mes de septiembre del pasado año, y, por el contrario, se aceleraron los precios de las bebidas alcohólicas. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron de forma sustancial en el segundo trimestre, registrando un crecimiento interanual medio del 2,8%, frente al 4,3% del primer trimestre. En el período abril-junio, tanto los precios de la carne de ave, como los de las frutas y de las hortalizas redujeron considerablemente su ritmo de variación, situándolo en tasas negativas, mientras que los precios de la carne de vacuno, del pescado y de las patatas aumentaban su ritmo de crecimiento interanual. Por último, los precios de los servicios se aceleraron dos décimas en el segundo trimestre, hasta una tasa interanual media del 4%. El aspecto más destacado fue el repunte de las tasas de crecimiento en las partidas relacionadas con el turismo en abril, debido a la celebración de la Semana Santa en distinto mes que en 2005. Los restantes componentes del agregado de servicios mantuvieron comportamientos similares a los del primer trimestre.

La inflación en España, medida por el IAPC, se redujo una décima en el segundo trimestre del año, situándose en el 4%. Por el contrario, en el conjunto de la UEM la inflación aumentó dos décimas, alcanzando el 2,5% en el segundo trimestre. Por consiguiente, el diferencial se estrechó hasta 1,5 pp, tras el máximo de 1,8 pp alcanzado el trimestre anterior (véase gráfico 23). No obstante, el diferencial de los servicios se amplió ligeramente debido a la aceleración provocada por el efecto de la Semana Santa, que resultó más intensa en España que en la zona del euro. En cambio, el diferencial del componente de alimentos no elaborados disminuyó sustancialmente, debido al descenso de las tasas registrado en España. En el caso de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos, la reducción del diferencial tuvo lugar como consecuencia del mayor dinamismo de los precios de esos bienes en la UEM. Por último, los precios energéticos se han desacelerado de forma casi similar en ambas zonas, habiéndose ampliado ligeramente el diferencial.

La tasa de crecimiento del índice de precios industriales (IPRI) presenta una tendencia creciente desde hace algo más de dos años. De acuerdo con la información disponible, el crecimiento interanual del índice alcanzó un 6,1% en el primer trimestre de 2006, incrementándose hasta el 6,2% en el promedio del segundo trimestre, aunque con oscilaciones. Los precios de producción de la energía han continuado siendo el componente más inflacionista, si bien han disminuido su ritmo de crecimiento en relación con el primer trimestre, hasta una tasa interanual del 14,6% en junio. Entre los restantes componentes del IPRI, los precios de fabricación de bienes intermedios han registrado una aceleración, alcanzando una tasa interanual del 6,7% en el último mes. Los precios de producción de bienes de equipo y de bienes de consumo se mantienen en tasas algo superiores al 2% y 3%, respectivamente. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores redujeron su ritmo de variación, regis-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

trando tasas negativas en los meses de marzo y abril, debido al acusado descenso de los precios de las frutas, las hortalizas y la carne de ave. Por último, el ritmo de avance interanual de los precios hoteleros se situó en junio en el 2,3%, cerrando el trimestre con un aumento del 2,7%.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de junio del año corriente muestran un superávit de 2.555 millones de euros (un 0,3% del PIB), que contrasta con el déficit de 1.194 millones (0,1% del PIB) registrado en el mismo período del año anterior. Esta evolución se debió a la fortaleza de los impuestos, que impulsaron el crecimiento de los recursos hasta el 13,7%, mientras que los empleos aumentaron solo el 6,7% en el período considerado (véase cuadro 3). Asimismo, el saldo de caja no financiero muestra una notable mejora con respecto a la primera mitad del año 2005. Así, siguiendo el criterio de caja, el Estado registró un superávit de 1.153 millones de euros, frente al déficit de 3.503 millones de igual período del año anterior. En este contexto, aunque se espera una aceleración de los pagos en la segunda parte del año, la fortaleza mostrada por los impuestos en

	Liquidación							
	Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Presupuesto inicial 2006	Variación porcentual 2006/2005	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2006/2005	Liquidación		
						2005 ENE-JUN	2006 ENE-JUN	Variación porcentual 2006/2005
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	128.777	12,2	128.591	-0,1	7,2	55.775	61.315	9,9
Impuestos directos	70.665	20,4	72.036	1,9	10,0	23.592	27.130	15,0
IRPF	35.953	18,2	37.992	5,7	9,5	16.572	18.593	12,2
Sociedades	32.496	24,9	31.681	-2,5	4,9	6.011	7.293	21,3
Otros (a)	2.215	-1,3	2.363	6,7	30,2	1.009	1.244	23,3
Impuestos indirectos	44.618	7,9	45.302	1,5	8,8	25.418	28.542	12,3
IVA	32.009	10,0	31.438	-1,8	10,4	19.320	22.334	15,6
Especiales	9.795	0,5	10.903	11,3	-0,1	4.733	4.710	-0,5
Otros (b)	2.813	12,9	2.961	5,3	9,4	1.366	1.498	9,7
Otros ingresos	13.494	-8,7	11.253	-16,6	-13,2	6.764	5.643	-16,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	122.755	7,0	133.951	9,1	-3,0	59.278	60.162	1,5
Personal	20.677	6,1	22.124	7,0	10,1	10.217	10.999	7,7
Compras	3.388	-3,5	3.069	-9,4	5,9	1.582	1.640	3,7
Intereses	17.831	6,4	17.443	-2,2	-23,4	9.257	7.484	-19,2
Transferencias corrientes	64.541	5,8	70.968	10,0	5,2	31.345	33.207	5,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	2.873	...	...	...	...	...
Inversiones reales	8.978	26,4	9.338	4,0	-12,2	3.709	3.889	4,8
Transferencias de capital	7.341	6,8	8.134	10,8	-9,8	3.169	2.944	-7,1
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	6.022	...	-5.360	...	...	-3.503	1.153	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	126.811	11,9	127.817	0,8	10,2	54.972	62.500	13,7
Empleos no financieros	123.550	0,7	131.775	6,7	5,9	56.166	59.942	6,7
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>								
	3.261	...	-3.958	...	...	-1.194	2.558	...
(en porcentaje del PIB)	0,4	...	-0,4	...	...	-0,1	0,3	...

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.

comparación con el presupuesto apunta a un cierre del año mejor de lo previsto inicialmente. En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, véase recuadro 3.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron un 9,9% hasta junio, por el dinamismo de las principales figuras impositivas, lo que marca una clara diferencia con la ligera caída del 0,1% para el conjunto del año a la que apuntaba la información presupuestaria en comparación con la liquidación del año anterior. El IRPF se aceleró en el segundo trimestre, hasta alcanzar un crecimiento del 12,2%, sostenido por los elevados ingresos por retenciones de capital mobiliario (una tasa interanual del 18,9%) y de ganancias en fondos de inversión (un 36,5% de aumento) y por un crecimiento del 9,9% en las retenciones sobre el trabajo. El impuesto sobre sociedades, por su parte, tras el primer pago a cuenta del año (en abril), registró crecimientos por encima del 20%. Los impuestos indirectos también se aceleraron notablemente en el segundo trimestre debido a la evolución del IVA, aunque se han incrementado notablemente las solicitudes de devolución en este impuesto, lo que podría llevar a una desaceleración de los ingresos en los próximos meses. La

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 8.432 millones de euros hasta abril de 2006, superior en 944 millones de euros (un 12,6%) al registrado en el mismo período del año precedente, con un crecimiento del 9,1% en los ingresos y del 8% en los pagos (véase cuadro adjunto). Destaca el crecimiento de la rúbrica de Otros ingresos no financieros, que, a pesar de ser una partida pequeña, presenta una tasa de crecimiento del 45,7%, debido al incremento de los rendimientos del Fondo de Reserva.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 8,6% hasta abril. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 5,1% hasta junio de 2006. Ahora bien, si se descontaran las 504.404 altas de trabajadores extranjeros producidas hasta finales de mes de junio como consecuencia del proceso de regularización, el crecimiento del número de afiliados en el primer semestre de 2006 se situaría en el 2,7%, ligeramente por debajo de la tasa registrada en el conjunto del año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 7,7% hasta abril, ligeramente por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas mantiene un ritmo de crecimiento elevado, del 2,6% hasta ese mes, muy superior al registrado en el conjunto del año anterior (un 1,3%), debido, en parte, al efecto del reconocimiento de la compatibilidad de las pen-

siones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad<sup>1</sup>. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal aumentó un 6,2% en este primer cuatrimestre, muy por debajo de la previsión presupuestaria.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información se recibe con más retraso, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 9% hasta febrero, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 10% en los dos primeros meses de 2006, también por encima de la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,6% hasta abril (nivel similar al incremento del 6,7% registrado en el conjunto del año 2005), y el número de beneficiarios creció un 4%. Dicha evolución se produjo, a su vez, como resultado de sus dos principales determinantes: por un lado, la caída del paro registrado, de un 1,4% en tasa interanual en abril de 2006, frente a la caída del 1,1% en el conjunto del año anterior, y, por otro lado, el aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 62% hasta abril de 2006, por encima del nivel con que terminó 2005 (que fue el 60,7%).

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

#### SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL (a)

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

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

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2005	2006	% variación	2005	2006	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6 = 5/4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	90.040	97.547	8,3	30.917	33.739	9,1
1.1 Cotizaciones sociales (c)	83.915	90.625	8,0	28.840	31.317	8,6
1.2 Transferencias corrientes	4.874	5.295	8,6	1.646	1.794	9,0
1.3 Otros (d)	1.251	1.628	30,1	431	628	45,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	84.100	90.562	7,7	23.429	25.307	8,0
2.1 Personal	1.998	2.165	8,4	647	676	4,4
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.566	1.733	10,7	417	487	16,6
2.3 Transferencias corrientes	80.060	86.133	7,6	22.328	24.115	8,0
Prestaciones	80.059	86.131	7,6	22.328	24.115	8,0
Pensiones contributivas	68.905	73.832	7,2	19.234	20.720	7,7
Incapacidad temporal	5.925	6.656	12,3	1.686	1.790	6,2
Resto	5.229	5.644	7,9	1.409	1.605	13,9
2.4 Otros (e)	476	530	11,4	36	29	-18,7
3 SALDO NO FINANCIERO	5.940	6.986	17,6	7.488	8.432	12,6

FUENTES: Ministerios de Economía y 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 abril de 2006.

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.

		Millones de euros	
		ENERO-ABRIL	
		2005	2006
INGRESOS	Cuenta corriente	83.729	92.039
	<i>Mercancías</i>	50.274	56.118
	<i>Servicios</i>	20.377	21.793
	– Turismo	9.178	8.790
	– Otros servicios	11.200	13.003
	<i>Rentas</i>	9.108	9.927
	<i>Transferencias corrientes</i>	3.970	4.201
	Cuenta de capital	1.671	1.585
	Cuentas corriente + capital	85.400	93.624
PAGOS	Cuenta corriente	107.171	124.134
	<i>Mercancías</i>	70.730	81.106
	<i>Servicios</i>	15.911	19.744
	– Turismo	3.370	3.893
	– Otros servicios	12.541	15.850
	<i>Rentas</i>	13.795	15.981
	<i>Transferencias corrientes</i>	6.736	7.304
	Cuenta de capital	249	606
	Cuentas corriente + capital	107.420	124.740
SALDOS	Cuenta corriente	-23.442	-32.095
	<i>Mercancías</i>	-20.456	-24.988
	<i>Servicios</i>	4.467	2.050
	– Turismo	5.808	4.897
	– Otros servicios	-1.341	-2.847
	<i>Rentas</i>	-4.687	-6.054
	<i>Transferencias corrientes</i>	-2.767	-3.103
	Cuenta de capital	1.422	979
	Cuentas corriente + capital	-22.020	-31.116

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

recaudación proporcionada por los impuestos especiales, sin embargo, estuvo prácticamente estancada a lo largo de la primera parte del año por la moderación en el consumo de los bienes gravados por los dos principales impuestos (hidrocarburos y labores del tabaco). Por lo que respecta a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, la aceleración en el ritmo de caída del segundo trimestre estuvo determinada por los menores ingresos por diferencias entre valores de reembolso y emisión de deuda pública, y por un mayor retraso en la recepción de Fondos procedentes de la Unión Europea, que tienen un comportamiento errático.

Los pagos de caja se aceleraron durante el segundo trimestre, aunque todavía registraron una tasa de variación muy por debajo de lo presupuestado, a pesar de estar ya a mediados de año. Esto se debió a los pagos por intereses, que están muy condicionados por el calendario de vencimiento de la deuda pública, y a los pagos por transferencias (tanto las corrientes como las de capital). En ambos casos, cabe esperar que su evolución se acerque paulatinamente en los próximos meses a las tasas de variación presupuestadas. Por otra parte, en el resto de capítulos no se observan desbordamientos notables en los pagos, lo que es, hasta cierto punto, previsible, dado que el total de pagos está sujeto al límite establecido de acuerdo con la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

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

En los cuatro primeros meses de 2006, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 31.116 millones de euros, un 41,3% superior al contabilizado en igual período del año anterior. En este cuatrimestre, el déficit por cuenta corriente reflejó una notable ampliación (36,9%), alcanzando un valor de 32.095 millones de euros, a la vez que descendía el superávit por operaciones de capital (-31,2%), que se situó en 979 millones de euros. Dentro de las operaciones corrientes, se produjo un deterioro generalizado en los saldos de las principales partidas, que resultó especialmente intenso en el caso del déficit comercial. Tanto el superávit de servicios como el desequilibrio de rentas empeoraron, y, en menor medida, las transferencias corrientes netas.

En el primer cuatrimestre de 2006, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 4.533 millones de euros sobre idéntico período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 24.988 millones de euros; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 22,2%, prolongando la tónica de fuerte deterioro de los dos ejercicios anteriores. A pesar de la extraordinaria recuperación de los flujos reales de exportación en este período, el aumento del ritmo de avance de las importaciones reales y el fuerte empeoramiento de la relación real de intercambio —debido al encarecimiento del crudo— propiciaron esta desfavorable evolución del desequilibrio nominal. No obstante, desde la segunda mitad del año anterior, el desequilibrio del comercio no energético se ha deteriorado de forma más moderada, mientras que el déficit energético continúa creciendo a tasas muy abultadas, como consecuencia del persistente aumento de los precios de importación de la energía.

La balanza de servicios se saldó con un superávit de 2.050 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2006, inferior en 2.417 millones al contabilizado en iguales fechas del año anterior. Este fuerte empeoramiento se explica por el descenso de 910 millones de euros que experimentó el superávit turístico y, en mayor medida, por el aumento del déficit de servicios no turísticos, que se incrementó en 1.507 millones de euros. Los ingresos turísticos descendieron un 4,2% en el período enero-abril, en términos nominales, prolongando el comportamiento negativo que iniciaron en el último mes de 2005. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 15,5% en el primer cuatrimestre de 2006, lo que supone una desaceleración respecto al fuerte dinamismo de los dos años anteriores. Esta evolución de ingresos y pagos se tradujo en un descenso del 15,7% del superávit turístico.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una importante ampliación en el conjunto de los cuatro primeros meses de 2006, hasta situarse en -6.054 millones de euros, lo que supone un deterioro de 1.367 millones de este saldo negativo en relación con el observado en idénticas fechas del año precedente. Los ingresos crecieron un 9% en este período —destacando el fuerte impulso que adquirieron los correspondientes al sector financiero—, mientras que los pagos registraban un avance superior, del 15,8%, como resultado del fuerte incremento que experimentaron los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias y, en mayor medida, por el sector privado no financiero, habiendo descendido los pagos efectuados por las AAPP.

La balanza de transferencias corrientes acumuló, hasta abril, un déficit de 3.103 millones de euros, superior en 336 millones al déficit registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se incrementaron solo un 5,8%, ya que retrocedió una de sus principales partidas, los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, mientras que las transferencias comunitarias del Fondo Social Europeo mostraron una evolución favorable. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo algo superior, un 8,4%, como resultado de un fuerte aumento de los pagos por remesas de emigrantes y del incremento de los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones del Recurso IVA y de Recursos propios tradicionales.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 979 millones de euros en el conjunto de los cuatro primeros meses del ejercicio actual, registrando un descenso de 443 millones de euros en relación con igual período del año anterior. Este deterioro se debe, en parte, al retroceso que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER —aunque es frecuente que se produzcan retrasos en los primeros meses del año—, y ello a pesar de la evolución positiva que mostraron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión. Además, los pagos registraron un notable incremento, especialmente las transferencias de capital realizadas por el sector privado.

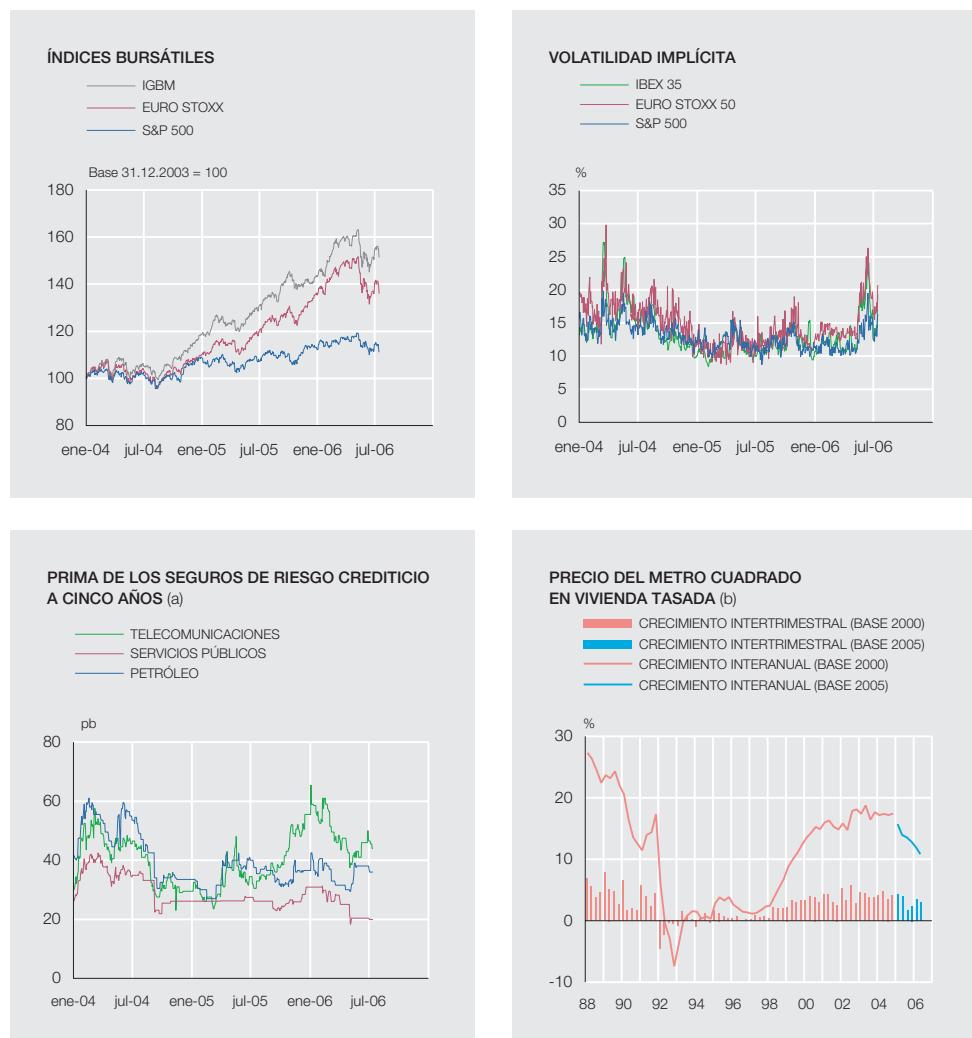
### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el segundo trimestre de 2006 las condiciones financieras del sector privado han estado influidas por la continuidad de la trayectoria ascendente de los tipos de interés negociados en los mercados, iniciada durante la segunda mitad de 2005. Así, en junio el EURIBOR a un año se situó en un nivel medio del 3,4%, 29 pb por encima del dato de marzo, mientras que, durante el mismo período, la rentabilidad del bono español a diez años se incrementó en 34 pb y alcanzó el 4%. En línea con esta evolución, aumentaron tanto el precio de los préstamos bancarios a empresas y familias como el coste de la financiación con valores de renta fija, si bien estos últimos permanecen todavía en registros reducidos.

La evolución de los mercados bursátiles nacionales e internacionales ha estado marcada por el acusado descenso de las cotizaciones que se produjo a partir de mediados de mayo, que interrumpió el perfil ascendente de los meses anteriores y que vino, además, acompañado de un notable incremento en la volatilidad. Estos desarrollos parecieron reflejar un aumento en la incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas internacionales, en un entorno caracterizado por los elevados valores alcanzados por el precio del petróleo y por la persistencia de los desequilibrios globales. Durante la segunda mitad del mes de junio se observó una cierta recuperación, que no fue suficiente para evitar que, a finales de dicho mes, el Índice General de la Bolsa de Madrid perdiera, en relación con los niveles de marzo, un 2,7% de su valor. Tras estos movimientos, el índice español acumulaba, desde principios de año, unas ganancias del 8,3%, comportamiento más favorable que el del Euro Stoxx de las bolsas de la UEM (4,2%) y que el del S&P 500 de Estados Unidos (1,8%) (véase gráfico 24).

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el segundo trimestre de 2006 se mantuvo la pauta de desaceleración de los meses precedentes en el valor de los inmuebles. Así, el ritmo de expansión interanual del precio de la vivienda libre tasada se situó en junio en el 10,8% (1,2 pp por debajo del dato de marzo). Esta información es coherente con el escenario esperado de corrección ordenada y gradual de la sobrevaloración que actualmente presentan estos activos.

A pesar de las subidas de los tipos de interés y de la ralentización en el precio de los inmuebles, el volumen de deuda de los hogares y las sociedades continuó sin dar síntomas claros de desaceleración durante el primer trimestre del año. En el caso de las familias, el aumento de los pasivos (alrededor del 21%, en términos interanuales, en marzo) siguió estando apoyado en el comportamiento expansivo del crédito para adquisición de vivienda, que creció el 24%, y en la progresiva pujanza del destinado al consumo y otros fines, que presenta ya una tasa superior al 14%. Por su parte, los recursos ajenos de las empresas se aceleraron, hasta alcanzar un crecimiento por encima del 24% en relación con el mismo período del ejercicio anterior, impulsados fundamentalmente por el mayor dinamismo de la financiación procedente del exterior y por las emisiones de valores de renta fija realizadas por filiales financieras residentes de sociedades no financieras (véase recuadro 4). El desglose del crédito por actividades productivas muestra que durante los tres primeros meses de 2006 se produjo un fuerte incremento en el ritmo de avance interanual de los fondos captados por la rama inmobiliaria, hasta alcanzar el 50%, evolución que está en línea con el repunte de la actividad de promoción de nuevas viviendas. Por el contrario, los préstamos destinados al resto de los sectores experimentaron, en la mayoría de los casos, una pauta de desaceleración, más marcada en la industria, cuya tasa de variación descendió 3 pp, para situarse en el 12%. La información provisional disponible



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

- a. Primas medias ponderadas por activos.  
 b. Nueva estadística a partir de 2005.

apunta a que, entre abril y junio, la deuda del sector privado siguió expandiéndose a una velocidad elevada.

Fruto del dinamismo de la financiación, los indicadores de presión financiera de las familias experimentaron un nuevo deterioro entre enero y marzo de 2006, evolución que, según la información provisional disponible, se habría mantenido durante el segundo trimestre. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) siguieron aumentando, al tiempo que volvió a disminuir la capacidad de ahorro del sector tras descontar las obligaciones financieras de amortización e intereses derivadas de la deuda, y las necesidades de financiación se incrementaron hasta situarse en un nivel equivalente al 1,5% del PIB en términos acumulados de 12 meses (véase cuadro 5). No obstante, el comportamiento de la riqueza neta de los hogares, que continúa avanzando firmemente apoyada en la evolución del precio de la vivienda, sigue proporcionando una válvula de escape que permite aliviar ese creciente grado de presión.

En el caso de las sociedades, las ratios de endeudamiento y de carga financiera también continuaron aumentando entre enero y marzo, y, de acuerdo con los datos provisionales

	% del PIB (a)								
	2001	2002	2003	2004	I TR	II TR	III TR	IV TR	2006 I TR
Economía nacional	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-5,5	-6,0	-6,1	-6,5	-7,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-4,3	-3,7	-4,2	-5,4	-6,3	-7,0	-7,7	-8,5	-9,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-5,4	-4,4	-4,4	-4,7	-5,3	-5,9	-6,5	-7,1	-8,0
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,1	0,7	0,1	-0,6	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5
Instituciones financieras	1,4	1,4	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,9	0,8
Administraciones Públicas	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	1,0	1,1	1,6
<b>PRO MEMORIA:</b>									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-10,0	-8,6	-8,5	-8,9	-10,4	-10,5	-11,2	-11,3	-14,3

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.

disponibles, esta misma tendencia se habría mantenido en el segundo trimestre de 2006. Además, según las cuentas financieras, se incrementaron notablemente tanto el saldo deudor de las operaciones financieras netas como la brecha de financiación del sector, de forma que supusieron, respectivamente, el 8% y más del 14% del PIB, en términos acumulados de 12 meses. En paralelo, se produjo un descenso moderado de la rentabilidad del capital de las empresas. Por su parte, la información de la Central de Balances Trimestral (CBT) evidencia un ascenso acusado del endeudamiento, que recoge, fundamentalmente, la financiación de la adquisición de la empresa O2 por parte de Telefónica. Los pagos por intereses en relación con los beneficios también crecieron para esta muestra de compañías, como reflejo principalmente del alza en el coste de los recursos ajenos. El impacto de estos movimientos sobre los indicadores sintéticos que aproximan el grado de presión financiera sobre la inversión y el empleo se vio parcialmente compensado, no obstante, por la evolución favorable de los resultados económicos. De este modo, se produjo un ligero deterioro en dichos estadísticos, si bien se sitúan todavía en valores reducidos.

Una vez más, las mayores necesidades de financiación de los hogares y de las sociedades no fueron compensadas por el aumento de los recursos financieros netos de las Administraciones Públicas, de modo que la nación tuvo que incrementar la apelación al ahorro foráneo hasta un nivel que equivale ya a más del 7% del PIB en marzo, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 6,5% de finales de 2005. Las instituciones financieras han seguido canalizado el grueso de estos fondos en el exterior.

En definitiva, la información reciente muestra que las condiciones financieras continúan siendo favorables para el dinamismo de la actividad económica, aunque en menor medida que durante los trimestres precedentes. Por otra parte, el aumento del endeudamiento de las empresas y las familias y de la carga financiera que soportan ha vuelto a estrechar el margen que tiene el sector privado para absorber eventuales perturbaciones adversas sin que se vean negativamente afectadas sus decisiones de consumo e inversión. Por tanto, no se han reducido los elementos de incertidumbre de naturaleza financiera, comentados en informes anteriores, sobre las perspectivas macroeconómicas a medio plazo.

## EVOLUCIÓN RECENTE E IMPLICACIONES PARA EL INDICADOR DE FINANCIACIÓN

Uno de los instrumentos utilizados por las sociedades no financieras (SNF) para financiar su actividad es la emisión de valores de renta fija. En el pasado, este sector ha recurrido a este tipo de operaciones, bien de forma directa o, indirectamente, mediante filiales instrumentales en el extranjero (en paraísos fiscales, principalmente). En este último caso, la emisora de los títulos distribuye los fondos obtenidos entre las compañías del grupo mediante préstamos. En el indicador de financiación de las SNF que elabora el Banco de España, estos recursos se recogen como préstamos exteriores, utilizándose para ello la información de la Balanza de Pagos.

Como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico adjunto, esta modalidad cobró un mayor protagonismo a partir de 1999, coincidiendo con las mayores necesidades de recursos de las grandes compañías derivadas del proceso de expansión internacional, hasta el punto de que el saldo vivo asociado llegó a superar el correspondiente a las emisiones realizadas por las SNF residentes. Al mayor avance relativo de esta vía de obtención de fondos contribuyeron, entre otros elementos, los factores de tipo fiscal. A partir de 2001, el saneamiento financiero llevado a cabo por las empresas de mayor tamaño, que son las que utilizan este tipo de financiación, se tradujo en un descenso en el saldo vivo de los valores de renta fija emitidos en el exterior.

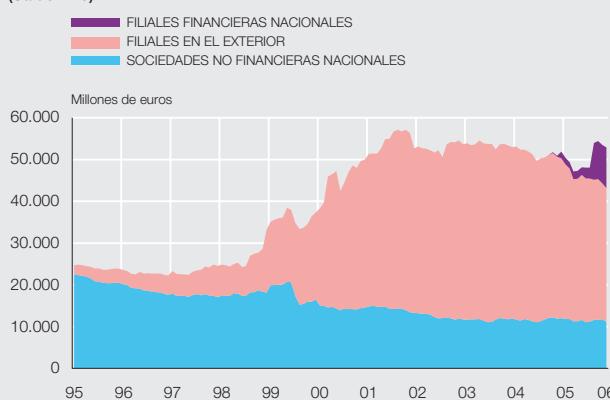
Más recientemente, la Ley 19/2003 fomentó la emisión de títulos de renta fija por parte de filiales residentes en España (o en un territorio de la Unión Europea que no tenga la condición de paraíso fiscal) de empresas financieras y no financieras. Concretamente, entre otras medidas, se les da a los inversores extranjeros que adquieran valores emitidos por estas compañías el mismo tratamiento fiscal que reciben los que compran títulos de deuda pública española, de modo que los rendimientos que generan estos valores no se encuentran gravados por el impuesto sobre la renta de no residentes. Por otra parte, los intereses asociados al préstamo de los fondos obtenidos en estas operaciones a compañías del grupo no están sujetos a retención. Por último, estas emisiones están exentas del

impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

Tras la aprobación de esta norma, las entidades de crédito, que también solían recurrir a filiales en el exterior para la emisión de deuda, comenzaron a desplazar la operativa de estas hacia instituciones nacionales<sup>1</sup>. En el caso de las SNF, también se ha observado este movimiento, aunque su actividad no ha empezado a ser significativa hasta principios de 2006 (véase el panel izquierdo del gráfico adjunto). En su mayor parte, estos últimos valores se instrumentan en forma de obligaciones y se encuentran denominados en euros, y, dado que se dirigen fundamentalmente a inversores foráneos, se negocian en plazas internacionales. Por otra parte, al igual que ocurría con los fondos captados a través de filiales en el exterior, los recursos obtenidos de esta manera revierten al resto de las empresas del grupo en forma de préstamos.

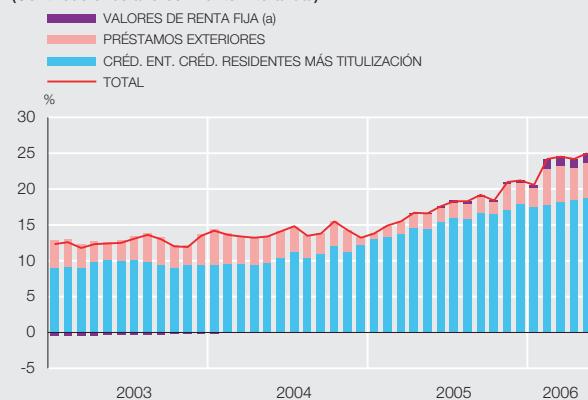
El avance de este tipo de emisiones tiene algunas implicaciones relevantes para el indicador de financiación de las SNF que elabora el Banco de España, que se utiliza, entre otras cosas, para el seguimiento de la ratio de endeudamiento del sector. Así, hasta la fecha, y a diferencia de lo que ocurre con las emisiones realizadas directamente por las SNF o indirectamente a través de filiales en el exterior, los fondos obtenidos por esta vía no se recogían en la definición de deuda, ya que las operaciones no son efectuadas por la empresa matriz y no se dispone de información sobre préstamos concedidos por instituciones distintas a las entidades de crédito. Dada la relevancia que ha adquirido recientemente esta modalidad de obtención de fondos, se ha decidido incluir dentro de las emisiones de renta fija de las SNF las acometidas por las filiales financieras residentes. En el panel de la derecha del gráfico puede apreciarse cómo durante los últimos meses estas últimas explicaban más de un punto porcentual de la tasa de avance de los recursos ajenos del sector.

1. Para más detalle, véase el recuadro 5.2 del *Informe Anual* de 2005 del Banco de España.

VALORES DE RENTA FIJA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
(Saldo vivo)

FUENTE: Banco de España.

a. No incluye las emisiones realizadas por filiales extranjeras. Los flujos de financiación obtenidos mediante estas operaciones se recogen como créditos del resto del mundo, en la medida en que estos se transfieren hacia empresas no financieras residentes.

FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
(Contribuciones al crecimiento interanual)

## 5.2 El sector hogares

De acuerdo con la información disponible del segundo trimestre, los costes de financiación de los hogares continuaron aumentando. Así, en mayo 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 4,1% y el 6,7%, respectivamente (26 pb y 38 pb más que en marzo). El ascenso acumulado en relación con los niveles mínimos alcanzados en el pasado otoño es de, aproximadamente, 80 pb en ambos casos. No obstante, la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) disponible señala que las entidades esperaban relajar ligeramente durante dicho período los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y mantener los correspondientes a los destinados al consumo. En conjunto, por tanto, las condiciones de financiación experimentaron un nuevo endurecimiento, aunque siguen siendo bastante holgadas.

A pesar del incremento en los costes de financiación que se viene observando desde finales de 2005, la deuda de los hogares ha continuado avanzando a tasas elevadas, en el entorno del 21% en marzo, valor similar al observado en diciembre del año pasado. El crédito para adquisición de vivienda fue, de nuevo, el componente más dinámico y mostró un ritmo de crecimiento superior al 24%. Por su parte, los fondos destinados a consumo y otros fines volvieron a acelerarse, de modo que su variación interanual se situó por encima del 14%, casi 2 pp más que tres meses antes, comportamiento que está en línea con el fuerte aumento de la demanda de este tipo de préstamos recogido en la EPB. La información provisional más reciente sobre la evolución de la financiación del sector no muestra cambios significativos con respecto al primer trimestre.

Por su parte, la inversión en activos financieros alcanzó en marzo un importe equivalente al 10,8% del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp más que el registro de 2005 (véase cuadro 6). Por instrumentos, las adquisiciones volvieron a concentrarse en los de menos riesgo (efectivo y depósitos), siendo especialmente destacable el crecimiento de los fondos invertidos en la rúbrica otros depósitos y valores de renta fija, cuyo volumen se incrementó en más de un punto porcentual en relación con el PIB, mientras que el saldo de los medios de pago avanzó en una cuantía menor que la observada durante los dos últimos ejercicios. Las compras netas de acciones fueron nulas, al tiempo que las suscripciones netas de fondos de inversión y los flujos materializados en reservas técnicas de seguros se mantuvieron en niveles similares a los de diciembre del pasado año.

El dinamismo de la financiación resultó en un nuevo ascenso del endeudamiento de los hogares que alcanzó en marzo el 115% de la RBD (véase gráfico 25). Por su parte, la carga financiera asociada se vio afectada, además, por el aumento de los tipos de interés, y se situó cerca del 15% de la RBD. El nuevo descenso de la tasa de ahorro bruto, unido al incremento de los pagos estimados por amortización de los pasivos contraídos, determinó un retroceso adicional del ahorro no destinado al servicio de la deuda, indicador que presenta ya valores negativos. Asimismo, de acuerdo con las cuentas financieras, la necesidad de financiación de las familias continuó creciendo durante el primer trimestre de 2006 y supone ya el 1,5% del PIB en términos acumulados de doce meses.

A pesar del mayor endeudamiento, la riqueza neta del sector continuó aumentando durante los tres primeros meses del año en curso, apoyada fundamentalmente en la revalorización de los inmuebles (12% en términos interanuales), principal componente del patrimonio familiar. Esta evolución, junto con el incremento en los costes de financiación, propició un nuevo avance del esfuerzo teórico que supone la adquisición de una vivienda.

% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		2006 I TR
				III TR	IV TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,6	9,0	9,7	9,9	10,7	10,8
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,1	4,4	3,8
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	2,0	-0,3	1,3	1,9	2,0	3,2
Acciones y otras participaciones (c)	0,6	0,6	0,5	0,2	0,2	0,0
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,8	1,9	1,8
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,8	1,9	1,8	1,7
<i>De las cuales:</i>						
De vida	1,4	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7
De jubilación	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8
Resto	-0,3	0,5	0,7	0,0	0,4	0,2
Operaciones financieras (pasivos)	8,0	8,8	10,3	11,1	12,0	12,2
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	7,2	9,2	10,8	11,9	12,5	13,1
Créditos para adquisición de vivienda (d)	5,1	7,0	8,7	9,8	10,3	10,5
Créditos para consumo y otros fines (d)	2,1	2,2	2,1	1,9	2,2	2,4
Resto	0,8	-0,3	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,6	15,9	15,8	17,5	18,5	20,0
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	1,2	2,1	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,6	1,2	0,4	1,8	1,3	1,6
Acciones y otras participaciones	6,6	7,5	6,4	6,8	6,6	8,6
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	4,6	4,5	3,8	4,5	3,8	6,2
Resto	4,7	6,4	8,0	7,7	8,5	7,7
Operaciones financieras (pasivos)	18,9	20,3	20,5	24,1	25,7	27,9
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,4	6,1	8,4	11,6	13,0	13,5
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,7	1,6	2,0	3,7
Valores de renta fija (b)	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,9
Acciones y otras participaciones	5,9	5,2	4,6	3,5	3,2	3,2
Resto	5,3	6,5	6,8	7,3	7,2	6,6
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,3	19,6	21,0	23,1
Hogares e ISFLSH	16,3	19,1	20,2	20,2	20,9	21,3
Sociedades no financieras	12,4	13,5	13,2	19,2	21,2	24,5

FUENTE: Banco de España.

- a. CNE, base 2000.
- b. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.
- 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.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también se endurecieron durante el segundo trimestre del año, aunque mantienen su carácter holgado. Así, en mayo los tipos de interés aplicados por las instituciones financieras a las nuevas operaciones de préstamo se situaron en el 3,6% y el 4,5%, dependiendo del volumen de la operación, lo que representa una variación de 2 pb y 18 pb en relación con los correspondientes niveles de marzo, y de unos 65 pb en comparación con los mínimos alcanzados el pasado otoño. No obstante, de acuerdo con la EPB, las entidades esperaban una ligera relajación de los criterios de concesión de créditos entre marzo y junio. Por su parte, el coste de la emisión con valores de renta fija también aumentó como resultado del incremento de la rentabilidad de la deuda pública y el mantenimiento de las primas



FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 1999, a la CNE, base 1995. A partir de 1999 corresponden a la CNE, base 2000.
- b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.
- i. CNE, base 2000.

de riesgo. Por último, las condiciones de obtención de fondos en los mercados de renta variable empeoraron a raíz del descenso de las cotizaciones y del repunte de su volatilidad.

A pesar de la pauta creciente del coste de la financiación desde el pasado otoño, la deuda del sector se aceleró, de modo que la tasa de crecimiento interanual superó en marzo el 24%, más de 3 pp por encima del valor de diciembre de 2005, y la información provisional disponible apunta a que entre abril y junio se habría mantenido el dinamismo de dicha variable. Por instrumentos, el crédito bancario de las entidades residentes fue nuevamente el componente más importante, si bien, en términos de variaciones, cabe destacar el mayor avance de los préstamos exteriores y de las emisiones de valores de renta fija, especialmente de las realizadas por filiales financieras residentes, cuyos flujos supusieron, respectivamente, un 3,7% y un 0,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 2% y al 0,3% del tri-

mestre previo (véase cuadro 6). Por su parte, los recursos obtenidos mediante ampliaciones de capital representaron el 3,2% del PIB, la misma cifra observada a finales del ejercicio anterior.

El desglose del crédito por finalidades muestra que durante el primer trimestre de 2006 se produjo un aumento notable en el ritmo de expansión de los recursos captados por el sector inmobiliario (50% en términos interanuales), mientras que en la mayoría de las restantes ramas de actividad se registraron tasas de variación más moderadas que a finales de 2005. Así, los fondos dirigidos a la construcción crecieron el 27% (más de un punto porcentual por debajo de la cifra de diciembre) y los recibidos por la industria avanzaron un 12%, frente al 15% observado tres meses antes.

Las operaciones de activo de las sociedades también avanzaron, aunque de forma más moderada que las de pasivo, y alcanzaron en marzo el 20% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, los aumentos se concentraron en la inversión en acciones y participaciones, como resultado de las mayores adquisiciones en el resto del mundo, que ascendieron a un importe equivalente al 6,2% del PIB (frente al 3,8% del período anterior), evolución que refleja, fundamentalmente, la compra de la empresa O2 por parte de Telefónica. Por su parte, el flujo materializado en medios de pago se mantuvo en niveles similares a los del trimestre precedente, mientras que el dirigido a depósitos y valores de renta fija experimentó cierta recuperación.

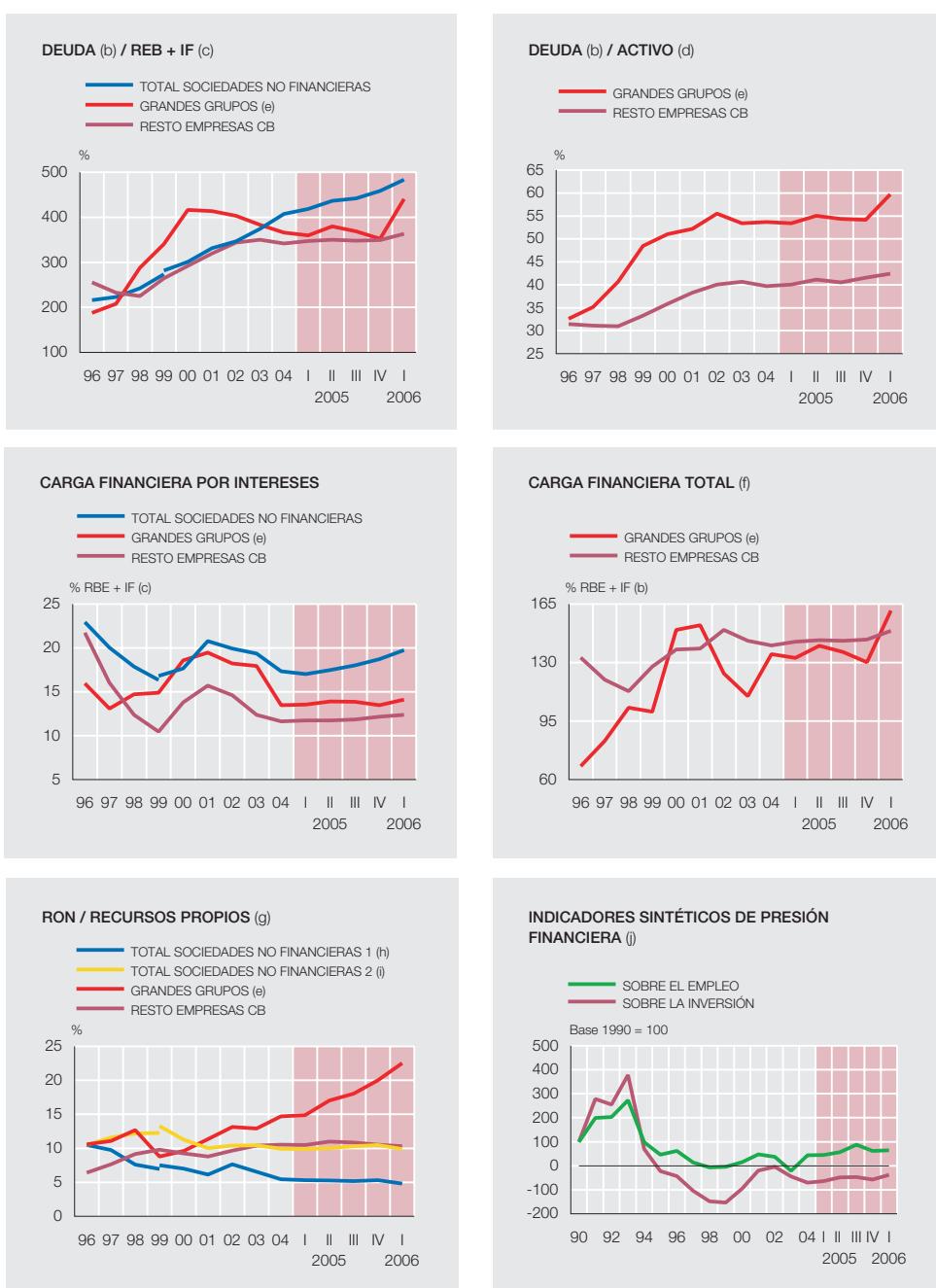
Como resultado de los flujos de activo y pasivo, las necesidades de financiación de las sociedades se incrementaron en casi 1 pp, hasta alcanzar un 8% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). A esta contracción del ahorro financiero se le sumó el aumento en las inversiones directas del sector en el extranjero (2,1% del PIB), lo que llevó a que la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, creciera 3 pp y se situase por encima del 14% del PIB.

El notable aumento de la financiación determinó que el endeudamiento agregado del sector se situara, en el primer trimestre, en niveles superiores al 480% del resultado económico bruto más los ingresos financieros (véase gráfico 26). Asimismo, los pagos por intereses en relación con los beneficios volvieron a crecer, hasta alcanzar cifras próximas al 20%, lo que refleja tanto el mayor volumen de fondos ajenos recibidos como las subidas en su coste. Por otra parte, en términos acumulados de doce meses, se produjo una desaceleración del excedente bruto de explotación y un incremento de la tasa de avance de los pagos netos por intereses, evolución que se tradujo en una ligera reducción de la rentabilidad del capital del conjunto de sociedades no financieras.

Los datos de la CBT evidencian también una trayectoria creciente de las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante el primer trimestre de 2006. El ascenso fue especialmente intenso en el primer caso, evolución que recoge, fundamentalmente, el efecto de la financiación de la adquisición realizada por Telefónica comentada anteriormente. Sin embargo, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios del conjunto de las compañías de la CBT mostró una nueva mejoría, que se explica por el comportamiento de los grandes grupos, ya que dicho estadístico experimentó un cierto retroceso para el resto de sociedades. Como resultado de los cambios en las variables anteriores, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre inversión y sobre empleo calculados a partir de la muestra de la CBT empeoraron ligeramente, si bien permanecen todavía en niveles reducidos.

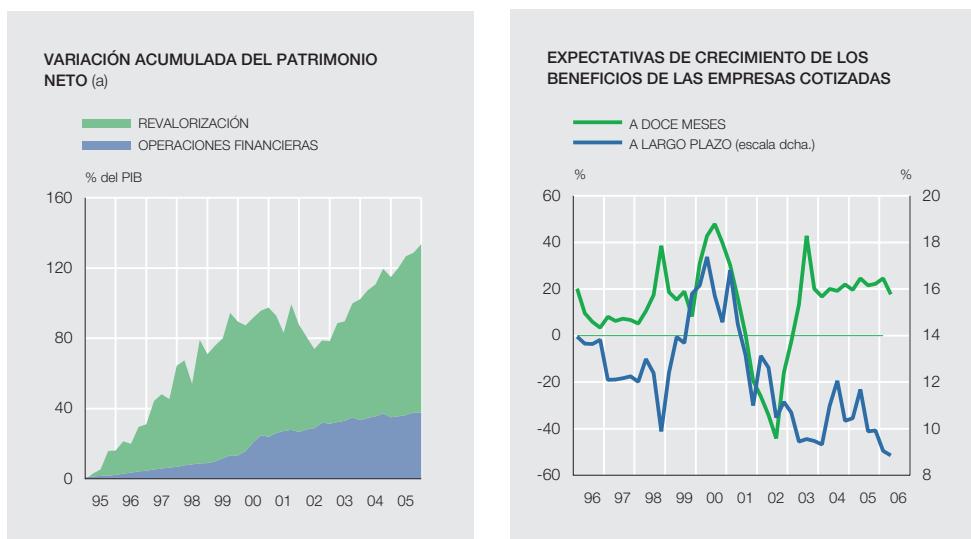
INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 26



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 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 1995. A partir de 1999, corresponden a la CNE, base 2000.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g. Para el total de las sociedades no financieras  $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$ .
- h. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas se redujeron durante el segundo trimestre tanto para horizontes largos como, sobre todo, cortos, aunque en este último caso la tasa de variación continúa siendo elevada (véase gráfico 27).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Entre enero y marzo de 2006, la capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar, y se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, por encima del 1,5% del PIB (véase gráfico 28). Por instrumentos, las AAPP realizaron una amortización neta de títulos a corto plazo, mientras que la emisión neta de valores a largo plazo siguió siendo positiva, si bien por un importe inferior al observado tres meses antes. En paralelo, se produjo un ascenso en la rúbrica de Resto, que recoge las adquisiciones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el sector, al tiempo que las inversiones materializadas en depósitos siguieron avanzando en mayor medida que el volumen de préstamos, por lo que la partida que recoge la variación en el saldo neto de estos dos conceptos continuó presentando un signo positivo equivalente al 1,6% del PIB. Por último, a pesar del incremento en los costes de financiación, se mantuvo la trayectoria descendente de los pagos por intereses en relación con el PIB, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento.

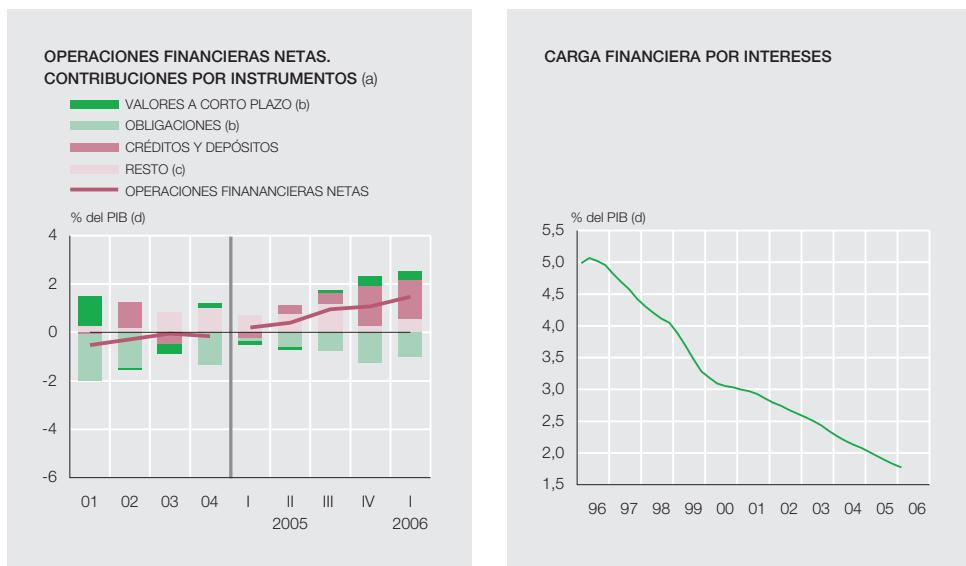
#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el primer trimestre de 2006, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó aumentando, hasta situarse, en términos acumulados de 12 meses, en el 7,1% del PIB, frente al 6,5% observado en diciembre. Por sectores, las mayores necesidades de fondos resultaron del deterioro del ahorro de los hogares, y, sobre todo, de las sociedades, que no fue compensado por la mejoría en la capacidad de financiación de las Administraciones Públicas.

Entre enero y marzo de 2006 aumentó la relevancia de las instituciones financieras en su papel de canalización de los fondos procedentes del exterior hacia nuestra economía. Dentro de este sector, los intermediarios no monetarios continuaron siendo los que contribuyeron en

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28

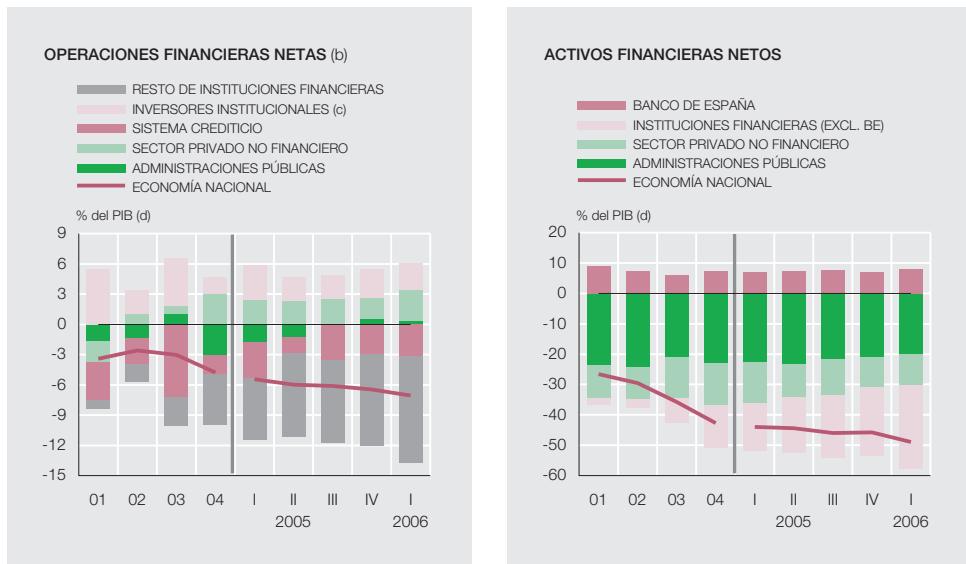


FUENTE: Banco de España.

- 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.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

GRÁFICO 29



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
- b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
- c. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.
- d. CNE, base 2000.

% del PIB	2002	2003	2004	2005		2006 1 TR
				III TR	IV TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,6	-3,0	-4,8	-6,1	-6,5	-7,1
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,9	13,5	13,8	17,1	17,7	22,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,2	1,9	2,4	3,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	2,3	0,5	0,7	1,2	3,2	2,3
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,8	6,1	8,7	8,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	0,5	3,5	1,0	4,1	6,6	6,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,7	3,5	0,3	1,9	2,1	2,0
<i>Acciones y otras participaciones</i>	5,0	4,7	6,8	6,8	4,9	8,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	4,5	3,8	4,5	3,8	6,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-0,1	1,1	0,8	0,5	0,8	1,6
Préstamos	0,1	0,3	0,8	0,9	1,1	1,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,5	16,5	18,5	23,2	24,2	29,9
Depósitos	4,0	6,9	1,7	3,4	5,3	6,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	5,3	5,0	5,6	7,2	7,5
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,4	14,4	15,5	18,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,2	-1,0	2,7	0,0	0,0	0,8
<i>Entidades de crédito</i>	1,3	3,5	4,6	5,9	6,3	7,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	1,8	2,8	5,1	8,5	9,3	10,8
<i>Acciones y otras participaciones</i>	4,0	1,1	2,7	2,8	0,8	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,3	1,3	1,7	1,4	1,0	0,8
Préstamos	3,0	2,8	1,3	2,0	2,0	3,5
Otros neto (c)	-0,1	-0,8	-0,6	-0,8	-0,1	-0,6
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	4,8	3,3	5,8	5,5	3,4	5,6
Inversión directa del exterior en España	5,7	2,9	2,4	2,1	2,0	1,8

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

mayor medida a la financiación del déficit exterior, de modo que el saldo deudor de sus operaciones financieras netas con el resto del mundo suponen ya más del 10% del PIB (véase gráfico 29).

La inversión financiera en el resto del mundo por parte de los sectores residentes supuso en marzo el 22,8% del PIB, en términos acumulados de 12 meses, lo que representa un incremento de más de 5 pp con respecto al valor de 2005 (véase cuadro 7). Por instrumentos, el principal destino de los fondos fueron las compras netas de valores distintos de acciones, especialmente por parte de las entidades de crédito, que concentraron un flujo por este concepto equivalente al 6,2% del PIB. Resulta, asimismo, destacable la compra

de acciones y participaciones, cuyo importe, equivalente al 8,1% del PIB (3,2 pp por encima del dato de diciembre de 2005), se vio afectado por la adquisición de Telefónica en el exterior.

Por su parte, las entradas netas de capital se situaron en primer trimestre de 2006 cerca del 30% del PIB en términos acumulados de 12 meses, 5,7 pp más que a finales de 2005. Los recursos captados a través de valores distintos de acciones concentraron nuevamente el grueso de los flujos procedentes del resto del mundo (más del 50% del total), y, de hecho, aumentó en relación con el PIB 3,2 pp en comparación con el dato de diciembre. De este modo, estos títulos, y en particular los emitidos por las instituciones financieras, se mantuvieron como el principal instrumento por el que se financia el déficit exterior de nuestra economía. Los flujos materializados en depósitos interbancarios también se incrementaron en términos netos y supusieron el 5,2% del PIB. Asimismo, los fondos obtenidos a través de préstamos subieron 1,5 pp, hasta alcanzar un 3,5% del PIB, evolución que refleja, fundamentalmente, la financiación de la adquisición de Telefónica en el extranjero.

En cuanto a la inversión directa, durante los primeros meses de 2006 continuó descendiendo la acometida por el resto del mundo en España, y se situó en el 1,8% del PIB, mientras que la realizada por los españoles en el extranjero se recuperó, movimiento ligado, en buena parte, a la ya comentada operación llevada a cabo por Telefónica. Estos desarrollos llevaron a que, en términos netos, las entradas directas de capital se mantuvieran en niveles negativos, equivalentes al 3,8% del PIB.

Como resultado de la evolución comentada de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la posición deudora de la economía creció, hasta situarse próxima al 49% del PIB (véase gráfico 29). Por sectores, esta evolución resultó de un aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras, que no fue compensado por la mejoría del resto de agrupaciones.

28.7.2006.

CARACTERÍSTICAS DE LA RECIENTE EXPANSIÓN INMOBILIARIA EN UNA PERSPECTIVA  
DE MEDIO PLAZO

## Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo

Este artículo ha sido elaborado por Concha Artola y Antonio Montesinos, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

A partir de la segunda mitad de la década pasada, la economía española ha experimentado una intensa expansión inmobiliaria, con fuertes tasas de crecimiento tanto de la inversión residencial como de los precios de la vivienda. Este ha sido un aspecto fundamental de la prolongada fase de auge de nuestra economía, pues ha impulsado el crecimiento de la demanda, ya sea de forma directa, como se observa en las cifras de inversión, o indirecta, a través del efecto riqueza que ha generado en las familias. Esta expansión está detrás del notable crecimiento de la actividad en construcción y de la generación de empleo en este sector. Además, este dinamismo se ha reflejado en el endeudamiento de las familias, que ha aumentado considerablemente, así como, en general, en la financiación ligada a la construcción y los servicios inmobiliarios, que se ha constituido en la partida más dinámica del crédito concedido a las empresas.

En este contexto, cabe preguntarse cuáles han sido los condicionantes de este ciclo de expansión inmobiliaria y en qué medida hay elementos —como la estabilidad macroeconómica que supone la pertenencia a la zona del euro— que hacen diferente este ciclo en relación con los observados en el pasado. En concreto, tiene interés repasar los elementos que caracterizaron la expansión ocurrida en la segunda mitad de los años ochenta y ponerlos en relación con la actual. Este es el objetivo de este artículo, en el que se describen los principales determinantes de la inversión inmobiliaria por el lado de la demanda y se examina la flexibilidad de respuesta de la oferta, los dos elementos que configuran la evolución de los precios.

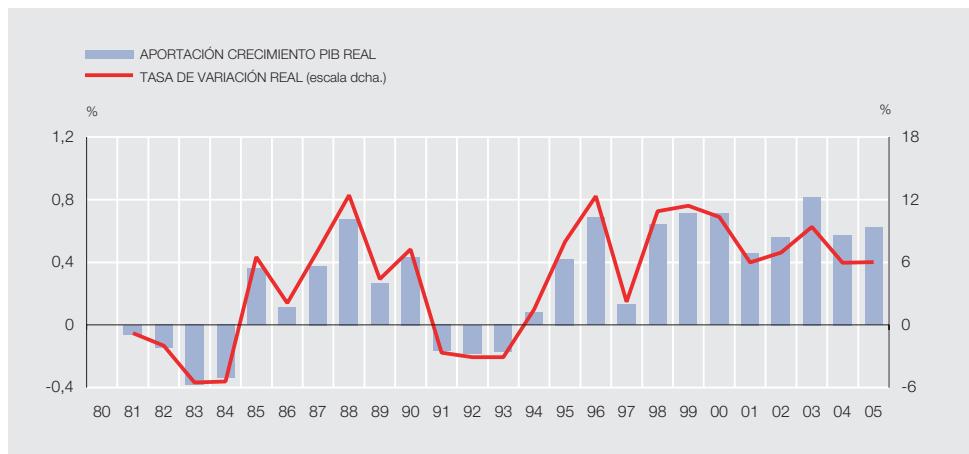
### ***Principales rasgos de la inversión en vivienda en el ciclo expansivo 1985-1990 y en el actual***

Históricamente, la inversión en vivienda muestra una mayor variabilidad que el PIB, de modo que su peso en el producto aumenta en las fases de auge y disminuye en las recesiones. Este es un hecho que se observa en la expansión inmobiliaria de la segunda mitad de los años ochenta, que se prolongó hasta 1990, durante el cual la tasa media de crecimiento de la inversión en vivienda se situó en el 6,6%, mientras que su participación en el PIB nominal aumentó 1 punto porcentual (pp), del 5,2% en 1985 al 6,2% en 1990. El ciclo expansivo de la inversión en vivienda finalizó en el año 1991, dando paso a un período, de 1991 a 1993, de caídas significativas de esa variable (véase gráfico 1). El ciclo expansivo actual presenta una intensidad y una duración muy superiores a la expansión inmobiliaria anterior; de hecho, la contribución de la inversión residencial al PIB nominal casi se ha duplicado, pasando del 5,9% en 1997 al 11% en 2005, como consecuencia del gran dinamismo tanto de la construcción de viviendas como de sus precios.

Para comparar la intensidad de la inversión en vivienda y del crecimiento de sus precios en el ciclo expansivo actual en relación con el que transcurrió entre 1985 y 1990, se han construido índices base 100 en el año anterior al inicio del ciclo expansivo: 1984 y 1997, respectivamente. Como se observa en el gráfico 2, la fortaleza de la inversión inmobiliaria desde 1998 es claramente superior a la de la expansión de los años ochenta, que también tuvo una duración menor. El crecimiento acumulado de la inversión en vivienda entre 1984 y 1990 fue del 47%, en términos reales, mientras que en el conjunto de los seis primeros años del ciclo actual la inversión inmobiliaria aumentó un 69%, alcanzando un 90% cuando se considera el avance acumulado hasta 2005. El crecimiento de los precios de la vivienda en el conjunto del período 1985-1990 superó, en términos nominales, al crecimiento acumulado entre 1998 y 2005;

## INVERSIÓN EN VIVENDA

GRÁFICO 1



FUENTES: INE y Banco de España.

## INVERSIÓN Y PRECIOS EN LOS CICLOS EXPANSIVOS RECIENTES

GRÁFICO 2



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

sin embargo, cuando se analiza el comportamiento acumulado de los precios reales —esto es, deflactados con el IPC— se pone de manifiesto la mayor intensidad de la expansión actual. En el máximo del ciclo anterior, la revalorización llegó a ser del 115% —en relación con el año inicial 1984—, mientras que en el ciclo actual la revalorización de la vivienda en términos reales ha superado esa cota, situándose en un 130%, en relación con el año 1997. Finalmente, cabe destacar que el final del ciclo expansivo de la segunda mitad de los años ochenta supuso una caída de las tasas de la inversión residencial, pero una relativa estabilidad de los precios de la vivienda en términos nominales. Solo los precios en términos reales mostraron una disminución respecto a los niveles alcanzados durante el auge.

En los siguientes apartados se pormenorizan los factores —demográficos, sociales y financieros, entre otros— que han respaldado la evolución de la demanda de vivienda en los dos ciclos analizados.

#### **Factores demográficos y demanda de viviendas**

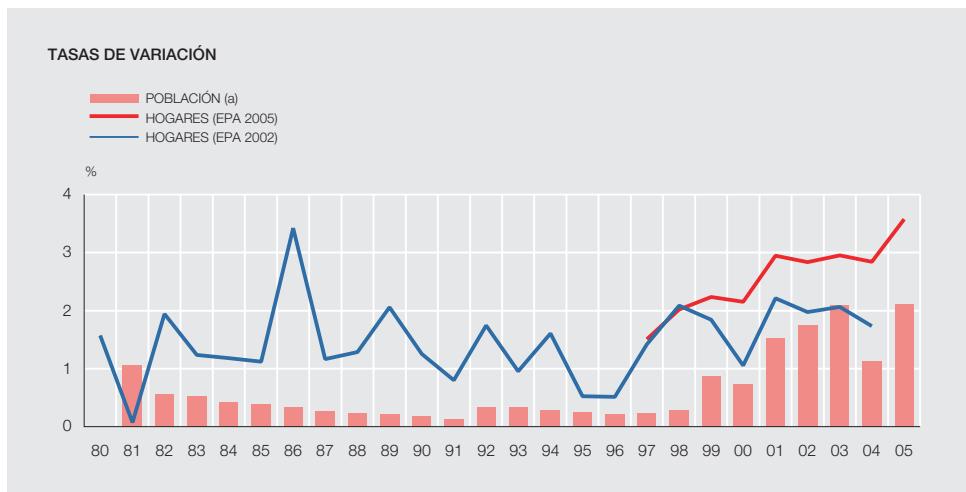
Por lo que se refiere a los factores de demanda, hay que destacar, en primer lugar, el crecimiento de la población y de los hogares. Atendiendo a la evolución de estas variables, en la segunda mitad de los años ochenta no se observó una expansión sustancial en comparación con los años anteriores o posteriores, sino que el ritmo anual de creación de hogares se mantuvo estable en torno a 150.000 (véase gráfico 3). Como se comentará más adelante, en ese período el proceso de expansión inmobiliaria estuvo vinculado a la demanda de segundas residencias, por parte de ciudadanos tanto españoles como extranjeros.

En contraste, el ciclo expansivo iniciado en 1998 ha estado respaldado por un importante incremento en el ritmo de creación de hogares. De acuerdo con la estimación realizada por el INE en el marco de la EPA-2005, la creación de hogares ha venido mostrando una tendencia creciente a partir de los últimos años de la década de los noventa. En 2005 había en España 15,5 millones de hogares, un 20% más que en 1998. El ritmo de crecimiento anual se situó en torno al 3% en el período 2001-2004, alcanzando el 3,6% en el año 2005. Este fenómeno es el resultado de un conjunto de transformaciones coincidentes en el tiempo, entre las que cabe destacar el aumento de la población impulsado por los flujos migratorios, el crecimiento del empleo y los cambios en la estructura de las familias.

El aumento del número de hogares responde a un intenso crecimiento de la población a partir de finales de los años noventa. Entre 1998 y 2005 la población residente en España se incrementó en un 10,7% —siendo el segundo país europeo por crecimiento del número de habitantes<sup>1</sup>—, en un contexto en que la población europea (EU 15) se incrementó en tan solo un 3,2%. El gran dinamismo relativo de la población española desde 1998 ha sido consecuencia de la entrada masiva de trabajadores inmigrantes y, en menor medida, del colectivo de ciudadanos procedentes del resto de la UE y que residen habitualmente en España, en su mayoría jubilados procedentes de Alemania, Reino Unido y los países nórdicos. Los residentes de nacionalidad española han contribuido en tan solo un 27% al crecimiento de la población entre 1998 y 2005.

En principio, al estar el crecimiento de la población basado fundamentalmente en la inmigración, el incremento en el número de hogares debería haber sido más moderado que el de la población, dado el mayor tamaño medio de los hogares configurados por inmigrantes. En efecto, de acuerdo con la información del Censo 2001 existen diferencias apreciables en el tamaño medio del hogar en los tres grupos de población definidos por españoles, inmigrantes y comunitarios. Mientras que el tamaño medio de los hogares encabezados por un español

1. Situándose tan solo detrás de Irlanda, que registró un incremento del 11,3%.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Hasta 1998, estimaciones intercensales de EUROSTAT. Desde 1999, padrón continuo.

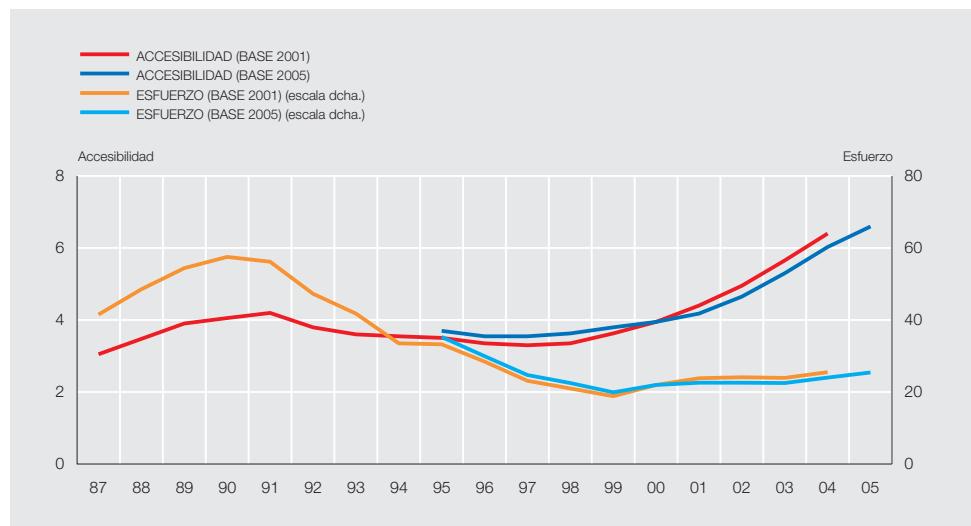
era, en 2001, de 2,85 personas, en el caso de los ciudadanos procedentes de UE 15 la dimensión del hogar medio era de 2,09 personas, al tratarse de un colectivo de edad superior a la media. Lo contrario ocurre en el caso de los hogares cuya cabeza de familia es un inmigrante, cuyo tamaño medio es de 3,72 personas. Sin embargo, en el período 1998-2005 se ha observado una evolución contraria a la esperada, con un ritmo de incremento del número de hogares superior al de la población, lo que sugiere que otros factores han impulsado la creación de hogares.

En este sentido, la intensa creación de empleo a lo largo de los últimos años —a tasas superiores al 3% desde 2000— y, en particular, la gran reducción de la tasa de paro —especialmente, de los menores de 25 años, que pasó del 43% a mediados de los años noventa hasta situarse en torno al 20% a partir de 2001<sup>2</sup>— han desempeñado un papel fundamental para promover el ritmo de creación de hogares, impulsando la salida de los jóvenes del ámbito familiar. Un tercer elemento que ha debido de contribuir al crecimiento del ritmo de creación de hogares es el aumento de la tasa de divorcios, que supone un desdoblamiento de los hogares y contribuye a la disminución de su tamaño medio. De acuerdo con los datos procedentes del Consejo General del Poder Judicial, el número de divorcios superó los 130.000 en 2004, lo que supone un aumento del 43% en relación con el año 1998. También es posible que el envejecimiento de la población, el aumento de la esperanza de vida y la menor dependencia del núcleo familiar de las personas de la tercera edad hayan contribuido a incrementar el número de hogares y, con ello, la demanda de vivienda.

#### Accesibilidad a la vivienda y condiciones financieras

Hay diversas formas de examinar las implicaciones que las condiciones financieras y los niveles alcanzados por los precios de la vivienda tienen para las posibilidades de acceso de las familias a la adquisición de una vivienda. Si se examina la evolución de la ratio de accesibilidad a la vivienda, definida como el cociente entre el precio medio de una vivienda y la renta bruta por hogar, se observa que en 1987 el precio de una vivienda mediana superó la renta anual de tres años para una familia tipo (véase gráfico 4). El fuerte incremen-

2. La reducción está sin duda exagerada como resultado del cambio metodológico sufrido por la Encuesta de Población Activa en el año 2001. En todo caso, la diferencia entre la tasa de paro de los menores de 25 años según la nueva y la antigua metodología es de 3,5 pp en el año 2001.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. La accesibilidad, medida como precio de una vivienda libre de tamaño mediano en relación con la renta bruta estimada del hogar mediano. El esfuerzo es el importe bruto de la cuota que se ha de pagar en porcentaje de la renta bruta disponible neto de deducciones fiscales. Véase Martínez Pagés (2005). El sufijo base 2001 o base 2005 hace referencia a la utilización de la serie de precios del Ministerio de Vivienda base 2001 o base 2005.

to de los precios en la expansión de la segunda mitad de los años ochenta deterioró apreciablemente la accesibilidad, de modo que en 1991 el precio de una vivienda representativa suponía más de cuatro veces la renta del hogar mediano. La contención de los precios de la vivienda de los años posteriores mejoró apreciablemente esta ratio, llegando a situarse en un nivel de 3,3 en 1997. Las condiciones financieras relativamente restrictivas existentes en la segunda mitad de los años ochenta —con tipos de interés hipotecarios en torno al 15%, plazos medios de 12 años<sup>3</sup>, racionamiento de crédito en algunos momentos— hicieron que el deterioro de la accesibilidad se trasladara plenamente al esfuerzo anual requerido para financiar la adquisición de una vivienda, de modo que la cuota anual a pagar teniendo en cuenta las bonificaciones fiscales<sup>4</sup> superaba el 50% del salario medio anual en 1990.

El actual ciclo alcista de precios de la vivienda también ha incrementado sustancialmente la ratio de accesibilidad, de modo que en 2005 el precio de la vivienda suponía más de 6,5 años de la renta de una familia tipo. Sin embargo, este fuerte aumento no se ha traducido en un incremento de magnitud similar en el esfuerzo necesario para adquirir una vivienda, es decir, en los pagos anuales por cuotas, que ha aumentado desde el 32,7% en 1997 al 36,3% en 2005, debido tanto a la disminución de los tipos de interés como al alargamiento de los plazos de los préstamos. En efecto, los tipos hipotecarios han pasado de unos niveles medios del 7,7% en el período 1995 a 1999, al 3,4% en 2005 —lo que supone de hecho que las familias se han financiado a tipos de interés reales negativos—, mientras que, de acuerdo con la información procedente de los registros de la propiedad, los plazos medios de los nuevos préstamos hipotecarios suscritos en el primer trimestre de 2006 se han situado por encima de los 26 años.

3. Es este uno de los aspectos del mercado inmobiliario del que se carecía de información precisa hasta que en 2004 se empezó a publicar la Estadística Registral Inmobiliaria. Con anterioridad a esa fecha, los plazos medios son estimaciones producidas por la Asociación Hipotecaria de España. 4. Véase Martínez Pagés (2005). Solo se dispone de una medida equivalente del esfuerzo inversor neto de bonificaciones fiscales a partir de 1999.

	Censo (miles)			SEOPAN	Variación (miles)		Tasa de variación (%)	
	1981	1991	2001		1991 -1981	2001-1991	1991-1981	2001-1991
TOTAL	14.726	17.206	20.947	22.500	2.480	3.741	16,8	21,7
Principales	10.432	11.736	14.187	15.000	1.304	2.451	12,5	20,9
No principales	4.294	5.470	6.760	7.500	1.176	1.290	27,4	23,6
Secundarias	1.898	2.923	3.360	4.000	1.025	437	54,0	15,0
Desocupadas y de otro tipo	2.396	2.547	3.400	3.500	151	853	6,3	33,5

FUENTES: INE, SEOPAN y Banco de España.

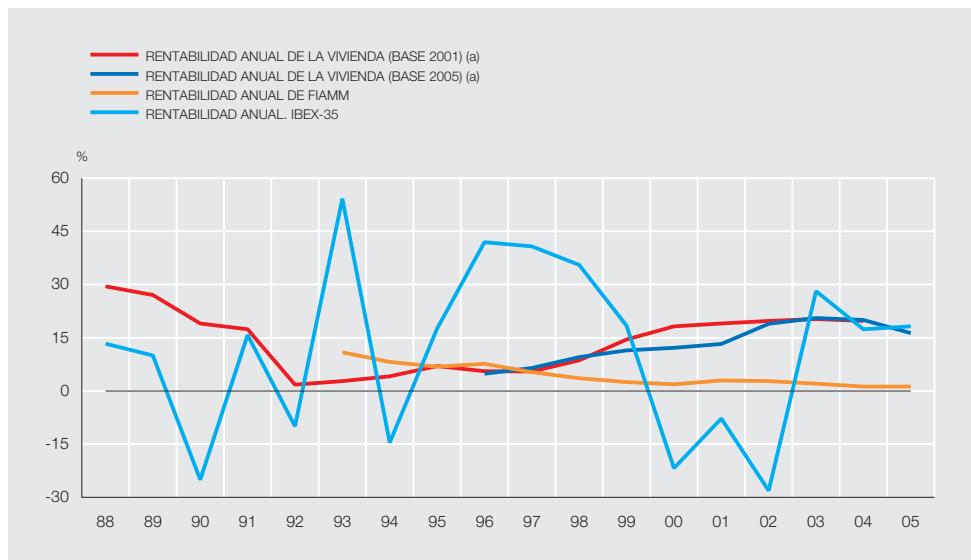
***La demanda de vivienda no principal***

Los censos ofrecen información del *stock* de viviendas que se mantienen, clasificadas por el uso que los propietarios hacen de ellas. Sin embargo, únicamente se dispone de esa información con retraso y para momentos espaciados en el tiempo, por lo que solo pueden extraerse algunas consideraciones generales de estos datos. Así, si se comparan los censos de 1981 y 1991, entre los que se situó el primer ciclo expansivo del mercado inmobiliario, se observa que el *stock* de viviendas aumentó casi un 17%, hasta alcanzar más de 17 millones de unidades (véase cuadro 1). Lo más destacable de este período fue el fuerte incremento del parque de viviendas secundarias, que aumentó un 54% en relación con el año 1981, con un millón de unidades adicionales construidas. Este dato es coherente con el hecho de que, como se vio anteriormente, la creación de hogares no fue especialmente intensa en ese período. Posiblemente, la mejora de las perspectivas económicas en la segunda mitad de los ochenta, tras la incorporación a la UE y en un contexto de dinamismo de la actividad y el empleo, impulsó la demanda de ese tipo de viviendas, para la que la renta per cápita es un determinante relevante.

El censo de 2001 cifró el *stock* de viviendas en casi 21 millones en ese año, un 22% más que en 1991, de las cuales algo más de dos terceras partes (14 millones) correspondían a viviendas principales, distribuyéndose el 32% restante, a partes iguales, entre viviendas secundarias (3,4 millones) y viviendas desocupadas (3,4 millones). En el caso de los dos últimos censos, ha sido el *stock* de viviendas desocupadas el que ha experimentado un mayor incremento (33,5%) entre 1991 y 2001. Las estimaciones más recientes —sin carácter oficial— cifran el número de viviendas vacías en 3,5 millones. El importante aumento del *stock* de viviendas desocupadas está probablemente vinculado a la elevada rentabilidad de la inversión en vivienda frente a activos alternativos, a lo largo de los últimos años, y a las expectativas de revalorización, en un contexto de ausencia de incentivos claros para el alquiler. Tal y como se refleja en el gráfico 5, la inversión en vivienda ha generado una rentabilidad muy superior a la ofrecida ex post por otros activos y, en particular, ha constituido una forma muy rentable de colocación de la riqueza en los años en que las bolsas de valores registraron importantes descensos, como los observados entre 2000 y 2002. De hecho, el año 2005 ha sido el primero desde 1999 en que la rentabilidad de la renta variable ha superado a la revalorización de la inversión en vivienda.

El parque de viviendas secundarias también se ha expandido a lo largo del período 1991-2001. Junto con la demanda de las familias españolas, vinculada, como se comentó antes, a elementos de mejora de las perspectivas económicas o renta permanente<sup>5</sup>, los ciudadanos

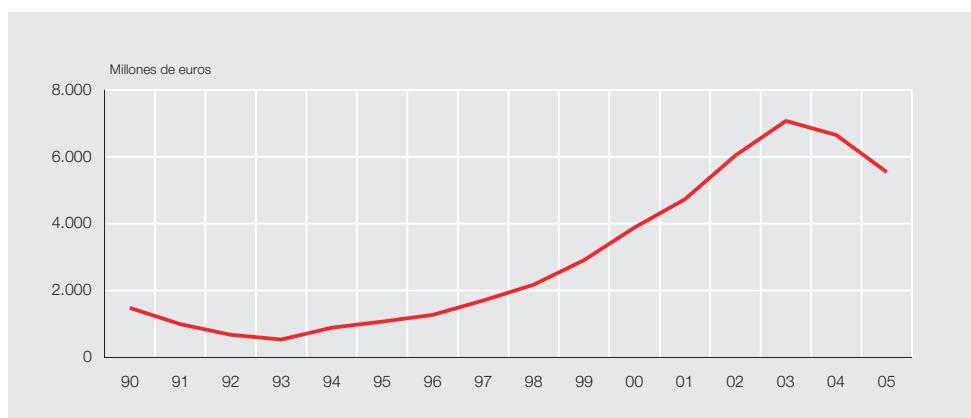
5. De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias, un 30% de los hogares españoles poseía en 2002 propiedades inmobiliarias adicionales a la vivienda principal [véase Banco de España (2004)].



FUENTES: CNMV, INE y Banco de España.

a. La rentabilidad de la vivienda se estima como suma de la rentabilidad del alquiler más variaciones del precio. El sufijo base 2001 o base 2005 hace referencia a la utilización de la serie de precios del Ministerio de Vivienda base 2001 o base 2005.

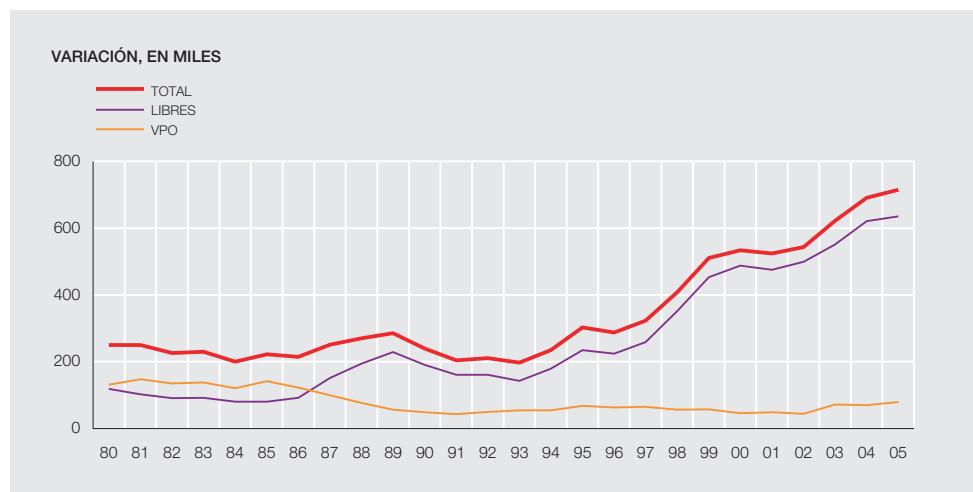
#### INVERSIONES DIRECTAS EN ESPAÑA. INMUEBLES



FUENTE: Banco de España (Balanza de Pagos).

extranjeros han tenido un gran protagonismo en el incremento de la demanda de viviendas secundarias en ese período. De acuerdo con las cifras publicadas por la Balanza de Pagos, la inversión extranjera en inmuebles ha sido desde 1994 una de las rúbricas más dinámicas de los flujos de entrada de inversión directa extranjera en España (véase gráfico 6)<sup>6</sup>. Pese a su reducción en los dos últimos años, su peso continúa siendo importante, pues supuso el 30% de los flujos de entrada en 2005. Con todo, hay razones para pensar que estas cifras representan una cota mínima del volumen de transacciones inmobiliarias realizadas por ciudadanos extranjeros<sup>7</sup>.

6. Para valorar adecuadamente el peso de la demanda de vivienda por parte de ciudadanos comunitarios, debe tenerse en cuenta que las cifras de inversión extranjera en inmuebles procedentes de la Balanza de Pagos recogen no solo inversión en vivienda, sino también en otro tipo de bienes inmuebles, como el suelo, y los pagos derivados de la adquisición de vivienda usada. 7. Esta rúbrica de Balanza de Pagos refleja únicamente las transacciones realizadas a través de cuentas corrientes de no residentes, por lo que puede haber transacciones que no se liquiden mediante ese trámite.



FUENTE: Ministerio de Vivienda.

### **La oferta de vivienda en perspectiva**

Tras este repaso de los factores que han impulsado la demanda de vivienda en España, parece razonable examinar en qué medida la oferta ha respondido con flexibilidad a esos impulsos. Para ello se ha acudido a analizar la evolución del número de viviendas iniciadas, para las que existe información homogénea durante un período prolongado (véase gráfico 3). Antes del primer ciclo expansivo analizado, se iniciaban en torno a 220.000 viviendas al año, con un mayor protagonismo de la vivienda con algún tipo de protección, frente a la libre. El ciclo alcista posterior dio lugar a un repunte de las viviendas iniciadas, basado, sobre todo, en el dinamismo de las viviendas libres, comenzando un proceso de declive de la vivienda protegida. En 1989 se alcanzó un máximo cercano a las 300.000 viviendas iniciadas, un 50% más que la media de la primera mitad de la década.

La crisis de los primeros años noventa redujo el volumen de iniciación de viviendas, que en 1993 se situó por debajo de las 200.000, la cota más baja de los últimos 25 años. A partir de entonces se inició una recuperación en el volumen de viviendas iniciadas, que fue especialmente intensa a partir de 1997. En 2003 el número de viviendas iniciadas se duplicó respecto de la cifra de 1997, en 2005 se superaron las 700.000 viviendas iniciadas, y en 2006 el dinamismo continúa, pues se estima que en el primer semestre se han iniciado 380.000 unidades, un 15% más que en el mismo período de 2005. Este auge es especialmente notable cuando se compara con el conjunto de la UE 15: de acuerdo con la información publicada por el Consejo Superior de Colegios de Arquitectos, en España se construyen 18,1 viviendas por 1.000 habitantes, frente a una media europea de 5,7. Esta expansión se ha basado fundamentalmente en la vivienda libre, mientras que las viviendas de protección oficial apenas representan el 10% del total.

El fuerte incremento de la oferta ha sido desigual en términos geográficos: junto con el dinamismo de la inversión en viviendas en el arco mediterráneo, que se encuentra vinculado a la vivienda vacacional, destaca la fuerte expansión observada en los últimos años en las áreas de influencia de las grandes ciudades, alimentada por un segmento de la demanda que no está en condiciones de acceder a viviendas en ciudades como Madrid y Barcelona, donde el incremento de los precios de la vivienda ha reducido significativamente la accesibilidad para una parte importante de la población.

### **Conclusiones**

En este artículo se han repasado los principales determinantes que han configurado la evolución de la demanda y de los precios en los dos últimos ciclos inmobiliarios de la economía española. En el auge observado durante el período 1985-1990, la demanda de viviendas

mostró su habitual comportamiento cíclico, más dinámico que el del PIB en las fases de crecimiento, en el contexto de mejora de las perspectivas económicas que supuso la incorporación a la UE; no obstante, el entorno de condiciones financieras relativamente restrictivas, con elevados tipos de interés, tanto nominales como reales, y una escasa flexibilidad en la oferta de instrumentos de crédito tendieron a contener la demanda. La oferta de viviendas, por su parte, reaccionó de forma moderada a los impulsos de la demanda, de modo que estos se reflejaron en acusados incrementos de los precios.

En el ciclo que se inició en la segunda mitad de los años noventa, y que todavía perdura, los factores de demanda han sido mucho más potentes que en el ciclo anterior. La prolongada expansión de la economía española, con incrementos sustanciales del empleo, ha supuesto una mejora considerable en las perspectivas de renta de las familias, que ha animado tanto la creación de hogares —que desean adquirir una vivienda principal— como la demanda de viviendas secundarias. Por otra parte, el aumento de la población —sobre todo, por la incorporación de inmigrantes— no es ajeno a este auge económico y también ha impulsado la demanda de inmuebles. La estabilidad macroeconómica alcanzada y la propia modernización del país han favorecido la inversión residencial por parte de los ciudadanos extranjeros. Finalmente, el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas durante un largo período, junto con la gran flexibilidad que han mostrado las entidades de crédito para ofrecer productos financieros que facilitaran el acceso a la vivienda, ha supuesto un factor de empuje considerable en la demanda de viviendas.

Frente a estos elementos, la oferta ha mostrado una notable capacidad de respuesta, con incrementos sustanciales en el número de viviendas iniciadas. Con todo, la extraordinaria magnitud y simultaneidad de los impulsos de demanda, junto con el carácter estructural de algunas de las transformaciones experimentadas, han inducido un significativo encarecimiento de la vivienda, que, si se mide en términos relativos con la evolución del IPC, ha superado al que tuvo lugar en la segunda mitad de los ochenta.

19.7.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2004). «Encuesta financiera de las familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, noviembre, pp. 63-82.
- CONSEJO SUPERIOR DE ARQUITECTOS DE ESPAÑA (2004). *Informe de coyuntura*.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2005). «Indicadores de accesibilidad y esfuerzo en el mercado de la vivienda», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España, pp. 65-71.

LAS MEDIDAS DE LA POLÍTICA DE VIVIENDA EN MATERIA DE ALQUILERES Y VIVIENDA PROTEGIDA

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

### **Introducción**

En la mayoría de los países desarrollados el mercado de la vivienda es uno de los mercados en los que la intervención pública es más importante. España no escapa a esta tónica general, y la justificación de esta situación se encuentra recogida en la Constitución Española, que en su artículo 47 dice que «Todos los españoles tienen derecho a disfrutar de una vivienda digna y adecuada. Los poderes públicos promoverán las condiciones necesarias y establecerán las normas pertinentes para hacer efectivo este derecho [...]».

El parque de viviendas español se caracteriza por la existencia de un número apreciable de viviendas vacías (el último censo las cifra en algo más de tres millones), el predominio de la vivienda en propiedad, frente a la de alquiler, y el escaso peso de la vivienda protegida. Por otro lado, en los últimos años se ha asistido a un significativo incremento del precio de este activo, que ha reducido la accesibilidad de numerosos colectivos al mercado de la vivienda en propiedad. En este contexto, la política de vivienda reciente se ha fijado como objetivos a corto plazo potenciar el mercado del alquiler e incrementar la vivienda protegida. Para ello, se han establecido una serie de medidas presupuestarias y se han modificado algunos de los elementos que regulan estas cuestiones. Además, acaba de aprobarse la remisión a las Cortes del Proyecto de Ley de Suelo, y se han anunciado cambios en los sistemas de enajenación de los suelos públicos que todavía están pendientes de materializarse.

El presente artículo se centra en las actuaciones llevadas a cabo hasta este momento, localizadas, como se ha señalado, en el mercado del alquiler y en la vivienda protegida. Para ello, en los dos epígrafes siguientes se repasa la evolución de la intervención pública en relación con estos dos segmentos del mercado de la vivienda y se analiza el efecto de dicha intervención. En el epígrafe cuarto se presentan las actuaciones llevadas a cabo más recientemente y, en lo posible, se evalúa su efectividad, y en el último epígrafe se extraen unas breves conclusiones.

### **Actuaciones en materia de alquileres. Antecedentes**

La Ley de Arrendamientos Urbanos (LAU) es uno de los instrumentos que se ha venido utilizando para incidir en el segmento del alquiler. Los tres aspectos esenciales que suele regular dicha Ley son: la duración de los contratos de arrendamiento, las posibilidades de subrogación de dichos contratos y los procedimientos para determinar la actualización de su renta. La primera LAU<sup>1</sup> data del año 1964 y vino motivada por el deseo de mejorar la protección de los inquilinos, en un contexto en el que la demanda superaba a la oferta de este tipo de alojamiento. Para ello, en la citada Ley se estableció el carácter indefinido de los contratos de alquiler, se permitió la subrogación del mismo a la muerte del titular, tanto al cónyuge como a descendientes y ascendentes, y se congelaron, en la práctica, los alquileres, ya que su actualización se limitó a cubrir ciertos gastos. Como resultado, se produjo una reducción de la oferta de viviendas en alquiler y un progresivo deterioro de los edificios dedicados a este fin.

Con el objetivo de resolver el desequilibrio generado entre arrendatarios y arrendadores, la legislación cambió radicalmente para los nuevos contratos en mayo de 1985, con el Real Decreto-Ley 2/1985. A partir de ese momento, en los nuevos contratos la duración y renta de

1. En García y Mas (2000), se puede consultar la regulación sobre los arrendamientos urbanos anterior a la LAU de 1964.

los alquileres se fijó libremente entre las partes, a la vez que se suprimió la prórroga forzosa para estos nuevos contratos. No obstante, la coexistencia de dos regulaciones, la primera, que incidía sobre los contratos ya en vigor, y la segunda, únicamente, sobre los contratos nuevos, fragmentó el mercado de alquiler en dos segmentos bien diferenciados: el integrado por alquileres con prórrogas forzosas sucesivas y precios muy bajos, y el compuesto por alquileres con duraciones mínimas y precios elevados, impulsados por la escasez de oferta de viviendas en alquiler, que no se resolvió con esta medida.

Por último, se promulgó la LAU de 1994, que entró en vigor el 1 de enero de 1995, y que se situó en una posición intermedia entre las dos anteriores. Esta Ley, que rige en la actualidad las relaciones entre los propietarios y los inquilinos, continúa dando un trato más favorable al inquilino. La Ley establece la duración mínima de los nuevos contratos en cinco años, aunque el inquilino puede rescindirlo transcurrido el primero de ellos. Además, las partes negocian libremente la renta del primer año, pero las actualizaciones de los cuatro siguientes deben realizarse, anualmente, de acuerdo con la tasa interanual del IPC<sup>2</sup>.

Además de la regulación de los alquileres, ocasionalmente se han utilizado herramientas fiscales para potenciar este mercado<sup>3</sup>. En la actualidad, las ventajas impositivas están más dirigidas a estimular la oferta, al permitirse, desde el año 2003, una reducción en el IRPF del 50% del rendimiento neto de los ingresos por alquiler que perciben los propietarios. De igual modo, en el impuesto de sociedades se introdujo en el año 2004 una bonificación del 85% para las empresas que oferten al menos diez viviendas en alquiler. En todo caso, es importante mencionar que estas ventajas fiscales han sido muy inferiores a las que han recaído sobre la compra de vivienda en propiedad, apreciándose la existencia de un sesgo fiscal persistente a favor de la propiedad frente al alquiler<sup>4</sup>.

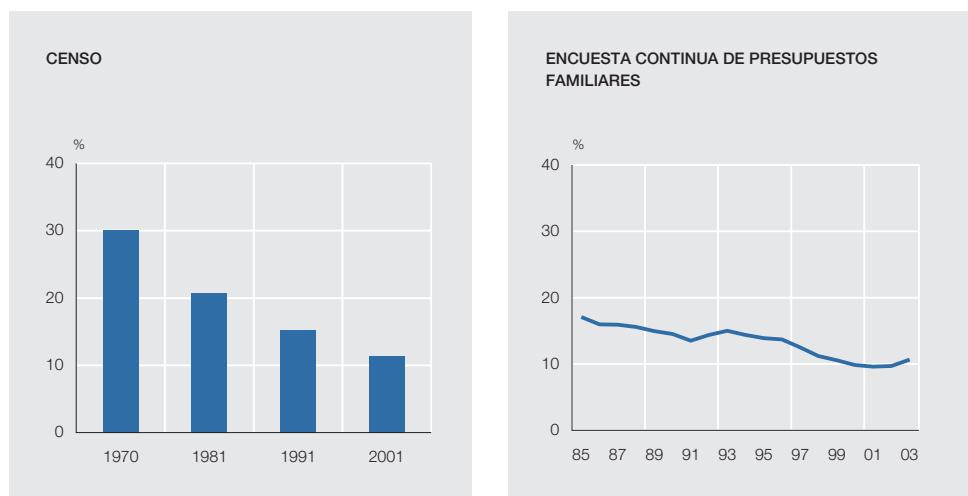
La evolución del mercado de alquiler ha estado lógicamente condicionada por estas medidas, aunque otros factores de tipo socioeconómico o cultural han podido desempeñar un papel relevante. Como ya se ha apuntado, la LAU de 1964 redujo de forma importante la rentabilidad de la oferta de viviendas en alquiler, lo que determinó que durante su período de vigencia se frenara la entrada de nuevos inmuebles en este segmento, contrayéndose la oferta de este tipo de viviendas. A pesar de que los cambios legislativos posteriores intentaron paliar estos problemas, los propietarios siguieron percibiendo la inversión en este tipo de viviendas como de alto riesgo, debido a la elevada inseguridad jurídica y a su escasa liquidez.

En efecto, uno de los factores explicativos de la estrechez del mercado de alquiler es la escasa operatividad de los mecanismos de defensa ante los impagos con la que se enfrentan los propietarios, debido a que los procesos judiciales son muy lentos. La inseguridad que esto genera, además de retraer la oferta, tiene un efecto adverso sobre la demanda, pues, en último término, al requerir el establecimiento de avales, contribuye a encarecer los alquileres. Para resolver esta cuestión se han introducido una serie de medidas, como son la creación de los juicios rápidos en enero de 2001<sup>5</sup>, que, sin embargo, han resultado ser poco ágiles<sup>6</sup>, o la Ley

---

2. Asimismo, en la LAU de 1994 se limitó la prórroga forzosa de los contratos antiguos al primer descendiente y se establecieron mecanismos para aproximar los alquileres de renta antigua a los de mercado. 3. En determinados momentos, los inquilinos se han podido acoger a ciertos beneficios fiscales en el impuesto sobre la renta. En particular, entre los años 1992 y 1998, ambos inclusive, hubo deducciones estatales para los inquilinos. En estos momentos, algunas CCAA mantienen algún tipo de deducción para los inquilinos, pero con condiciones muy restrictivas y de escasa cuantía.

4. Véanse García-Vaquero y Martínez (2005) y Martínez y Matea (2002). 5. Momento en el que entró en vigor la Ley de Enjuiciamiento Civil 1/2000. 6. Para subsanar las deficiencias, en el año 2003 se modificaron algunos aspectos de la Ley de Enjuiciamiento Civil, entre los que cabe reseñar la creación de las Oficinas de Señalamiento Inmediato, que son las encargadas de recoger las denuncias y de tramitar inmediatamente la documentación necesaria ante los jueces; sin embargo, por el momento, estas oficinas no están en funcionando.



FUENTE: INE.

60/2003 de Arbitraje, que permitió la incorporación de la Garantía de Alquiler<sup>7</sup>, por la que se reducen notablemente los plazos para ejecutar un desahucio.

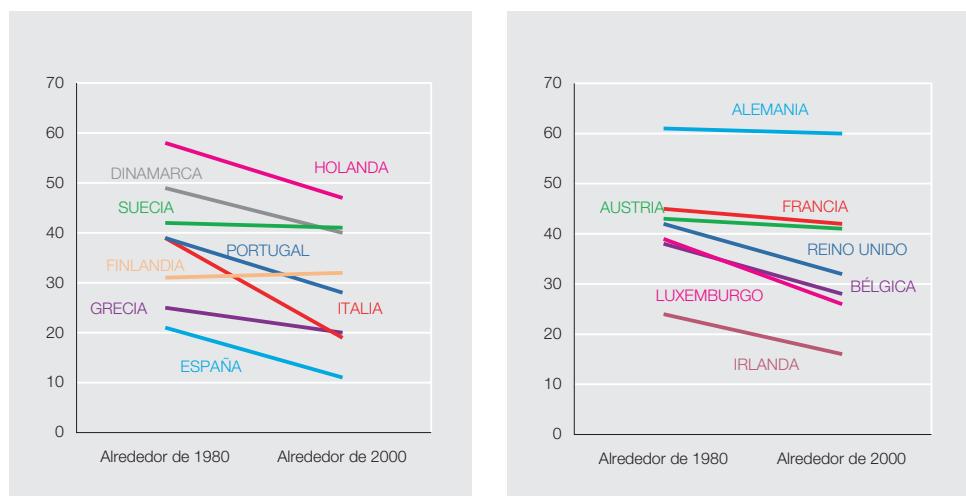
A pesar de todas estas medidas, en las últimas décadas se había venido produciendo una pérdida paulatina del peso de la vivienda en alquiler, tanto en términos relativos como absolutos. Según la información de los Censos, el porcentaje de la vivienda en alquiler se ha reducido desde el 30% en 1970 al 11% en 2001 (véase panel izquierdo del gráfico 1). No obstante, hay indicios de que esta tendencia ha podido invertirse en los últimos años. En particular, la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares apunta hacia una recuperación del porcentaje de hogares que vivían arrendados en los años 2002 y 2003 (véase panel derecho del gráfico 1), si bien, dadas las diferencias metodológicas de este indicador con el censo, no se puede conocer con exactitud la magnitud de este cambio de tendencia. En esta recuperación podrían haber incidido, por el lado de la demanda, la importante entrada de inmigrantes que se ha registrado en los últimos años<sup>8</sup> y la dificultad de algunos colectivos para adquirir una vivienda en propiedad, dado su encarecimiento. Por el lado de la oferta, las ventajas fiscales introducidas en el año 2003 podrían haber ejercido, también, un efecto positivo. En cualquier caso, España sigue teniendo un porcentaje de viviendas en alquiler muy inferior al de los estándares europeos (véase gráfico 2).

***La vivienda protegida como instrumento de la política de vivienda. Antecedentes***

La vivienda protegida es otro de los instrumentos con los que se cuenta para incidir sobre el mercado de vivienda. El principal objetivo de este tipo de actuación es el de facilitar el acceso a la vivienda de la población menos favorecida, pero, además, en determinadas coyunturas, puede incidir indirectamente sobre los precios de la vivienda libre, al desviar parte de la demanda del mercado libre hacia la parte protegida.

Con carácter general, las actuaciones protegidas que se regulan en los planes de vivienda han consistido en la promoción de viviendas nuevas (en venta o alquiler), en la adquisición

7. La Garantía de Alquiler es un documento que está en funcionamiento desde diciembre de 2004 y que se puede añadir como anexo al contrato privado de alquiler. Por el mismo, el propietario y el inquilino se comprometen a llegar a un arreglo a través de arbitraje no judicial (por medio de la Corte de Arbitraje) y se garantiza el desahucio en menos de tres meses. 8. De hecho, como señalan Martínez y Matea (2003), a nivel provincial parece existir una clara relación entre el peso de la población inmigrante y el de la vivienda en alquiler.



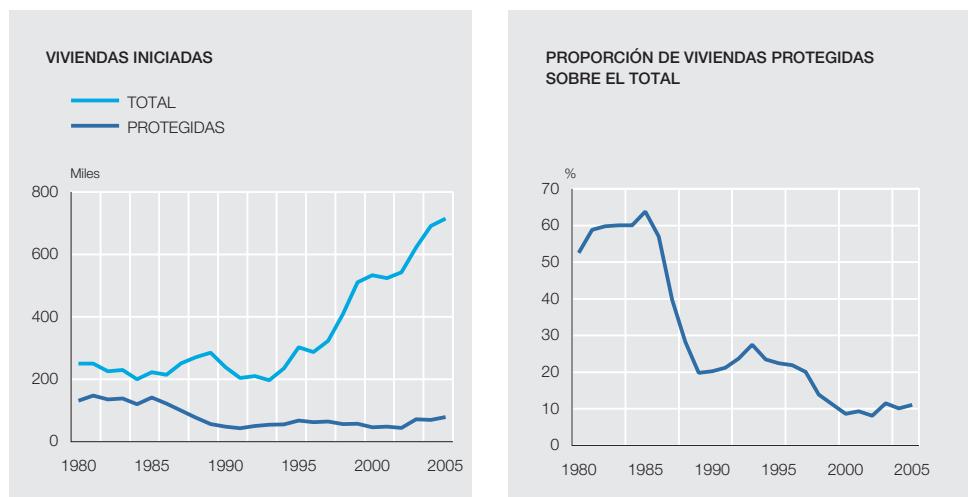
FUENTE: Banco Central Europeo.

(o alquiler) de viviendas ya construidas, en la rehabilitación o, por último, en la urbanización de suelo. El Estado aporta una determinada financiación presupuestaria y pacta con las entidades de crédito los recursos para la construcción de viviendas de protección. A partir de una primera propuesta del Estado sobre las actuaciones que habría que realizar, el diseño definitivo se obtiene tras los convenios que firma con las CCAA, que son las que ejecutan el plan.

A lo largo del tiempo, las actuaciones recogidas en los planes de vivienda han ido variando. Con anterioridad a 1976 constituyan un instrumento indiscriminado de apoyo a la oferta de vivienda. En 1976, comenzaron a establecerse condiciones sobre el tamaño de la vivienda y se discriminó en precios según la ubicación de la misma; además, las ayudas empezaron a concederse en función de la situación económica de las familias. Los principales cambios que se han introducido con posterioridad en la regulación de la vivienda protegida han consistido en la introducción, en 1981, de los subsidios de tipo de interés; la concesión de subvenciones personales, a partir de 1986; la creación, en 1987, del régimen especial para familias con menos ingresos, y la introducción, en 1989, de ayudas directas a la compra de viviendas usadas a partir de las viviendas tasadas.

Como se puede comprobar en el gráfico 3, las viviendas protegidas fueron un instrumento muy potente a lo largo de la primera mitad de la década de los ochenta, período en el que representaban en torno al 60% de todas las viviendas iniciadas. Sin embargo, desde entonces han ido perdiendo importancia. En términos relativos, en los primeros años del presente siglo este porcentaje era ligeramente inferior al 10%, y, en términos absolutos, en 2002 se iniciaron 44.014 viviendas protegidas frente a las 147.415 que se habían iniciado en 1981.

Uno de los factores que explica la evolución observada en los últimos años del siglo pasado y en los primeros del actual es el fuerte encarecimiento que ha experimentado la vivienda libre, lo que ha determinado que los precios de la vivienda protegida hayan sido poco atractivos para los promotores. En este sentido, el grado de cumplimiento del Plan de Vivienda 1998-2001, en lo que se refiere a construcción de vivienda nueva, fue solo del 65,9%, porcentaje muy inferior al de los dos planes anteriores (el Plan de Vivienda 1992-1995 y el de



FUENTE: Ministerio de Vivienda.

1996-1999)<sup>9</sup>. La merma en la importancia de este tipo de vivienda a lo largo de la década de los noventa ha podido estar relacionada también con un menor protagonismo como instrumento de la política de vivienda.

No obstante, como muestra el gráfico 3, en los últimos años se aprecia una recuperación de la iniciación de viviendas protegidas, de manera que en 2005 se han iniciado 79.191, por lo que el peso relativo de este tipo de vivienda se ha situado entre el 10% y el 11% del total de viviendas iniciadas. Las actuaciones que se comentan a continuación han debido de contribuir a este cambio de tendencia de la vivienda protegida.

#### **Medidas recientes para fomentar el mercado de alquiler y el desarrollo de la vivienda protegida**

La política de vivienda en los últimos años se ha orientado a potenciar el mercado de alquiler —en parte, mediante la movilización de viviendas vacías—, a aumentar el peso de la vivienda protegida, y a facilitar a los jóvenes y a los colectivos más desfavorecidos el acceso a la vivienda. Con estos objetivos se ha adoptado una amplia batería de medidas, que se han recogido en el Plan de Medidas Urgentes en Materia de Vivienda y Suelo, el primer paquete del Plan de Dinamización de la Economía y el Plan de Vivienda 2005-2008.

La movilización del parque de viviendas desocupadas para el mercado de alquiler se ha afrontado por tres vías: la primera, con la extensión de la financiación cualificada para la adquisición de viviendas de segunda mano destinadas al alquiler<sup>10</sup>; la segunda, subvencionando los gastos de adecuación de las viviendas vacías y/o la suscripción de un seguro contra impagos y desperfectos extraordinarios<sup>11</sup>; y la tercera, mediante la creación de la Sociedad Pública del Alquiler (SPA). Esta agencia garantiza al propietario una renta mensual, desde la firma del primer contrato y mientras la vivienda permanezca en la bolsa de la SPA, independientemente de que esté o no ocupada, y le asegura el buen estado del inmueble en el momento de la devolución. A cambio, la sociedad obtiene un 20% de la renta estipulada como contrapartida de los servicios que presta al propietario. Algunos Ayuntamientos y CCAA han puesto en marcha figuras similares, en muchos casos de manera gratuita. De las tres medidas menciona-

9. En unos porcentajes del 121,9% y 114%, respectivamente. Para el total de actuaciones, el grado de cumplimiento de los planes fue: del 120,4% para el de 1992-1995, del 112,2% para el correspondiente a 1996-1999 y del 84% para el de 1998-2001. 10. Este tipo de actuación se aplicaba anteriormente a la promoción de nuevas viviendas protegidas para arrendamiento. 11. Para acceder a estas ayudas, que pueden ascender a 6.000 euros, es imprescindible que la vivienda se mantenga en el mercado de alquiler durante un período mínimo de cinco años y con un alquiler máximo establecido.

das, las dos últimas pretenden ayudar al propietario a hacer frente a la inseguridad jurídica ante impagos y desperfectos. La escasa información disponible apunta a una efectividad todavía muy limitada de estas medidas. Según cifras oficiales, en los primeros siete meses de funcionamiento<sup>12</sup>, la agencia ha intermediado 1.208 contratos, habiéndose fijado un precio medio de alquiler un 19,2% inferior al de mercado libre.

Para dinamizar el mercado de alquiler se han introducido, además, algunos cambios legislativos dirigidos a estimular la profesionalización de la oferta de alquiler<sup>13</sup>. Tales cambios tratan, por un lado, de flexibilizar los requisitos del régimen especial en el impuesto de sociedades para las sociedades dedicadas al arrendamiento de viviendas y, por otro, permiten a las instituciones de inversión inmobiliaria realizar promoción de viviendas en alquiler. Además, se ha creado una nueva figura de vivienda protegida de alquiler de carácter transitorio para jóvenes<sup>14</sup>, se ha establecido un programa de vivienda joven en arrendamiento<sup>15</sup> y se han introducido ayudas para los jóvenes inquilinos<sup>16</sup>. Por el momento, las ayudas a propietarios e inquilinos no han supuesto un cambio significativo en el peso del alquiler en el mercado. De hecho, durante su primer año de vigencia hubo 682 viviendas cuyos propietarios se beneficiaron de estas ayudas (el 0,02% de las viviendas que había vacías, según el censo de 2001) y 6.962 inquilinos<sup>17</sup> que recibieron subvenciones a fondo perdido.

El desarrollo de la vivienda protegida es otro de los pilares en los que se basa la actual política de vivienda. Para ello se han llevado a cabo una serie de actuaciones que se engloban en la modificación del Plan de Vivienda 2002-2005 que se realizó en julio de 2004<sup>18</sup> y en la aprobación, un año después, de un nuevo Plan de Vivienda 2005-2008. La revisión del Plan de Vivienda 2002-2005 supuso un incremento del precio de este tipo de viviendas del 4% y un aumento del 63% del número de actuaciones que había que acometer (desde las 110.000 programadas inicialmente hasta 180.000, cifra que se consolidó en el plan siguiente). En relación con el conjunto de actuaciones, la prorroga del ejercicio 2004 hasta julio de 2005 facilitó la ejecución del Plan, que superó sus objetivos alcanzando un grado de cumplimiento del 104%.

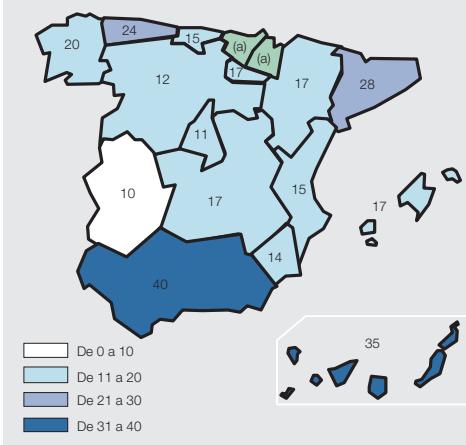
Por su parte, el Plan de Vivienda 2005-2008 ha sido dotado con un presupuesto (de 6.822 millones de euros) que duplica el asignado al plan precedente, señalizando la importancia que se otorga a la vivienda protegida en la política de vivienda desarrollada en la presente legislatura. Dentro de este segmento, el objetivo principal es potenciar las actuaciones para alquiler, que representan el 22,9% de todas las actuaciones y el 31,7% de las actuaciones de viviendas protegidas de nueva construcción (véase panel izquierdo del gráfico 4), frente a porcentajes del 6,1% y del 13,1% registrados en el Plan 2002-2005. Otro de los objetivos es construir, en promedio, en torno a 83.000 viviendas protegidas anualmente. Para hacer más atractiva la promoción de este tipo de viviendas, el Plan incrementó el precio en un 3% adicional, en julio de 2005. Entre las novedades que incorpora el nuevo plan hay que destacar, además de las medidas de fomento de alquiler para jóvenes ya

---

**12.** La SPA inició su actividad el 15 de octubre de 2005. Para que un inmueble pueda formar parte de la bolsa del SPA no puede exceder unos límites por lo que se refiere a su superficie y precio; este último varía en función de su ubicación. **13.** Ley 23/2005, que se enmarca en el Plan de Dinamización de la Economía. **14.** Son viviendas para jóvenes menores de 35 años con una superficie que puede variar entre 30 m<sup>2</sup> y 45 m<sup>2</sup> y un alquiler mensual de entre 195 y 489 euros (en función de la ciudad y del tamaño del inmueble). En caso de que las circunstancias personales del beneficiario se modifiquen, este podrá cambiar a una vivienda con mayor superficie o comprar otro piso sin tener que devolver las ayudas percibidas. **15.** Por el que los promotores pueden acceder a ayudas especiales. **16.** Para jóvenes con unos ingresos ponderados inferiores a 15.792 euros. La ponderación significa que la ayuda varía en función de la ciudad o de los miembros de la unidad familiar, de acuerdo con los coeficientes que deben establecer las CCAA. Además, la ayuda máxima no puede superar el 40% de la renta anual del joven, con un tope de 2.880 euros al año y una duración máxima de dos años. Asimismo, las CCAA pueden ampliar estas ayudas a otros colectivos. **17.** De acuerdo con la ejecución del plan de vivienda 2002-2005 (véase el Estudio de septiembre de 2005 de Metrovacesa). **18.** Real Decreto 1721/2004, que desarrolla parte del Plan de Medidas Urgentes en Materia de Vivienda y Suelo.

OBJETIVOS		
ACTUACIONES	2005-2008	% sobre total
VP de nueva construcción	331.450	46,0%
% para venta	68,3%	31,4%
% para alquiler	31,7%	14,6%
Otras actuaciones para alquiler	59.550	8,3%
Resto de actuaciones	329.000	45,7%
Total	720.000	100%

CONVENIOS FIRMADOS CON LAS CCAA  
% de actuaciones en alquiler



FUENTE: Ministerio de Vivienda.

a. El País Vasco y Navarra tienen planes de vivienda propios.

mentionadas, la creación de pisos de precios concertados para rentas medias<sup>19</sup> y la ampliación, hasta 30 años, del período durante el cual las viviendas protegidas no se pueden desclasificar<sup>20</sup>, si bien se permite su transmisión en el mercado regulado a los 10 años, bajo determinadas condiciones<sup>21</sup> y a través de registro público o sistema similar establecido por la Comunidad Autónoma.

Aunque algunas de estas medidas han debido de contribuir al aumento del peso de la vivienda protegida registrado en 2004 y 2005, su plena efectividad empezará a percibirse en los próximos años. Puede avanzarse, sin embargo, que el Ministerio de Vivienda ha firmado convenios con las CCAA por el 76% de las actuaciones del Plan de Vivienda 2005-2008<sup>22</sup>. En dichos convenios, el 21% de todas las actuaciones firmadas y el 27% de las referidas a viviendas protegidas de nueva construcción son de alquiler. Ambas cifras se sitúan ligeramente por debajo de los objetivos iniciales. Por otro lado, hay que destacar que el peso de la vivienda protegida de alquiler es muy desigual por CCAA. Así, en Andalucía y Canarias, algo más de la tercera parte de las actuaciones realizadas han sido de arrendamiento; sin embargo, en Extremadura, Madrid y Castilla y León, estas solo representan entre el 10% y el 12% (véase panel derecho del gráfico 4).

### Conclusiones

La política de vivienda se ha dirigido, hasta el momento, a potenciar el mercado de alquiler, a aumentar el peso de la vivienda protegida y a facilitar a los jóvenes y a los colectivos más desfavorecidos el acceso a la vivienda. Quedan pendientes de implementar medidas de mayor calado, como puede ser la Ley del Suelo.

19. Para ingresos anuales medios de entre 36.174 euros y 42.752 euros. Para este tipo de vivienda no se pueden recibir ayudas directas y su precio es un 20% superior al del régimen general. Por otro lado, pueden ser viviendas para comprar o para alquilar. 20. Con anterioridad, la media por Comunidad Autónoma estaba en unos 15 años, si bien las diferencias entre CCAA eran y son notables (por ejemplo, en Extremadura o el País Vasco no las desclasifican, y en Cataluña lo hacen a los 90 años). 21. Hay que justificar la necesidad (por motivos laborales, familiares, etc.) y el precio máximo de venta es el de adquisición actualizado por la inflación y multiplicado por un coeficiente que fija la Comunidad Autónoma, pero que no puede exceder de dos. Por otro lado, los vendedores, a diferencia de lo que sucedía hasta ahora, no tienen que devolver las ayudas percibidas por dicha vivienda. 22. El 24% que resta por adjudicar corresponde a 175.768 actuaciones de la reserva de eficacia.

Las medidas de estímulo del mercado de alquileres y, en particular, las dirigidas a la movilización del elevado parque de viviendas desocupadas pueden contribuir a dinamizar este segmento del mercado. No obstante, serían necesarias algunas modificaciones normativas más generales, como la entrada en funcionamiento de los juicios rápidos por impagos, o la revisión de aquellos aspectos de la LAU que pueden estar frenando la entrada de viviendas vacías en el mercado de alquiler, como la duración mínima de los contratos (cinco años). No hay que olvidar que debe de haber un cierto número de viviendas adquiridas en los últimos años por motivo de inversión que permanecen desocupadas porque esta condición es demasiado restrictiva. Por otra parte, la subvención de los gastos de adecuación de las viviendas vacías supone un tratamiento diferencial, mediante subvenciones a fondo perdido, a los propietarios de viviendas desocupadas, frente a otros cuyas viviendas ya están alquiladas.

Las medidas que tratan de facilitar el acceso a una vivienda de alquiler por parte de los jóvenes son actuaciones parciales, que solo afectan a una porción de la demanda potencial de vivienda. En relación con la vivienda protegida, la ampliación de los objetivos de los planes de vivienda, las elevaciones de los precios permitidos y el incremento de la dotación presupuestaria correspondiente han debido de incidir en el aumento del peso de la vivienda protegida registrado en 2004 y 2005, si bien su plena efectividad empezará a percibirse en los próximos años.

17.7.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2003). *Structural factors in the EU housing markets*.
- GARCÍA, J., y M. MAS (2000). *La vivienda y el sector de la construcción en España*, Caja de Ahorros del Mediterráneo.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y J. MARTÍNEZ (2005). *Fiscalidad de la vivienda en España*, Documentos Ocasionales, n.º 0506, Banco de España.
- MARTÍNEZ, J., y M.ª DE LOS LLANOS MATEA (2002). «El mercado de la vivienda en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- (2003). «Precios de la vivienda en España: evolución y factores explicativos», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 78.
- METROVACESA (varios números). *Estudios*.
- TRILLA, C. (2001). *La política de vivienda en una perspectiva europea comparada*, Colección Estudios Sociales, n.º 9, Fundación la Caixa.

UN ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS Y PRESUPUESTARIAS

## Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias

Este artículo ha sido elaborado por Esther Moral y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El seguimiento de las condiciones monetarias y financieras de una economía resulta de especial interés para las autoridades monetarias, tanto por su importancia en la determinación de la demanda agregada y, por lo tanto, en la evolución de los precios como por su relación directa con las decisiones de un banco central. Así, los índices de condiciones monetarias (ICM) —que vienen determinados por la evolución conjunta, convenientemente ponderada, de los tipos de interés y los tipos de cambio— han llegado a ser utilizados en algunos bancos centrales —como el de Nueva Zelanda o el de Canadá— como objetivo intermedio de política monetaria. En la actualidad, la información que proporcionan los ICM se sigue considerando como un elemento relevante de análisis económico por su simplicidad de cálculo e interpretación<sup>1</sup>.

No obstante, el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios exige a las autoridades monetarias una evaluación completa del tono de las políticas de demanda. Para ello, además del análisis de las condiciones monetarias y financieras, deben evaluar la orientación de la política presupuestaria, con objeto de estudiar los determinantes de la demanda agregada e identificar, así, posibles presiones inflacionistas. A pesar de ello, resulta poco frecuente el cálculo de indicadores sintéticos que reflejen el tono de la combinación de políticas —incluyendo la política fiscal— prevaleciente en un país. Estos indicadores difícilmente pueden condensar toda la compleja información relativa a los efectos de las políticas públicas sobre la actividad económica; sin embargo, pueden constituir un instrumento adicional de análisis para las autoridades monetarias en su proceso de toma de decisiones.

En este artículo se propone la elaboración de un índice de condiciones monetarias y presupuestarias (ICMP), que permite valorar de modo conjunto el tono de las condiciones monetarias y fiscales de una economía. El índice es calculado de modo homogéneo para España, la UEM y Estados Unidos utilizando el modelo macroeconómico NiGEM<sup>2</sup> para la obtención de las ponderaciones relevantes de las distintas variables que lo componen.

El resto del artículo se organiza de la siguiente forma. En la sección 2 se describe la metodología de cálculo del ICMP, comenzando por los ejercicios de simulación llevados a cabo para obtener las ponderaciones que se emplean en la construcción de los índices. En la sección 3 se presentan los ICMP de las tres economías objeto de análisis y se describe su evolución en los últimos quince años. Finalmente, la sección 4 recoge las conclusiones.

### Metodología de cálculo

El ICMP se construye como la suma ponderada de los movimientos en las variables que permiten caracterizar el tono de las políticas monetaria y fiscal según la siguiente expresión:

$$\text{ICMPT} = -\sum_i \omega_i \Delta X_{it} \text{ con } \Delta X_{it} = X_{it} - X_{i0} \quad [1]$$

$X_{it}$  y  $X_{i0}$  ( $i = 1, \dots, 4$ ) representan a cada una de las variables integrantes del índice en el período  $t$  y base, respectivamente, y  $\omega_i$  es la ponderación correspondiente a la variable  $X_i$ . En particular, el índice compuesto elaborado en este artículo tiene en cuenta la evolución de las si-

1. Con esta finalidad se han elaborado estos índices en el Banco de España [véase, por ejemplo, Caballero, Martínez Pagés y Sastre (1997) o Martínez Pagés y Ortega Eslava (2000)]. 2. National Institute Global Macroeconometric Model, elaborado por el NIESR (National Institute of Economic and Social Research).

guientes variables representativas de las condiciones monetarias y presupuestarias: el tipo de interés real a corto plazo, el tipo de cambio efectivo real, el gasto público primario y los ingresos públicos (ambos en porcentaje del PIB).

Las ponderaciones deben reflejar los efectos de cada componente del índice sobre una variable macroeconómica de interés. En nuestro caso, los pesos  $\omega_i$  han sido calculados estimando el impacto de cada componente sobre el PIB real, aunque cabría también haber utilizado las respuestas de la demanda final o los precios. Las estimaciones son realizadas mediante simulaciones con el modelo NiGEM, un modelo macroeconómico de carácter mundial que proporciona un marco homogéneo para realizar el mismo tipo de ejercicio para España, el conjunto de la UEM y Estados Unidos, de forma que los resultados sean comparables<sup>3</sup>. Este modelo consta de un bloque de ecuaciones específico para gran parte de las economías del mundo y tiene en cuenta las interrelaciones existentes entre países a través del comercio, aspecto este último de gran importancia para los países integrantes de la UEM. De hecho, la economía del área del euro no se modeliza de forma específica, sino que resulta de la agregación ponderada de los Estados miembros (excepto Luxemburgo), lo que permite captar las diferencias existentes en la transmisión de las perturbaciones.

#### EJERCICIO DE SIMULACIÓN

Para la obtención de las ponderaciones, se han realizado con NiGEM los siguientes cuatro ejercicios de simulación:

- Un aumento del tipo de interés a corto plazo (a tres meses) de un punto porcentual (acompañado de un aumento del tipo de interés a largo plazo de medio punto porcentual).
- Una apreciación del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN)<sup>4</sup> del 1%.
- Un aumento del gasto público primario equivalente a un 1% del PIB.
- Un aumento de los ingresos públicos equivalente a un 1% del PIB.

En todos los casos, la duración de la perturbación es de dos años, período durante el cual la variable monetaria que no está afectada por ella (o las dos en el caso de las simulaciones fiscales) permanece exógena y la regla fiscal que, por defecto, actúa en cada país se deja inactiva. Además, como es habitual en las simulaciones realizadas con el modelo NiGEM, las perturbaciones se aplican sobre las variables en términos nominales, aunque los índices sintéticos se calculan utilizando variables reales. No obstante, en la medida en que la inflación varía poco en el corto plazo, este supuesto no introduce grandes distorsiones. Finalmente, la ponderación asociada a cada variable se mide en términos del impacto que el *shock* correspondiente tiene sobre el crecimiento medio del PIB real durante los dos primeros años de la simulación.

Cabe señalar que, aunque el tamaño de las perturbaciones aplicadas en cada una de las cuatro simulaciones puede considerarse arbitrario, ello no altera la evolución del índice, que vendrá determinada de forma conjunta por la ponderación y por el movimiento de cada variable medido en unidades equivalentes a las empleadas en las simulaciones.

---

3. Asimismo, el modelo NiGEM tiene la posibilidad de incorporar un comportamiento *forward looking* de los agentes económicos, de la que se ha hecho uso en las simulaciones aquí analizadas. 4. Nótese que, desde la entrada en vigor del euro, al tipo de cambio efectivo nominal relevante para la economía española se le denomina «componente nominal del índice de competitividad» (esto es, del tipo de cambio efectivo real).

EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL (a)			
	España	UEM	EEUU
(1) Tipo de interés	-0,17	-0,15	-0,14
(2) Tipo de cambio efectivo	-0,12	-0,04	-0,03
(3) Gasto público primario	0,29	0,35	0,44
(4) Ingresos públicos	-0,10	-0,15	-0,25
PRO MEMORIA:			
Ratio (1) / (2)	1,42	3,75	4,67
Multiplicador del presupuesto [(3) + (4)]	0,19	0,20	0,19

FUENTE: Banco de España.

a. Desviación en puntos porcentuales del crecimiento medio del PIB real (durante los dos primeros años) en cada simulación con respecto al escenario base.

El cuadro 1 recoge las ponderaciones que, para cada una de las economías objeto de análisis, se van a emplear en el cálculo del ICMP correspondiente. Adicionalmente, se presenta la ratio entre el peso asociado al tipo de interés y el correspondiente al tipo de cambio efectivo, que permite establecer una comparación entre los efectos sobre la actividad de ambas variables. Asimismo, el multiplicador del presupuesto equilibrado muestra qué efecto prevalece cuando los gastos e ingresos públicos experimentan una modificación tal, que el déficit primario permanece inalterado.

Como se puede observar, el impacto en términos de crecimiento de una perturbación en el tipo de interés es muy similar en las tres economías analizadas, si bien es ligeramente superior en España. Las diferencias son algo más significativas en el caso de la perturbación al tipo de cambio efectivo nominal, que tienen un efecto mayor en España que en la UEM en su conjunto y Estados Unidos, una consecuencia del menor tamaño y de la mayor apertura de la economía española<sup>5</sup>. Como resultado, la ratio entre las ponderaciones asociadas al tipo de interés y al tipo de cambio es sensiblemente inferior en España, donde el impacto sobre el crecimiento del PIB real de un incremento de los tipos de interés a corto plazo en 100 puntos básicos (pb) sería equivalente al de una apreciación del TCEN relevante para nuestra economía de un 1,42%, mientras que este porcentaje sería del 3,75% en el caso del conjunto del área del euro y del 4,67% en Estados Unidos.

La condición de España como país miembro de una unión monetaria implica algunas singularidades que afectan a los resultados obtenidos. En primer lugar, los movimientos en los tipos de interés y en el tipo de cambio relevantes para la economía española afectan en el mismo sentido al resto de los países miembros de la Unión Monetaria, por lo que existen efectos que se canalizan a través del comercio intra-UEM que están recogidos en las ponderaciones obtenidas. En segundo lugar, la moneda única implica que la evolución del tipo de cambio del euro frente al resto de divisas solo afecta a una parte del componente nominal del tipo de

5. Se han realizado varios ejercicios de robustez considerando el efecto de la composición del tipo de cambio efectivo nominal. Los resultados muestran que la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del 1% a partir de movimientos alternativos en el tipo de cambio bilateral frente a las distintas divisas que integran la cesta no introduce grandes variaciones en los efectos obtenidos.

cambio efectivo real (TCER) de la economía española, en la medida en que el comercio intra-UEM, a tipo fijo, representa algo más del 50%. Por tanto, cabe esperar que la variabilidad del TCEN se haya reducido con la transición al nuevo régimen cambiario y su contribución, aunque no haya cambiado su ponderación en el índice, sea menor que en el pasado. Finalmente, hay que destacar que los diferenciales de inflación entre los países miembros de una unión monetaria no constituyen una herramienta de la política monetaria, pero desempeñan un papel como mecanismo de ajuste dentro de la UEM. En la medida en que los índices sintéticos se construyen sobre las variables en términos reales, un aumento (disminución) del diferencial de inflación de España frente a la UEM tendrá un impacto restrictivo (expansivo) a través de una apreciación del tipo de cambio efectivo real que será contrarrestado por el efecto expansivo (restrictivo) de unos menores (mayores) tipos de interés reales.

Por lo que respecta a las perturbaciones fiscales, como se observa en el cuadro 1, su efecto en términos absolutos es más elevado en Estados Unidos que en el conjunto del área del euro y, sobre todo, que en España. No obstante, la magnitud del impacto neto que ambas perturbaciones tendrían sobre la economía —lo que se denomina «multiplicador del presupuesto»— es similar en las tres áreas, prevaleciendo siempre el carácter expansivo de un incremento en el gasto público.

Es necesario señalar, con respecto a estas simulaciones fiscales, que el resultado depende significativamente del diseño del ejercicio y, en particular, de cómo se distribuya la perturbación —equivalente al 1% del PIB— entre los distintos componentes que, dentro del NiGEM, integran el gasto público primario (consumo, inversión y transferencias) y los ingresos públicos (impuestos personales directos, impuestos sobre sociedades y resto de impuestos). Las simulaciones, cuyos resultados figuran en el cuadro 1, suponen un reparto de la perturbación proporcional al peso de cada uno de los componentes.

Una vez calculadas estas ponderaciones, que son el punto de partida para la construcción de los ICMP, es interesante realizar algún tipo de comparación con algunos resultados disponibles en la literatura u obtenidos con otros instrumentos de simulación. En el cuadro 2 se muestra una breve recopilación, que permite llegar a las siguientes conclusiones. Para el caso de España, la ratio del efecto relativo del tipo de interés y del tipo de cambio obtenida con NiGEM es relativamente baja, aunque no se encuentra muy alejada de los resultados que aparecen en el cuadro 2 para otros trabajos. Simulaciones equivalentes realizadas con el modelo trimestral del Banco de España (MTBE) arrojan resultados muy similares. Así, el efecto sobre el crecimiento del PIB de la perturbación de tipo de interés estimado con el MTBE es de -0,21 puntos porcentuales (pp), mientras que el de la apreciación del componente nominal del TCER es de -0,12, lo que eleva la ratio relativa de España a 1,8, tan solo cuatro décimas por encima de la presentada en el cuadro 1.

En el caso de la UEM, los resultados del cuadro 1 también se encuentran dentro del rango de valores aparecidos en la literatura, aproximadamente en el punto medio. Finalmente, para Estados Unidos nuestra ratio es sensiblemente más baja, lo que de nuevo puede explicarse por diferencias en la muestra, el modelo y el diseño de la simulación. Esta comparación, por tanto, apunta a una gran variabilidad de los parámetros que se utilizan para el cálculo de los ICM —y, por extensión a nuestro caso, del ICMP—, que recomienda una actualización frecuente y en, cualquier caso, evitar una interpretación demasiado automática de los índices sintéticos derivados.

#### CÁLCULO DEL ICMP

El ICMP para España, la UEM y Estados Unidos se ha calculado utilizando la expresión [1], las ponderaciones recogidas en el cuadro 1 y las variables integrantes del índice, que aparecen

EFECTOS DE PERTURBACIONES DE TIPO DE INTERÉS Y DE TIPO DE CAMBIO							
	España			UEM			EEUU
	ti	tc	Ratio (a)	ti	tc	Ratio (a)	Ratio (a)
Martínez Pagés et al. (2000)	-0,83	-0,13	6,4	-0,45	-0,10	4,4	7,9
MTBE [Estrada et al. (2004)]	-0,21	-0,12	1,8				
Comisión Europea (2006)							6,0
Fagan y Morgan (2005) (b)				-0,26	-0,03	8,7	
				-0,12	-0,04	3,0	
Ericsson et al. (1998)			1,5			2,2	9,0
Peeters (1999)						2,6	
PRO MEMORIA:							
Resultados del cuadro 1	-0,17	-0,12	1,4	-0,15	-0,04	3,8	4,7

a. Cociente entre el efecto sobre el PIB de un aumento del 1% del tipo de interés a corto plazo y el efecto de una apreciación del 1% del tipo de cambio (tc).

b. Los resultados proceden del Area Wide Model del BCE (línea superior) y del modelo EUROMON del Banco de Holanda (línea inferior).

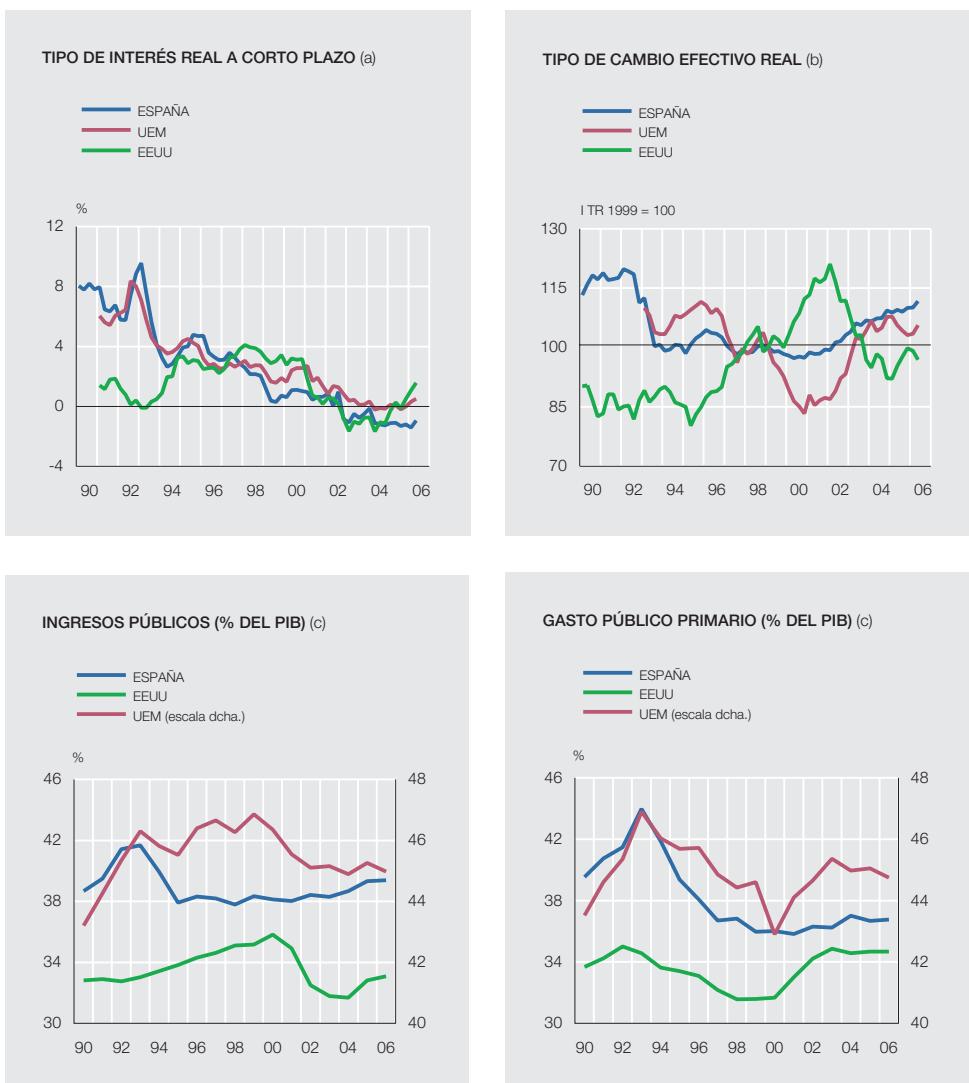
en el gráfico 1. El período de cálculo comprende desde el primer trimestre de 1990<sup>6</sup> hasta el segundo trimestre de 2006<sup>7</sup>, y las ponderaciones  $\omega_i$  se han normalizado de forma que las variaciones en el indicador puedan interpretarse como movimientos equivalentes en puntos porcentuales de los tipos de interés a corto plazo.

Por otra parte, se han calculado sendos índices ICM e ICP de forma análoga al índice agregado, pero incluyendo en cada uno de ellos únicamente las variables relevantes (tipos de interés y tipos de cambio en el primero, y variables fiscales en el segundo).

En cuanto a la frecuencia del índice, aunque las series de tipos de interés y de tipos de cambio son diarias, las series fiscales son anuales, por lo que el ICMP ha sido calculado con dicha periodicidad. No obstante, también se ha calculado con frecuencia trimestral, manteniendo constantes las variables fiscales a lo largo del año, para, al menos, captar la variabilidad dentro del año de las series monetarias. Finalmente, se han utilizado como período base (en el cual el valor del índice es cero) el año 1998 en la serie anual y el cuarto trimestre de 1998 en la trimestral, dado que dichas fechas marcan el fin de la etapa pre-UEM.

Con respecto a la forma de entender estos índices, es importante tener en cuenta varios aspectos. En primer lugar, el nivel de los índices no tiene interpretación alguna. En cada momento, el índice refleja el tono de las condiciones monetarias y presupuestarias en comparación con las vigentes en otros períodos. Asimismo, la variación de las condiciones monetarias y fiscales que permite captar el tipo de índice construido es el resultado no solamente de cambios discrecionales en las políticas de demanda, sino también de la evolución de los estabiliza-

6. A excepción de la UEM, para la que el primer dato corresponde al primer trimestre de 1993, debido a la disponibilidad de la serie de TCER. 7. Los datos de 2006 de las series fiscales son previsiones procedentes del *Economic Outlook* de la OCDE.



FUENTES: OCDE, BCE y Banco de España.

- a. Tipo de interés interbancario a tres meses menos tasa de inflación corriente.
- b. Se calcula utilizando como deflactor el índice de precios de consumo.
- c. El dato de 2006 es una previsión (*Economic Outlook*, OCDE).

dores automáticos y de las fluctuaciones del mercado, especialmente en el caso de las variaciones del tipo de cambio en un régimen de flotación<sup>8</sup>.

Además de estas consideraciones, no hay que olvidar las limitaciones de estos indicadores sintéticos para medir las condiciones monetarias y financieras y, por extensión, las presupuestarias. Tal y como se desprende de la discusión anterior sobre el ejercicio de simulación y como se ha señalado ampliamente en la literatura [véase, por ejemplo, Ericsson et al. (1998)], hay que destacar, en primer lugar, la dependencia de las ponderaciones del modelo económico y del diseño de las simulaciones. Asimismo, las transformaciones económicas experimentadas en algunos países podrían introducir variabilidad en las ponderaciones relevantes en cada momento del tiempo. Por otro lado, los índices estarán también sujetos a los efectos de

8. Con respecto a este último punto, resulta interesante el trabajo de Gerlach y Smets (2000), en el que se discuten las implicaciones que la distinta naturaleza de los movimientos en el tipo de cambio puede tener sobre la interpretación y el uso de los ICM por bancos centrales.

la composición derivados de una evolución diferente (a la considerada en la simulación) de los tipos de cambio bilaterales integrantes del TCEN y las partidas de ingresos y gastos públicos. Finalmente, estos índices consideran únicamente el impacto medio sobre el PIB real durante un plazo de dos años y, por tanto, no explotan ni la dinámica de la respuesta ni el impacto a más largo plazo. Todas estas cuestiones aconsejan que su utilización se realice con cautela y de forma conjunta con otros indicadores.

***Evolución reciente del ICMP en España, Estados Unidos y la zona del euro***

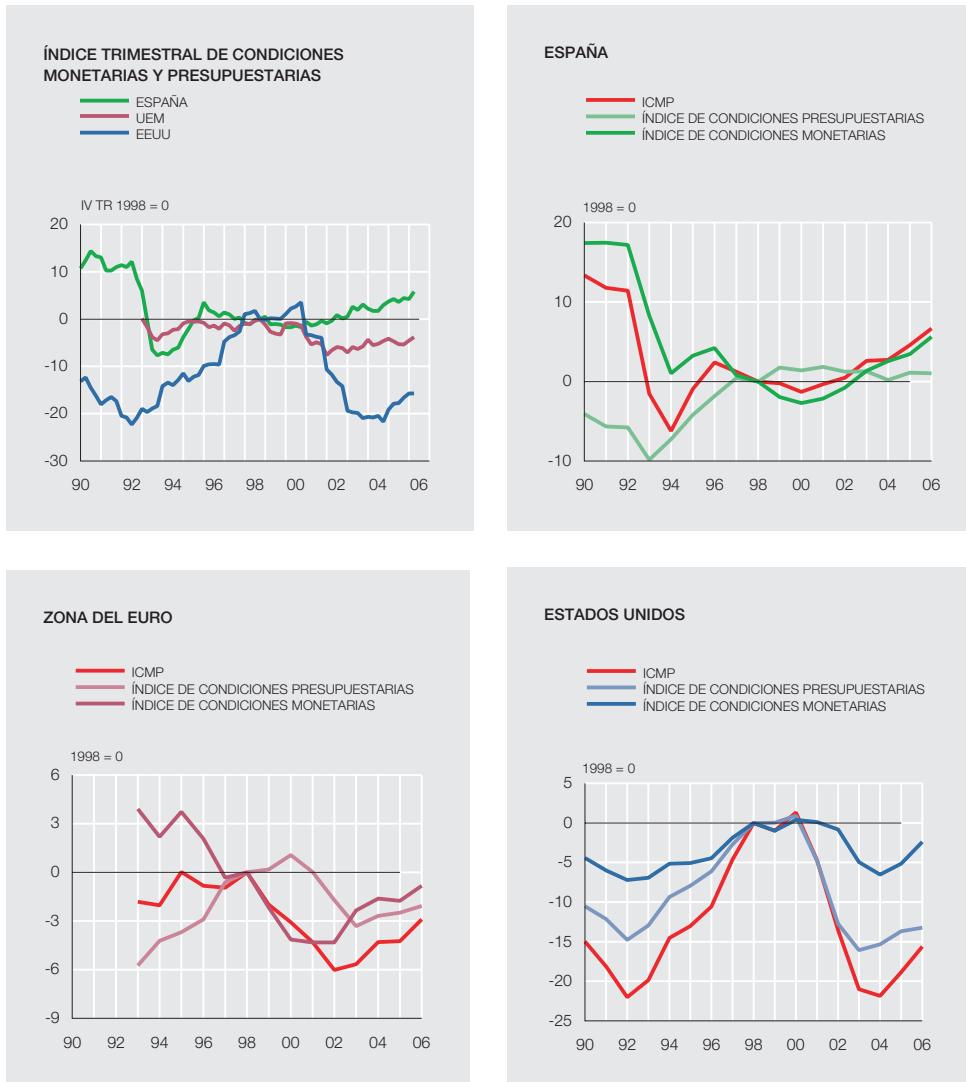
El gráfico 2 recoge la evolución del ICMP trimestral para España, la UEM y Estados Unidos, así como los índices anuales ICM e ICP que lo integran. El año base es 1998, en el que el índice de cada área toma el valor cero<sup>9</sup>.

La primera característica que se desprende del análisis comparado para el conjunto del período analizado es que en Estados Unidos las condiciones monetarias y fiscales han experimentado cambios más pronunciados durante los últimos quince años, si bien al final del período analizado prevalecen unas condiciones similares a las de 1990. En cambio, en el conjunto de la UEM y en España las variaciones han sido de una menor entidad y el tono de la combinación de políticas en 2006 es menos restrictivo que a principios de los noventa. Esto último obedece, en ambas economías, a la relajación de las condiciones monetarias, que —en el caso de España— ha permitido compensar el aumento del rigor presupuestario.

En España, la evolución del ICMP ha seguido las siguientes etapas bien diferenciadas. Durante la primera mitad de los noventa, las condiciones monetarias y fiscales experimentaron una fuerte relajación, que, medida en términos de un cambio en los tipos de interés, equivaldría a una caída de casi 20 pp. En este período, el impulso inicial procedió del comportamiento expansivo del gasto público, al que se añadieron, en los años 1992 y 1993, las devaluaciones de la peseta dentro del Sistema Monetario Europeo, así como una reducción de los tipos de interés. Con el inicio de la crisis económica a finales de 1992, el funcionamiento habitual de los estabilizadores automáticos prolongó el efecto expansivo de las condiciones presupuestarias. A partir de 1995 comenzaba una nueva fase de crecimiento, que se caracterizó, en sus primeros años, por la reorientación de las políticas económicas, con el objetivo de cumplir los criterios de convergencia de Maastricht. En esta etapa, que abarca el período 1995-1998, el ICMP evolucionó hacia un mayor grado de restricción, como consecuencia, principalmente, de la consolidación fiscal que tuvo lugar. Las condiciones monetarias, por su parte, tendieron a ser algo más holgadas y a compensar el impacto del ajuste fiscal a partir de 1996, en un contexto en el que la autoridad monetaria lograba cumplir sus objetivos de inflación, manteniendo el proceso de convergencia de los tipos de interés. Finalmente, en el período de pertenencia a la UEM, el ICMP no ha experimentado variaciones significativas hasta el año 2002, ya que el carácter estimulante de las condiciones monetarias se compensaba por un tono restrictivo de la política fiscal. A partir de 2002, en cambio, las condiciones monetario-presupuestarias se han endurecido notablemente: mientras que la política fiscal ha mantenido un tono neutral y el tipo de interés real ha continuado registrando valores muy reducidos —con un efecto muy expansivo para nuestra economía—, se ha producido una apreciación sostenida del tipo de cambio efectivo real, que refleja tanto la fuerte apreciación del euro como, sobre todo, el diferencial de inflación de la economía española.

---

9. Recuérdese que establecer comparaciones del grado de restricción o laxitud de la combinación de políticas entre dos países en un momento concreto del tiempo, de acuerdo con el nivel del ICMP, puede no ser correcto en el caso (muy probable) de que las condiciones monetarias y presupuestarias no se pudieran considerar similares entre ambos países en el período elegido como base.



FUENTE: Banco de España.

a. Un aumento (disminución) del índice indica un mayor (menor) grado de restricción de las condiciones monetarias y presupuestarias.

En el caso de la economía del área del euro, la combinación de las políticas económicas ha experimentado una evolución similar a la descrita en el caso español en el período de convergencia hacia la moneda única. El tono restrictivo de la política fiscal se vio contrarrestado por la reducción de los tipos de interés reales en Europa y por la depreciación del tipo de cambio efectivo real. Durante los cuatro primeros años del comienzo de la UEM, las condiciones monetarias se volvieron más holgadas, como consecuencia principalmente de la depreciación del euro, aunque, a diferencia de lo ocurrido en España, su efecto se vio reforzado por la relajación fiscal. A partir de 2003 se produjo un cambio en esta tendencia, cuando la política fiscal comenzó a adoptar un tono ligeramente más restrictivo, con una reducción del gasto público en términos del PIB, en un contexto en el que algunos países de la zona del euro se veían forzados a llevar a cabo algunos ajustes presupuestarios ante las dificultades para cumplir los límites al déficit público impuestos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. No obstante, la menor holgura del ICMP se debió fundamentalmente a la apreciación del euro.

En el caso de Estados Unidos, el ICMP ha tenido un comportamiento anticíclico acusado, con variaciones muy amplias, procedentes sobre todo del componente fiscal. Además, a diferen-

cia de la UEM, las condiciones monetarias y presupuestarias han tendido a evolucionar en el mismo sentido. Así, durante la recesión de principios de los noventa el ICMP se redujo, indicando una relajación de las políticas de demanda, que abarcó hasta finales de 1992. A partir de 1993, las condiciones fiscales adoptaron un creciente grado de restricción, al tiempo que las monetarias mostraron una tendencia al endurecimiento, como consecuencia, en los primeros años, del notable aumento de los tipos de interés reales y, posteriormente, de la fuerte apreciación registrada por el dólar. Los elevados superávits fiscales acumulados en la década de los noventa permitieron que, a partir de 2001, coincidiendo con el inicio de una etapa receptiva, se produjera una fuerte reacción de la política fiscal, con un elevado crecimiento del gasto público. Asimismo, la reducción de los tipos de interés y la depreciación del dólar contribuyeron al efecto expansivo. A partir de 2005, el tono acomodaticio de las políticas económicas ha revertido algo, situándose en un nivel similar al de principios de los noventa.

### **Conclusiones**

Para lograr el objetivo de estabilidad de precios, las autoridades monetarias necesitan realizar una valoración conjunta de los efectos de las políticas económicas sobre la demanda agregada, con objeto de evaluar las presiones inflacionistas que soporta la economía. La construcción de índices de condiciones monetarias es un ejercicio que se realiza con cierta frecuencia por su simplicidad de cálculo e interpretación, así como por su relación directa con las variables que controla un banco central. En este sentido, resultan menos frecuentes el cálculo y el uso de indicadores sintéticos que reflejen el tono de la combinación de políticas —incluyendo la política fiscal— prevaleciente en un país.

En este artículo se aprovecha la literatura existente sobre la elaboración de índices sintéticos para construir un índice de condiciones monetarias y presupuestarias (ICMP) que permite valorar si, en conjunto, las condiciones monetarias y fiscales de una economía han evolucionado hacia un tono de mayor o menor grado de laxitud. Este ejercicio se realiza de forma comparable para España, la UEM y Estados Unidos, utilizando el modelo macroeconómico NiGEM.

Los resultados obtenidos muestran cómo la evolución de las condiciones monetarias y presupuestarias en España y en la UEM ha estado marcada por el proceso de creación y funcionamiento de la Unión Monetaria. En general, el ICMP no ha presentado excesivas variaciones, porque las condiciones monetarias y fiscales han tendido a evolucionar en sentido contrario. En el caso de Estados Unidos, en cambio, el ICMP muestra un comportamiento cíclico muy acusado, con una contribución importante de los efectos derivados de la política fiscal, que se han visto, a menudo, reforzados por la evolución de las condiciones monetarias.

Comparando España con la UEM, se observa que el comportamiento disciplinado de la política fiscal en el primer caso ha permitido contrarrestar el carácter notoriamente acomodaticio de la política monetaria común en los últimos años. Ello parece confirmar el papel de la política presupuestaria en la tarea de ayudar a contener las tendencias al desequilibrio, inducidas, en algunas economías nacionales, por la persistencia de condiciones particularmente propias para el gasto privado y la demanda de financiación.

El ICMP es un instrumento útil para valorar el efecto expansivo o contractivo de las condiciones monetarias y fiscales prevalecientes en una economía. No obstante, como ya se ha comentado ampliamente en la literatura relacionada, las principales ventajas de estos índices son su simplicidad y su capacidad de síntesis, lo que, por otra parte, genera algunas limitaciones que recomiendan una utilización cautelosa dentro de un conjunto amplio de modelos e indicadores.

4.7.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- CABALLERO J. C., J. MARTÍNEZ PAGÉS y T. SASTRE (1997). *La utilización de los índices de condiciones monetarias desde la perspectiva de un banco central*, Documentos de Trabajo, n.º 9716, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2006). *Publicación electrónica del índice de condiciones monetarias*, DG Economic and Financial Affairs, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/monetaryconditions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/monetaryconditions_en.htm).
- ERICSSON, N., E. JANSEN, N. KERBESHIAN y R. NYMOEN (1998). *Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy*, Bank for International Settlements Conference Papers, vol. 6.
- ESTRADA, Á., J. L. FERNÁNDEZ, E. MORAL y A. V. REGIL (2004). *A quarterly macroeconometric model of the Spanish Economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0413, Banco de España.
- FAGAN, G., y J. MORGAN (2005). *Econometric Models of the Euro-Area Central Banks*, Edward Elgar (ed.).
- GERLACH, M., y F. SMETS (2000). «MCIs and monetary policy», *European Economic Review*, 44, pp. 1677-1700.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J., y E. ORTEGA ESLAVA (2000). «Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España, pp. 51-61.
- PEETERS, M. (1999). «Measuring Monetary Conditions in Europe: Use and Limitations of the MCI», *The Economist*, 147 (2), pp. 183-203.

DIVERGENCIAS MACROECONÓMICAS ENTRE LOS PAÍSES DE LA UEM: MAGNITUD,  
CAUSAS E IMPLICACIONES

## Divergencias macroeconómicas entre los países de la UEM: Magnitud, causas e implicaciones

Este artículo ha sido elaborado por Ana Buisán y Fernando Restoy, de la Dirección General del Servicio de Estudios<sup>1</sup>.

### **Introducción**

En los últimos años, la actividad económica del área del euro ha experimentado un ritmo de avance modesto, de apenas un 1,4% de crecimiento medio entre 2001 y 2005, que supone poco más de la mitad del observado en Estados Unidos en el mismo período. No obstante, el escaso dinamismo del PIB no ha sido un rasgo común a todos los Estados miembros. De hecho, países como Grecia, España y, sobre todo, Irlanda han crecido muy por encima del aumento medio del área, mientras que otros, como Alemania, Portugal e Italia, han registrado un vigor muy escaso. Estas diferencias han suscitado cierto debate sobre el impacto de la política monetaria única sobre discrepancias en el tono de la actividad económica en los distintos países del área del euro y sobre las dificultades que esta heterogeneidad pudiera causar en la adecuada conducción de la política monetaria por parte del BCE. Este debate tiene alguna conexión con la discusión de los años ochenta y principios de los noventa del siglo pasado acerca de la relevancia de la pérdida de instrumentos estabilizadores de política económica que para los países miembros supone la pertenencia a un área monetaria plurinacional.

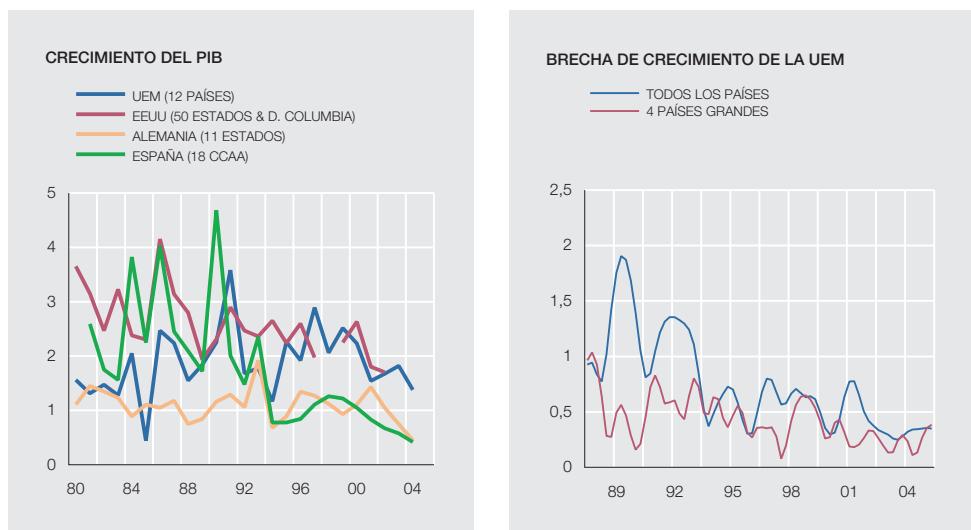
En este artículo se intenta analizar este problema, usando la evidencia disponible sobre la magnitud y el origen de las divergencias económicas entre los países que forman la UEM. En particular, se evalúa la contribución de la ausencia de políticas monetarias y cambiarias nacionales en la dispersión de las tasas de crecimiento e inflación y se reflexiona sobre sus implicaciones normativas. Para ello, en el segundo epígrafe se describe el grado de similitud del comportamiento de los ciclos económicos nacionales. El epígrafe tercero explora las diferencias en el grado de exposición a los distintos tipos de perturbaciones y en sus mecanismos de transmisión dentro de cada economía nacional. El epígrafe cuarto examina la influencia de la Unión Monetaria sobre las discrepancias observadas. Finalmente, el epígrafe quinto enumera las principales conclusiones.

### **El tamaño de las divergencias**

Una forma sencilla de ilustrar el tamaño de las discrepancias macroeconómicas es mediante el análisis de la dispersión de las variables de interés. En el gráfico 1 se presenta la desviación típica del crecimiento del PIB de los 12 países del área y de los 4 mayores y se compara con estadísticos similares obtenidos para otras uniones monetarias. El gráfico muestra que el grado de dispersión de la actividad entre los países de la UEM es menor en la actualidad que a principios de los años noventa del siglo pasado. Además, esta dispersión es solo moderadamente superior a la existente entre las regiones españolas o entre los estados alemanes y, sobre todo, no se sitúa sistemáticamente por encima de la correspondiente a Estados Unidos.

Por otra parte, la dispersión estimada de las tasas de crecimiento del PIB puede obedecer tanto a factores tendenciales como cíclicos. En la medida en que, desde el punto de vista de la conducción de la política monetaria, los elementos tendenciales del PIB, asociados a desarrollos estructurales de baja frecuencia, tienen una relevancia menor, resulta conveniente examinar medidas de actividad económica convenientemente filtradas. Con este fin, el gráfico 1 también presenta la dispersión de las brechas de producción (*output gaps*) de los 12 países del área del euro y de los 4 mayores. Se observa que esta es mucho menor

1. El artículo es un resumen del Documento Ocasional n.º 0504 de los mismos autores, titulado *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU*, preparado para su presentación en el ECB Central Banking Seminar.



FUENTES: BCE y Banco de España.

a. Desviación típica sin ponderar.

actualmente que la existente en los años noventa, si bien el avance se concentra en los años anteriores a la introducción del euro en 1999. De hecho, a partir de entonces, el indicador de divergencia ha permanecido relativamente estable, lo que podría haber frustrado algunas expectativas de que la UEM pudiera aumentar con rapidez la sincronía cíclica de los Estados miembros. No obstante, la relativa estabilidad de las divergencias cíclicas desde la creación de la UEM en torno a niveles relativamente reducidos despeja, más bien, los temores de que la menor disponibilidad de instrumentos domésticos de estabilización pudiera contribuir a exacerbar las discrepancias y perjudicar así el ejercicio de la política monetaria común.

Para analizar con más detalle el grado de paralelismo entre las fluctuaciones de los ciclos económicos en los Estados miembros, el gráfico 2 presenta la correlación entre el ciclo de cada país y el de la UEM. Como se observa, con la excepción del caso finlandés, esta se sitúa en general en valores muy elevados, en torno al 80%. Ello podría parecer, en principio, coherente con la existencia de un ciclo europeo común, tal como han defendido algunos autores [Artis et al. (1997) y Mansour (2003)]. Más verosímiles parecen, sin embargo, los resultados de Camacho, Pérez-Quirós y Sáiz (2004), que rechazan formalmente la hipótesis de la existencia de un ciclo común, aunque identifican semejanzas notables en el ciclo económico de los Estados miembros. Del mismo análisis se deduce, además, que entre los factores que explican las distancias cíclicas no se encuentran las políticas monetarias y cambiarias instrumentadas en cada país.

### ¿Qué causa las divergencias?

Las divergencias macroeconómicas son típicamente la consecuencia de un diferente grado de exposición de las economías nacionales a determinado tipo de perturbaciones o de una transmisión desigual de estas perturbaciones al conjunto de la economía como consecuencia de la idiosincrasia de los mecanismos de ajuste macroeconómico. Conviene analizar la relevancia de ambos tipos de factores por separado.

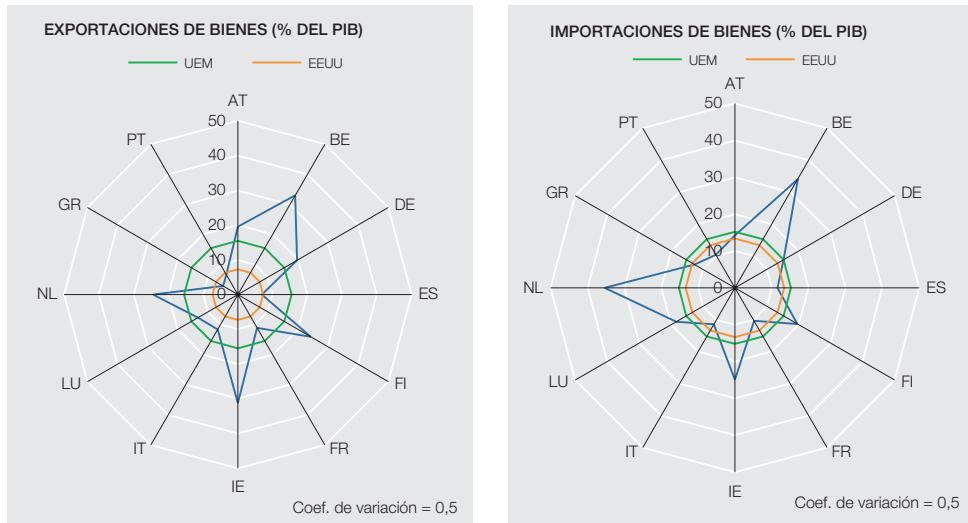
#### EXPOSICIÓN A PERTURBACIONES

Siguiendo la literatura sobre integración económica, cabe destacar cuatro tipos principales de perturbaciones, correspondientes a la demanda externa, el precio del petróleo, los desarrollos sectoriales y los precios de los activos.



FUENTE: Banco de España.

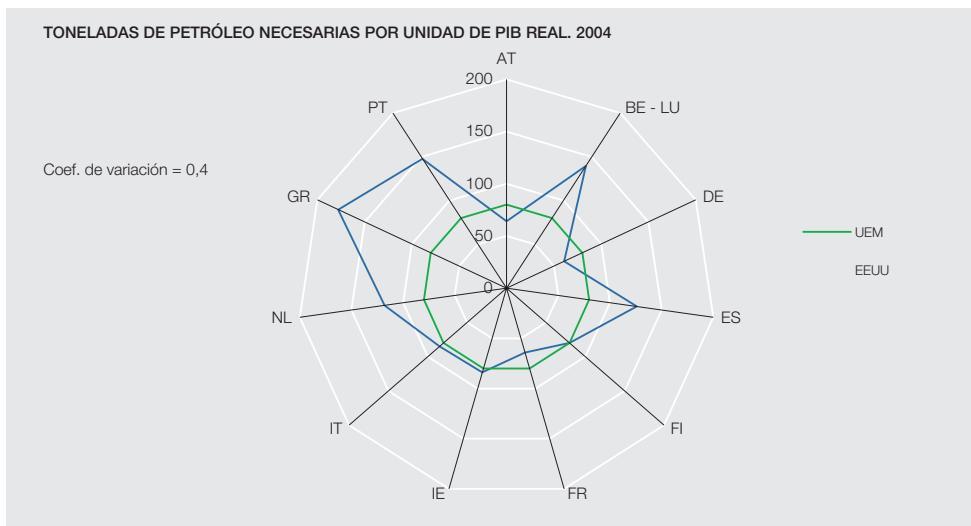
La sensibilidad de la economía del área y de cada uno de sus Estados miembros a una variación del comercio mundial depende, en gran parte, de su grado de apertura, medida como el peso relativo de los intercambios con el resto del mundo en relación con la actividad económica interna. El gráfico 3 muestra que existe una dispersión importante en el peso de las exportaciones e importaciones con el resto del mundo en porcentaje del PIB, lo que resulta indicativo de una probable heterogeneidad de las respuestas de cada economía nacional a los desarrollos producidos en el entorno exterior de la zona del euro. En particular, Grecia, Portugal, España, Italia y Francia muestran una exposición inferior a la media, mientras que Ale-



FUENTES: Eurostat y US Census Bureau.

## EXPOSICIÓN AL PRECIO DEL PETRÓLEO

GRÁFICO 4



FUENTE: British Petroleum, Comisión Europea y FMI.

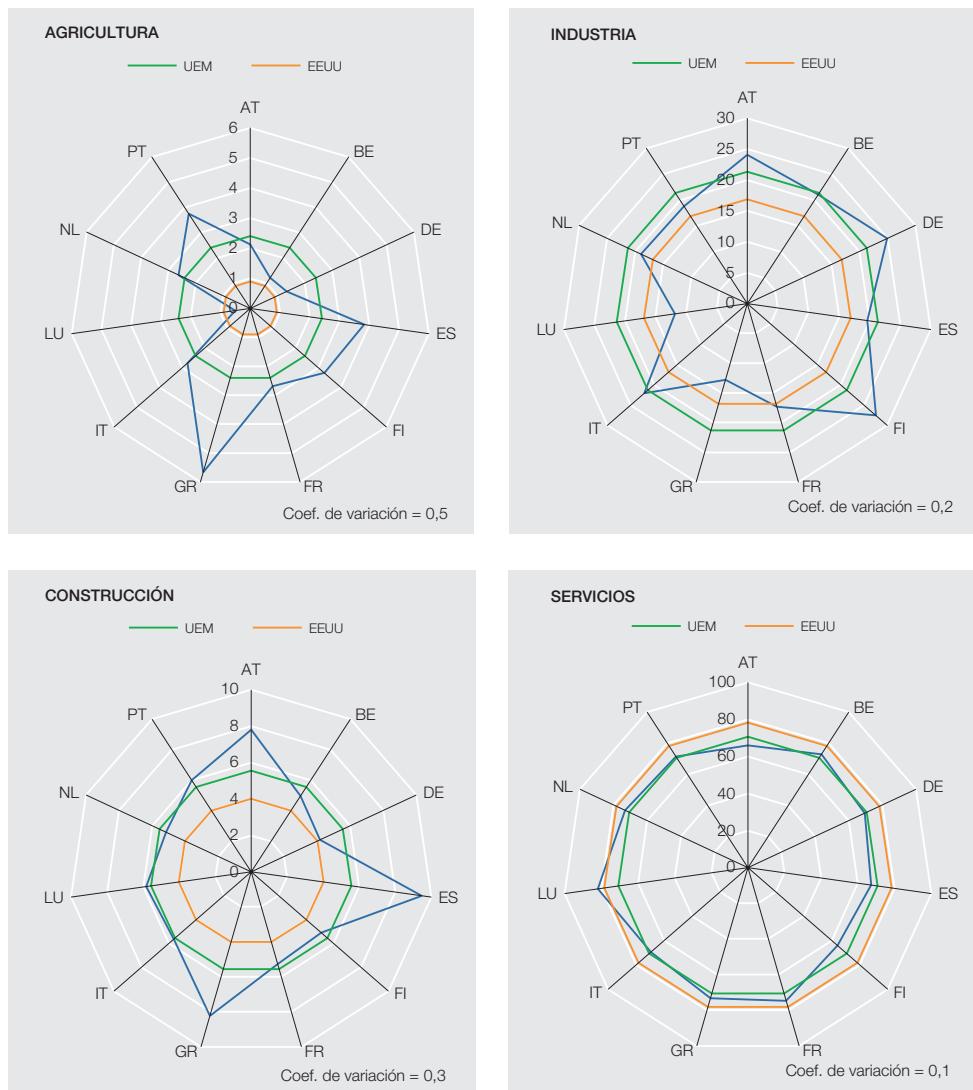
mania, Bélgica, Finlandia, Irlanda y Países Bajos sobresalen en sentido contrario. Cabrero, Chuliá y Millaruelo (2004) analizan con profundidad este fenómeno y encuentran, además, que las diferencias también se extienden a la composición de las exportaciones por producto y destino geográfico.

Por otra parte, es previsible que la exposición de cada país a los precios del petróleo esté fuertemente correlacionada con la intensidad de su uso en la producción. En este sentido, en el gráfico 4 se observa que esta medida es similar en los tres países de mayor tamaño, si bien en Grecia, Portugal, Bélgica y, en menor medida, España la ratio de dependencia de la energía petrolífera es sensiblemente superior a la media.

Para valorar las diferencias en la exposición de cada país a perturbaciones sectoriales, los gráficos 5 y 6 recogen la composición de las estructuras productivas según la distribución del valor añadido de cada economía nacional entre los cuatro grandes sectores y según el grado

## COMPOSICIÓN DEL VALOR AÑADIDO (2004)

GRÁFICO 5



FUENTES: Eurostat y OCDE.

de intensidad tecnológica de la producción industrial, respectivamente. El primero de los gráficos sugiere que la exposición de los países de la UEM a perturbaciones sectoriales no es muy distinta: los servicios representan una participación del PIB similar entre ellos, próxima al 70% e inferior al 80% al que se acerca Estados Unidos; la actividad industrial supone un porcentaje cercano al 20% en la mayor parte de los Estados miembros; la participación de la agricultura es muy reducida, oscilando entre el 1% y el 5%, mientras que la construcción varía entre el 4% y el 8%, por encima en ambos casos de los respectivos porcentajes en Estados Unidos. En términos de la intensidad tecnológica de la producción industrial hay discrepancias más marcadas, aunque en la mayor parte de los países se observa una estructura relativamente diversificada, donde el porcentaje de industrias con tecnología alta es inferior en casi todos los países miembros al de Estados Unidos. De este modo, no parece que la exposición a perturbaciones sectoriales sea, en general, una fuente especialmente relevante de discrepancias macroeconómicas.

Por último, para tratar de evaluar la sensibilidad de los países de la UEM a variaciones de los precios de los activos, el gráfico 7 muestra el peso de los instrumentos de mercado en el activo de los balances patrimoniales de los hogares y en el pasivo del de las empresas no financieras.

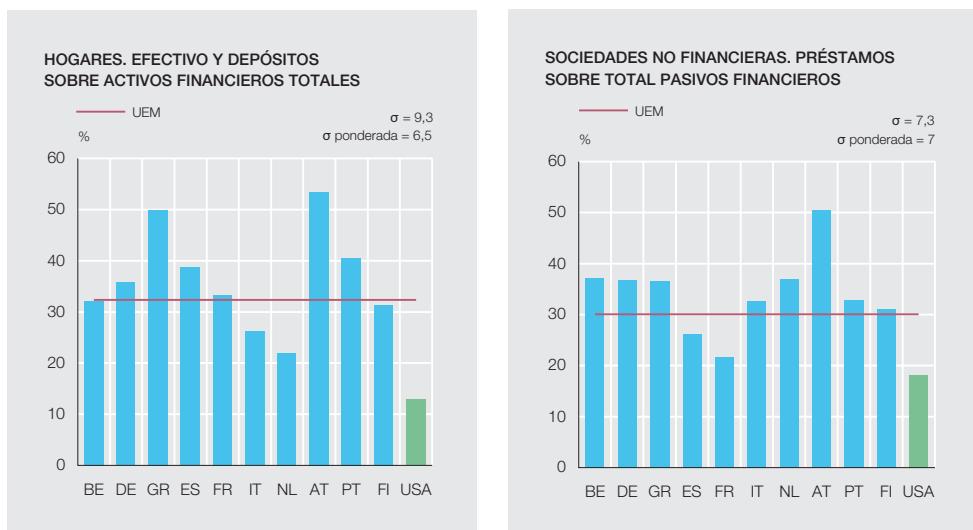


FUENTES: SBSPlus de Eurostat y Banco de España.

a. Datos del año 2001 para Irlanda.

ras. En todos los países se observa un grado elevado de intermediación de los flujos financieros. De hecho, los instrumentos no negociados representan más del 30% de los activos financieros de las familias en todos los países, con la única excepción de Italia y Países Bajos, donde, en cualquier caso, superan la proporción de Estados Unidos. Por su parte, los préstamos suponen, típicamente, entre el 30% y el 40% de los pasivos de las empresas no financieras en los países de la UEM, frente al 17% de Estados Unidos. La heterogeneidad a la exposición a cambios en el precio de la vivienda es probablemente algo más acusada que a los precios de los activos financieros. Según se muestra en el cuadro 1, aunque el porcentaje de la inversión residencial sobre el PIB no se encuentra alejado de la media de la UEM en la mayor parte de los países, la ratio de vivienda en propiedad sobre el total varía significativamente, lo que probablemente implique una distinta sensibilidad de las decisiones de inversión y de consumo a cambios en el valor de los inmuebles.

Por lo tanto, desde una perspectiva puramente descriptiva como la presentada en este epígrafe, no parece que existan discrepancias importantes en la exposición de los países a perturbaciones sectoriales y en los precios de los activos financieros. No obstante, las dis-



FUENTES: Eurostat y Reserva Federal.

paridades parecen mayores en lo que se refiere al impacto de los desarrollos en el entorno exterior.

#### MECANISMOS DE TRANSMISIÓN

Una segunda fuente de discrepancias cíclicas entre los Estados miembros es la que proviene de la posible heterogeneidad de los mecanismos de ajuste de la economía ante distintos tipos de perturbaciones. Aunque el Mecanismo de Transmisión Monetaria (MTM) es posiblemente el más relevante desde la órbita de un banco central, conviene también repasar la evidencia disponible sobre el funcionamiento de los mercados de trabajo y productos, ya que estos resultan esenciales para determinar la forma en la que los desarrollos relevantes en el ámbito internacional o nacional terminan afectando a la evolución de la actividad y de los precios.

Comenzando con la transmisión de la política monetaria, según un ejercicio reciente realizado en el ámbito del Eurosistema [véanse Van Els, Locarno, Morgan y Villettelle (2001) y Berben, Locarno, Morgan y Vallés (2004)], la respuesta global del PIB y los precios a un movimiento de tipos de interés es relativamente similar en todos los países de la UEM, quizás con la excepción de Finlandia y Austria (véase gráfico 8). No obstante, la importancia relativa de los distintos canales de transmisión, como el efecto sustitución, el canal del coste del capital y el del tipo de cambio, difieren de manera notable. En estos trabajos se encuentra, además, que estas discrepancias obedecen a rasgos diferenciales de carácter estructural. Por ejemplo, el grado de protección del mercado de trabajo parece estar positivamente correlacionado con la magnitud del canal de sustitución y, naturalmente, el grado de apertura con la del canal del tipo de cambio.

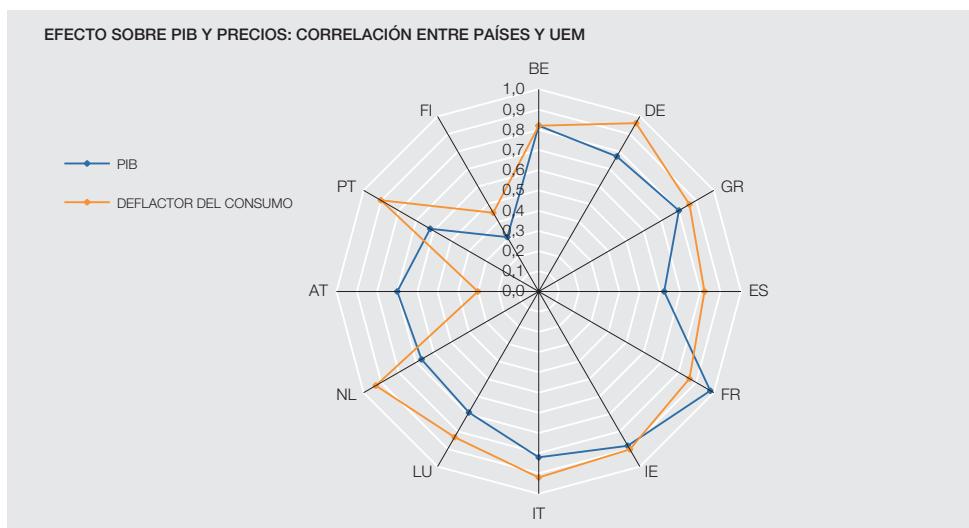
Con todo, son las diferentes estructuras financieras las que en mayor medida explican la dispersión de los distintos efectos de los cambios en los tipos de interés. Los resultados de la red de investigadores sobre el mecanismo de transmisión del Eurosistema —resumidos en Angeloni, Kashyap, Mojón y Terlizzese (2002)— muestran que la importancia de los canales de transmisión que transcurren a través de la posición patrimonial de bancos, hogares o empresas resulta elevada en algunos países (como Italia, Francia, Alemania y Bélgica), mientras que parece mucho menos relevante en otros (como Finlandia, España y Luxemburgo). Ello sugiere que el efecto de los tipos de interés sobre la actividad económica

	Peso de la inversión residencial en el PIB	Porcentaje de viviendas en propiedad
	2004	2002
UEM	5,9	60,0
Bélgica	4,1	69,8
Alemania	6,6	42,6
Grecia	5,4	74,0
España	7,3	84,3
Francia	5,1	56,1
Irlanda	7,3	77,4
Italia	5,8	72,8
Luxemburgo	2,9	71,8
Países Bajos	5,9	54,2
Austria	4,6	57,3
Portugal	6,2	75,7
Finlandia	5,1	58,0
Estados Unidos	4,5	68,3

FUENTES: Eurostat y Census Bureau.

### SIMULACIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

GRÁFICO 8



FUENTE: R.-P. Berben, A. Locarno, J. Morgan y J. Vallés (2004).

ca depende de la situación financiera de los agentes de un modo poco homogéneo en los distintos países.

La evidencia recientemente aportada por la OCDE<sup>2</sup>, que recoge el cuadro 2, permite calibrar las diferencias en los efectos riqueza de cada economía. En el cuadro se muestran las propensiones marginales a consumir de la riqueza financiera e inmobiliaria para varios países

2. Véase P. Catte, N. Girouard, R. Price y C. André (2004).

## ESTIMACIÓN DE PROPENSIONES MARGINALES A CONSUMIR DE LA RIQUEZA INMOBILIARIA Y FINANCIERA

	Corto plazo		Largo plazo	
	Inmobiliaria	Financiera	Inmobiliaria	Financiera
Alemania	...	0,01	...	0,02
Francia	...	...	...	0,02
Italia	...	0,01	0,01	0,01
España	0,01	...	0,02	0,02
Países Bajos	0,02	...	0,08	0,06
Estados Unidos	...	0,02	0,05	0,03
Japón	0,01	...	0,01	0,07
Reino Unido	0,08	0,03	0,07	0,04
Canadá	0,03	0,03	0,06	0,04
Australia	0,02	...	0,07	0,03

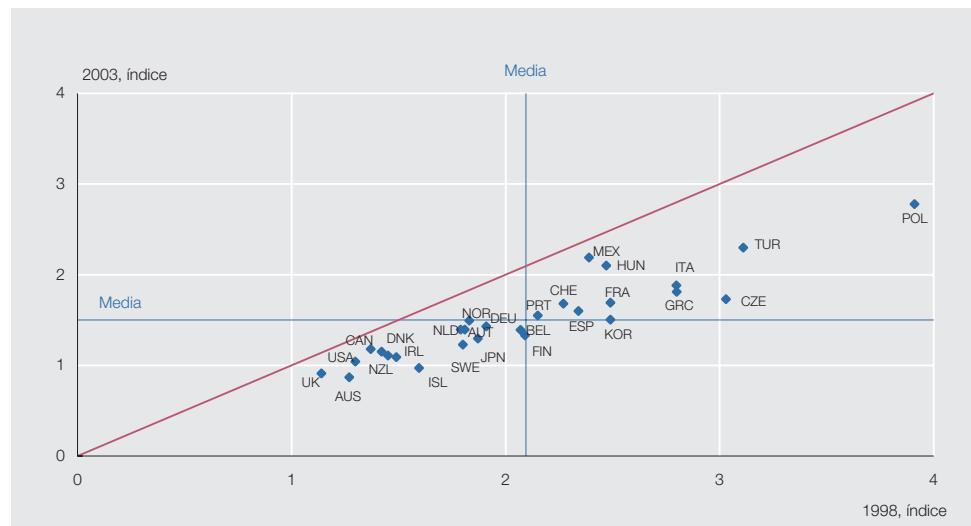
FUENTE: OCDE.

desarrollados. Estas propensiones resultan en general más elevadas en Estados Unidos, Reino Unido y Canadá que en los países del área del euro, donde adquieren una magnitud reducida y relativamente similar en todo ellos, si se exceptúa Países Bajos. En este último país, los efectos reales de las variaciones en la riqueza son muy pronunciados como consecuencia de las elevadas tenencias de activos financieros por parte de los hogares y de la amplia implantación, a diferencia de otros Estados miembros, del reembolso del capital inmobiliario (*mortgage equity withdrawal*), como fórmula de financiación del consumo privado.

En lo que se refiere al funcionamiento de los mercados de productos, el gráfico 9 resume la posición relativa de los países de la UEM según un indicador cualitativo del alcance de la regulación construido por la OCDE<sup>3</sup>. Como puede observarse, el grado de flexibilidad de los mercados en la mayor parte de los países de la UEM se encontraba en el año 2003 en torno a la media de la OCDE, por debajo de los países anglosajones y por encima de otros países europeos que no forman parte de la zona del euro. Esta información se puede completar con la evidencia disponible sobre el grado de flexibilidad de los precios en los distintos países, a partir de los resultados obtenidos recientemente por una red de investigadores del Eurosistema<sup>4</sup>. En estos trabajos se encuentra que la frecuencia de los cambios en los precios en los países de la zona del euro oscila entre el 13% y el 23%, muy por debajo de la existente en Estados Unidos. Asimismo, el patrón sectorial de frecuencia de cambios en los precios es también similar entre los Estados miembros, siendo los servicios el sector más rígido, mientras que el más flexible es el energético.

El grado de heterogeneidad en el mercado de trabajo parece, sin embargo, mayor. El gráfico 10 recoge, como indicador sintético de la eficiencia del mercado de trabajo, la tasa de empleo ajustada por el ciclo, calculada también por Brandt, Burniaux y Duval (2005). Así, según este indicador estándar, casi todos los países de la UEM muestran registros inferiores a la media de la OCDE, si bien dentro de un rango relativamente amplio, que va desde el 55% en Italia hasta el 75% en los Países Bajos. Por su parte, la evidencia disponible sobre el grado de rigidez salarial muestra también una heterogeneidad apreciable dentro de la UEM, que afecta tanto a los indicadores de flexibilidad nominal como real<sup>5</sup>.

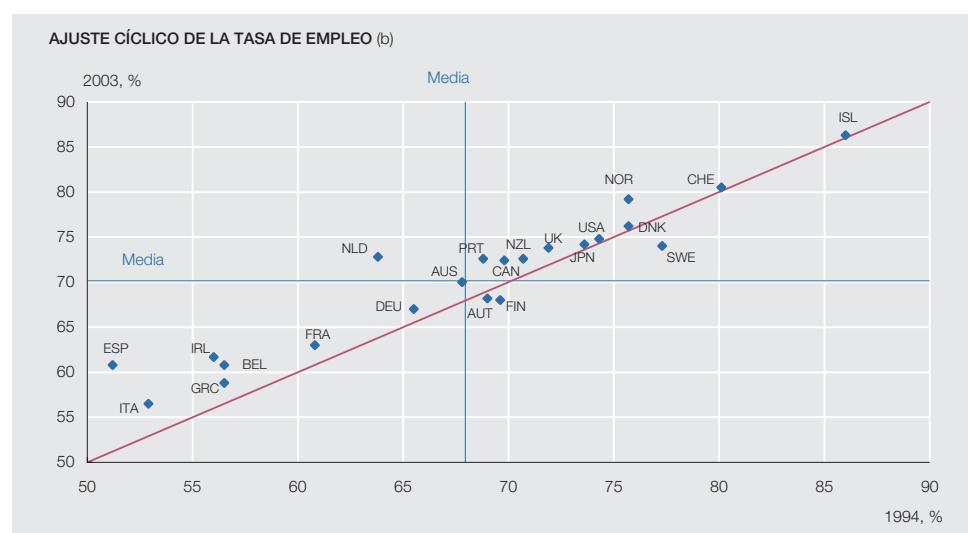
3. Véase N. Brandt, J. M. Burniaux y R. Duval (2005). 4. Los resultados pueden verse en E. Dhyne, L. J. Álvarez et al. (2005). 5. Véase Dickens et al. (2005).



FUENTE: N. Brandt, J. M. Burniaux y R. Duval (2005).

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y PARTICIPACIÓN EN LOS PAÍSES DE LA OCDE, 1994-2003 (a)

GRÁFICO 10



FUENTE: N. Brandt, J. M. Burniaux y R. Duval (2005).

a. Datos del año 2002 para Irlanda y Luxemburgo

b. Estimado con el filtro Hodrick-Prescott.

Por lo tanto, una parte importante de los mecanismos de ajuste de las economías ante distinto tipo de perturbaciones parecen relativamente homogéneos, tal y como refleja el análisis disponible sobre la similitud de los efectos reales de los cambios en los tipos de interés y en la riqueza, los estudios comparados sobre el grado de eficiencia de los mercados de productos y la evidencia sobre el grado de rigidez de los precios. Existen, no obstante, algunas diferencias que se concentran en el peso relativo dispar de los canales de transmisión monetaria, como consecuencia de la diversidad de las estructuras financieras y de otros rasgos idiosincrásicos institucionales, y en el funcionamiento del mercado de trabajo.

### **La relevancia de la política monetaria**

Con objeto de extraer conclusiones normativas del análisis de las divergencias macroeconómicas en la UEM, resulta preciso estudiar no solo el tamaño de estas o su origen, sino la medida en la que la ausencia de instrumentos monetarios domésticos de estabilización contribuye

de manera relevante a dañar la estabilidad de las economías nacionales. Con este fin se han realizado dos ejercicios sencillos para ver los efectos de perturbaciones comunes e idiosincrásicas sobre la dinámica de las economías nacionales utilizando un modelo macro-económico convencional, el NIGEM<sup>6</sup>.

El primer ejercicio examina si, dada una perturbación común, la aplicación de políticas monetarias nacionales podría haber reducido la dispersión del PIB y de la inflación. Para ello, se consideran tres perturbaciones, consistentes en aumentos del precio del petróleo, de la demanda exterior y del consumo público en todos los países. Para cada perturbación, se obtienen los efectos sobre el PIB y sobre el deflactor del consumo para los países de la UEM, bajo dos regímenes monetarios distintos: i) autonomía de cada país para fijar tipos de interés según una regla definida sobre variables domésticas y tipos de cambio bilaterales que se determinan endógenamente a partir de una condición de paridad de tipos de interés, y ii) unión monetaria, en la que los tipos de cambio están irrevocablemente fijados y los tipos de interés se determinan para toda el área de acuerdo con una regla única definida sobre variables agregadas. Estas simulaciones permiten comparar la dispersión de los efectos sobre el PIB y la inflación en el régimen de autonomía de políticas y en el de unión monetaria (véase cuadro 3).

Los resultados reflejan que, bajo ambos regímenes, la dispersión generada por las perturbaciones comunes es moderada, con la excepción del aumento del precio del petróleo. La heterogeneidad en la respuesta a esta perturbación parece debida tanto al distinto grado de dependencia energética como, sobre todo, al funcionamiento dispar de los mercados de trabajo nacionales, que generan discrepancias en la evolución del empleo y de los salarios que terminan afectando a la actividad y los precios. Estos resultados están en línea con los que obtienen Giannone y Reichlin (2005), Angeloni y Ehrmann (2004) y López-Salido, Restoy y Vallés (2005), entre otros, sobre la menor relevancia relativa de las perturbaciones comunes como factor explicativo de las persistentes diferencias de crecimiento o inflación entre los países de la UEM.

Las simulaciones muestran, además, que la ausencia de autonomía monetaria y cambiaria tiene un efecto ambiguo sobre la dispersión de las variables macroeconómicas consideradas. Las reglas domésticas contribuyen a moderar las discrepancias en la evolución del PIB ante una perturbación del precio del petróleo y de la demanda exterior, pero no así ante una perturbación de demanda agregada. Por otra parte, la evolución de los precios es, en todos los casos, más heterogénea en el régimen de autonomía de políticas que en el de unión monetaria. La razón radica en el comportamiento del tipo de cambio bilateral, que en el modelo registra oscilaciones que no siempre contribuyen a la estabilización del PIB y tienden, en general, a aumentar la variabilidad de los precios. Conviene resaltar que se trata de un ejercicio muy simplificado y condicionado a la especificación del modelo concreto utilizado. En concreto, resulta probable que pudieran diseñarse reglas de política monetaria que favorecieran en mayor medida la estabilización de la economía que la simple regla de Taylor que incorpora el NIGEM. En cualquier caso, el ejercicio ilustra —en línea con otros resultados de la literatura académica— que no resulta probable que la UEM contribuya a reducir significativamente la estabilidad de las economías nacionales cuando estas se enfrentan a perturbaciones comunes.

El segundo ejercicio realizado se centra en el análisis de los efectos de perturbaciones específicas a economías nacionales concretas. Se comparan el impacto sobre el PIB y los precios de un aumento del consumo público en un país grande (Alemania) y en uno de tamaño intermedio (España) en los dos regímenes de política monetaria considerados en el primer ejercicio.

---

6. National Institute Global Macroeconomic Model, elaborado por el National Institute of Economic and Social Research de Londres.

	COEFICIENTES DE VARIACIÓN (CV) (a)			
	PIB		Deflactor del consumo privado	
	UNIÓN MONETARIA	AUTONOMÍA	UNIÓN MONETARIA	AUTONOMÍA
<b>PERTURBACIONES CORRIENTES</b>				
Incremento del precio del petróleo				
CV <i>no ponderado</i>	-0,90	-0,58	0,41	0,50
CV <i>ponderado</i>	-0,67	-0,44	0,52	0,61
Incremento de la demanda externa				
CV <i>no ponderado</i>	0,27	0,21	0,57	0,61
CV <i>ponderado</i>	0,21	0,15	0,60	0,67
Incremento del consumo público en todos los países de la UEM				
CV <i>no ponderado</i>	0,33	0,37	0,46	0,57
CV <i>ponderado</i>	0,39	0,43	0,53	0,65

FUENTE: Banco de España.

a. Coeficientes de variación, ponderados y no ponderados, de la desviación porcentual sobre el escenario base después de tres años, para los cinco países grandes de la UEM.

cio: autonomía de políticas y unión monetaria. Como se observa en el cuadro 4, las diferencias en el PIB y en los tipos de interés entre el escenario base y el escenario que incorpora la perturbación específica son moderadas en ambos regímenes en Alemania, y relativamente grandes en España. Con respecto a los efectos sobre la inflación, estos son pequeños en los dos países, ya que los movimientos del tipo de cambio tienden, en este caso, a compensar el efecto de la demanda sobre los precios. En cualquier caso, los resultados sugieren que en un régimen de unión monetaria sí cabe esperar que determinadas perturbaciones idiosincrásicas impliquen una variabilidad de las condiciones económicas significativamente superior a la que se observaría con el control doméstico de la política monetaria.

### Conclusiones

A partir de información estadística disponible, la literatura reciente y algunas simulaciones, este artículo ha ilustrado algunas regularidades empíricas relacionadas con las discrepancias entre países dentro de la UEM. En concreto, se ha destacado que los países de la UEM muestran algunas discrepancias sensibles en términos de evolución económica, exposición a perturbaciones y mecanismos de ajuste. No obstante, ello resulta compatible con una disparidad de las tasas nacionales de crecimiento que no resulta sistemáticamente superior a la observada entre los estados de Estados Unidos y una correlación muy elevada en la evolución del componente cíclico del PIB de cada país, a pesar de las especificidades estructurales de los distintos Estados miembros. Asimismo, la evidencia apunta a que las disparidades cíclicas que se mantienen parecen más debidas a perturbaciones asimétricas que a la heterogeneidad de los mecanismos de propagación de las perturbaciones comunes. Por último, aunque la UEM parece repercutir de manera modesta sobre la respuesta de las economías nacionales ante *shocks* comunes, sí puede influir en mayor medida sobre su capacidad para absorber sus propias perturbaciones idiosincrásicas.

De este modo, el avance hacia una mayor sincronía cíclica de las economías pertenecientes a la zona del euro parece más un objetivo deseable que un requisito imprescindible para el adecuado funcionamiento de la UEM. En todo caso, dada la evidencia sobre el origen de las discrepancias, el incremento del grado de similitud de la evolución de las economías nacionales no pasa tanto por el aumento de la homogeneidad de las estructuras o de los mecanismos de ajuste como por el logro de la flexibilidad suficiente en cada una de ellas que les permita minimizar los efectos desestabilizadores de las perturbaciones específicas. De este modo, la

PERTURBACIÓN	DESVIACIÓN PORCENTUAL SOBRE EL ESCENARIO BASE DESPUÉS DE TRES AÑOS					
	PIB		Deflactor del consumo privado		Tipo de interés a corto plazo	
	UNIÓN MONETARIA	AUTONOMÍA	UNIÓN MONETARIA	AUTONOMÍA	UNIÓN MONETARIA	AUTONOMÍA
INCREMENTO DEL 1% DEL PIB EN EL CONSUMO PÚBLICO DE ALEMANIA						
Efecto en:						
Alemania	<b>0,23</b>	<b>0,09</b>	<b>0,22</b>	<b>0,21</b>	<b>0,12</b>	<b>0,19</b>
Francia	-0,01	0,01	0,02	0,00	0,12	0,01
Italia	0,02	0,01	0,05	0,03	0,12	0,03
España	0,01	0,02	0,03	0,02	0,12	0,03
UEM (b)	0,09	0,04	0,10	0,09	0,12	0,08
INCREMENTO DEL 1% DEL PIB EN EL CONSUMO PÚBLICO DE ESPAÑA						
Efecto en:						
Alemania	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,08</b>	<b>0,01</b>
Francia	0,01	0,00	0,01	0,00	0,08	0,01
Italia	0,02	0,00	0,02	0,02	0,08	0,02
España	<b>0,66</b>	<b>0,35</b>	<b>0,27</b>	<b>0,30</b>	<b>0,08</b>	<b>0,45</b>
UEM (b)	0,09	0,04	0,05	0,05	0,08	0,06

FUENTE: Banco de España.

a. El tipo de cambio viene determinado mediante una regla *backward-looking*. Por ejemplo, en el caso de Alemania, la regla es:  $\log(\text{gerx}(t)) = \log(\text{gerx}(t-1)) + 0,25 * \log((100 + \text{ger3m}(t-1)) / (100 + \text{usr3m}(t-1)))$ , donde gerx es el tipo de cambio expresado en unidad nacional por dólar, ger3m es el tipo de interés a 3 meses en Alemania, y usr3m es el tipo de interés a 3 meses en Estados Unidos.

b. Media ponderada del PIB de los cinco países grandes de la UEM.

UEM no altera los objetivos de cualquier agenda reformadora que, con independencia del régimen monetario vigente, intente mejorar la eficiencia general de la economía. La incapacidad de controlar los tipos de interés y el tipo de cambio tan solo refuerza la prioridad que debe otorgarse al levantamiento de los obstáculos que impiden el ajuste flexible de precios y salarios y la reasignación ágil de los recursos entre empresas y sectores.

20.7.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANGELONI, I., y M. EHRMANN (2004). *Euro area inflation differentials*, Documentos de Trabajo, n.º 388, Banco Central Europeo.
- ANGELONI, I., A. KASHYAP, B. MOJON y D. TERLIZZESE (2002). *Monetary transmission in the euro area: where do we stand?*, Documentos de Trabajo, n.º 114, Banco Central Europeo.
- ARTIS, M., Z. KONTOLEMIS y D. OSBORN (1997). «Classical business cycles for G-7 and European countries», *Journal of Business*, 70, pp. 249-279.
- BERBEN, R.-P., A. LOCARNO, J. MORGAN y J. VALLÉS (2004). *Cross-country Differences in Monetary Policy Transmission*, Documentos de Trabajo, n.º 400, Banco Central Europeo.
- BRANDT, N., J. M. BURNIAUX y R. DUVAL (2005). *Assessing the OECD jobs strategy: past developments and reforms*, Documentos de Trabajo, n.º 429, OCDE.
- CABRERO, A., C. CHULIÁ, y A. MILLARUELO (2004). *An assessment of macroeconomic divergences in the euro area*, Documentos Ocasionales, n.º 0304, Banco de España.
- CAMACHO, M., G. PÉREZ-QUIRÓS y L. SÁIZ (2004). *Are European business cycles close enough to be just one?*, Documentos de Trabajo, n.º 0408, Banco de España.
- CATTE, P., N. GIROUARD, R. PRICE y C. ANDRÉ (2004). *Housing markets, wealth and the business cycle*, Documentos de Trabajo, n.º 394, OCDE.
- DICKENS, W. T., L. GOETTE, E. L. GROSHEN, S. HOLDEN, J. MESSINA, M. E. SCHWEITZER, J. TURUNEN y M. WARD (2005). «The interaction of labor markets and inflation: analysis of micro data from the international wage flexibility project», *Journal of Economic Perspectives*, en prensa.
- DHYNE, E., L. J. ÁLVAREZ, H. LE BIHAN, G. VERONESE, D. DIAS, J. HOFFMANN, N. JONKER, P. LÜNNEMANN, F. RUMLER y J. VILMUNEN (2005). *Price setting in the euro area: Some stylized facts from Individual Consumer Price Data*, Documentos de Trabajo, n.º 74, Banco Nacional de Bélgica.
- ELS, P. VAN, A. LOCARNO, J. MORGAN y J.-P. VILLETELLE (2001). *Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?*, Documentos de Trabajo, n.º 94, Banco Central Europeo.

- GIANNONE, D., y L. REICHLIN (2005). «Trends and cycles in the Euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?», presentación para la Conferencia *What effects is EMU having on the Euro area and its member countries?*, Frankfurt, junio, pp. 16 y 17.  
[http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/emu/sessionII\\_Reichlin\\_Paper.pdf](http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/emu/sessionII_Reichlin_Paper.pdf).
- LÓPEZ-SALIDO, D., F. RESTOY y J. VALLÉS (2005). «Inflation differentials in EMU: the Spanish case», *El futuro de la Unión Europea Ampliada, Moneda y Crédito*, 220, pp. 55-103.
- MANSOUR, J. (2003). «Do national business cycles have an international origin?», *Empirical Economics*, 28, pp. 223-247.

EL EFECTO CATALÍTICO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL SOBRE LOS FLUJOS  
DE CAPITAL PRIVADO HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

## El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes

Este artículo ha sido elaborado por Javier Díaz-Cassou, Alicia García Herrero y Luis Molina, de la Dirección General de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

La capacidad del Fondo Monetario Internacional (FMI) para inducir flujos privados de capital hacia los países con los que ha firmado un programa es uno de los temas clave para el buen funcionamiento de esta institución. De hecho, la función catalítica del FMI ha ganado importancia a medida que los países emergentes han ido abriendo su cuenta de capital, y ha aumentado la preponderancia de los capitales privados frente a los flujos oficiales. En un contexto de globalización financiera, las necesidades de financiación de los países emergentes en momentos de dificultad son cada vez más elevadas, y, dado que el apoyo financiero que puede brindar el FMI es limitado, el éxito de los programas depende en buena medida de que los inversores internacionales reaccionen positivamente a los mismos.

Existen tres canales fundamentales a través de los que los programas del FMI podrían contribuir a reforzar la confianza de los inversores privados: el canal de la liquidez, el de la condicionalidad y el de la señalización. El primero se refiere a que, al otorgar financiación, la concesión de un programa del FMI contribuye a aumentar la capacidad de pago de un país y, por tanto, a restaurar su viabilidad financiera externa. A través del segundo canal, el cumplimiento de la condicionalidad contenida en un programa puede aumentar la confianza de los inversores en las políticas económicas implementadas por el país firmante. Por el tercero, en un contexto de información imperfecta en los mercados financieros internacionales, los inversores pueden delegar parte de la supervisión de las condiciones de los países al FMI, interpretando la concesión de un programa como un «sello de aprobación» otorgado por la institución. Debido a su naturaleza, es de esperar que los canales de liquidez y señalización tiendan a manifestarse con mayor claridad en el corto plazo (efecto anuncio), y el de la condicionalidad, en el medio y largo plazo (efecto duración).

Este artículo estudia la cuestión de si el FMI ayuda a los países que firman un programa con esta institución a atraer mayores flujos de capital privado. Para ello se utilizan dos metodologías: el análisis de regresión y el estudio de algunos casos<sup>2</sup>. Ambas metodologías son complementarias, por lo que permiten contestar de manera rigurosa a una pregunta claramente relevante para la arquitectura financiera internacional. Así, la primera metodología permite trabajar con prácticamente todos los países emergentes y en vías de desarrollo, por lo que ofrece resultados muy generales. La segunda ofrece un estudio mucho más detallado de las circunstancias de cada país, así como de los posibles canales a través de los cuales se podría producir la catalización de flujos privados por parte del FMI. En los siguientes apartados se describen ambas metodologías y los resultados alcanzados.

### Estrategia empírica y resultados

Para estimar si el FMI consigue atraer flujos privados de capital hacia los países donde tiene programas, la literatura existente ha utilizado el análisis multivariante que incluye, más allá de los determinantes de los flujos de capital señalados por la literatura, una variable ficticia, que toma el valor uno en los años en los que el programa con el FMI está en vigor para cada uno de los países de la muestra, y cero para el resto. La estrategia seguida en el presente artículo

1. Este artículo resume el Documento de Trabajo n.º 0617, *What Kind of Capital Flows Does the IMF Catalyze and When?* 2. Es el primero caso, dentro de la literatura sobre el papel catalítico del FMI, en el que se utilizan las dos metodologías conjuntamente.

es básicamente la misma, aunque con una serie de innovaciones que se describen a continuación.

En primer lugar, se distingue entre los principales objetivos del FMI: prevención de crisis, resolución de crisis y objetivos, a más largo plazo, de crecimiento sostenido y reducción de la pobreza. Para ello, se asocia cada uno de los programas firmados durante el período estudiado con uno de estos objetivos de la siguiente manera: los programas preventivos, en los que las autoridades del país se comprometen de antemano a no hacer uso de los recursos financieros concedidos por el FMI salvo en caso de necesidad, se consideran, lógicamente, de prevención; los acuerdos no preventivos de Derechos de Giro o *Stand By* (SBA, según sus siglas en inglés) y el Servicio Ampliado o *Extended Fund Facility* (EFF) —que se diferencia del primero fundamentalmente por su mayor duración— se consideran más orientados a la resolución de crisis, dado que suelen aprobarse en momentos de necesidades de balanza de pagos; por último, el Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza o *Poverty Reduction and Growth Facility* (PRGF) se asocia al tercer objetivo, dado que persigue un objetivo más estructural y de largo plazo.

En segundo lugar, este trabajo no solo estudia el impacto de los programas del FMI sobre los flujos de capital de más corto plazo, sobre los que ha tendido a concentrarse la literatura existente. Así, se analiza el impacto de los programas sobre los flujos de cartera, pero también sobre los préstamos bancarios transfronterizos y especialmente sobre la inversión extranjera directa (IED), que están influidos por factores más de largo plazo, como, por ejemplo, el potencial de crecimiento económico de los países. Se otorga una especial atención al análisis de la IED, dado que esta ha ganado importancia a lo largo de los últimos años, hasta convertirse en la principal y más estable fuente de financiación internacional para un buen número de países emergentes.

En tercer lugar, se afronta un problema metodológico clave en este tipo de estudios, que es el sesgo de muestra. El origen de dicho sesgo estriba en que los países que firman programas con el FMI suelen ser también aquellos que tienen más problemas y, por tanto, los que atraerían menores flujos de capital privado extranjero en cualquier caso. En efecto, examinando la muestra utilizada para la regresión, se comprueba que los países que se someten a un programa del FMI tienden a tener condiciones iniciales peores que el resto. Así, en media, los países que han firmado alguna vez un acuerdo con el FMI tenían, en los cinco años previos a la firma del primer programa, una tasa de inversión mucho más baja que aquellos que nunca han firmado un acuerdo con esta institución, un PIB per cápita más reducido, un déficit público sustancialmente más elevado y casi el doble de deuda externa. Para controlar de la manera más eficaz posible este sesgo de muestra se utiliza una metodología econométrica de emparejamiento o *matching*, que consiste, básicamente, en seleccionar parejas o grupos de observaciones con la misma probabilidad de firmar un acuerdo con el FMI (basada en una variable exógena como es la balanza por cuenta corriente), y luego comparar el efecto sobre los flujos de capital de estar o no sometido a dicho acuerdo.

También se tratan otros posibles problemas, como la heterogeneidad inobservable —esto es, el hecho de que haya características de los países que influyen sobre los flujos de capitales privados pero que resultan difíciles de controlar en el análisis econométrico— y la endogeneidad de algunas de las variables de control, que podrían verse influidas por las entradas de capital, más allá de que estas afecten a dichos flujos. Para mitigar el primer problema se han utilizado técnicas de estimación con efectos fijos o aleatorios, según haya sido más oportuno. Para hacer frente al segundo, se han introducido retardos en las variables dependientes que podrían adolecer de endogeneidad.

Tipos de flujos (% PIB)	De los cuales:				
	Programa FMI	SBA/SRF	EFF	PRGF	Preventivo
IED (estimación efectos fijos)	0,40 **	0,17	0,66 *	0,61 **	1,79 ***
IED (estimación con <i>matching</i> )	0,26	-0,68 ***	0,39	0,96 **	2,77 **
Inversión en cartera (estimación efectos fijos)	0,17	0,09	0,45 **	0,11	0,12
Inversión en cartera (estimación con <i>matching</i> )	0,05	0,02	0,38	-0,60 ***	0,38
Préstamos bancarios (estimación efectos fijos)	-1,20 ***	-1,24 ***	-1,66 ***	-0,19	0,96
Préstamos bancarios (estimación con <i>matching</i> )	-1,41 ***	-1,75 ***	-1,06 **	-0,11	0,28
Total de flujos (estimación efectos fijos)	-0,41	0,08	0,12	0,69	1,41
Total de flujos (estimación con <i>matching</i> )	-0,94 **	-1,39 ***	-0,52	-0,44	1,98 **

FUENTE: Banco de España.

a. \*, \*\* y \*\*\* denotan que el coeficiente de la *dummy* para el programa del FMI es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Los principales resultados se recogen en el cuadro 1. Sin diferenciar por los tipos de acuerdo u objetivos perseguidos, la firma de un programa del FMI resulta ser positiva y significativa en lo que respecta a la IED: la firma de un programa permite atraer un 0,4% del PIB adicional, en media. En cambio, los programas del Fondo tienen un impacto negativo particularmente fuerte sobre los préstamos transfronterizos (1,2% del PIB en media), mientras que no parecen tener una influencia estadísticamente significativa sobre los flujos de cartera.

Distinguiendo en función de los objetivos del FMI, se encuentra un impacto especialmente significativo y pronunciado para los programas preventivos sobre la IED (la aumentan en un 1,8% del PIB), y algo menor para los PRGF y los EFF. El impacto negativo de los programas del FMI sobre los préstamos transfronterizos se circunscribe al ámbito de la resolución de crisis: los EFF reducen estos flujos en un 1,7% del PIB, y los SBA, en un 1,2% del PIB. Finalmente, parece confirmarse que los programas del FMI no tienen un impacto significativo sobre los flujos de cartera, salvo en el caso de la EFF, que los aumenta en un 0,4% del PIB.

La aplicación de la técnica de emparejamiento para hacer frente al problema de selección de muestra tiende a reforzar algunos de estos resultados. Así, los programas preventivos y de largo plazo (PRGF) consiguen atraer incluso más IED que antes de controlar por dicho sesgo (2,8% del PIB y 1% del PIB, respectivamente). Se confirma igualmente el impacto negativo de los programas orientados a la resolución de crisis sobre los préstamos bancarios, si bien este tiende a ser algo mayor para los SBA (1,7% del PIB) y algo menor para los EFF (1,1% del PIB). Controlando por el sesgo de muestra, los SBA pasan a desalentar la IED, reduciéndola en un 0,68% del PIB, mientras que los EFF dejan de tener un impacto estadísticamente significativo sobre la inversión en cartera.

Por su parte, los PRGF ahora reducen la inversión en cartera en un 0,6% del PIB, si bien conviene interpretar este resultado con cautela, dada la escasa importancia de este tipo de capitales para los países menos desarrollados, que son los que potencialmente pueden acceder a la PRGF.

El análisis empírico permite abordar algunas cuestiones que han estado muy presentes en los debates recientes sobre la arquitectura financiera internacional y que pueden resultar de interés para el diseño de las facilidades del FMI. Más en concreto, el estudio trata de responder a las siguientes tres cuestiones: si existen diferencias en la intensidad del efecto catalítico del

Tipos de flujos (% PIB)	Acceso a mercados		Tamaño del programa				Efecto de los anuncios			
	Con acceso	Sin acceso	Por encima de la cuota	Por debajo de la cuota	Anuncio del programa		Mantenimiento			
	Programa FMI	Preventivo	Programa FMI	Preventivo	Programa FMI	Preventivo	Programa FMI	Preventivo		
Total de flujos	1,77 **	2,40 **	-0,13	5,33 ***	-0,62	0,35	0,74	-1,17	-0,22	2,14 **
IED	0,05	0,07	0,94 ***	1,15	0,17	1,91 ***	0,00	-0,23	0,69 ***	2,49 ***
Inversión en cartera	0,27	-0,11	0,30	-0,48	0,07	0,24	0,12	0,09	0,19	0,11
Préstamos bancarios	0,52	2,17 ***	-1,76 ***	4,41 **	-0,97 ***	0,42	-1,16 ***	0,63	-1,26 **	1,07

FUENTE: Banco de España.

a. Estimación con efectos fijos. \*, \*\* y \*\*\* denotan que el coeficiente de la *dummy* para el programa del FMI es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

FMI en función de si los países firmantes de los programas tienen acceso o no a los mercados financieros internacionales; si el tamaño de los programas ejerce una influencia discernible sobre las decisiones de los inversores internacionales, y si el impacto de los programas sobre los flujos privados de capital tiende a concentrarse alrededor de la fecha en la que se firman o si, por el contrario, este efecto se dilata en el tiempo.

Para abordar la primera pregunta, se distingue entre países que tienen acceso a los mercados internacionales y países que no lo tienen, en función de si han sido calificados alguna vez por la agencia de calificación crediticia Moody's. De este análisis se desprende que el impacto de los programas del FMI sobre los flujos de capital, tanto el positivo como el negativo, tiende a acentuarse en países que no tienen fuentes alternativas de financiación internacional. Ello puede deberse al canal de la señalización: dada la relativa escasez de información económica fiable sobre estos países, a la hora de tomar sus decisiones los inversores internacionales podrían otorgar una importancia mayor a la postura que adopte el FMI. Así, los efectos positivos de los acuerdos del FMI sobre la IED se concentran en los países sin acceso a los mercados financieros internacionales (véase cuadro 2). En el mismo sentido, el efecto negativo de los programas del FMI sobre los préstamos bancarios se concentra en este grupo de países. Distinguendo entre los objetivos de los programas, aquellos destinados a la prevención de crisis son particularmente efectivos para atraer IED, e incluso inversión en cartera, en los países sin acceso a los mercados.

Con respecto a la segunda cuestión planteada sobre el tamaño de los programas, los resultados del estudio sugieren que los países que han obtenido acceso excepcional a los recursos del FMI, es decir, aquellos que han utilizado un volumen de financiación por encima de la cuota que tienen asignada, consiguen atraer más IED que los que no cuentan con este acceso excepcional. En cambio, los programas más grandes parecen estar asociados a un peor acceso a la financiación bancaria internacional. En resumen, el tamaño de los programas tiende a acentuar los resultados, positivos o negativos, que se habían encontrado anteriormente sin tener en cuenta este factor.

Finalmente, el análisis sobre el impacto de la duración de un arreglo muestra que, en lo que respecta a la IED, la perseverancia en la implementación tiene un impacto más marcado que el mero anuncio del programa. Este resultado sugiere que, al menos para este tipo de capitales, el canal de la condicionalidad es más importante que el de la liquidez. Para la financiación bancaria, en cambio, se observa tanto un efecto anuncio como un efecto duración, con lo que los canales de

la liquidez y de la señalización parecen ser más fuertes que en el caso de la IED. No se observa ninguna tendencia estadísticamente significativa para los flujos de cartera.

En definitiva, los ejercicios empíricos realizados muestran que los programas del FMI no consiguen atraer capital privado de forma generalizada, pero sí lo hacen en algunos casos; en concreto, los programas orientados a la prevención de crisis y los programas estructurales de más largo plazo parecen fomentar la IED de manera muy significativa. En cambio, las actuaciones del FMI orientadas a la resolución de crisis pueden tener un efecto negativo sobre los flujos de capital internacional, al menos en lo que respecta a la financiación bancaria transfronteriza, que tiende a caer en el contexto de un programa.

### **Casos de estudio**

En el estudio de casos, avanzando respecto a la literatura existente, se pretende afrontar los dos retos fundamentales de este tipo de análisis; en concreto, el desconocimiento de cuánto capital habrían atraído los países que firmaron un acuerdo con el FMI en el caso de que no lo hubieran hecho (es decir, se intenta calibrar un escenario alternativo que permita corregir el sesgo de muestra mencionado anteriormente). Para ello, se clasifican 136 mercados emergentes y países en vías de desarrollo en función de su atractivo para los inversores internacionales utilizando tres determinantes clave de los flujos de inversión internacional: el PIB per cápita, la tasa de inversión y la clasificación crediticia. Una vez completada esta ordenación, se seleccionan parejas de países con un atractivo similar para los inversores internacionales que hayan experimentado episodios comparables de presión en sus balanzas de pagos, pero que se diferencien entre sí por haber recurrido o no al FMI para hacer frente a estas dificultades.

Al igual que en el análisis empírico, se distingue entre programas del FMI orientados a la resolución de crisis y aquellos cuyo objetivo es la prevención. Para los primeros se eligen casos de crisis de balanza de pagos en los que se haya producido una modificación del régimen cambiario de los países afectados o una fuerte devaluación de sus monedas. Se compara el impacto de este tipo de episodios en países que firman o no un acuerdo con el FMI. En los casos de prevención de crisis, en cambio, se analiza la medida en que un programa preventivo haya permitido amortiguar el impacto de un *shock* externo. Para ello se ha elegido el período en torno a la crisis rusa de agosto de 1998, dado que dicha crisis fue causante de un extendido fenómeno de contagio internacional, que puede considerarse un *shock* puramente exógeno y común a la mayoría de los mercados emergentes. Se limita la muestra al ámbito latinoamericano, dado que todas las economías de la región tienen vínculos reales similarmente débiles con la economía rusa, reforzando así la comparabilidad de los casos estudiados. Se compara el impacto de este *shock* en países que tenían un programa preventivo en ese momento con los que no lo tenían. Los países seleccionados aparecen en el cuadro 3, y son Brasil, Colombia, Corea del Sur y Malasia para el análisis de la resolución de crisis, y Argentina, Chile, México y Perú para la prevención de crisis.

Tanto en los casos de resolución como en los de prevención de crisis se distingue entre dos horizontes temporales a la hora de evaluar el efecto catalítico de los programas del FMI. Para evaluar el impacto a corto plazo —que debería reflejar principalmente el efecto anuncio o de liquidez—, se analiza la evolución de los diferenciales soberanos en torno a la fecha en la que se produce la crisis o el *shock* externo estudiado. Para evaluar el impacto a medio plazo —es decir, el efecto de la condicionalidad de los programas del FMI—, se estudia la evolución trimestral de los distintos tipos de flujos de capital tras la crisis o el determinado *shock* externo.

En los casos de resolución de crisis se encuentra un efecto catalítico a corto plazo al coincidir el anuncio de determinadas noticias relativas a los programas del FMI con caídas sustanciales

	Países con programa	Países sin programa
CASOS DE RESOLUCIÓN	<b>COREA DEL SUR:</b> Fecha de la crisis: noviembre de 1997 Programa: SBA/SRF (diciembre de 1997) 21.000 millones de dólares (949% cuota)	<b>MALASIA:</b> Fecha de la crisis: noviembre de 1997
	<b>BRASIL:</b> Fecha de la crisis: diciembre de 1998 - enero de 1999 Programa: SBA/SRF (diciembre de 1998) 21.000 millones de dólares (429% cuota)	<b>COLOMBIA:</b> Fecha de la crisis: septiembre de 1998
CASOS DE PREVENCIÓN	<b>ARGENTINA:</b> Fecha de la crisis: agosto de 1998 Programa: EFF (febrero de 1998) 3.093 millones de dólares (135% cuota)	<b>MÉXICO:</b> Fecha de la crisis: agosto de 1998
	<b>PERÚ:</b> Fecha de la crisis: agosto de 1998 Programa: EFF (julio de 1996) 369 millones de dólares (53% cuota)	<b>CHILE:</b> Fecha de la crisis: agosto de 1998

FUENTE: Banco de España.

en los diferenciales soberanos, tanto de Brasil como de Corea del Sur (véase gráfico 1). Sin embargo, el efecto anuncio observado en estos dos países no coincidió con el momento de la concesión de los programas sino con la revisión de sus contenidos que se produjo, en el caso de Brasil, cerca de tres meses después de la aprobación del programa original y, en el caso de Corea del Sur, tras 20 días. El estudio de los países sin programa (Colombia y Malasia) tiende a reforzar la hipótesis de la existencia de un efecto catalítico, dado que ninguno de los anuncios de las medidas implementadas en estos dos países para hacer frente a sus crisis tuvo un impacto comparable sobre los diferenciales soberanos.

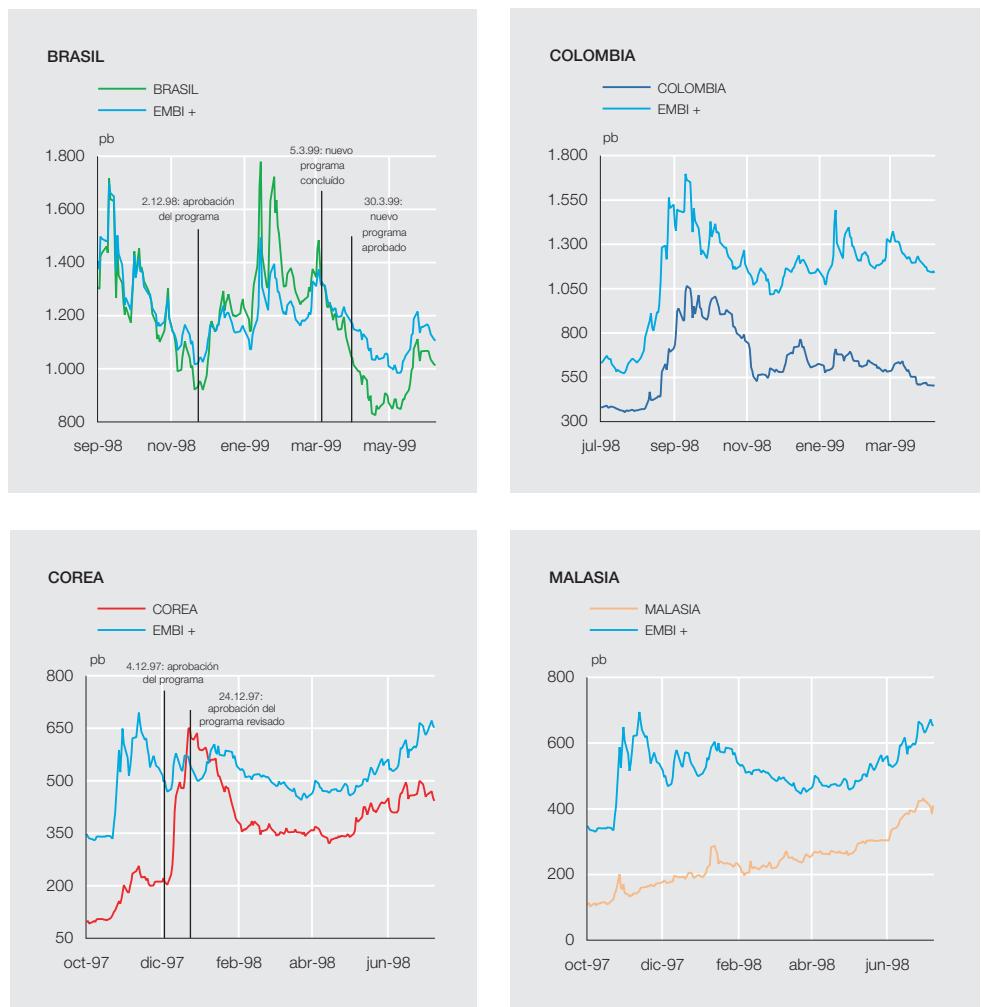
El hecho de que, en contraste con los programas originales, los programas revisados hayan generado un efecto catalítico a corto plazo sugiere que los agentes de los mercados financieros internacionales no solo tienen en cuenta el mero anuncio de la concesión de un programa, sino que otorgan una gran importancia a la condicionalidad asociada a este, a su tamaño —es decir, a la liquidez— y al entorno político en el que se firman los programas.

El caso de Brasil es un buen ejemplo de la importancia de la condicionalidad, ya que una de las principales razones del fracaso del programa original es que no incluyó ninguna medida de flexibilización cambiaria, a pesar de que la moneda brasileña daba muestras de estar significativamente sobrevalorada. Así, tan solo se logró restablecer la confianza de los inversores cuando las autoridades dejaron flotar libremente su moneda, tras lo cual fue necesario renegotiar un programa con el FMI. La firma de este programa sí que coincidió con una reducción pronunciada de los diferenciales soberanos.

El caso de Corea sugiere que, además de la condicionalidad, el volumen de recursos financieros comprometidos por el programa constituye un factor importante para los inversores. Una de las razones por las que el programa original no logró estabilizar los diferenciales soberanos es que surgieron dudas al respecto de la disponibilidad real de la «segunda línea de defensa» formada por préstamos bilaterales que se habían anunciado como complemento de los recursos aportados por el FMI, el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo. Ello lanzó una señal negativa al mercado, que interpretó que el componente multilateral de la asistencia de emergencia concedido a Corea sería insuficiente para cubrir sus necesidades financieras a

## EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBERANOS EN LOS CASOS DE RESOLUCIÓN DE CRISIS

GRÁFICO 1



FUENTE: JP Morgan.

corto plazo. El punto de inflexión en el caso coreano se produjo cuando se alcanzó un acuerdo con un grupo de acreedores privados para extender los vencimientos de la deuda interbancaria y cuando se revisó el programa del FMI, anticipando sus desembolsos, tras lo cual se produjo una fuerte reducción del diferencial soberano.

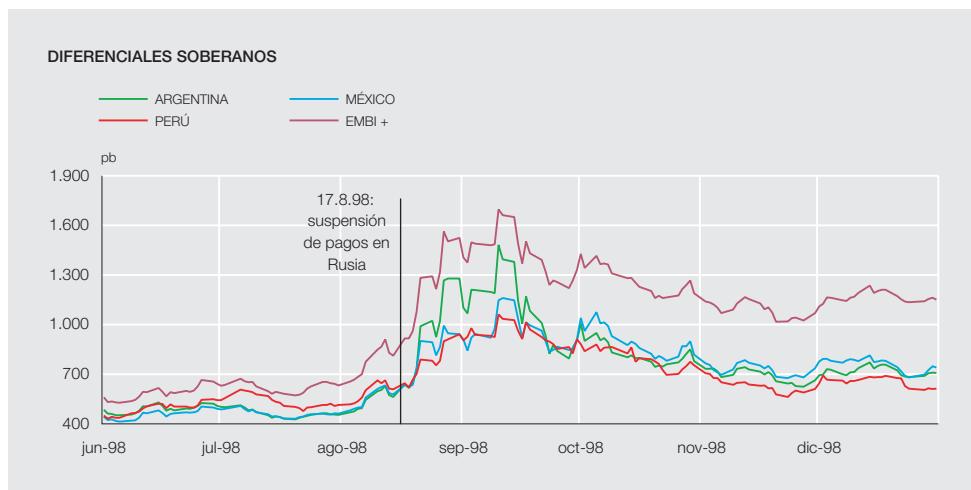
Tanto el caso de Brasil como el de Corea muestran la importancia que asignan los inversores internacionales al contexto político de los países a los que se concede un programa del FMI. En Brasil, el desacuerdo que surgió entre el Gobierno federal y los estados en torno a las medidas fiscales contenidas en el programa con el FMI<sup>3</sup> hacía muy difícil su implementación. En el caso coreano, el problema radicaba en un crispado proceso electoral y el desconocimiento del grado de compromiso que tendría el Gobierno entrante con las políticas de ajuste negociadas con el FMI por el Gobierno saliente.

La evolución de los flujos trimestrales de capital hacia los países estudiados sugiere igualmente la existencia de un efecto catalítico a medio plazo. En el caso de Brasil, se produjo una recuperación muy rápida de los flujos totales de capital desde el trimestre mismo de la crisis, así

3. De hecho, este desacuerdo fue uno de los detonantes de la crisis: el anuncio de una moratoria sobre el servicio de la deuda de Minas Gerais en enero de 1999 reabrió el ataque especulativo contra el real.

**EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBERANOS EN LOS CASOS DE PREVENCIÓN DE CRISIS**

GRÁFICO 2



FUENTE: JP Morgan.

como una menor volatilidad de los mismos. En el caso de Corea, el programa no pudo evitar salidas netas de capital sustanciales en el trimestre posterior a la crisis, si bien a partir del tercer trimestre se produjo una estabilización y posterior aumento de los flujos totales de capital. En lo que respecta a los países sin programa, se observa una caída gradual y sostenida de dichos flujos en los trimestres que sucedieron a la crisis. En este sentido, los datos observados son particularmente reveladores, dado el contraste entre Malasia, que siguió una línea heterodoxa e introdujo controles de capital estrictos en septiembre de 1998, y Colombia, que adoptó medidas similares a las que habría tomado bajo un acuerdo del FMI.

En línea con los resultados que arroja el análisis empírico, se observan diferencias sustanciales en el impacto aparente de los programas del FMI sobre los distintos tipos de flujos de capital. Así, el efecto catalítico parece haberse concentrado en la IED, que aumentó sustancialmente tras adoptarse el programa tanto en Brasil como en Corea. En cambio, no se observan pautas claras en la evolución de los flujos de cartera y, mientras que la financiación bancaria tendió a recuperarse muy gradualmente desde niveles negativos en el caso de Brasil, en Corea cayó fuertemente en los trimestres que sucedieron a la crisis. Esto último puede entenderse como una lógica consecuencia de la resolución de la crisis coreana, dado que una de las principales causas de la misma fue el exceso de endeudamiento interbancario a corto plazo.

En cuanto a la prevención de crisis, los casos analizados no muestran una evidencia importante de un efecto catalizador a corto plazo de los programas preventivos del FMI (véase gráfico 2). Con anterioridad a la crisis, los diferenciales soberanos de Argentina y Perú se situaban ligeramente por encima de México<sup>4</sup>, en línea con su mayor vulnerabilidad. El estallido de la crisis rusa dio lugar a un episodio de fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales que afectó con mayor virulencia a Argentina que a México y Perú, cuyos diferenciales soberanos se mantuvieron significativamente por debajo del conjunto de los mercados emergentes (índice EMBI+).

Parecería, por tanto, que el programa argentino no facilitó el manejo de este episodio de contagio internacional, sugiriendo que los inversores asignaron una importancia mayor a otros factores de vulnerabilidad. Un factor clave en el caso argentino era la rigidez de su régimen

4. El dato del EMBI no empezó a publicarse para Chile hasta 1999, con lo que no se incluye en el análisis de corto plazo.

cambiario (caja de conversión), a diferencia de México y Perú (sistemas de flotación sucia); esto dificultaba la absorción de *shocks* externos y, además, se asemejaba al caso de Rusia antes de la devaluación. A partir de mediados de septiembre se observa una gradual estabilización en las condiciones de financiación de los mercados emergentes, situándose el diferencial de México ligeramente por encima de los de Argentina y Perú. A partir de este momento, por tanto, se podría argumentar que el programa hubiera podido tener un impacto diferenciador en la valoración del riesgo de los inversores internacionales, aunque es difícil determinar los canales a través de los que se habría producido.

En el medio plazo, el análisis de los flujos trimestrales de capital muestra que los países sin programa registraron mayores entradas netas de capitales, con la excepción de la IED en Argentina, que siguió siendo muy elevada tras la crisis rusa debido a voluminosas operaciones muy puntuales, como la compra de YPF, que contrarrestaron fuertes salidas netas en los flujos de cartera. Más allá de la existencia de un programa con el FMI, los inversores internacionales respondieron a la solidez de las políticas económicas nacionales. En el caso argentino, habría primado la creciente inquietud respecto a la situación fiscal del país y al escaso margen de maniobra que dejaba el régimen cambiario. En Perú, los factores clave fueron la relajación de la política fiscal, la postergación de varias privatizaciones y la incertidumbre política. Esta situación contrasta con la de Chile y México, países comprometidos con unas políticas prudentes durante el período estudiado.

En definitiva, los casos estudiados son relativamente favorables a la existencia de un efecto catalítico de los programas del FMI en el caso de resolución de crisis, pero el efecto se concentra en la IED, mientras que es negativo para la financiación bancaria internacional, al igual que ocurre con los resultados empíricos. En el corto plazo, el efecto catalítico parece depender de que la condicionalidad y la financiación del programa sean suficientes, así como de un contexto político favorable. En el ámbito de la prevención de crisis, los casos muestran una visión relativamente más pesimista que los resultados empíricos, que podría explicarse por la mayor vulnerabilidad de los países bajo programas preventivos o, en otras palabras, porque, a pesar de la relativamente cuidadosa selección de los casos, sigue existiendo un sesgo de muestra.

## **Conclusiones**

Este trabajo estudia la capacidad del FMI para inducir flujos de capital privado hacia aquellos países con los que tiene programas a través de dos metodologías complementarias: el análisis de regresión y el estudio de algunos casos.

Los resultados del análisis de regresión muestran que el FMI es relativamente exitoso a la hora de catalizar flujos de capital privado, fundamentalmente IED, hacia los países que firman un programa. Los programas orientados a la prevención de crisis y los programas estructurales para el crecimiento sostenido y la reducción de la pobreza son particularmente efectivos en este sentido. Por el contrario, los programas cuyo objetivo es la resolución de crisis pueden llegar incluso a desincentivar los flujos de capital privado, especialmente los préstamos bancarios internacionales. Esta conclusión resulta preocupante por la importancia de la resolución de crisis dentro de las funciones asignadas al FMI. Por otra parte, dado que los flujos de capital proyectados son clave para países emergentes y subdesarrollados, estimarlos bien es un elemento central en el diseño de los programas. De hecho, su sobreestimación hubiera podido llevar a un excesivo ajuste doméstico en algunos casos.

Este resultado negativo del análisis de regresión, sin embargo, se mitiga en parte en el estudio de casos, al menos para Corea. En efecto, la caída de la financiación bancaria internacional que se observa en este caso puede interpretarse como un elemento más de la resolución de

los problemas que llevaron al país a la crisis: el excesivo endeudamiento a través de la banca internacional. El análisis de los casos de resolución de crisis también muestra la importancia de la condicionalidad como principal canal a través del cual el FMI consigue atraer flujos de capital privado. Por último, los casos de prevención de crisis estudiados sugieren que, más allá de la existencia de un acuerdo preventivo con el FMI, los inversores internacionales tienen en cuenta los factores de vulnerabilidad a las crisis, fundamentalmente el nivel de endeudamiento y la flexibilidad de las políticas económicas (especialmente el régimen cambiario). Parecería, por tanto, que la presencia de un programa preventivo no puede, por sí sola, contrarrestar esta vulnerabilidad.

14.7.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- BIRD, G., y D. ROWLANDS (2002). «Do IMF Programmes Have a Catalytic Effect on Other International Capital Flows?», *Oxford Development Studies*, vol. 30, n.º 3, pp. 229-249.
- COTTARELLI, C., y C. GIANNINI (2002). *Bedfellows, Hostages or Perfect Strangers Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending*, IMF Working Paper 02/193.
- GHOSH, A., T. LANE, M. SCHULTZE-GATTAS, A. BULIR, J. HASMANN y A. MOURMOURAS (2002). *IMF Supported Programs in Capital Account Crises*, Ocasional Paper n.º 210, International Monetary Fund.
- MODY, A., y D. SARAVIA (2003). *Catalyzing Capital Flows: Do IMF-Supported Programs Work as Commitment Devices?*, IMF Working Paper WP/03/100.

LAS REMESAS DE EMIGRANTES EN LA BALANZA DE PAGOS ESPAÑOLA

Este artículo ha sido elaborado por Francisco Javier Álvarez de Pedro, María Teresa García Cid y Patrocinio Tello Casas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Durante los últimos años, los flujos internacionales de remesas han venido recibiendo una atención creciente, en consonancia con su incremento constante como fuente estable de financiación en algunos países en vías de desarrollo y su notable impacto económico y social. Esta atención se ha extendido, lógicamente, a las estadísticas que miden este tipo de transacciones. En este sentido, la Balanza de Pagos, que registra las transacciones reales y financieras entre los residentes de una economía (inmigrantes o no) y los no residentes, constituye un marco de referencia fundamental para cuantificar las remesas. Pese a ello, la información sobre las remesas de emigrantes de la Balanza de Pagos no está exenta de limitaciones.

Con carácter general, estas limitaciones se ponen de manifiesto al comparar los datos de la rúbrica de Remesas de emigrantes<sup>1</sup> de las Balanzas de Pagos de los distintos países con la evolución de sus principales determinantes económicos, financieros o culturales y con la de otros indicadores disponibles, así como al comparar los datos de los principales países emisores y receptores de remesas. La constatación de estas limitaciones y la demanda creciente de los datos de remesas de emigrantes han puesto en marcha un proceso de revisión del marco conceptual y de los métodos utilizados para la obtención de la rúbrica de Remesas de emigrantes, impulsado por los organismos internacionales competentes.

El caso de la Balanza de Pagos española no es una excepción a los aspectos mencionados anteriormente con carácter general. Por un lado, las comparaciones de las cifras de la rúbrica de Remesas de emigrantes, que venía incluyendo la Balanza de Pagos, con otros indicadores ponían de manifiesto una posible infravaloración de los pagos y una sobrevaloración de los ingresos de dicha rúbrica. Estos resultados reflejan los problemas que existen para estimar adecuadamente las remesas de emigrantes a partir de sistemas de información basados, fundamentalmente, en la declaración de los cobros y pagos exteriores realizados a través de las entidades de crédito. Este procedimiento, que es el que se ha venido utilizando en la Balanza de Pagos española y es, probablemente, el más común internacionalmente, se enfrenta a graves problemas, derivados de la existencia de umbrales de exención, de cuantía elevada para la declaración de las operaciones individuales, y del envío a través de las denominadas empresas remesadoras<sup>2</sup>, o de cauces no oficiales, de una proporción relevante de los fondos relacionados con las remesas. La utilización de estos procedimientos dificulta captar esta información, y asignarla correctamente, tanto en la rúbrica correspondiente de la Balanza de Pagos como, geográficamente, según el destino u origen de las remesas.

Asimismo, en el caso de España, la importancia de proceder a una revisión de los procedimientos de cálculo, especialmente de los que afectan a los pagos de la rúbrica, se manifestaba claramente, dado el notable dinamismo de la población inmigrante en los últimos años y su repercusión en los

1. Los componentes normalizados del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional utilizan la expresión «Remesas de trabajadores»; en este artículo se emplea la de «Remesas de emigrantes» por ser más utilizada habitualmente en España. 2. En este artículo se utiliza el término «remesadoras» para referirse a los Establecimientos de Cambio de Moneda autorizados para efectuar transferencias de fondos, generalmente en concepto de remesas de trabajadores. Si bien en España estos establecimientos se encuentran regulados e inscritos en el Banco de España, al que suministran información de sus operaciones periódicamente, en otros países su falta de regulación específica los sitúa en el ámbito de los canales informales.

envíos de remesas. En concreto, en el período 2001-2004, el colectivo de inmigrantes en España ha crecido a una tasa media anual del 35,3%, según datos del Padrón Municipal.

En este artículo se presentan los trabajos realizados para evaluar la calidad de las cifras de pagos de la rúbrica de Remesas de emigrantes de la Balanza de Pagos española y mejorar su estimación. En primer lugar, se realiza una estimación del flujo máximo de remesas al exterior (remesas potenciales). En segundo lugar, tras el análisis de los procedimientos utilizados por distintos países, se describe un método de cálculo alternativo para dichas remesas basado en un modelo econométrico de datos de panel que utiliza, además de la información procedente del sistema de cobros y pagos, la disponible acerca de las características de la población inmigrante y de las economías de origen de este colectivo. Este nuevo método ha permitido reducir la incertidumbre intrínseca a las estimaciones hasta ahora realizadas y, junto con el análisis y explotación de otras fuentes de información alternativas (información de los envíos a través de remesadoras e ingresos de remesas de los principales países de contrapartida), ha permitido corregir la infravaloración en los pagos de remesas realizados desde España en el período 2001-2004. En abril de 2006, coincidiendo con la revisión de las cifras del año 2005, se han revisado los datos de la rúbrica en dicho período, lo que ha supuesto un incremento de los pagos de alrededor del 20%.

El artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se analiza la evolución de la rúbrica de Remesas de emigrantes de la Balanza de Pagos española. En la sección 3 se compara dicha rúbrica con otros indicadores, con el objeto de detectar posibles sesgos. En la sección 4 se realiza una estimación del flujo máximo de remesas enviadas al exterior a partir de las características de la población inmigrante en España. En la sección 5 se detalla un método de cálculo alternativo, consistente en la estimación de una ecuación para las remesas enviadas desde España a las principales áreas de destino y se exponen los resultados obtenidos. Finalmente, en la sección 6 se resumen las conclusiones.

#### ***Evolución de la rúbrica de Remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos***

Con anterioridad a la revisión efectuada en abril de 2006, el superávit de la rúbrica de Remesas de emigrantes de la Balanza de Pagos, tras permanecer estable alrededor del 0,4% del PIB durante el período 1993-2000, había experimentado una significativa reducción en los últimos años, representando tan solo un 0,1% del PIB en el año 2004. Esta evolución ha estado condicionada, fundamentalmente, por el comportamiento de los pagos. En los gráficos 1 y 2 se observa que, hasta el año 1999, tanto los ingresos como los pagos evolucionaron de forma similar, manteniendo su peso en términos de PIB, mientras que a partir de este año los pagos aumentaron de manera importante y los ingresos, en cambio, lo hicieron a una tasa mucho más moderada.

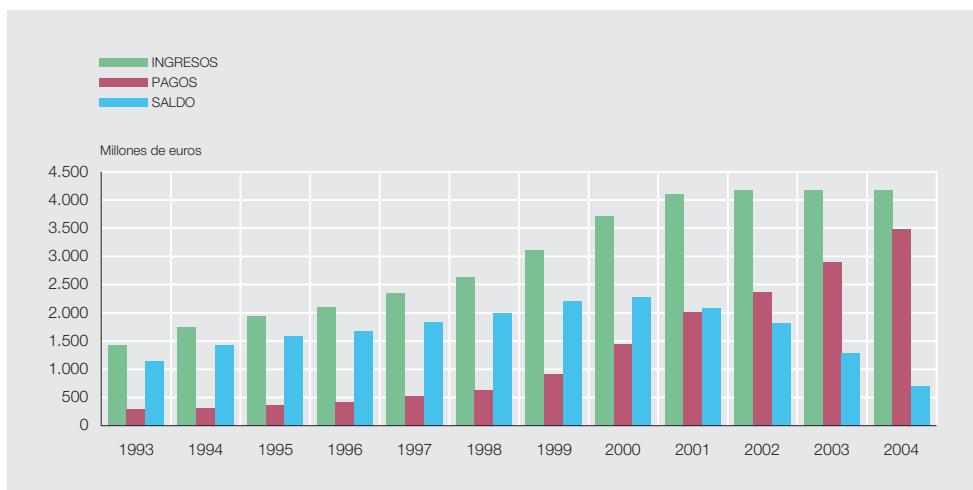
Esta dispar evolución de ingresos y pagos se debe al distinto momento en el que se han producido en España los procesos de emigración e inmigración. Así, si nos centramos en la segunda mitad del siglo XX, se observa que la emigración española se concentró en los años cincuenta y sesenta y, a partir de ese momento, el stock de población española residente en el extranjero ha seguido una senda decreciente<sup>3</sup> (véanse gráficos A.1 y A.2 en el anexo A). Por

---

3. Según datos del Anuario de Migraciones (Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales) y de los Registros de Matrícula de Residentes de los consulados españoles, en la década de los cincuenta, 649.039 españoles emigraron al exterior; en los años sesenta, 929.662; en los años setenta, 492.991; en los ochenta, 195.944, y en los noventa, solo 27.683. Desde el año 1993 hasta el año 2004, el stock de población española en el exterior pasó de 2.327.759 a 1.497.817 personas. La evolución del stock de población española en el extranjero podría estar afectada por el cambio metodológico que en el año 1996 supone la creación del Padrón de españoles residentes en el extranjero (PERE), constituido a partir de los datos de los Registros de Matrícula Consulares. La integración de la información del PERE y de los Padróns municipales de España, y la consiguiente actualización de los Registros de Matrícula Consulares explicarían el descenso que dichos registros muestran.

## REMESAS DE EMIGRANTES

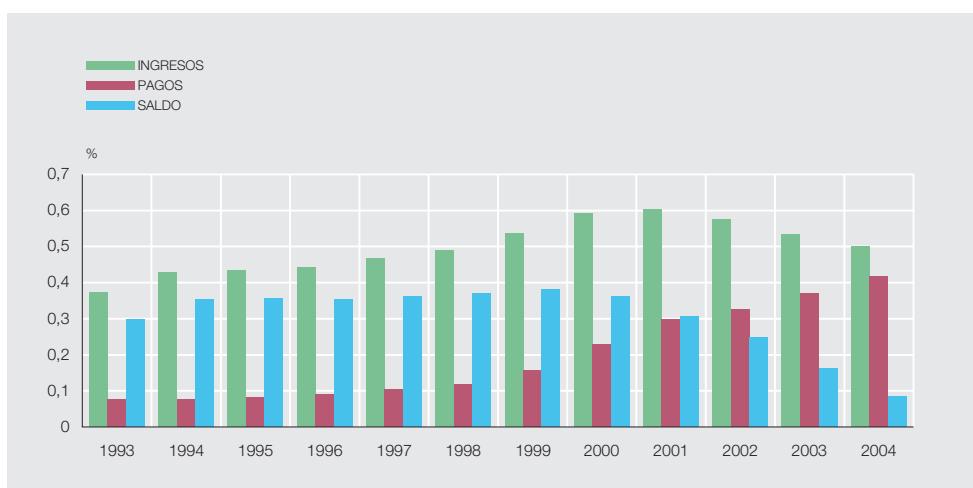
GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

## REMESAS DE EMIGRANTES: PESO SOBRE EL PIB

GRÁFICO 2



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

el contrario, la inmigración es un fenómeno relativamente reciente, que, en el caso de España, a diferencia de otros países europeos, ha alcanzado su máxima intensidad en los últimos años<sup>4</sup>.

Los cambios acaecidos recientemente en los flujos migratorios no solo han afectado al nivel de los pagos de la rúbrica Remesas de emigrantes, sino que también han alterado completamente su asignación geográfica. De esta forma, en el año 2004, América Latina percibió un 50,6% del total de remesas enviadas desde España, según las estimaciones de Balanza de Pagos, mientras que en el año 1994 tan solo un 13,7% del total de envíos tuvieron como destino un país latinoamericano. Estos datos confirman la importancia creciente que estos flujos están adquiriendo en algunos países como fuentes de financiación

4. Según datos del Padrón Municipal con fecha 1 de enero de 2005, el peso de la población extranjera en el total de la población en España fue del 8,6%, frente al 2,2% en el año 2000. En Austria, Alemania y Bélgica este porcentaje ya era del 9%, 8,8% y 9%, respectivamente, en el año 1995 [véase OCDE (2005)].

alternativas a otros recursos (por ejemplo, la inversión directa o el turismo). En contraposición, la importancia de los países pertenecientes a la Unión Europea como receptores de las remesas emitidas desde España se ha reducido desde el 35% del total al 5,1% en el mismo período.

Si bien las tendencias apuntadas por los datos registrados en la Balanza de Pagos reflejaban el cambio en la estructura de la población española, los problemas crecientes para medir correctamente las transacciones reales y financieras que realiza el colectivo inmigrante y la necesidad de contar con información más fiable y detallada sobre el fenómeno obligaron a perfeccionar los métodos de estimación de la rúbrica de Remesas de emigrantes, como se expone a continuación.

**Dificultades en la estimación de la rúbrica de Remesas de emigrantes**

Como se ha indicado en el apartado anterior, antes de su revisión en abril de 2006, los datos de la Balanza de Pagos española parecían reflejar adecuadamente los cambios demográficos que, derivados de los flujos migratorios, han tenido lugar en nuestro país en los últimos años. No obstante, no es tan claro que lo hicieran en toda su intensidad. El análisis de la evolución de los ingresos y de los pagos registrados en esta estadística y su contraste con algunas de las fuentes de información alternativas disponibles apuntaba a que la cifra de ingresos de la Balanza de Pagos de España podría estar sobrevalorada, mientras que la de pagos podría estar infravalorada.

**LOS INGRESOS DE REMESAS: EVIDENCIA DISPONIBLE**

Un indicador de la posible sobrevaloración de los ingresos es la discrepante evolución que presentan las cifras de remesas en la Balanza de Pagos frente a la que muestra la población española en el extranjero. En el gráfico 3, se presentan las tasas de crecimiento de los ingresos por remesas en la Balanza de Pagos y del stock de población española residente en el extranjero obtenido de los datos de los Registros de Matrícula Consulares.

En el período 1994-2001, a excepción del año 1996, las tasas de variación del stock de población española en el extranjero son negativas, mientras que los ingresos de remesas muestran un crecimiento significativo, alcanzando su máximo en el año 2001, con una tasa de variación interanual del 31,7%<sup>5</sup>. En este período, la tasa media anual correspondiente a los ingresos de remesas es del 16,9%, y la del stock de población, del -5,7%. A partir del año 2001, tanto los ingresos como el stock de población tienden a estabilizarse. Considerando todo el período —1994-2004—, la tasa media de crecimiento interanual de los ingresos ha sido del 12,5%, y la del stock de población española en el extranjero, del -3,6%.

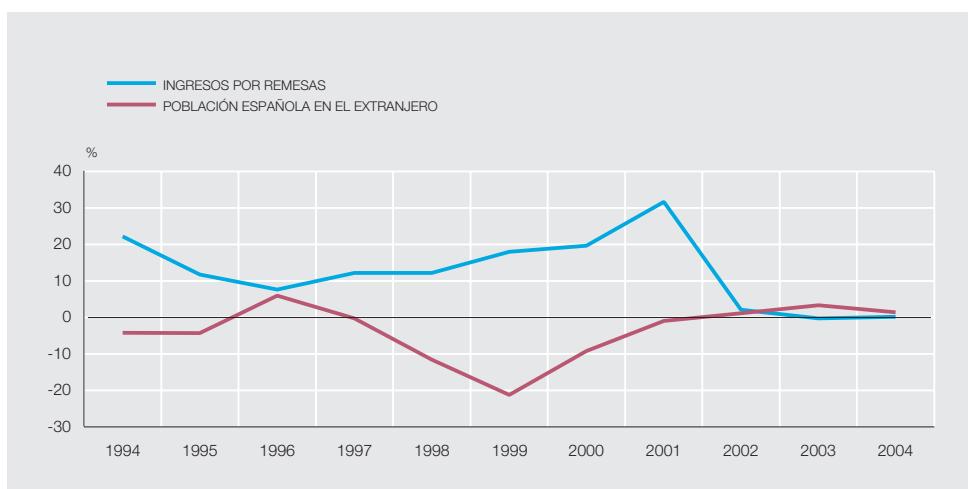
Una conclusión similar, es decir, que los datos de ingresos por remesas españoles estarían sobrevalorados, se encontraría en Britton, Harrison y Swanson (2004). En este trabajo se comparan los ingresos publicados por España con una estimación alternativa que considera los pagos de remesas publicados por los países en los que residen emigrantes españoles y la proporción de la población española en la población inmigrante total en cada uno de ellos<sup>6</sup>.

5. La integración de la información del PERE y de los Padrones municipales de España, y la consiguiente actualización de los Registros de Matrícula Consulares, ya mencionados en la nota al pie n.º 3, podrían explicar el fuerte descenso en el stock de población española a partir de 1997, que alcanza su máximo en el año 1999 (descenso del 21,2%).

6. Aunque el trabajo apunta a una sobrevaloración de los datos de Balanza de aproximadamente un 80%, el resultado debe ser considerado con cautela. En primer lugar, se supone una definición de la variable de remesas que incorpora compensación de empleados. En segundo lugar, el trabajo supone que la remesa media enviada por los emigrantes de un país es la misma con independencia de su nacionalidad. Además, el resultado podría estar afectado por la infraestimación de los pagos publicados por los países de contrapartida.

TASAS DE VARIACIÓN DE INGRESOS POR REMESAS Y DE LA POBLACIÓN  
ESPAÑOLA EN EL EXTRANJERO

GRÁFICO 3



FUENTES: Banco de España y Registros de Matrícula Consulares (Ministerio de Asuntos Exteriores y Cooperación).

LOS PAGOS DE REMESAS:  
EVIDENCIA DISPONIBLE

Pagos de remesas y  
características de la población  
inmigrante

En el caso de los pagos, la evidencia acerca de una posible infraestimación de los datos vendría dada por su comparación con la información disponible acerca de la evolución y características de la población inmigrante en España, la importancia de los ingresos por remesas en las Balanzas de Pagos de los países receptores de los fondos enviados desde España y las transferencias al exterior realizadas a través de las remesadoras<sup>7</sup>.

En el gráfico 4 se muestran, para el período 1997-2004, las tasas de crecimiento de las remesas de la Balanza de Pagos y de la población extranjera total y ocupada residente en España<sup>8</sup>. Las cifras de población se han obtenido a partir de la Nueva Encuesta de Población Activa (EPA 2005)<sup>9</sup>.

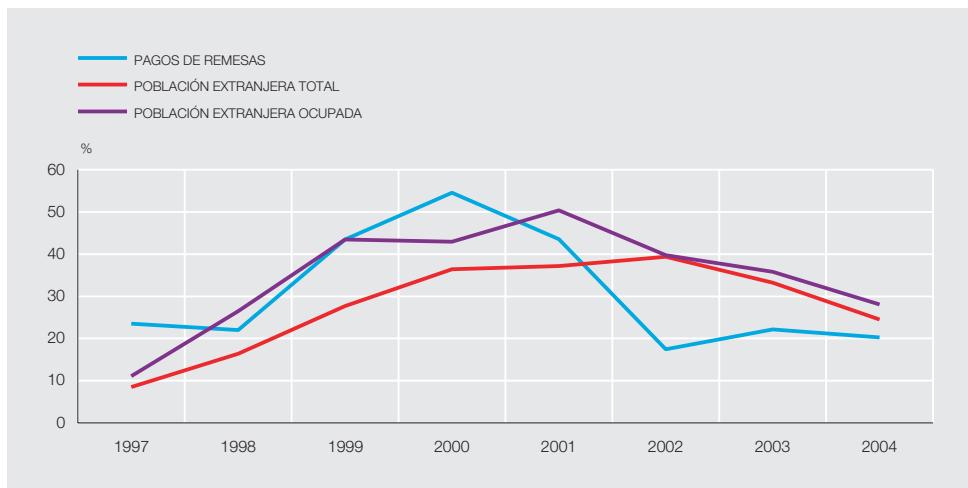
Según este gráfico, se pueden distinguir dos períodos diferenciados. En el primero, hasta el año 2001, los pagos por remesas muestran tasas de crecimiento superiores a las correspondientes a la población extranjera, mientras que, en el segundo período, las segundas superan a las primeras. En este segundo período, que se extiende desde el año 2001 hasta el año 2004, las tasas medias de crecimiento de los pagos por remesas de la Balanza de Pagos, la población extranjera total y la población extranjera ocupada son del 25,8%, 33,5% y 38,5%, respectivamente. El alejamiento que, en los últimos años, tiene lugar entre el dinamismo de los pagos y el correspondiente a la población extranjera (total y ocupada) era un indicador de la probable infraestimación en la Balanza de Pagos de los fondos enviados al exterior por la población inmigrante residente en España.

La importancia del fenómeno de la inmigración, que refleja la EPA de 2005 en los años más recientes, se recoge también en el resto de las fuentes de información disponibles: el Censo

7. Como se ha indicado anteriormente (véase nota 2), los Establecimientos de Cambio de Moneda proporcionan información al Departamento de Información Financiera y Central de Riesgos del Banco de España sobre las operaciones de transferencia que llevan a cabo. 8. Solo se considera la población catalogada como extranjera en la EPA excluyendo la población con doble nacionalidad. El segmento de población con doble nacionalidad representa un porcentaje medio en el período 1996-2004 del 13% del total de la población extranjera, con una paulatina pérdida de importancia desde 1997. En concreto, en 2004 este segmento de población representaba un 7% del total. 9. La EPA 2005 muestra datos revisados de población extranjera total y ocupada, para el período 1996-2004. Para una descripción detallada de los cambios metodológicos y de los principales resultados de dicha encuesta, puede consultarse el Informe Trimestral de la Economía Española [véase Banco de España (2005)].

TASAS DE VARIACIÓN DE LOS PAGOS DE REMESAS DE EMIGRANTES,  
LA POBLACIÓN EXTRANJERA TOTAL Y LA POBLACIÓN EXTRANJERA OCUPADA

GRÁFICO 4



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

de 2001 (y sus proyecciones para los años 2002-2004), el Padrón y el Efectivo de extranjeros residentes en España según los datos de la Dirección General de Policía (DGP), como puede verse en el cuadro 1.

Pagos de remesas frente a los ingresos de los países receptores

El moderado crecimiento de los pagos en concepto de remesas de la Balanza de Pagos española a partir de 2001 contrastaba con la creciente importancia que han adquirido los ingresos correspondientes en las economías receptoras. En el cuadro 2, se muestra el porcentaje que, en términos del PIB, representaban los ingresos por remesas de las Balanzas de Pagos de los países más significativos desde el punto de vista de España, tanto por el peso que, en el total de transferencias enviadas al exterior, presentan las correspondientes a estos países, como por la importancia que tiene la población procedente de estos países en el colectivo de inmigrantes residentes en España<sup>10</sup>.

Atendiendo a la diferencia entre el total de pagos registrados por España y los ingresos de los países receptores y al porcentaje del total de emigrantes de esos países que reside en España, se obtuvo una medida del grado de infraestimación de las cifras de la Balanza de Pagos española que podría situarse entre el 15% y el 20%. En el cuadro A.1 del anexo A se detallan estas diferencias para algunos de los principales países de destino de las remesas enviadas desde España.

Pagos de remesas y transferencias al exterior realizadas a través de Establecimientos de Cambio de Moneda

Antes de su revisión en abril de 2006, las cifras de la Balanza de Pagos española eran muy similares a las comunicadas por las remesadoras por sus transferencias al exterior: 3.481 millones de euros y 3.424 millones en el año 2004, respectivamente. Teniendo en cuenta que el colectivo de inmigrantes afirma que realiza a través de remesadoras el 80% del total de sus envíos<sup>11</sup>, podría inferirse un grado de infravaloración de los pagos registrados en la Balanza de Pagos cercano al 20%, porcentaje similar al obtenido a partir de la comparación con los ingresos publicados por los principales países de contrapartida.

**10.** El incremento que en el año 2003 muestran los datos de la República Dominicana está afectado por el fuerte descenso del PIB expresado en dólares para este país (25,5% con respecto al año 2002). **11.** Como evidencia al respecto, cabe citar el estudio de la Confederación Española de Cajas de Ahorro sobre las remesas enviadas por los emigrantes latinoamericanos residentes en España a sus países de origen.

**STOCK DE POBLACIÓN EXTRANJERA SEGÚN LA EPA DE 2005, EL CENSO DE 2001, EL PADRÓN Y LOS DATOS DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE POLICÍA (DGP)**

CUADRO 1

	EPA 2005	CENSO 2001	PADRÓN	DGP
1996	400.150	-	542.314	540.649
1997	434.300	-	n.d.	611.697
1998	505.375	-	678.366	719.647
1999	645.200	-	748.953	801.329
2000	880.125	-	923.879	895.720
2001	1.207.075	1.548.941	1.370.657	1.109.060
2002	1.682.350	2.163.214	1.977.946	1.324.001
2003	2.241.325	2.728.240	2.664.168	1.647.011
2004	2.789.675	3.196.784	3.034.326	1.981.933

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Dirección General de Policía (Ministerio del Interior).

**PESO SOBRE EL PIB DE LOS INGRESOS POR REMESAS DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE CONTRAPARTIDA DE ESPAÑA**

CUADRO 2

%	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Colombia	1,2	0,9	0,8	0,7	0,8	1,5	1,9	2,3	2,9	3,9	3,4
Ecuador	1,5	1,9	2,3	2,7	3,4	6,5	8,3	6,7	5,9	5,7	5,4
Bolivia	0,0	0,0	0,0	0,9	0,8	0,9	1,2	1,3	1,0	1,3	1,3
Perú	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5
República Dominicana	7,0	6,6	6,7	7,2	8,3	8,6	8,4	8,2	9,0	14,2	13,9
Marruecos	6,0	6,0	5,9	5,7	5,6	5,5	6,5	9,6	8,0	8,2	8,7

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco Interamericano de Desarrollo.

Por otra parte, los datos de estos establecimientos ofrecen información valiosa sobre los países de destino final de las remesas enviadas, que no coincide con la aportada por el desglose geográfico de los datos que se incluían en la Balanza de Pagos. En el cuadro 3 se presenta el importe de las transferencias enviadas a los principales países de contrapartida según ambas fuentes para el año 2004 (en el cuadro A.2 del anexo A se recogen los datos para el año 2003).

Un hecho destacable de esta comparación es que mientras los envíos de remesas a Estados Unidos representaban una proporción muy importante de los pagos totales en la Balanza de Pagos (33,3%), su peso en el total de envíos realizados por las remesadoras era despreciable (0,14%). Para los países latinoamericanos y de Europa del Este, por el contrario, los datos reflejados en la Balanza de Pagos eran, en la mayoría de los casos, inferiores a los correspondientes a las remesadoras. Estas diferencias ponen de manifiesto el distinto criterio de asignación geográfica de los pagos de remesas que se utilizaba en los datos de Balanza de Pagos y en los de las remesadoras. El hecho de que la Balanza de Pagos utilizara la información de los correspondientes pagos entre residentes y no residentes suponía, en ocasiones, que su distribución geográfica no reflejara adecuadamente el país de destino final de los fondos. Esto ocurre cuando, en la liquidación de las operaciones, participan intermediarios financieros residentes en terceros países, aspecto especialmente significativo en el caso de las remesas canalizadas a través de agentes de

	Remesadoras	BP	% remesadoras	% BP
% s/total	-	-	76,8	90,2
Argentina	46,2	13,6	1,4	0,4
Bolivia	187,3	177,6	5,5	5,1
Brasil	153,7	10,5	4,5	0,3
Colombia	729,6	766,8	21,3	22,0
Ecuador	770,2	664,2	22,5	19,1
Perú	81,9	87,6	2,4	2,5
República Dominicana	165,3	86,7	4,8	2,5
Filipinas	75,6	55,9	2,2	1,6
Marruecos	210,7	75,6	6,2	2,2
EEUU	4,8	1.160,4	0,1	33,3
Rumanía	192,5	38,2	5,6	1,1
Bulgaria	12,8	3,9	0,4	0,1

FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

a. Cifra absoluta por países (millones de euros) y porcentaje sobre total mundial.

las grandes redes internacionales de envío de dinero. En estos casos, los destinatarios de las transferencias mediante las que las remesadoras liquidan sus operaciones son las casas centrales de dichas redes, con mucha frecuencia residentes en Estados Unidos, y no los receptores últimos de las remesas. Esta sería la explicación de la sobrevaloración del peso de las remesas enviadas a Estados Unidos según los datos de la Balanza de Pagos, antes de su revisión, que se compensaba con menores importes en el resto de los destinos.

Para ilustrar este punto, en el cuadro 4 se presentan las tasas de crecimiento de las remesas de la Balanza de Pagos, antes de la revisión de abril de 2006, y del *stock* de población extranjera en España en el caso de la UE, Estados Unidos y América Latina. Como se puede observar, excepto en los años 1998, 2002 y 2004<sup>12</sup>, las remesas enviadas a países de la UE han presentado tasas de crecimiento negativas, mientras que el *stock* de población extranjera ha crecido a una tasa media del 10,6%. En el caso de Estados Unidos, aunque el *stock* de población extranjera de dicha nacionalidad ha crecido a una tasa inferior a la de países de la zona de la UE, las remesas lo han hecho a tasas mucho mayores (un 30,9% de media para el período considerado). Finalmente, en América Latina se registran altas tasas de crecimiento tanto de las remesas como del *stock* de población extranjera, especialmente en el período 1997-2003.

La conclusión fundamental de este análisis es que las altas tasas de crecimiento de las remesas a Estados Unidos no se correspondían con las tasas de crecimiento de la población extranjera residente en España de dicha nacionalidad. Como se ha indicado anteriormente, esta distorsión se debe a que, en muchas ocasiones, la Balanza de Pagos asignaba las operaciones al país de residencia del intermediario financiero a través del que se canalizan los fondos y no al del destino final de las remesas.

12. En el año 2002 se registra una cifra de pagos de remesas excepcionalmente alta en el caso de Alemania.

	UE		EEUU		AMÉRICA LATINA	
	Remesa	Población	Remesa	Población	Remesa	Población
1994	-12,1	9,2	37,1	1,4	13,1	7,7
1995	-7,6	6,7	56,9	2,5	-13,0	6,0
1996	-9,0	11,0	46,6	-7,6	-13,8	5,0
1997	-12,6	-2,9	18,7	-20,4	122,6	14,8
1998	28,0	12,6	15,5	16,6	58,9	10,9
1999	-3,3	20,4	50,6	12,8	74,5	11,9
2000	-0,4	8,5	74,1	9,1	66,2	36,3
2001	-31,7	10,0	25,9	11,1	87,8	123,6
2002	203,1	15,9	-27,6	14,3	62,7	77,4
2003	-50,2	18,2	25,6	17,3	30,0	43,4
2004	73,9	7,3	16,8	-22,4	9,0	20,5
Media	16,2	10,6	30,9	3,2	45,3	32,4

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

PROCEDIMIENTO DE CÁLCULO  
DE LOS PAGOS DE REMESAS  
EN LA BALANZA DE PAGOS  
DE ESPAÑA: LIMITACIONES  
DEL SISTEMA DE INFORMACIÓN

El análisis presentado en los párrafos anteriores pone de manifiesto las limitaciones del sistema de información que se ha venido utilizando, hasta la revisión efectuada en abril de 2006, para la estimación de las remesas en la Balanza de Pagos de España. Como ya se ha indicado, este sistema se basaba, fundamentalmente, en la declaración de los cobros y pagos exteriores que se efectuaban a través de las entidades de crédito. La primera de estas limitaciones, probablemente la más importante de cara a la correcta medición de las remesas, es la existencia de elevados umbrales mínimos para la declaración de las transacciones individuales (12.500 euros desde enero de 2001 y 3.005 euros con anterioridad). Estos umbrales afectan especialmente a la rúbrica de Remesas de emigrantes debido al reducido importe que habitualmente presentan las operaciones realizadas por este concepto<sup>13</sup>. Adicionalmente, conviene tener en cuenta la influencia que puede tener el frecuente uso de sistemas alternativos a las entidades de depósito, como las remesadoras, o de sistemas no formales (entrega directa de billetes, remesas en especie, etc.) para canalizar los envíos de remesas. En el caso de España, esta influencia no es despreciable, dado el reducido grado de integración financiera que, todavía, registra el colectivo de inmigrantes. El uso de estos sistemas alternativos afectaba a los datos de la Balanza de Pagos de forma diferente.

Por lo que se refiere a la utilización de las remesadoras, sus operaciones sí eran captadas indirectamente por el sistema de información, dado que estos establecimientos liquidan periódicamente con sus correspondientes, o con los centros compensadores de las redes internacionales de envío de dinero, las remesas que canalizan. Esta liquidación, en la que normalmente participan entidades de depósito residentes, se registra en la información que dichas entidades facilitan sobre sus cobros y pagos<sup>14</sup>, si bien con los problemas mencionados anteriormente sobre su adscripción geográfica. Por el contrario, en el caso de las remesas envia-

**13.** Las entidades declarantes comunican el total del importe de las operaciones inferiores al umbral, sin especificar su concepto. El reparto de estos importes inferiores al umbral entre las distintas rúbricas de la Balanza de Pagos es estimado teniendo en cuenta, como indicador principal, el correspondiente a las operaciones de importes inmediatamente superiores. Este sistema de reparto afecta de manera relevante a los ingresos de remesas. **14.** Las remesadoras realizan la declaración correspondiente al importe neto de transferencias emitidas y recibidas, aunque el monto de estas últimas es reducido en el caso de España.

das mediante sistemas no formales, no se dispone en la actualidad de una estimación en cuanto a su importe<sup>15</sup>.

Por último, resulta conveniente destacar la posibilidad de que, aun cuando se registraran todas las transacciones con no residentes (residentes) realizadas por un inmigrante (emigrante), sería difícil garantizar que estas se hayan asignado correctamente entre las distintas rúbricas de la Balanza de Pagos<sup>16</sup>. Esta circunstancia afecta, fundamentalmente, a las rúbricas de Remesas de emigrantes, Remuneración de empleados, Transferencias de capital y Otras transferencias corrientes.

En resumen, la existencia de umbrales de declaración elevados y la canalización de operaciones a través de remesadoras y mediante sistemas no formales suponen un debilitamiento de la relación existente entre los pagos de remesas y sus determinantes demográficos, económicos y financieros, por lo que, al tiempo que dificultan su captura por el sistema de información que utilizaba la Balanza de Pagos española, inciden sobre la asignación geográfica de los pagos de remesas (véase el apartado «Pagos de remesas y transferencias al exterior realizadas a través de Establecimientos de Cambio de Moneda») y en la incorrecta contabilización de dichas operaciones<sup>17</sup>. Por ello, y teniendo en cuenta la dirección e intensidad de los movimientos migratorios que han tenido lugar en España en los últimos años, se puso de manifiesto la necesidad de revisar el procedimiento de cálculo de los pagos de esta rúbrica.

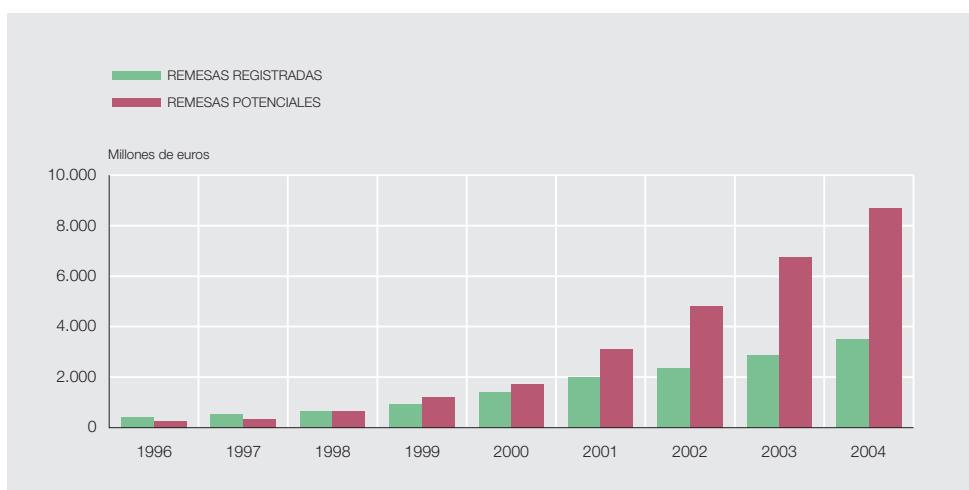
#### **Estimación de las remesas potenciales enviadas al exterior**

Con el objeto de cuantificar la infravaloración en los pagos de remesas de la Balanza de Pagos, en primer lugar, se estimó el flujo máximo de remesas que el colectivo de inmigrantes residentes en España podría enviar a su país de origen, como se describe en este epígrafe. A esta estimación en adelante se la denomina «remesas potenciales». Las remesas potenciales se definen como la renta de la que disponen los inmigrantes, una vez deducidos los gastos corrientes y las cotizaciones sociales<sup>18</sup>. Para el cálculo del total de las remesas potenciales se han tenido en cuenta, fundamentalmente, la evolución de la población extranjera en España<sup>19</sup> y sus características, utilizando como fuentes de información básica la Nueva Encuesta de Población Activa (EPA 2005), los datos de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares y los de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral. En el gráfico 5 se presenta, para el período 1996-2004, la evolución de los pagos de remesas de la Balanza de Pagos y la de las remesas potenciales estimadas. Como se puede observar, a excepción de los años 1996 y 1997, las remesas potenciales superan a los pagos. Además, esta diferencia aumenta progresivamente a lo largo de

**15.** Según Puri y Ritzema (1999), para algunos países asiáticos y africanos, y en relación con distintos períodos de la década de los ochenta y principios de los noventa, la canalización de remesas por cauces no formales supondría entre un 10% y un 55% del total de las enviadas. En un trabajo más reciente, Freund y Spatafora (2005), basándose en un modelo estimado para el período 1995-2003 y para un grupo de 104 países, estiman que las remesas enviadas por cauces informales representan entre un 35% y un 75% del total de remesas enviadas a países en desarrollo. Por otra parte, en consonancia con la evidencia mostrada por encuestas realizadas en algunos países en desarrollo, se observan diferencias importantes entre regiones en cuanto al porcentaje de remesas informales sobre remesas totales. En concreto, parece que la importancia de los envíos mediante cauces informales es mayor en el caso del África Subsahariana, Europa del Este y Asia Central, siendo menos importantes dichos envíos en el caso de América Latina y Caribe y Asia Oriental. **16.** Por ejemplo, en los pagos por Remesas de emigrantes podrían estar registrándose transacciones que deberían contabilizarse como Otras transferencias corrientes. Este podría ser el caso de las pensiones percibidas por jubilados españoles residentes en Latinoamérica procedentes de la Seguridad Social española. **17.** En principio, es de esperar que, mientras que el efecto de los envíos por remesadoras será más importante en el caso de inmigrantes de países con una mayor distancia geográfica respecto a España, el recurso a cauces no oficiales será más importante en el caso de inmigrantes de países más próximos geográficamente a España. **18.** Las líneas básicas del ejercicio de estimación de las remesas potenciales se encuentran recogidas en *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España, 2003*, del Banco de España. **19.** En este ejercicio de cálculo de la remesa potencial se consideró la población catalogada como extranjera en la EPA excluyendo la población con doble nacionalidad. Un problema con la categoría de doble nacionalidad es la ausencia de una desagregación por áreas geográficas. En otro ejercicio no incluido en el artículo se consideraron también los individuos con doble nacionalidad asignados por áreas de acuerdo con su distribución para el grupo de extranjeros. Los resultados de dicho ejercicio en cuanto a la tendencia de la remesa potencial fueron similares a los expuestos en este trabajo, con una remesa potencial estimada algo superior a la obtenida considerando solo el grupo de extranjeros.

## REMESAS REGISTRADAS Y REMESAS POTENCIALES

GRÁFICO 5



FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

## COMPARACIÓN DE LAS REMESAS POTENCIALES Y LAS REMESAS DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 5

	Millones de euros, %								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Potenciales EPA 2005	246	348	656	1.199	1.729	3.096	4.807	6.742	8.710
Potenciales Padrón	168	331	690	1.041	1.215	2.467	3.993	6.173	7.376
Potenciales Censo	-	-	-	-	-	2.913	-	-	-
Remesas BP	421	520	634	910	1.446	2.019	2.371	2.895	3.481
% infraestimación máxima de BP con respecto a:									
Potenciales EPA 2005	-0,7	-0,7	3,3	24,1	16,4	34,8	50,7	57,1	60,0
Potenciales Padrón	-0,6	-0,4	8,1	12,6	-19,0	18,1	40,6	53,1	52,8

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

los años coincidiendo con el aumento de la población inmigrante. En particular, para el año 2004, se obtiene una estimación de remesas potenciales de 8.710 millones de euros, frente a los 3.481 millones de euros de las remesas registradas en la Balanza de Pagos. Estos datos indicarían que el colectivo de inmigrantes, durante los años 2001 a 2004, en media, estaría transfiriendo a sus países de origen (dato reflejado en la Balanza de Pagos) el 49% del importe máximo (remesa potencial) que podría remitir. Este porcentaje se reduciría al 40% en 2004.

En el cuadro 5 se compara la estimación de las remesas potenciales obtenida a partir de la información ofrecida por la EPA con la que se deriva de la utilización de las cifras de población extranjera que ofrecen las fuentes de información alternativas anteriormente mencionadas (Censo, Padrón<sup>20</sup> y Efectivo de extranjeros de la DGP). Aunque las cifras de remesas potenciales obtenidas a partir del Padrón muestran la misma tendencia que las de la EPA, el nivel estimado de remesas potenciales para cada año es algo inferior<sup>21</sup>. Nótese que la remesa

<sup>20</sup> En el caso del Padrón, las cifras de población ocupada se obtendrían aplicando las tasas de actividad y de paro calculadas usando la nueva EPA. <sup>21</sup> La mayor remesa potencial obtenida usando los datos de población provenientes de la EPA en lugar de los del Padrón obedece al mayor cociente de población extranjera ocupada/población extranjera total obtenido usando la EPA en lugar del Padrón.

potencial estimada usando el Censo de 2001 arroja un valor más próximo a la remesa estimada con la EPA 2005 que a la remesa potencial estimada usando el Padrón.

Si bien el análisis de las remesas potenciales proporciona el importe máximo teórico que podrían alcanzar dichas operaciones, así como un indicio de la infravaloración de los pagos de la rúbrica de Remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos, este ejercicio no permite cuantificar el grado real de esta infravaloración. Para ello, sería necesario conocer la propensión a remitir de cada colectivo, información no disponible por el momento.

***Estimación de una ecuación para las remesas reales enviadas desde España***

Con el objetivo de obtener una medida precisa del grado de infraestimación se procedió a estimar un modelo econométrico de datos de panel para la variable remesas enviadas desde España a otros países sobre la base de las variables que según la literatura de remesas son sus principales determinantes [véase Banco Mundial (2005), Bougha-Hagbe (2004), Brown (1997), Chami, Fullenkamp y Jahjah (2003), El-Sakka y McNabb (1999), Solimano (2003) o Whaba (1991)]. Una diferencia importante de este ejercicio con los trabajos mencionados es que la variable dependiente no está definida en términos de los ingresos de remesas de los países receptores, sino en términos de las remesas enviadas desde el país emisor (en nuestro caso, España)<sup>22</sup>. El ejercicio tiene como primer objetivo establecer cuáles son los determinantes fundamentales de los envíos de remesas a los distintos países. El segundo objetivo es utilizar el modelo, elaborado con los datos del período 1993-2000, para llevar a cabo proyecciones de la cifra de remesas durante el período 2001-2004<sup>23</sup>. La ecuación básica que se considera está definida por<sup>24</sup>:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta' z_{it} + v_{it}, \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T \quad [1]$$

donde  $r_{it}$  denota el logaritmo de los pagos de remesas<sup>25</sup> registrados en la Balanza de Pagos de España en el año  $t$ , realizados por inmigrantes procedentes del país de contrapartida  $i$ ;  $\alpha_i$  es un efecto específico correspondiente al país  $i$ , y  $z_{it}$  es un vector de variables explicativas.

De cara a la selección de las variables explicativas del modelo, se han seguido las líneas básicas de la literatura de remesas que analiza los determinantes fundamentales para el envío de estas transferencias<sup>26</sup>. Un primer enfoque en esta literatura establece que las remesas enviadas por un inmigrante obedecen a un motivo altruista. De acuerdo con este enfoque, los envíos de remesas reflejan el interés del inmigrante por el bienestar de su familia en el país de origen. La motivación altruista se ha considerado como determinante de los envíos de remesas denominadas fijas (cantidad mínima que envía el inmigrante a su familia con el fin de satisfacer sus necesidades básicas). Como variables explicativas relacionadas con dicha motivación altruista, la literatura menciona la situación económica en el país de origen del

22. Una excepción sería el trabajo de Faini (1994), que analiza los determinantes de los pagos de remesas por distintos colectivos de inmigrantes residentes en Alemania. En la literatura de remesas la variable dependiente viene definida a menudo por la proporción de ingresos de remesas en el PIB de cada país. Siguiendo esta línea, en una especificación no incluida en el texto, se consideró como variable dependiente el porcentaje que representan los pagos de remesas desde España en el PIB de cada país. 23. La elección del período de estimación obedece tanto al hecho de que se produce la elevación del umbral mínimo de declaración en las operaciones de cobros y pagos exteriores (enero de 2001) y la consiguiente pérdida de información que de ella se deriva, como al hecho de que a partir de ese año se reduce la correlación entre los datos de Balanza de Pagos obtenidos a partir del procedimiento de cálculo habitual y los derivados de las características de la población inmigrante. 24. La ecuación estimada se puede deducir de una especificación para las remesas totales enviadas definida por: Remesas totales = Remesa media enviada por inmigrante \* Número de inmigrantes. Tomando logaritmos en dicha especificación y formulando un modelo para la remesa media por inmigrante en términos de variables explicativas y de efectos específicos de país, se obtiene la ecuación [1]. 25. Se consideran pagos de remesas en euros deflactados usando el Índice de Precios al Consumo (IPC) base 1992. 26. Otra rama importante de la literatura de remesas analiza los efectos que los envíos de remesas tienen sobre la economía del país receptor de las remesas. Destaca el papel desempeñado por estos fondos como complemento al ahorro nacional y como fuente de financiación externa.

inmigrante, el diferencial de renta entre el país de origen y el país de acogida, y variables demográficas, como el stock de población extranjera o el tiempo medio que lleva el inmigrante en el país de residencia. En relación con esta última variable, una de las predicciones del enfoque altruista es que las remesas enviadas al país de origen decrecerán a medida que se incremente el tiempo de estancia de los inmigrantes en su nuevo país de residencia y los vínculos con el país de origen se debiliten. En el modelo, para tratar de capturar el motivo altruista, se han considerado como variables explicativas el logaritmo del cociente del PIB per cápita de España y del país de origen (corregido por la paridad del poder de compra de cada moneda), la tasa de crecimiento del PIB en el país de origen del inmigrante y el tiempo medio de estancia en España, todo ello para inmigrantes de diferentes áreas geográficas<sup>27</sup>.

Un segundo enfoque de la literatura analiza los envíos de remesas desde la perspectiva de la familia [véase Lucas y Stark (1985)]. En este sentido, las remesas obedecen a un contrato implícito entre el inmigrante y la familia que permanece en el país de origen. El contrato puede tener una perspectiva intertemporal y presentar componentes de inversión y compensación. El componente de inversión se refiere al hecho de que la familia decide sufragar la educación del inmigrante y, en algunos casos, financiar el coste del cambio de residencia (costes de transporte y coste de subsistencia inicial en el país de destino). El componente de compensación está definido por los envíos de remesas que el inmigrante realiza una vez que se establece en el país de destino, como compensación por la inversión realizada previamente por su familia.

Una variante de la teoría del contrato implícito, descrito en el párrafo anterior, hace referencia al concepto de diversificación del riesgo. Bajo el supuesto de que el riesgo económico del país de origen y el del país de destino están negativamente correlacionados y suponiendo la existencia de mercados financieros incompletos y restricciones de liquidez en el país de origen del inmigrante, una estrategia de diversificación de riesgos para la familia consiste en promover la emigración de algún miembro de la familia. De acuerdo con este enfoque, el inmigrante puede financiar a la familia en períodos de crisis económica en el país de origen del inmigrante. De la misma forma, el hecho de que la familia permanezca en el país de origen constituye un seguro para el inmigrante en períodos de crisis económica en el país de destino. Esta motivación en el envío de remesas se recoge en la ecuación a través de las variables que reflejan tanto el enfoque altruista como el de inversión.

Finalmente, otro enfoque de la teoría de remesas establece que estas obedecen a un interés económico o de inversión del inmigrante (enfoque de cartera). En términos de este enfoque, el inmigrante ahorra y dedica una proporción del ahorro a invertir en el país de origen [véase Faini (1994), Glytsos (1988) o Straubhaar (1986)]. En esta decisión de inversión, el inmigrante tiene en cuenta el diferencial de tipos de interés y las expectativas acerca de movimientos futuros del tipo de cambio<sup>28</sup>. Como variables explicativas relacionadas con el motivo inversión se consideran el diferencial de tipos de interés entre el país de origen del inmigrante y España y el logaritmo del tipo de cambio de la moneda del país de origen frente al euro<sup>29</sup>. Con respecto al diferencial de tipos de interés, la teoría predice que las remesas enviadas serán mayores cuanto mayor sea el diferencial de tipos de interés entre los depósitos en la moneda del país de destino de los fondos y los depósitos en la moneda del país de acogida del inmigrante. Con respecto a la variable tipo de cambio, la predicción de la teoría es ambigua, dado que el

---

**27.** En el anexo B se incluye una descripción completa de las variables y las fuentes de datos utilizadas. **28.** El tipo de cambio es una variable también relacionada con el motivo altruista por su efecto sobre el poder de compra del receptor de la remesa expresada en la moneda del país en el que reside el inmigrante. **29.** Dadas las características de la población inmigrante en España cabe suponer que los envíos de fondos por motivo inversión se dirigen fundamentalmente a los respectivos países de origen.

efecto total de una depreciación de la moneda del país de origen del inmigrante es la suma de un efecto sustitución y de un efecto renta. Por un lado, se tiene un efecto sustitución negativo inducido por el hecho de que, con la depreciación, los bienes en el país de origen del inmigrante son más baratos, expresados en la moneda de su nuevo país de residencia, y, por tanto, necesita transferir menos renta para financiar la compra de una cantidad dada de bienes en el país de origen. Por otra parte, se tiene un efecto renta positivo derivado del hecho de que, con la depreciación, la capacidad adquisitiva del inmigrante, medida en la moneda de su país de origen, es mayor, y esto hace que la remesa enviada aumente. Finalmente, como variable explicativa se considera una variable de ciclo económico en el país de residencia del emigrante que viene definida por la tasa de crecimiento del PIB en España<sup>30</sup>.

Un hecho destacado de los resultados del ejercicio, en los diferentes modelos que se han estimado, en relación con las predicciones de la teoría de remesas, es que, mientras que las variables relacionadas con diferencias de renta entre países y las variables demográficas han resultado, en general, significativas en las estimaciones referidas a los países en vías de desarrollado, las variables financieras relacionadas con el motivo inversión han resultado muy poco o nada significativas para dichos países, aunque, en ocasiones, sí lo han sido en las estimaciones obtenidas para los países desarrollados.

La estimación se ha realizado de forma separada para tres grupos de países: a) países de América Latina, África y Asia; b) países de Europa del Este, y c) países de la UE y Estados Unidos<sup>31</sup>. La selección de países cubre una proporción importante del total de los pagos por remesas desde España, durante el período considerado<sup>32</sup>. La estimación separada por grupos de países obedece al hecho de que las motivaciones para el envío de remesas pueden diferir entre inmigrantes de distintas áreas geográficas. En particular, teniendo en cuenta las diferencias de renta entre España y algunos países de América Latina, África y Asia, se puede pensar que la motivación altruista y contractual será importante a la hora de explicar las remesas enviadas por inmigrantes de dichos países. Por el contrario, cabe pensar que, en el caso de extranjeros procedentes de países de la zona de la UE y Estados Unidos, la motivación de inversión puede ser más importante en el envío de remesas que la motivación altruista.

A continuación, se describen de forma resumida los resultados fundamentales de la estimación de distintas especificaciones de la ecuación de remesas de inmigrantes (modelo 1, modelo 2, modelo 3 y modelo 4).

El siguiente cuadro muestra dos estimaciones alternativas de la ecuación de remesas para el grupo de países de América Latina, África y Asia correspondientes al período 1993-2000 (modelo 1). Como ya se ha indicado anteriormente, el período considerado para estimar el modelo no se extiende más allá de 2000 por dos razones. La primera es la elevación del um-

---

**30.** Otras variables consideradas en las estimaciones son la tasa de inflación en el país de origen del inmigrante, la tasa de participación femenina en el país de origen, el tipo de cambio real moneda local/euro y un índice de libertad política. Mientras que las primeras resultaron poco significativas, el índice de libertad política sí que resultaba significativo y con signo negativo, aunque su resultado difiere del que cabría esperar. Todo apunta a que la variable considerada no está capturando adecuadamente el fenómeno que se pretende recoger. Por esta razón, y teniendo en cuenta que los resultados predictivos del modelo no cambian en gran medida al incluir dicha variable, se prefiere exponer los resultados de la estimación sin incluirla y realizar un análisis más detallado de la cuestión en el futuro. **31.** América Latina (Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador, Brasil, México, Perú, República Dominicana y Venezuela), África y Asia (Marruecos y Filipinas), Estados Unidos, Unión Europea 15 (Alemania, Portugal, Reino Unido y Francia) y Europa del Este (Rumanía, Polonia, Bulgaria y Rusia). **32.** En concreto, los pagos por remesas registrados en la Balanza de Pagos, los que tienen como destino los países considerados en la estimación, representan un 73,9% de los pagos en 1993 y un 95% en 2004. En cuanto al porcentaje que representa la población de estos países en el *stock* de población extranjera total, usando datos del Padrón, cabe destacar que la población de estos países representaba un 61,4% de la población total en 2003 y un 74,4% en 2004.

VARIABLE	MCO	t-ratio	MCO con efecto país	t-ratio
Istock	0,548	4,52	1,594	9,18
Iratiopib	1,058	3,15	-	-
pibesp	0,161	2,64	0,136	2,73
pibext	-0,017	-0,66	-0,033	-1,49
estancia	-0,724	-3,15	-	-
difint	0,000	-0,14	-	-
tipcam	0,021	0,47	-0,611	-3,44
R <sup>2</sup>	0,687		0,994	

FUENTE: Banco de España.

a. La cuarta columna recoge estimaciones MCO con efectos de país (variables artificiales 0-1 para cada país) interaccionadas con la variable logaritmo del stock de población. La variable dependiente es el logaritmo de los pagos de remesas reales. La variable Istock denota el logaritmo del stock de población extranjera; la variable Iratiopib denota el logaritmo del cociente del PIB per cápita de España y el país de origen del inmigrante (con ajuste PPP); las variables pibesp y pibext denotan las tasas de crecimiento del PIB real en España y en el país de origen del inmigrante. La variable estancia es el tiempo de estancia media en el país de destino del inmigrante. La variable difint es el diferencial de tipos de interés nominales entre el país de origen y España, y tipcam denota el logaritmo del tipo de cambio moneda del país de origen /euro. La variable Istock en la segunda columna se refiere a la interacción entre el stock de población extranjera y una variable artificial 0-1 para Ecuador.

bral mínimo de declaración de transacciones individuales en 2001, y la segunda, la menor correlación entre los datos de pagos de remesas de Balanza de Pagos obtenidos con el procedimiento habitual y las características de la población inmigrante en España a partir de dicho año. La segunda columna recoge estimaciones de mínimos cuadrados ordinarios de la ecuación de remesas (MCO) incluyendo las principales variables explicativas de las remesas mencionadas con anterioridad.

En general, las estimaciones MCO presentan los signos esperados con un mayor nivel de significación de las variables relacionadas con el motivo altruista. Las remesas enviadas a otros países dependen positivamente del logaritmo del stock de población extranjera (Istock), de la diferencia de PIB per cápita entre España y el país de origen del inmigrante (Iratiopib), y de la tasa de crecimiento del PIB en España (pibesp), aunque esta última con menor nivel de significación. Sin embargo, existe una dependencia negativa respecto del tiempo medio de estancia del inmigrante (estancia). Las variables explicativas relacionadas con el envío de remesas por motivo inversión no resultan estadísticamente significativas.

Un problema que puede afectar a la estimación MCO es que supone que no existe heterogeneidad entre países, ni en la media de la ecuación, ni en el efecto de determinadas variables explicativas sobre las remesas enviadas. Por ejemplo, se supone que el efecto marginal de un aumento en el número de inmigrantes de una determinada nacionalidad sobre las remesas enviadas es el mismo con independencia de la nacionalidad de la que se trate. En la práctica, es de esperar que dichos efectos cambien de forma importante entre nacionalidades, debido, por ejemplo, a diferencias de capital humano entre los inmigrantes que llegan a España. Para controlar por este hecho, se ha considerado una especificación alternativa que introduce interacciones entre el logaritmo del stock de población extranjera y variables artificiales 0-1 para cada país considerado en la estimación<sup>33</sup>. En la cuarta columna del cuadro 6 se muestran los resultados

33. Para un tratamiento de la estimación de los modelos de datos de panel con efectos fijos, véanse los trabajos de Arellano (2003) y Hausman y Taylor (1981).

de dicha estimación<sup>34</sup>. Se observa que el poder explicativo de la ecuación (medido por el coeficiente  $R^2$  del modelo) se incrementa mediante la inclusión de las interacciones mencionadas. Las remesas enviadas dependen positivamente del *stock* de población extranjera, de la tasa de crecimiento del PIB en España y, negativamente, del tipo de cambio moneda local/euro. Además, la tasa de crecimiento del PIB en el país de origen del inmigrante<sup>35</sup>, que antes no era significativa, ahora lo es marginalmente. El signo negativo de dicha variable sugiere que las remesas enviadas aumentan cuando la tasa de crecimiento del país extranjero es menor. Por último, los coeficientes correspondientes a las interacciones de la variable población con los efectos de país muestran una cierta heterogeneidad entre países<sup>36</sup>.

Siguiendo la misma línea, se ha llevado a cabo una estimación (modelos 2 y 3 incluidos en el anexo D) de la ecuación de remesas para el grupo de países de la zona de la UE y Estados Unidos, y para el grupo de países de Europa del Este. En estas áreas, algunas de las variables pierden su nivel de significatividad. En el caso de los países de la UE y Estados Unidos existe una relación positiva entre las remesas enviadas y el diferencial de tipos de interés entre el país de origen y España. Este efecto podría sugerir un motivo inversión en el envío de remesas. En el caso de la estimación para países de Europa del Este, existe una relación positiva entre las remesas enviadas y otras dos variables, el *stock* de población extranjera y el diferencial de tipos de interés, mientras que las variables que aproximan el efecto altruista no solo no resultaron significativas, sino que, en ocasiones, tienen un signo contrario al que predice la teoría. Detrás de este resultado podría encontrarse un mayor recurso a cauces no oficiales de envío de remesas que en otros países, facilitado por la mayor proximidad geográfica.

En el gráfico 6 se compara la cifra de remesas nominales de la Balanza de Pagos para el conjunto de los tres grupos de países considerados, con el ajuste (para el período 1993-2000) y la proyección (para el período 2001-2004) de los pagos de remesas que se obtienen usando los diferentes modelos estimados por áreas. Los modelos que finalmente han parecido más adecuados para obtener las proyecciones son los que incluyen interacciones de efectos de país y de la variable de población, ya que logran un mejor ajuste de la ecuación de remesas en el período de estimación. En términos de la proyección del modelo para el período 2001-2004, resulta una infraestimación media de los pagos de alrededor del 10% para dicho período.

Es importante destacar que los coeficientes estimados para las variables explicativas del modelo anterior podrían estar afectados por el hecho de que una parte importante de las remesas se canaliza a través de remesadoras, cuyos centros de liquidación son residentes en Estados Unidos. Este flujo de remesas, como se ha comentado en la tercera sección, se asignaba a Estados Unidos como país de contrapartida, aunque su destino final fueran otros países, resultando una cifra de pagos registrados frente a Estados Unidos muy su-

---

**34.** En el cuadro 6 solo se muestra la especificación final con las variables significativas y que será usada posteriormente en el ejercicio de predicción. En la práctica, también se consideraron otras especificaciones alternativas. Una primera especificación incluía variables artificiales 0-1 para cada país entrando en la ecuación de remesas aunque el ajuste del modelo era inferior. Una segunda especificación incluía un retardo de la variable dependiente en el modelo. El retardo resultaba significativo capturando parte del efecto del *stock* de población extranjera, que también era una variable significativa. Las predicciones de dicha especificación no variaban de forma apreciable respecto de la finalmente considerada.

**35.** En algunos estudios se menciona la posibilidad de que la tasa de crecimiento del PIB en el país de origen del inmigrante sea una variable endógena. Un contraste de exogeneidad de Hausman, que compara la estimación realizada con una estimación de variables instrumentales (usando un retardo de la tasa de crecimiento del PIB como instrumento), no rechaza la hipótesis de exogeneidad de dicha variable. En concreto, el valor del test estadístico es 1,09 para una *J*-cuadrado con 14 grados de libertad.

**36.** En particular, los países con mayor coeficiente para la variable logaritmo del *stock* de población (mayor elasticidad de las remesas enviadas respecto al *stock* de población extranjera) son México (1,094), Filipinas (1,178), Colombia (1,327) y Ecuador (1,594), mientras que los que presentan un coeficiente más pequeño (menor elasticidad de las remesas enviadas respecto al *stock* de población extranjera) son Marruecos (0,874), Argentina (0,783) y Bolivia (0,778).

## AJUSTE Y PROYECCIÓN DE LOS MODELOS 1-3

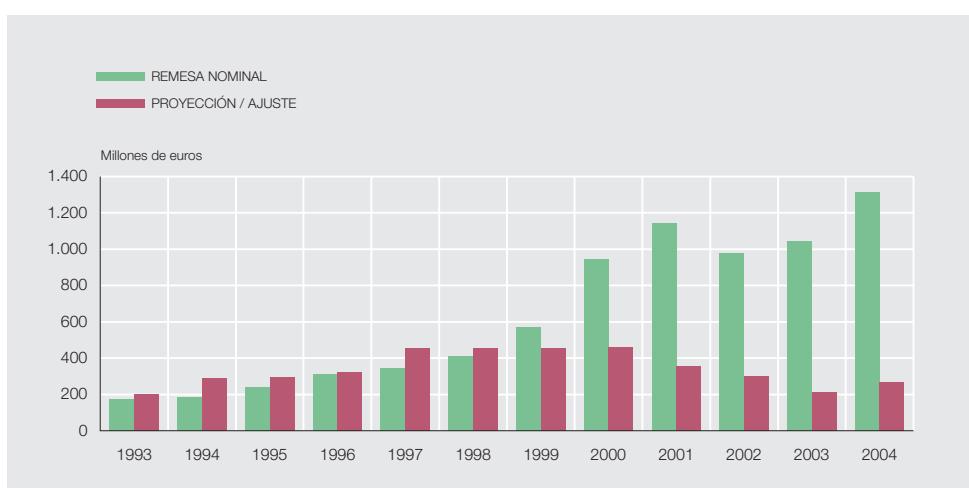
GRÁFICO 6



FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

## AJUSTE Y PROYECCIÓN DEL MODELO 2

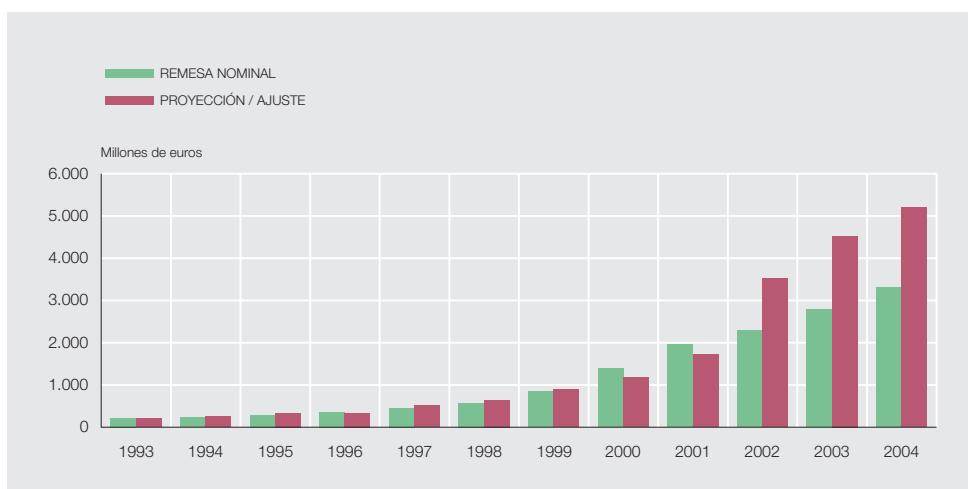
GRÁFICO 7



FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

terior a la predicción del modelo, formulado en función de sus determinantes demográficos, económicos y financieros. Este punto aparece claramente reflejado en el gráfico 7, en el que se comparan las remesas registradas y la proyección de remesas del modelo 2 correspondiente a países de la UE y a Estados Unidos. Como se puede observar, el resultado fundamental es que las variables determinantes de las remesas en los países desarrollados predicen una evolución muy inferior de las remesas procedentes de España en el período 2001-2004.

Con el fin de controlar los efectos que la posible sobrevaloración de los envíos registrados en la Balanza de Pagos con destino a Estados Unidos pueda estar introduciendo en la estimación, se ha llevado a cabo un ejercicio de estimación alternativo. Dadas las características del colectivo de inmigrantes procedentes de Estados Unidos y sus motivaciones para el envío de remesas, se ha considerado como hipótesis razonable que los pagos de remesas a Estados Unidos deberían haber seguido una evolución similar a la de los pagos de remesas reali-



FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

zados por residentes procedentes de países de la UE<sup>37</sup>. De esta manera, se ha considerado que los pagos de remesas con destino final a Estados Unidos crecieron, desde 1993, a una tasa similar a la de los pagos de remesas con destino final en países de la UE. La diferencia entre los pagos de remesas a Estados Unidos registrados en la Balanza de Pagos y los pagos calculados de acuerdo con dicho criterio se ha reasignado entre los países con mayor peso en términos de los envíos realizados a través de entidades remesadoras<sup>38</sup>. Una vez que se ha llevado a cabo la reasignación, se han vuelto a estimar los modelos para los diferentes grupos de países y se han calculado las proyecciones para el período 2001-2004 (modelo 4)<sup>39</sup>. La comparación del ajuste/proyección del modelo y la remesa total registrada en la Balanza de Pagos aparece en el siguiente gráfico (véase gráfico 8).

Una primera conclusión que se puede extraer de la estimación de los modelos con reasignación de la cifra de remesas enviadas a Estados Unidos es que su ajuste, en el período de estimación 1993-2000, mejora con respecto al ajuste de los modelos sin reasignación<sup>40</sup>. Por otra parte, las proyecciones de los pagos de remesas sugieren la existencia de una infraestimación media del 25% en la cifra registrada de pagos para el período 2001-2004. Por tanto, la infraestimación obtenida para el modelo con reasignación de la cifra de pagos hacia Estados Unidos, en el período 2002-2004, es superior a la del modelo sin reasignación. De cara a comparar estadísticamente las proyecciones que resultan de estimar los modelos con reasignación de la cifra de pagos de Estados Unidos y sin reasignación, en el cuadro 7 se muestran los intervalos de confianza al 95% para las proyecciones obtenidas con ambos modelos.

Como puede observarse en el cuadro, las proyecciones obtenidas de los modelos sin reasignación de la cifra de pagos de Estados Unidos son inferiores a las proyecciones del modelo

**37.** Otra hipótesis alternativa llevada a cabo consistió en aplicar las tasas de crecimiento del *stock* de población extranjera de Estados Unidos a la evolución de las remesas. Los resultados apuntarían a una infraestimación media algo superior en el total de pagos para el período 2001-2004 (un 31%, aproximadamente). **38.** Para ello se tiene en cuenta el porcentaje que cada país representa en las transferencias realizadas a través de remesadoras en el período 2002-2003. **39.** Estimaciones para dicho modelo correspondientes al grupo de países de América Latina, África y Asia incluidas en el cuadro D.3 del anexo D. **40.** Como medida de ajuste, se puede comparar la media de las diferencias al cuadrado entre los valores de la remesa ajustada y la remesa registrada usando los modelos estimados para el período 1993-2000. El valor de dicho estadístico para la estimación de los modelos sin reasignación de la cifra de pagos a Estados Unidos es 15.076, mientras que el valor del estadístico para la estimación de los modelos con reasignación de la cifra de pagos a Estados Unidos es 4.272.

	Modelos sin reasignación cifra de EEUU			Modelos con reasignación cifra de EEUU		
	Valor inferior	Valor central	Valor superior	Valor inferior	Valor central	Valor superior
2001	1.616,1	1.943,7	2.271,4	1.518,1	1.763,8	1.935,6
2002	1.949,2	2.578,0	3.206,8	2.829,3	3.512,2	4.197,1
2003	2.290,5	3.234,4	4.178,3	3.505,2	4.519,3	5.533,4
2004	2.819,8	3.961,1	5.102,4	3.965,5	5.196,2	6.426,8

FUENTE: Banco de España.

con reasignación. No obstante, en todos los años, una parte importante de los valores en los intervalos estimados en el primer caso está contenida dentro de los intervalos de confianza definidos para el modelo con reasignación<sup>41</sup>.

En resumen, el modelo econométrico 4, en el que se reasigna un porcentaje elevado de las remesas enviadas desde España a Estados Unidos según la Balanza de Pagos a sus destinos finales, de acuerdo con la información proporcionada por los Establecimientos de Cambio de Moneda y con la evolución de la remesas enviadas por el colectivo de inmigrantes procedentes de la UE, con características similares a los inmigrantes con Estados Unidos como país de origen, es el que mejor ajuste ofrece en el período de estimación 1993-2000. Las proyecciones obtenidas con este modelo para los pagos de remesas enviados desde España para los años del período 2001-2004 apuntan una infravaloración de los datos de la Balanza de Pagos de España, antes de su revisión, cercana al 25%.

### Conclusiones

La magnitud de las entradas de inmigrantes en España durante los últimos años y la evidencia de que este fenómeno no se estaba reflejando con toda su intensidad en los datos de la Balanza de Pagos han hecho necesario determinar los posibles sesgos en las cifras que se venían incluyendo en dicha estadística, utilizando métodos distintos del sistema de información que se venía utilizando para calcularlas.

En este artículo se han descrito las limitaciones que presentaban las estimaciones de los datos sobre Remesas de emigrantes de la Balanza de Pagos española cuando se estimaban utilizando, exclusivamente, la información de las declaraciones de cobros y pagos efectuadas a través de las Entidades de Crédito. La evolución de las remesas en España, según los datos de Balanza de Pagos, y la de sus principales determinantes ponían de manifiesto una cierta sobrevaloración en los ingresos y una posible infravaloración en los pagos. La notable evolución de las entradas de inmigrantes a España durante los años más recientes ha aconsejado centrar prioritariamente los trabajos en los pagos de la rúbrica.

41. Como alternativa a la reasignación de la cifra de pagos de remesas a Estados Unidos en la Balanza de Pagos, también se consideró la posibilidad de incluir como variables explicativas en la ecuación de remesas enviadas a Estados Unidos el *stock* de población extranjera de países que usan remesadoras, la tasa de crecimiento media del PIB a dichos países y variables relativas a Estados Unidos. Como resultado de la estimación se identificó una relación positiva entre las remesas enviadas a Estados Unidos y el *stock* de población extranjera de los países que envían remesas a través de dicho país, con escaso nivel de significación del resto de variables explicativas asociadas a dichos países. El modelo así estimado sugiere la existencia de una infraestimación media cercana al 29% para el período 2001-2004. Sin embargo, la proyección de la cifra de remesas enviadas a través de Estados Unidos para dicho período (y la proyección de remesas enviadas total) estará sesgada al alza si el efecto del *stock* de población extranjera de los países considerados decrece en el tiempo a medida que aumenta el proceso de integración de dicho colectivo de inmigrantes.

Por ello, se ha realizado una estimación, tanto de las remesas máximas que el colectivo de inmigrantes residentes en España podría enviar a sus países de origen, denominadas remesas potenciales, como de las remesas realmente enviadas, teniendo en cuenta las variables que, según la literatura sobre remesas, determinan estos flujos. Para ello, se ha estimado un modelo econométrico con datos de panel, considerando diferentes áreas geográficas, con el objetivo de tener en cuenta las diferentes características de los colectivos de inmigrantes. Este ejercicio dio como resultado una infraestimación media de los pagos de remesas para el período 2001-2004, en torno al 25%. Este resultado es coherente con el que se obtiene de la comparación de los datos de la Balanza de Pagos de España con otras fuentes disponibles (datos de envíos mediante remesadoras, datos de pagos de los países de contrapartida, etc), de los que se dedujo una infraestimación cercana al 20%.

Sobre la base de los resultados del ejercicio descrito en este artículo, coincidiendo con la revisión anual de los datos de la Balanza de Pagos de España que, como cada año, se realizó en abril de 2006 al publicar los primeros datos de enero del año en curso, se han revisado los datos de pagos de la rúbrica de Remesas de emigrantes. Esta revisión, además de a los datos del año 2005, que se cerraban por primera vez, ha afectado a los correspondientes al período comprendido entre los años 2001 y 2004. Esta revisión se ha traducido en un incremento de los pagos de alrededor del 20% con respecto a las cifras anteriores. Adicionalmente, se ha mejorado la asignación de estos pagos a sus países de destino, utilizando la información proporcionada al Departamento de Información Financiera y Central de Riesgos por los Establecimientos de Cambio de Moneda (remesadoras), que refleja de forma más adecuada la distribución geográfica de esta variable. El Departamento de Balanza de Pagos sigue trabajando en un ejercicio similar para los ingresos de remesas que arroje evidencia sobre su posible sobrevaloración.

14.7.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARELLANO, M. (2003). *Panel Data Econometrics*, Oxford University Press.
- BANCO DE ESPAÑA (2003). *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España, 2003*, Departamento de Balanza de Pagos.
- (2005). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril.
- BANCO MUNDIAL (2005). «Remittances, Developments Impact and Future Prospects», Munzele y Ratha (eds.).
- BOUGHA-HAGBE, J. (2004). *A Theory of Worker's Remittances with an Application to Morocco*, IMF Working Paper 04, 194.
- BRITTON, T., A. HARRISON y A. SWANSON (2004). «Working abroad, the benefits flowing from nationals working in other economies», *Report of the OECD Round Table on Sustainable Development*.
- BROWN, R. (1997). «Estimating Remittances Functions for Pacific Islands Migrants», *World Development*, vol. 25, 4, pp. 613-626.
- CHAMI, R., C. FULLENKAMP y S. JAHJAH (2003). *Are Immigrant Remittances Flows a Source of Capital for Development?*, IMF Working Paper, 03, 189.
- CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORRO (2002). *Estudio sobre las remesas enviadas por los emigrantes latinoamericanos residentes en España a sus países de origen*.
- EL-SAKKA, M., y R. MCNABB (1999). «The Macroeconomic Determinants of Emigrant Remittances», *World Development*, 27, pp. 1493-1502.
- FAINI, R. (1994). «Workers remittances and the real exchange rate, a quantitative framework», *Journal of Population Economics*, 7, pp. 235-245.
- FMI (2005). «Two Current Issues Facing Developing Countries», *World Economic Outlook*, capítulo 2, pp. 69-107.
- FREUND, C., y N. SPATAFORA (2005). *Remittances: Transaction Costs, Determinants, and the Informal Flows*, World Bank, Policy Research Working Paper, 3704.
- GLYTOS, N. (1988). «Remittances in Temporary Migration: A Theoretical Model and its Testing with the Greek Experience», *Weltwirtschaftliches Archiv*, 124, pp. 524-548.
- HAUSMAN, J., y W. E. TAYLOR (1981). «Panel Data and Unobservable Individual Effects», *Econometrica*, 49, pp. 1377-1398.
- LUCAS, R., y O. STARK (1985). «Motivations to Remit: Evidence from Botswana», *Journal of Political Economy*, 93, pp. 901-918.
- OCDE (2005). *Factbook, Economic, Environmental and Social Sciences*.
- OROZCO, M. (2003). *Worker Remittances in an International Scope*, IAD Research Series, marzo, Washington: Inter-American Dialogue.
- PURI, S., y T. RITZEMA (1999). *Migrant Worker Remittances, Micro-Finance, and the Informal Economy: Prospects and Issues*, ILO Working Paper, 21.

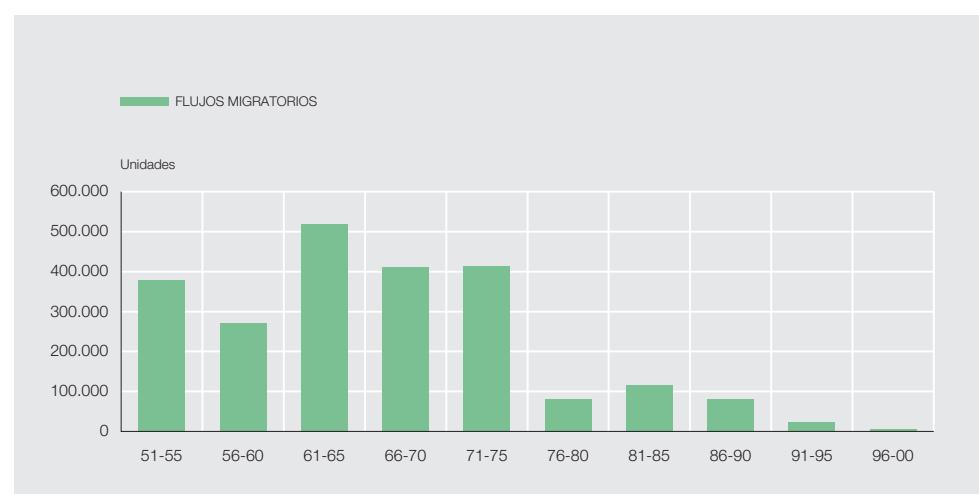
- SOLIMANO, A. (2003). «Workers Remittances to the Andean Region: Mechanisms, Costs and Development Impact», Documento preparado para la Conferencia sobre Remesas y Desarrollo (Multilateral Investment Fund-IDB).
- STRAUBhaar, T. (1986). «The Determinants of Workers' Remittances: The Case of Turkey», *Weltwirtschaftliches Archiv*, 122, pp. 728-740.
- WAHBA, S. (1991). «What Determines Workers's Remittances», *Finances and Development*, 28, 4, pp. 41-44.

## ANEJO A

### Indicadores alternativos de la evolución de los pagos de remesas

## FLUJOS MIGRATORIOS DE ESPAÑOLES AL EXTERIOR

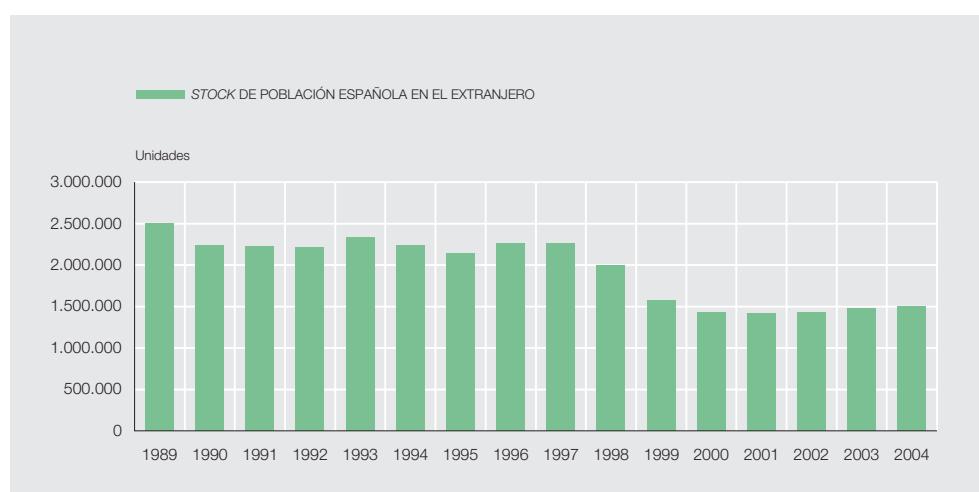
GRÁFICO A.1



FUENTE: Anuario de Migraciones, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

## STOCK DE POBLACIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTRANJERO

GRÁFICO A.2



FUENTE: Registro de Matrícula de Residentes de los Consulados españoles.

ESTIMACIÓN DE LOS PAGOS DE REMESAS DE ESPAÑA EN 2001 (a)

CUADRO A.1

Millones de euros		
País	Estimación de pagos	Pagos registrados
Total	2.219,4	1.891,7
Colombia	407,9	191,6
Ecuador	598,2	480,7
Marruecos	730,9	9,8
Rumanía	120,0	0,3
República Dominicana	108,9	17,0
Brasil	73,8	17,1
Bolivia	17,3	12,6
Perú	97,7	44,0
Argentina	55,8	2,0
Estados Unidos	7,8	1.092,1
Filipinas	1,1	24,5

FUENTES: FMI y OCDE, Database on Foreign Born and Expatriates, 2005.

a. Para calcular la estimación de los pagos se lleva a cabo una imputación de los ingresos de la rúbrica de Remesas de emigrantes de las Balanzas de Pagos de los principales países receptores de los fondos enviados desde España, usando la proporción de emigrantes mayores de 15 años residentes en España en relación con el total de residentes en países de la OCDE. En este ejercicio de estimación se ha supuesto que todos los inmigrantes que envían remesas a su país de origen lo hacen en una cuantía similar con independencia del país en el que residen en la actualidad. Es decir, en media, un inmigrante ecuatoriano envía a Ecuador la misma cantidad con independencia de que resida y trabaje en Alemania o en España. Por otro lado, no hay que olvidar que los diferentes métodos de estimación y fuentes de información utilizados por los distintos países reducen la comparabilidad de los flujos bilaterales.

DESGLOSE GEOGRÁFICO DE TRANSFERENCIAS EN 2003:

CUADRO A.2

INFORMACIÓN DE BALANZA DE PAGOS Y DE REMESADORAS (a)

Millones de euros, %	Remesadoras	BP	% remesadoras	% BP
% s/total mundial	-	-	77,0	94,5
Argentina	42,4	4,0	1,5	0,1
Bolivia	84,1	83,5	3,0	2,9
Brasil	93,6	3,2	3,3	0,1
Colombia	711,6	757,4	25,2	26,2
Ecuador	707,7	650,2	25,1	22,5
Perú	60,5	81,9	2,2	2,8
Rep. Dominicana	133,0	62,8	4,7	2,2
Filipinas	33,5	32,2	1,2	1,1
Marruecos	145,5	58,0	5,2	2,0
EEUU	15,5	993,9	0,6	34,3
Rumanía	135,7	5,3	4,8	0,2
Bulgaria	10,8	1,4	0,4	0,1

FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

a. Cifra absoluta por países (millones de euros) y porcentaje sobre total mundial.

<b>ANEJO B</b>	En este anexo se describen las variables usadas en la estimación y las fuentes de datos de las que proceden.
<b>Descripción de las variables del modelo econométrico</b>	
	Los pagos de remesas nominales a los países de contrapartida se obtienen de la Balanza de Pagos de España para el período 1993-2004.
	El Índice de Precios al Consumo base 1992 empleado para deflactar la variable de pagos de remesas nominales se obtiene del Instituto Nacional de Estadística.
	Los datos del PIB per cápita PPP en dólares para España y el resto de países se obtienen de la base de datos del IMF World Economic Outlook de septiembre de 2004.
	La tasa de crecimiento del PIB español y del PIB del resto de países a precios constantes se obtiene de la base de datos del IMF World Economic Outlook de septiembre de 2004. En concreto para España, la variable se define como la tasa de crecimiento del PIB a precios constantes de 1995.
	Los tipos de cambio del euro y las monedas del resto de países de contrapartida con respecto al dólar se obtienen de la base de datos IFS (Internacional Financial Statistics). La variable está definida como media anual de tipos de cambio para cada año del período considerado.
	El diferencial de tipos de interés se obtiene como diferencial de tipos de corto plazo o de depósitos obtenido de la base de datos IFS.
	La variable de población inmigrante en España se obtiene combinando los datos del Padrón y del efectivo de extranjeros en España de la Dirección General de Policía (DGP). Para el período 1993-1995, los datos proceden del efectivo DGP. Los datos de los años 1996 y 1998 se obtienen como medias de los datos del Padrón y del efectivo DGP. Para el año 1997, se aplica la tasa de crecimiento de la DGP 97/98 a la cifra calculada para 1998. Para el período 1999-2002, se usan los datos del Padrón. Hay países para los que los datos del Padrón no están disponibles hasta el año 2001 (Ecuador, Colombia y República Dominicana). En este caso, se construye una cifra de población proyectando hacia atrás la cifra de población del Padrón 2001, usando las tasas de crecimiento de la cifra del efectivo DGP.
	La variable de estancia media en España de los distintos grupos de inmigrantes se construye para distintas áreas geográficas usando la información de la Encuesta de Población Activa 2005.
<b>ANEJO C</b>	
<b>Modelo 1 con variable dependiente definida como Remesas por inmigrante</b>	Estimación del modelo con variable dependiente definida como el logaritmo de los pagos de remesas por inmigrante. En el siguiente cuadro se muestran los resultados de la estimación de un modelo con efectos de país en niveles para el grupo de países de América Latina, África y Asia (modelo 1) incluyendo las variables más significativas y los coeficientes correspondientes a los efectos de país en niveles.
	El resultado de la estimación muestra que la remesa por inmigrante depende positivamente del crecimiento del PIB en España y negativamente de la estancia media en España. La variable PIB en el extranjero tiene el signo esperado pero no es significativa.
	En el siguiente gráfico se compara la remesa registrada para el modelo 1 con la predicción del modelo cuando se lleva cabo la reasignación de la remesa de Estados Unidos. En todos los

ESTIMACIÓN MODELO 1. VARIABLE DEPENDIENTE: LOGARITMO  
DE LOS PAGOS DE REMESAS POR INMIGRANTE, PERÍODO 1993-2000

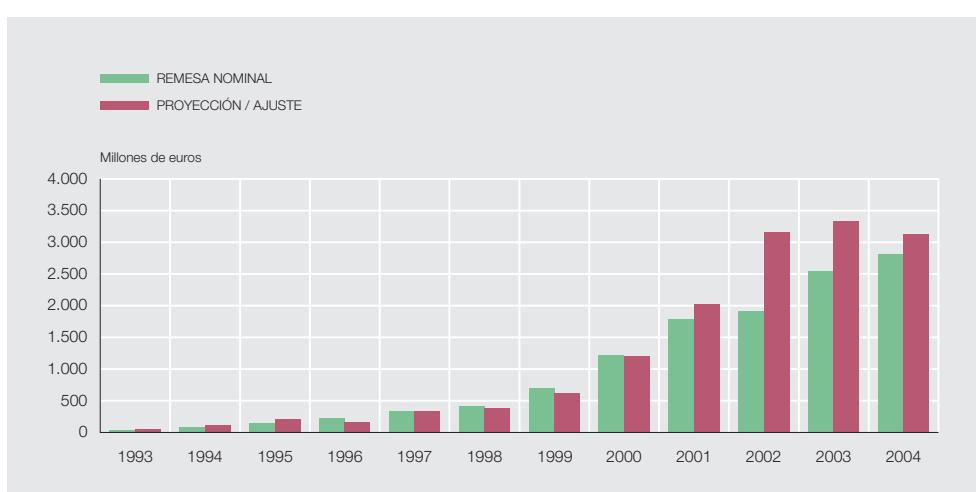
CUADRO C.1

VARIABLE	MCO efectos en niveles	t-ratio
pibesp	0,276	6,35
pibext	-0,028	-1,33
estancia	-0,485	-2,14
Bolivia	-1,260	-1,30
Argentina	1,092	1,13
Ecuador	1,922	1,99
Filipinas	2,095	1,81
Marruecos	1,221	1,05
Brasil	1,310	1,35
México	1,102	1,14
Perú	0,772	0,80
Colombia	1,290	1,33
Venezuela	0,476	0,49
República Dominicana	1,672	1,72
R2	0,717	

FUENTE: Banco de España.

AJUSTE Y PROYECCIÓN DEL MODELO 1

GRÁFICO C.1



FUENTE: Banco de España. Datos previos a la revisión de las cifras de remesas efectuada en abril de 2006.

casos se considera como variable dependiente el logaritmo de la remesa por inmigrante y efectos específicos de país incluidos en la media de las ecuaciones estimadas.

La comparación de la remesa registrada y la remesa predicha usando el modelo con reasignación para el período 2001-2004 revela una infraestimación media de aproximadamente un 21%.

**ANEJO D**  
**Resultados de la**  
**estimación de los modelos**  
**2, 3 y 4**

En este anexo, se incluyen los cuadros con estimaciones correspondientes al modelo 2 (Estados Unidos y países de la zona de la UE), modelo 3 (países de Europa del Este) y modelo 4 (modelo con reasignación de los pagos de remesas a Estados Unidos).

### ESTIMACIÓN MODELO 2, PERÍODO 1993-2000 (a)

CUADRO D.1

VARIABLE	MCO	t-ratio	MCO con efectos país	t-ratio
Istock	-2,319	-5,83	-0,765	-2,52
pibesp	0,272	2,37	-	
difcam	-3,834	-2,63	-	
difint	-1,640	-2,41	0,080	3,17
R2	0,586		0,999	

FUENTE: Banco de España.

a. Estimación MCO con efectos país denota estimación MCO con efectos individuales de país incluidos en niveles para los países EEUU, Alemania, Portugal, Italia y Reino Unido.

### ESTIMACIÓN MODELO 3, PERÍODO 1993-2000 (a)

CUADRO D.2

VARIABLE	MCO	t-ratio	MCO con efectos país	t-ratio
Istock	0,406	1,56	0,431	9,23
Iratiopib	-3,541	-3,42	-	
difint	0,011	2,21	0,007	1,61
tipcam	0,091	1,54	-	
R2	0,846		0,982	

FUENTE: Banco de España.

a. Estimación MCO con efectos país denota estimación MCO con efectos individuales de país interaccionados con población para los países Rumanía, Bulgaria, Polonia y Rusia. El coeficiente de la variable Istock corresponde a la interacción de la población con la variable (0-1) para Rusia.

### ESTIMACIÓN MODELO 4 PARA EL GRUPO DE PAÍSES DE AMÉRICA LATINA, ÁFRICA Y ASIA. PERÍODO 1993-2000 (a)

CUADRO D.3

VARIABLE	MCO	t-ratio	MCO con efectos país	t-ratio
Istock	1,009	9,62	1,496	9,31
Iratiopib	0,365	1,26	-	-
pibesp	0,267	5,07	0,302	6,55
pibext	-0,010	-0,45	-0,029	-1,40
estancia	-0,318	-1,60	-	-
difint	0,000	0,00	-	-
tipcam	0,021	0,52	-0,514	-3,13
R2	0,785		0,996	

FUENTE: Banco de España.

a. La cuarta columna recoge estimaciones MCO con efectos de país (variables artificiales 0-1 para cada país) interaccionadas con la variable logaritmo del stock de población. La variable dependiente es el logaritmo de los pagos de remesas reales una vez que se lleva a cabo la reasignación de los pagos de remesas a Estados Unidos. La variable Istock denota el logaritmo del stock de población extranjera; la variable Iratiopib denota el logaritmo del cociente del PIB per cápita de España y el país de origen del inmigrante (con ajuste PPP), y las variables pibesp y pibext denotan las tasas de crecimiento del PIB real en España y en el país de origen del inmigrante. La variable estancia es el tiempo de estancia media en el país de destino del inmigrante. La variable difint es el diferencial de tipos de interés nominales entre el país de origen y España, y tipcam denota el logaritmo del tipo de cambio moneda del país de origen / euro. La variable Istock en la segunda columna se refiere a la interacción entre el stock de población extranjera y una variable artificial 0-1 para Ecuador.

LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIAS DE DIVISAS AL EXTERIOR.  
ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2005

## **Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2005**

La evolución de la actividad de los establecimientos dedicados a la compraventa de billetes extranjeros y cheques de viajero y a gestionar transferencias con el exterior continuó en 2005 la tónica de ejercicios anteriores, que consiste, por un lado, en la disminución de la compraventa de divisas tras el establecimiento del euro como moneda común de varios países con notable afluencia turística a España y, por otro lado, en el aumento del volumen gestionado de transferencias al exterior asociado al crecimiento de la población inmigrante. Una situación novedosa es la penetración progresiva de algunas entidades de crédito (EC) en el capital de estas entidades, o bien su participación en el colectivo de sus agentes, con la consiguiente contribución de su red de sucursales como locales operativos para la realización de transacciones.

Al cierre de 2005 había 2.340 establecimientos registrados, 236 menos que a la misma fecha de 2004. Esta disminución se debe en su totalidad a aquellos que solo tienen autorización para la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero (grupo COMP), que es la categoría más numerosa, al incluir 2.282 titulares. El grueso de las variaciones, tanto de las altas como de las bajas, se produjo en las comunidades más turísticas (Baleares, Canarias, Andalucía, Cataluña, Madrid y Valencia), que es donde se concentran. El resto de las agrupaciones (grupo CVGT), compuesto por aquellos establecimientos autorizados no solo a la compra sino también a la venta de billetes extranjeros (grupo CV) y por aquellos que, además, pueden gestionar transferencias (grupo CVT), permanecieron invariables en número, con un total de 58 titulares (véase cuadro A.1).

Entre los establecimientos del grupo CVGT, los hay con accionistas mayoritarios de nacionalidad extranjera, tanto personas físicas como jurídicas. Así, los accionistas extranjeros son mayoritarios en 18 establecimientos, que representan el 36% del capital y el 27% del balance agregado. El origen de los accionistas mayoritarios son principalmente países americanos, aunque hay también seis establecimientos participados mayoritariamente por europeos, y uno, norteafricano.

### **Actividad del sector en 2005**

Llamando actividad total a la suma del contravalor en euros de las compras y ventas de billetes y de las transferencias emitidas y recibidas, el volumen que se alcanzó en 2005 fue de 5.701 m€, un 9,2% más que en 2004 (véase cuadro A.2). La compraventa de divisas disminuyó ligeramente, hasta situarse en 1.474 m€ (desde 1.584 m€ en 2004), pero se compensó ampliamente con el aumento del volumen de las transferencias gestionadas, que pasaron de 3.637 m€ a 4.227 m€ en el mismo período, prácticamente en su totalidad por el aumento de las transferencias emitidas. La razón básica de esta evolución creciente de las transferencias emitidas se encuentra en el fuerte aumento de la población inmigrante, que, desde 1999, ha experimentado un crecimiento que le acerca a los cuatro millones de personas. El potencial de necesidades de servicios bancarios que esta comunidad representa no ha pasado desapercibido al sector bancario, que trata decididamente de penetrar en este mercado, bien desde sus propias oficinas, ofreciendo precios ajustados y trato cercano, incluida la atención en idiomas extranjeros, bien aproximándose como accionistas o agentes a los establecimientos que tienen la posibilidad de gestionar transferencias.

En las compras de divisas a clientes, que representaron en los dos últimos años más del 95% del total de las compraventas, el mayor volumen correspondió al grupo más numeroso, el COMP, que solo puede realizar este tipo de operaciones. En el ejercicio 2005, sus compras de divisas fueron de 1.268 m€ (frente a 1.344 m€ en 2004), de los que 417 m€ correspondieron

a los 146 establecimientos informantes que tienen esta actividad como la principal de su negocio.

Las transferencias gestionadas emitidas (el 95% del total de transferencias) ascendieron a 4.015 m€ (en 2004 fueron 3.423 m€), de los que 3.025 m€ correspondieron a los establecimientos que solo tienen autorización para gestionar transferencias por gastos de estancia en el extranjero o remesas de emigrantes (grupo Transferencias restringidas). El volumen medio de transferencias emitidas por establecimiento en este último grupo fue de apenas 82 m€, frente a los 198 m€ de aquellos que pueden gestionar todo tipo de transferencias (grupo Resto).

La fuerte competencia en su segmento de negocio hizo que las ratios de ingresos por el ejercicio de su actividad sobre el total actividad y las comisiones medias por transferencias se re-cortaran en 2005, salvo en el caso del grupo CV. Es precisamente este grupo CV en el que hay una gran dispersión en la primera de las ratios señaladas, sin que exista correlación entre esta ratio, que es una aproximación burda a los precios aplicados, y los resultados del ejercicio.

El número de empleados asalariados en el grupo Transferencias restringidas aumentó en 118, y el de sus oficinas, en 27, mientras que en el grupo CV hubo 30 asalariados menos y una oficina más. El aumento del número de locales de los establecimientos del grupo COMP que tienen como actividad principal la compraventa (un 18%, hasta llegar a 222) puede estar sesgado por el aumento de los establecimientos que enviaron la información a tiempo para su incorporación a las cifras de 2005 (73,4%, frente a 60,9% en 2004).

Dado que la normativa solo permite a los agentes de estos establecimientos la gestión de transferencias, el dinamismo de estas se ha traducido en un fuerte crecimiento, tanto del número de agentes (21,5%, de 6.484 a 7.881 en el último año), como del de los locales que utilizan (116,3%), estos últimos reforzados por las redes de algunas EC que actúan como agentes.

Como en años anteriores, la moneda más utilizada en las compras fue la libra esterlina, con 1.123 m€, el 74,6% del total (véase cuadro A.3). En las transferencias, las monedas predominantes son el euro y el dólar, con 2.564 m€ y 1.649 m€, respectivamente. Aunque entre 2002 y 2005 el crecimiento de las transferencias emitidas en dólares fue muy superior al del euro —91,3% frente a 65,6%—, el crecimiento interanual indica una tendencia decreciente del uso del dólar respecto del euro: 13,6% y 20,1% de crecimiento, respectivamente, en 2005.

Se tiene información de los países de destino del 78,9% del volumen de transferencias emitidas y del 63,5% del de las recibidas (véase cuadro A.4)<sup>1</sup>. Los países destinatarios que recibieron el mayor porcentaje de las transferencias emitidas continuaron siendo Colombia (20,9%) y Ecuador (19,9%), pero desde 2002 sus cuotas cayeron 4,4 puntos porcentuales (pp) y 6,5 pp, respectivamente, en beneficio de las de otros países como Rumanía (2,4 pp), Bolivia (5,1 pp) y Marruecos (1,6 pp)<sup>2</sup>. En cuanto a las transferencias recibidas, los países de procedencia más importantes siguen siendo del ámbito de la UE (44,2%, 13 pp más que en 2002) y Estados Unidos (14,2%, 3 pp menos que en 2002).

---

1. Este cuadro se elabora a partir de estados en los que los establecimientos informan sobre los cinco países a los que emiten, o de los que reciben, el mayor volumen de transferencias, y de todos los países en los que las transferencias emitidas o recibidas superen el 5% del correspondiente total. 2. En valores absolutos, la distribución por países de transferencias emitidas no se corresponde con las cifras de extranjeros con tarjeta o autorización de residencia publicadas por el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, que a 31.12.2005 eran 493.114 marroquíes, 357.065 ecuatorianos, 204.348 colombianos, 192.134 rumanos y 50.738 bolivianos.

%																
Compras a clientes																
Total establecimientos				CVT		CV		COMP				Total CVT.		Transferencias emitidas		
2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	Act. principal	Act. complem.	2004	2005	2004	2005	Transferencias restringidas	Resto transferencias	
R1	4,9	5,1	68,4	69,1	31,8	35,3	11,3	10,7	4,5	4,5	16,1	14,5	20,9	19,3	61,7	49,9
R5	15,3	15,8	93,4	93,3	85,3	76,8	30,8	35,4	15,2	15,5	49,1	47,3	48,8	49,6	100,0	100,0
R10	22,0	23,9	99,8	99,9	98,8	98,4	43,2	50,2	22,0	23,2	71,4	69,1	72,6	71,8	100,0	100,0
R20	30,6	33,4	100,0	100,0	100,0	100,0	61,2	68,8	32,0	34,5	92,1	89,8	93,9	91,6	100,0	100,0
R50	47,4	51,4	100,0	100,0	100,0	100,0	85,4	90,2	48,5	51,7	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España. Entidades existentes a cada fecha.

### **Concentración de las operaciones**

En el cuadro 1 se detalla la concentración acumulada de las dos operaciones más representativas de la actividad total: compras de divisas a clientes y transferencias emitidas. Dicha concentración se facilita para cinco segmentos de entidades (R1 a R50) según sea el número de entidades incorporadas, que, por otro lado, son las más activas en cada operación y para cada tipo de establecimiento.

En las compras de divisas a clientes del conjunto de establecimientos, la concentración aumentó en todos los segmentos establecidos, con una diferencia creciente conforme aumenta el número de estos, desde 0,2 pp en el R1 hasta 4 pp en el R50. Este comportamiento de la concentración no tiene un reflejo paralelo en las distintas agrupaciones de establecimientos, aunque puede imputarse en gran medida a los establecimientos dedicados solo a la compra de divisas, tanto como actividad principal como secundaria. Es de destacar que la erradicidad de los R1 y R5 en el grupo CV está relacionada con el abandono de la actividad a finales de año por parte de una de las entidades líderes.

En cuanto a las transferencias, y en particular las restringidas, emitidas por el grupo CVT, la evolución fue, por el contrario, hacia un mayor grado de desconcentración, que afecta, incluso, a los veinte mayores establecimientos en relación con el resto. Es de destacar la pérdida de casi 12 pp en el R1 del grupo Resto, debido al fuerte incremento de la actividad de un establecimiento filial de una EC.

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

En diciembre de 2005, el total del balance agregado de estos establecimientos ascendía a 197,9 m€, y su crecimiento interanual superó el 28%, en contraste con los de los dos años anteriores, cercanos al 10%. Las diferencias de crecimiento fueron notables entre las distintas agrupaciones que integran el agregado. Así, el grupo Transferencias restringidas, con un volumen de activo de 110 m€, creció más del 50%, mientras que el grupo CV, con 10 m€, solo el 6%. En lugar intermedio se situó el grupo Resto (78 m€ y 9%).

En la estructura del activo al cierre del ejercicio 2005, destaca el 39,6% de las partidas de liquidez inmediata (caja y EC), seguida de los deudores, que suponían el 26,7%. Estas partidas, además, fueron las más dinámicas en su evolución interanual, seguidas por el inmovilizado no financiero, que representaba el 11,6% del activo. En cuanto al pasivo, la partida más importante la constituyen los acreedores a corto plazo, que, con el 46,9%, están por encima de los fondos propios (41,7%), situación inversa a la que se daba al cierre de 2004, y que ha sido debida al espectacular crecimiento de los primeros, frente al crecimiento más moderado de los segundos: 55,8% y 18% de crecimiento respectivo.

Los resultados después de impuestos en 2005 se aproximaron a 10 m€, con un crecimiento del 0,8% (3,4% en 2004), muy por debajo del crecimiento del balance y de la actividad. Dado que los fondos propios crecieron un 18%, el ROE cayó 2 pp, hasta situarse en el 12,1%. Por agrupaciones, el grupo que mejores resultados obtuvo fue el de Transferencias restringidas, que logró 3,6 m€, con un crecimiento del 43,8%. El grupo de CV mejoró con respecto a 2004, ya que pasó de perder 500.000 euros a ganar 587.000 euros en 2005. Sin embargo, el grupo Resto tuvo un beneficio de 5,8 m€, frente a los 7,9 m€ de 2004.

Las comisiones cobradas por estos establecimientos en 2005 ascendieron a 151,7 m€, con un crecimiento del 3,7%, inferior al del 15% de las comisiones pagadas, que alcanzaron 96 m€, por lo que las comisiones netas descendieron 7 m€. Por el contrario, las diferencias de cambio netas aumentaron el 8,5%, hasta 34,5 m€. Es destacable el auge en los últimos cuatro años de las diferencias de cambio netas frente al comportamiento errático y descendente de las comisiones netas, lo que ha hecho que las primeras supusieran el 38% del margen ordinario en 2005, cuando este porcentaje era del 25% en 2002. No obstante, el aumento de las diferencias de cambio no fue suficiente para impedir que el margen ordinario cayera el 4,6%, hasta 90,2 m€.

Los gastos de explotación fueron ligeramente superiores a los de 2004, gracias al moderado crecimiento de la partida de sueldos y salarios pese al aumento de la plantilla en 87 asalaria-dos. Así, el margen de explotación retrocedió 4,7 m€, hasta situarse en 18,9 m€. Las amortizaciones del inmovilizado disminuyeron ligeramente (-4,3%) y la provisión para insolvencias se redujo fuertemente (-68,8%), lo que, unido a una evolución favorable del neto de beneficios y quebrantos extraordinarios, situó el beneficio antes de impuestos en de 16,5 m€, solo 1,2 m€ por debajo del de 2004. Finalmente, el resultado después de impuestos de 10 m€ estuvo tan solo ligeramente por encima del de un año antes.

19.7.2006.

## APÉNDICE

### Cuadros

A.1. Registro de establecimientos.

A.2. Volumen de actividad y datos de estructura.

A.3. Total actividad: Principales monedas utilizadas en la actividad con clientes.

A.4. Total entidades de compraventa y gestión de transferencias (CVGT). Distribución geográfica de las transferencias.

A.5. Balance y cuenta de resultados. Total establecimientos de compraventa y gestión de transferencias.

	Situación al 31.12.02		Situación al 31.12.03		Situación al 31.12.04		Situación al 31.12.05	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas	Altas	Bajas	Altas	Bajas
<b>Total establecimientos</b>	<b>2.716</b>	<b>123</b>	<b>174</b>	<b>2.665</b>	<b>146</b>	<b>238</b>	<b>2.576</b>	<b>208</b>
I. Total grupo CVGT (a)	53	2	—	55	—	—	58	—
I.a. Total grupo CVT (b)	38	2	—	40	—	—	43	—
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	33	2	—	35	3	—	38	—
I.a.2. Resto (d)	5	—	—	5	—	—	5	—
I.b. Total grupo CV (e)	15	—	—	15	—	—	15	—
II. Total grupo COMP (f)	2.663	121	174	2.610	146	238	2.518	208
II.a. Actividad principal (g)	264	15	24	255	30	37	248	22
II.b. Actividad complementaria (h)	2.399	106	150	2.355	116	201	2.270	186
Pro memoria: Distribución geográfica del grupo COMP								
Andalucía (i)	382	26	40	368	34	43	359	35
Aragón	4	—	—	4	—	2	2	—
Asturias	4	—	—	4	—	—	4	—
Baleares	699	20	28	691	32	56	667	104
Canarias	619	18	38	599	25	50	574	37
Cantabria	11	1	1	11	—	—	11	—
Castilla-La Mancha	5	—	—	5	—	—	5	—
Castilla y León	19	—	1	18	1	4	15	—
Cataluña	487	12	32	467	25	47	445	7
Extremadura	7	—	—	7	1	3	5	2
Galicia	16	1	1	16	2	5	13	—
La Rioja	3	—	—	3	1	—	4	—
Madrid	163	21	6	178	9	8	179	9
Murcia	12	—	1	11	—	—	11	—
Navarra	2	1	—	3	—	—	3	2
País Vasco	23	3	3	23	1	6	18	—
Valencia	207	18	23	202	15	14	203	12

FUENTE: Banco de España.

- a. Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compra-venta de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.
- b. Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.
- c. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.
- d. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.
- e. Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra-venta de billetes extranjeros o cheques de viajero.
- f. Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- g. Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- h. Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.
- i. Incluye Ceuta y Melilla.

	Millones de € y %													
	Actividad								Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s./ total actividad con clientes (%)		De los que: Comisión media por transferencia de divisas (%)		% establecimientos informantes s / total registrados	
	Total		Compraventa de divisas a clientes		Transferencias		2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p
	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS</b>	5.221	5.701	1.584	1.474	3.637	4.227	—	—	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	3.877	4.433	240	206	3.637	4.227	4,6	4,2	3,8	3,4	93,1	96,5		
I.a. Total grupo CVT (b)	3.799	4.379	163	152	3.637	4.227	4,6	4,2	3,8	3,4	95,4	97,7		
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	2.721	3.117	20	19	2.702	3.098	4,0	3,7	3,3	3,0	94,7	97,4		
I.a.2. Resto (d)	1.078	1.261	143	133	935	1.129	6,2	5,4	5,3	4,5	100,0	100,0		
I.b. Total grupo CV (e)	77	54	77	54	0	0	5,3	7,1	—	—	86,7	92,9		
II. Total grupo COMP (f)	1.344	1.268	1.344	1.268	—	—	—	—	—	—	69,1	73,0		
II.a. Actividad principal (g)	416	417	416	417	—	—	—	—	—	—	60,9	73,4		
II.b. Actividad complementaria (h)	928	851	928	851	—	—	—	—	—	—	70,0	73,0		
Número de empleados														
	Asalariados		No asalariados		Oficinas o locales		Personas físicas		Personas jurídicas		Locales			
	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS</b>	...	...	...	...	2.967	3.044	—	—	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	1.485	1.572	38	30	173	200	3.900	4.691	2.584	3.190	8.649	18.704		
I.a. Total grupo CVT (b)	1.364	1.481	34	26	139	165	3.900	4.691	2.584	3.190	8.649	18.704		
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	1.065	1.183	11	3	108	135	3.158	3.814	1.579	2.125	6.062	11.216		
I.a.2. Resto (d)	299	298	23	23	31	30	742	877	1.005	1.065	2.587	7.488		
I.b. Total grupo CV (e)	121	91	4	4	34	35	—	—	—	—	—	—		
II. Total grupo COMP (f)	...	...	...	...	2.794	2.844	—	—	—	—	—	—		
II.a. Actividad principal (g)	...	...	...	...	187	222	—	—	—	—	—	—		
II.b. Actividad complementaria (h)	...	...	...	...	2.607	2.622	—	—	—	—	—	—		

FUENTE: Banco de España.

Entidades existentes a cada fecha.

- (a) Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compra-venta de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.
- (b) Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.
- (c) Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.
- (d) Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.
- (e) Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra-venta de billetes extranjeros o cheques de viajero.
- (f) Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- (g) Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- (h) Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria

Denominación de la moneda	Contravalor en millones de €									
	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias		Total actividad con clientes			
	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p	2004	2005 p
Total establecimientos	1.505	1.406	79	68	3.423	4.015	213	211	5.221	5.701
Euro	187	142	1	1	1.962	2.356	208	208	2.360	2.707
Dólar USA	146	130	49	37	1.448	1.645	5	4	1.647	1.815
Libra esterlina	1.123	1.092	11	11	0	0	0	0	1.133	1.103
Franco suizo	16	12	1	1	0	0	0	0	17	13
Resto de monedas	34	30	17	17	13	15	0	-0	64	62
<b>I. Grupo CVGT</b>	<b>161</b>	<b>138</b>	<b>79</b>	<b>68</b>	<b>3.423</b>	<b>4.015</b>	<b>213</b>	<b>211</b>	<b>3.877</b>	<b>4.433</b>
Euro	38	36	1	1	1.962	2.356	208	208	2.210	2.601
Dólar USA	85	78	49	37	1.448	1.645	5	4	1.586	1.763
Libra esterlina	37	22	11	11	0	0	0	0	48	34
Franco suizo	3	2	1	1	0	0	0	0	4	4
Resto de monedas	-1	-1	17	17	13	15	0	-0	29	31
<b>II. Grupo COMP</b>	<b>1.344</b>	<b>1.268</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>1.344</b>	<b>1.268</b>
Euro	150	106	—	—	—	—	—	—	150	106
Dólar USA	61	52	—	—	—	—	—	—	61	52
Libra esterlina	1.086	1.070	—	—	—	—	—	—	1.086	1.070
Franco suizo	13	10	—	—	—	—	—	—	13	10
Resto de monedas	35	30	—	—	—	—	—	—	35	30

FUENTE: Banco de España.

Nota: Establecimientos existentes a cada fecha.

**TOTAL ENTIDADES DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (CVGT)  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.4

País de destino (a)	% s./ total ordenado		País de origen (a)	% s./ total recibido	
	2004	2005 p		2004	2005 p
<b>TOTAL</b>	<b>76,51</b>	<b>74,58</b>	<b>TOTAL</b>	<b>59,45</b>	<b>62,25</b>
Colombia	21,31	20,87	Italia	14,59	15,34
Ecuador	22,50	19,87	Estados Unidos	15,25	14,16
Rumanía	5,62	6,81	Reino Unido	9,88	9,00
Bolivia	5,47	6,31	Francia	7,51	8,47
Marruecos	6,15	5,97	Rep. Fed. de Alemania	7,97	7,13
Repub. Dominicana	4,83	4,71	Países Bajos	0,58	4,23
Brasil	4,49	3,98	Perú	1,14	1,20
Perú	2,39	2,56	Colombia	1,09	1,18
Senegal	2,11	2,00	Guinea Ecuatorial	0,79	0,87
Filipinas	1,64	1,50	Ecuador	0,65	0,67

FUENTE: Banco de España.

Nota: Establecimientos existentes a cada fecha.

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

**BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS.  
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.5

miles de euros y %													
	Balance (diciembre)					% s./ T. Act.					% Δ		
	IMPORTE				2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	
	2002	2003	2004	2005									
<b>Total activo = Total pasivo</b>	<b>127.164</b>	<b>140.906</b>	<b>154.078</b>	<b>197.873</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>10,8</b>	<b>9,3</b>	<b>28,4</b>		
ACTIVO													
Caja y entidades de crédito	48.701	46.457	60.654	78.346	38,3	33,0	39,4	39,6	-4,6	30,6	29,2		
Deudores	33.462	39.601	32.673	52.732	26,3	28,1	21,2	26,7	18,3	-17,5	61,4		
Inversiones financieras temporales	19.214	24.044	26.181	30.260	15,1	17,1	17,0	15,3	25,1	8,9	15,6		
Immovilizado no financiero	15.071	18.357	18.752	22.921	11,9	13,0	12,2	11,6	21,8	2,2	22,2		
Immovilizado financiero	6.810	7.432	9.125	9.581	5,4	5,3	5,9	4,8	9,1	22,8	5,0		
Otras partidas	3.902	5.014	6.692	4.025	3,1	3,6	4,3	2,0	28,5	33,5	-39,9		
PASIVO													
Acreedores a corto plazo	50.090	54.033	59.510	92.712	39,4	38,4	38,6	46,9	7,9	10,1	55,8		
Transferencias pendientes de pago	14.277	7.111	10.101	32.119	11,2	5,1	6,6	16,2	-50,2	42,0	218,0		
Otros acreedores no comerciales	16.766	26.199	19.198	18.066	13,2	18,6	12,5	9,1	56,3	-26,7	-5,9		
Otros	19.153	20.733	30.210	42.524	15,1	14,7	19,6	21,5	8,2	45,7	40,8		
Otras partidas	6.384	10.077	14.756	13.433	5,0	7,2	9,6	6,8	60,6	46,4	-9,0		
Fondos propios	55.446	64.671	69.974	82.576	43,6	45,9	45,4	41,7	16,6	8,2	18,0		
Resultados	15.244	12.123	9.838	9.155	12,0	8,6	6,4	4,6	-20,5	-18,8	-6,9		
Cuenta de resultados acumulada (diciembre)													
	IMPORTE				% s./ T. Act.					% Δ			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2003	2004	2005		
	Comisiones percibidas	111.381	129.742	146.241	151.702	87,6	92,1	94,9	76,7	16,5	12,7	3,7	
Comisiones pagadas	49.135	63.912	83.445	95.951	38,6	45,4	54,2	48,5	30,1	30,6	15,0		
Comisiones netas	62.246	65.830	62.796	55.751	49,0	46,7	40,8	28,2	5,8	-4,6	-11,2		
Diferencias de cambio netas	20.809	20.994	31.780	34.489	16,4	14,9	20,6	17,4	0,9	51,4	8,5		
Margen ordinario	83.055	86.824	94.576	90.240	65,3	61,6	61,4	45,6	4,5	8,9	-4,6		
Ingresos y gastos financieros	980	488	-147	4	0,8	0,4	-0,1	0,0	-50,2	-	-		
Otros ingresos	2.205	3.859	3.077	2.916	1,7	2,7	2,0	1,5	75,0	-20,3	-5,2		
Gastos de explotación	59.721	67.981	73.884	74.214	47,0	48,3	48,0	37,5	13,8	8,7	0,4		
Margen de explotación	26.519	23.190	23.622	18.946	20,9	16,5	15,3	9,6	-12,6	1,9	-19,8		
Saneamientos e insolvencias	3.963	4.611	4.471	3.119	3,1	3,3	2,9	1,6	16,4	-3,0	-30,2		
Otras partidas	-213	-1.695	-1.639	629	-0,2	-1,2	-1,1	0,3	695,8	-3,3	-		
Resultados antes de impuestos	22.343	16.884	17.512	16.456	17,6	12,0	11,4	8,3	-24,4	3,7	-6,0		
Impuesto sobre beneficios	8.853	7.333	7.619	6.449	7,0	5,2	4,9	3,3	-17,2	3,9	-15,4		
Resultados después de impuestos	13.487	9.553	9.877	9.958	10,6	6,8	6,4	5,0	-29,2	3,4	0,8		
PROMEMORIA													
R.O.E. (%)	—	—	—	—	24,3	14,8	14,1	12,1	—	—	—		

FUENTE: Banco de España.

Nota: Establecimientos existentes a última fecha.



## **Introducción**

Durante el segundo trimestre de 2006, el número de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente reducido en relación con períodos anteriores. En primer lugar, se ha modificado la definición de reservas del Eurosistema y se ha suprimido el umbral por debajo del cual no se ofrece remuneración por los saldos acreedores a la vista mantenidos como servicio de caja o inversión.

En el área de los mercados de valores privados, se ha desarrollado la normativa de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) de inversión libre y de las IIC de IIC de inversión libre, así como la de sus sociedades gestoras y la de las entidades depositarias. Además, se ha terminado de adaptar a la normativa comunitaria la legislación española relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo.

Por otro lado, se ha realizado el desarrollo normativo del régimen jurídico de prevención del blanqueo de capitales, así como de la declaración previa de movimientos de medios de pago en este ámbito.

En el marco comunitario se han promulgado tres directivas, de las cuales dos de ellas son textos refundidos de directivas anteriores. La primera refunde las directivas promulgadas desde el año 2000 relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. La segunda hace lo propio con las directivas promulgadas desde el año 1993 en lo referente a la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. Finalmente, la tercera armoniza (aunque no completamente) en la Unión Europea los requisitos de auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas.

En el terreno fiscal se ha establecido para las rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente en el ámbito del impuesto sobre la renta de no residentes un procedimiento especial de acreditación de la residencia de ciertos accionistas o participes no residentes, y se han regulado las obligaciones de suministro de información de estos agentes a la administración tributaria española.

Por último, se ha adaptado a la normativa española la legislación comunitaria sobre las sociedades anónimas. En particular, con el fin de mejorar la transparencia financiera, se ha establecido que las sociedades cotizadas no pueden formular cuentas anuales abreviadas.

## **Banco Central Europeo: prestación de servicios de gestión de reservas por el Eurosistema**

Se ha publicado la *Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2006/4), de 7 de abril de 2006* (DOUE del 20), que deroga la Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2004/13), de 1 de julio de 2004, sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la Unión Europea y a organizaciones internacionales, con el fin de reflejar los cambios de la definición de reservas y la supresión del umbral por debajo del cual no se ofrece remuneración por los saldos acreedores a la vista mantenidos como servicio de caja o inversión<sup>1</sup>.

En cuanto a los cambios en la definición de reservas, ahora se incluyen, además de los activos anteriores, los mantenidos exclusivamente a fin de cumplir las obligaciones en materia de

---

1. La Orientación BCE/2004/13 establecía un umbral de 100.000 euros por debajo de los cuales no se ofrecía remuneración, que ahora desaparece.

pensiones y otras obligaciones conexas del cliente respecto de su antiguo o actual personal; las cuentas especialmente asignadas abiertas por el cliente con un miembro del Eurosystema a los efectos de reescalonar la deuda pública en el marco de acuerdos internacionales, y las demás clases de activos denominados en euros que decida el Consejo de Gobierno.

Finalmente, la Orientación vela para que, entre otras cosas, los servicios de gestión de reservas por el Eurosystema se presten con condiciones uniformes, el BCE sea informado suficientemente de esos servicios y se establezcan requisitos mínimos comunes en los contratos con los clientes.

La Orientación entró en vigor el 12 de abril y comenzó su aplicación el pasado 1 de julio.

#### ***Instituciones de inversión colectiva de inversión libre***

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre<sup>2</sup>, desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre<sup>3</sup>, introdujo una importante reforma en la inversión colectiva en España, que perseguía tres principios fundamentales: la flexibilización del marco de actuación de las IIC, incrementar la protección de los inversores y la mejora del régimen de intervención administrativa. Respecto al primer principio, se ampliaron las vocaciones o especialidades de las IIC, como fueron, entre otras, las IIC de inversión libre, conocidas comúnmente como *hedge funds* o fondos de gestión alternativa, caracterizadas por una gran libertad de su política de inversión y una mayor flexibilidad en el cumplimiento de los requisitos de información y liquidez, y las IIC de IIC de inversión libre, que permitían el acceso del inversor minorista a las IIC de inversión libre.

La Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril (BOE del 26), ha desarrollado las disposiciones del Reglamento de la Ley 35/2003, relativas a las IIC de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre, habilitando a la CNMV para regular los aspectos más técnicos de la ordenación de las IIC de inversión libre. Por su parte, este organismo, haciendo uso de esa prerrogativa, ha publicado la CCNMV 1/2006, de 3 de mayo (BOE del 17), sobre IIC de inversión libre, que regula el régimen aplicable de dichas instituciones, así como el de sus sociedades gestoras y el de las entidades depositarias. Los aspectos más destacables de ambas disposiciones son los siguientes:

#### RÉGIMEN DE INVERSIÓN Y POLÍTICA DE ENDEUDAMIENTO

La Orden y la Circular abordan el régimen de inversión y la política de endeudamiento de las IIC de inversión libre, aclarando los elementos computables para el cálculo del límite de endeudamiento. En el Reglamento se establecía que el límite de endeudamiento no podría superar en cinco veces el valor de su patrimonio. Ahora se precisa que, a efectos de cumplir dicho límite, las IIC de inversión libre realizarán el cómputo teniendo en cuenta todos los fondos recibidos en efectivo por la institución, sin considerar la cesión temporal de activos, la financiación recibida mediante operaciones simultáneas ni la financiación por venta de valores recibidos en préstamo.

En cuanto a las IIC de IIC de inversión libre, se desglosan los activos en los que pueden invertir el coeficiente obligatorio del 60% de su patrimonio, según quedó establecido en el Reglamento, siendo tales activos, entre otros, los siguientes: IIC de inversión libre constituidas en España e IIC domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE o cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora o entidad que desarrolle funciones similares a las de la sociedad gestora y con análogas exigencias de responsabilidad, sujeta a supervisión con

---

**2.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82 a 85. **3.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124 a 129.

domicilio en un país perteneciente a la OCDE. Cabe reseñar que se les permite invertir en las llamadas cuentas separadas o gestionadas (*managed accounts*), entendiendo como tales aquellas estructuras que replican la cartera de inversión de una IIC de inversión libre.

VALOR LIQUIDATIVO  
DE LAS PARTICIPACIONES  
Y ACCIONES

La Orden establece los criterios generales para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones y acciones de ambas instituciones. Así, se aplicarán los principios básicos y criterios generales de valoración establecidos para las IIC de carácter financiero. Dichos criterios tendrán por objeto reflejar el valor al que podrían razonablemente liquidarse los activos a un tercero que no tuviera una relación especial con la IIC y que estuviera adecuadamente informado en el momento de la valoración.

Por otro lado, se desarrollan aspectos concretos del derecho de reembolso y del régimen de valores liquidativos estimados. En este sentido, una IIC de inversión libre podrá no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo, siempre que figure expresamente en su folleto informativo. En cualquier caso, el derecho de reembolso deberá respetar la periodicidad mínima establecida en el Reglamento<sup>4</sup>. En lo referente al régimen de valores liquidativos estimados, con independencia de la periodicidad de su cálculo, los partícipes o accionistas de IIC de inversión libre y de IIC de inversión libre podrán recibir de la gestora, con la frecuencia que esta estime conveniente, y que figurará en el folleto informativo, estimaciones preliminares o indicativas del valor liquidativo, calculadas por la gestora de acuerdo con sus estimaciones de comisiones, gastos y resultados de la cartera de activos, y que no se aplicarán a la liquidación de las suscripciones y reembolsos.

CONDICIONES DE ACCESO  
A LA ACTIVIDAD Y SOLVENCIA  
DE LAS SOCIEDADES GESTORAS

En líneas generales, cabe reseñar que no se ha creado una nueva figura de sociedad gestora de objeto exclusivo dedicada a la gestión de IIC de inversión libre, pero se imponen requisitos especiales —entre ellos, recursos propios adicionales— a las sociedades gestoras que pretendan dedicarse a la gestión de las nuevas IIC. En este sentido, dichas empresas deberán contar con un programa de actividades que recoja explícitamente la gestión de IIC de inversión libre, de IIC de inversión libre o de ambas, así como una descripción de las medidas de control interno, que detalle su estructura organizativa, los medios técnicos y humanos específicos de los que dispondrá, así como una descripción general de los controles y procedimientos específicos aplicables en la gestión de este tipo de IIC. Del mismo modo, se describirán los controles de la actividad de las entidades en las que se efectúen delegaciones de funciones, y de la actividad de las entidades con las que se establezcan acuerdos de garantía financiera.

Asimismo, con el fin de cubrir mejor eventuales riesgos operacionales, los recursos propios exigibles a las sociedades gestoras sujetas a esta Circular serán la suma de los requeridos con carácter general en el Reglamento de la Ley de IIC más el 4% de los ingresos brutos por comisiones que obtengan por la gestión de las IIC reguladas en dicha norma. Las exigencias de recursos propios así calculadas se determinarán como promedio de los tres últimos años.

SISTEMAS DE CONTROL  
Y MEDICIÓN DE RIESGOS

Se establece que las sociedades gestoras contarán con sistemas de medición y control de riesgos que sean adecuados a las estrategias de inversión concretas que vayan a llevar a cabo. Estos sistemas están encargados de medir la exposición actual y potencial al riesgo, especialmente, en el caso de IIC de inversión libre, cuando realicen operaciones que impliquen apalancamiento u operaciones con valores no cotizados, instrumentos financieros ilíquidos o instrumentos financieros derivados de valoración compleja, o ventas en descuberto.

---

4. La periodicidad mínima es trimestral, aunque en algunos casos puede ser semestral, si así lo exigen las inversiones previstas.

La Circular señala que, periódicamente, las sociedades gestoras de IIC de inversión libre realizarán pruebas de tensión y simulación de escenarios específicos de crisis para analizar sus potenciales efectos sobre las carteras de las IIC gestionadas y sobre la adecuada gestión de la liquidez. En cuanto a las sociedades gestoras de IIC de inversión libre, contarán con mecanismos de control de la liquidez de las inversiones subyacentes, de modo que se puedan atender los reembolsos en tiempo y forma.

Por otro lado, se regula la selección de los fondos subyacentes por las gestoras de IIC de IIC de inversión libre, otorgándose ciertas funciones de control al depositario, dentro del margen con que la legislación vigente define sus facultades. En este sentido, las sociedades gestoras deberán incluir como parte de sus procedimientos de control interno los criterios cualitativos, cuantitativos y operacionales en los que fundamenten la evaluación y análisis de inversiones para las instituciones que gestionen. Estos criterios deberán haberse acordado con el depositario y deberán contar con la aprobación del Consejo de Administración de la gestora y de una persona con poder suficiente del depositario.

RÉGIMEN DE LOS ACTIVOS  
DADOS EN GARANTÍA  
POR LAS IIC DE INVERSIÓN LIBRE

Se regulan las relaciones entre las sociedades gestoras y los intermediarios financieros que proporcionan financiación y otros servicios (entidades conocidas como *prime brokers*) a las IIC de inversión libre, considerando necesario reforzar las funciones de supervisión y control del depositario. De este modo, cuando una IIC de inversión libre, o su gestora, concierte un acuerdo de garantía financiera con un tercero, en cuya virtud se transmita a este la propiedad del bien entregado en garantía, o dicho bien quede pignorado con derecho de disposición a favor del acreedor pignoraticio, informará de dicha circunstancia al depositario. Los contratos que impliquen acuerdos de garantía financiera incluirán cláusulas que faciliten y permitan la actividad de supervisión por la CNMV, en especial en lo referente a las operaciones de financiación y préstamo de valores.

La Circular establece que la sociedad gestora, o la entidad en la que, en su caso, hubiera delegado las correspondientes funciones administrativas, y el depositario recibirán de la entidad con la que se hubiera concertado el acuerdo de garantía financiera información periódica sobre las posiciones en los bienes objeto de la garantía y el importe de las obligaciones financieras garantizadas. El contrato regulará el procedimiento para conciliación de las eventuales diferencias de valoración o de posiciones que puedan surgir.

FOLLETOS INFORMATIVOS

En materia de folletos informativos e información periódica, se establecen reglas similares a las aplicables a las IIC ordinarias, pero se exige que el inversor suscriba una declaración escrita de consentimiento, que acredite que conoce las singularidades de los fondos de inversión libre y sus diferencias con los ordinarios. Dentro de estas singularidades, cabe reseñar que el folleto incluye, entre otros aspectos, los siguientes: información sobre la política general de garantías concedidas por la institución, posibilidad de que sus beneficiarios dispongan de los bienes entregados en garantía, valor de mercado máximo de las garantías susceptibles de ser reutilizadas respecto a las obligaciones del fondo y solvencia financiera mínima de estos beneficiarios. Además, se determina que las IIC de inversión libre informen sobre el límite de endeudamiento, así como sobre el apalancamiento adicional por cesión temporal de activos, financiación simultánea, financiación por préstamo de valores y operaciones en instrumentos financieros derivados.

La Orden entró en vigor el pasado 27 de abril, y la Circular, el 4 de mayo, excepto las obligaciones de información que las gestoras de IIC de inversión libre deberán presentar a la CNMV, que serán exigibles a partir del 1 de octubre de 2006.

**Fondos de pensiones  
de empleo: adaptación  
a la normativa comunitaria**

La Directiva 2003/41/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio, relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo, fue el primer paso hacia un mercado interior de la previsión empresarial para la jubilación de los trabajadores organizada a escala europea. Esta Directiva responde a la necesidad de establecer un marco legal comunitario que permita a los fondos de pensiones de empleo beneficiarse de las ventajas del mercado interior.

En la legislación española, los fondos de pensiones de empleo se regían por el texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre<sup>5</sup>; el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero<sup>6</sup>, y otras normas complementarias. Esta normativa regulaba los aspectos contractuales, financieros y organizativos del sistema de planes y fondos de pensiones, así como las normas prudenciales y de supervisión administrativa. En general, se adaptaba a las normas prudenciales y de supervisión de la Directiva 2003/41/CE, y ofrecía un conjunto de normas detalladas sobre acceso a la actividad de los fondos de pensiones domiciliados en España y sus entidades gestoras, todo ello siguiendo los criterios prudenciales de la Directiva.

Recientemente, se ha publicado la *Ley 11/2006, de 16 de mayo* (BOE del 17), de adaptación de la legislación española al régimen de actividades transfronterizas regulado en la Directiva 2003/41/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo, que introduce determinadas modificaciones en el Real Decreto Legislativo 1/2002, con el fin de adaptar la legislación interna española a la citada Directiva en lo que no se ajustaba a ella hasta este momento.

La Ley añade un nuevo apartado al Real Decreto Legislativo 1/2002, por el que se prevé la supervisión administrativa de las relaciones entre los fondos de pensiones y sus gestoras con otras empresas o instituciones a las que se hayan transferido sus funciones, y que tengan incidencia en la situación financiera o sean de importancia para su supervisión efectiva.

En lo que se refiere al régimen de actividades transfronterizas de los fondos de pensiones de empleo, la Directiva 2003/41/CE obligaba a los Estados miembros a permitir que los fondos de pensiones domiciliados en su territorio integren los planes de pensiones promovidos por empresas situadas en otros Estados miembros, y que las empresas establecidas en su territorio pudieran promover planes integrados en fondos de pensiones de otros Estados miembros. A tal efecto, la Directiva establecía la colaboración de las autoridades del Estado miembro de origen (el del domicilio del fondo de pensiones) y del Estado miembro de acogida (aquel cuya legislación social y laboral en materia de regímenes de pensiones de jubilación es aplicable a la relación entre la empresa promotora y los trabajadores).

Hasta la fecha, la normativa española sobre planes y fondos de pensiones no regulaba la actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo, por lo que la Ley viene a transponer a nuestro ordenamiento las disposiciones relativas a la actividad transfronteriza. Con este fin, se añade un nuevo capítulo al Real Decreto 1/2002, que consta de tres apartados: las disposiciones generales, la actividad de los fondos de pensiones de empleo españoles en otros Estados miembros (desarrollo de planes de empresas estableci-

---

**5.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 89 y 90. **6.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, p. 92.

das en otros Estados miembros), y la actividad en España de los fondos de pensiones de empleo de otros Estados miembros (desarrollo de planes de empresas establecidas en España).

Finalmente, cabe destacar especialmente la actividad en España de los fondos de otros Estados miembros, por lo que esta Ley habilita la integración en fondos de otros Estados miembros de los planes de pensiones de empleo sujetos a la normativa española, regulando las condiciones de integración en fondos de otros Estados miembros, el funcionamiento de los planes y su supervisión, así como el cumplimiento de la legislación española aplicable al plan como legislación social y laboral.

#### ***Movimientos de medios de pago y prevención del blanqueo de capitales***

La Ley 19/2003, de 4 de julio<sup>7</sup>, de régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, introdujo una serie de modificaciones en la Ley 19/1993, de 28 de diciembre<sup>8</sup>, con el propósito de adaptar a nuestro régimen jurídico de prevención del blanqueo de capitales las disposiciones de la Directiva 2001/97/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de diciembre. En esta línea de adaptación, ciertas previsiones de la Ley requirieron, para su total efectividad, la adecuada modificación del Reglamento, contenido en el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, mediante la promulgación del Real Decreto 54/2005, de 21 de enero.

Al amparo de las habilitaciones establecidas en el Reglamento, se ha procedido a dictar el correspondiente desarrollo normativo de la declaración previa de movimientos de medios de pago, que se ha llevado a efecto mediante la *Orden EHA/1439/2006, de 3 de mayo* (BOE del 13), reguladora de la declaración de movimientos de medios de pago en el ámbito de la preventión del blanqueo de capitales.

La principal novedad consiste en la elevación de las cuantías sujetas a declaración, que quedan fijadas en 10.000 euros (antes, 6.000 euros) para la entrada o salida por frontera, y en 100.000 euros (antes, 80.500 euros) para los movimientos por territorio nacional.

Por otro lado, se regula el modelo de declaración (incorporado como anexo a la Orden), que será único, debiendo ser portado y exhibido ante las autoridades a efectos de comprobación por las mismas del cumplimiento de la obligación de declaración. Asimismo, con carácter general, se reconoce la posibilidad de presentación telemática de la declaración en los casos en los que el declarante disponga de la oportuna firma electrónica reconocida. En los casos en que no se haga uso de firma electrónica reconocida, la norma permite que, en ciertos supuestos y con las debidas cautelas, las entidades de crédito registradas puedan recibir las declaraciones presentadas por sus clientes.

Asimismo, se establece un máximo de 1.000 euros en concepto de mínimo de supervivencia, que podrá ser acordado por la autoridad actuante teniendo en cuenta las circunstancias del caso, tales como la necesidad de continuar viaje o la carencia de otros medios de subsistencia.

También se regula la información a los viajeros, con el fin de prevenir, en lo posible, intervenciones derivadas de mera ignorancia o desconocimiento de los interesados.

---

7. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, octubre de 2003, Banco de España, pp. 99 a 101. 8. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1993», *Boletín Económico*, enero de 1994, Banco de España, pp. 78 y 79.

Por otro lado, la norma señala la obligación de los sujetos obligados<sup>9</sup> de incluir en la comunicación mensual o sistemática al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias todas aquellas operaciones que supongan movimientos de medios de pago sujetos a declaración obligatoria. Esta disposición se entenderá sin perjuicio de los restantes deberes de prevención y colaboración, por lo que, de concurrir indicios o certeza de blanqueo de capitales, las operaciones deberán ser comunicadas adicionalmente en la forma establecida en el citado Real Decreto.

Finalmente, se regulan la colaboración administrativa y el intercambio de información entre el Servicio Ejecutivo y la Agencia Estatal de Administración Tributaria, y se derogan las disposiciones del régimen de control de cambios subsistentes en materia de movimientos fronterizos de efectivo. Asimismo, se habilita a la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias para dictar las instrucciones precisas para la aplicación de la Orden, que entrará en vigor a los nueve meses de su publicación en el BOE, con objeto de posibilitar el establecimiento de los procedimientos y mecanismos técnicos necesarios.

**Directiva europea relativa  
al acceso a la actividad  
de las entidades de  
crédito y a su ejercicio  
(refundición)**

La Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 20 de marzo<sup>10</sup>, procedió a la unificación y codificación de todas las directivas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio<sup>11</sup>, reagrupándolas en un texto único.

Desde entonces, esta Directiva ha sido modificada de forma sustancial en diversas ocasiones<sup>12</sup>, por lo que el legislador ha considerado conveniente, en aras de la claridad, proceder a su refundición mediante la publicación de la *Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 14 de junio* (DOUE del 30), relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), que deroga la 2000/12/CE.

---

9. Los sujetos obligados están indicados en el Real Decreto 54/2005, y, entre otros, son los siguientes: las entidades de crédito; las entidades aseguradoras autorizadas para operar en el ramo de vida; las sociedades y agencias de valores; las sociedades de inversión, salvo que su gestión esté encomendada a una sociedad gestora; las sociedades gestoras de IIC y de fondos de pensiones; las sociedades gestoras de cartera; las sociedades emisoras de tarjetas de crédito, y las personas físicas o jurídicas que ejerzan actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias, sea o no como actividad principal, respecto a las operaciones relacionadas con esa actividad. 10. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000», *Boletín Económico*, enero de 2001, Banco de España, pp. 79 a 81. 11. Las más significativas son las siguientes: la Directiva 73/183/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 28 de junio, sobre supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en materia de actividades por cuenta propia de los bancos y otras entidades financieras; la Directiva 77/780/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 12 de diciembre (Primera Directiva de Coordinación Bancaria); la Directiva 89/646/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 15 de diciembre (Segunda Directiva de Coordinación Bancaria); la Directiva 89/299/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 17 de abril, sobre recursos propios de las entidades de crédito; la Directiva 89/647/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 18 de diciembre, sobre el coeficiente de solvencia; la Directiva 92/30/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 6 de abril, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada, y la Directiva 92/121/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 21 de diciembre, sobre supervisión y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de crédito. 12. Entre otras, refunde las siguientes: Directiva 2000/28/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre, por la que se modifica la Directiva 2000/12/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio; la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y por la que se modifican las directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE, del Consejo, y las directivas 98/78/CE y 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo; la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE, del Consejo, y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo; la Directiva 2004/69/CE, de la Comisión, de 27 de abril, por la que se modifica la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la definición de *bancos multilaterales de desarrollo*; y la Directiva 2005/1/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo, por la que se modifican las directivas del Consejo 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 93/6/CEE y 94/19/CE, y las directivas 2000/12/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, a fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros.

Al igual que su predecesora, la Directiva constituye el último instrumento legislativo en el ámbito comunitario para la consecución del mercado interior en el sector de las entidades de crédito, bajo el doble aspecto de la libertad de establecimiento y de la libertad de prestación de servicios, basado en la armonización y reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial, que permita la concesión de una *autorización única*, válida en toda la Unión Europea, y la aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen.

La Directiva mantiene la filosofía de las anteriores, en el sentido de basarse en el principio de permitir a las entidades de crédito autorizadas en un Estado miembro de origen el ejercicio en toda la Unión Europea de todas o parte de las actividades señaladas en la lista del anexo I de la Directiva (lista de actividades típicas de las entidades de crédito que se benefician del reconocimiento mutuo), mediante el establecimiento de una sucursal, o por vía de prestación de servicios. No obstante, modifica sustancialmente la filosofía del tratamiento de la solvencia de las entidades de crédito, que se basa ahora en tres pilares: los requerimientos mínimos de capital (pilar 1), la revisión supervisora (pilar 2) y la información al mercado (pilar 3), que deben tenerse en cuenta conjuntamente con el objetivo de que las entidades tengan un nivel de fondos propios acorde a su perfil de riesgos global.

Como novedad, la Directiva incorpora las disposiciones del documento aprobado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea el 26 de junio de 2004 (conocido como Basilea II) en relación con los requisitos mínimos de capital referidos a las entidades de crédito y las normas de capital, con el fin de evitar el falseamiento de la competencia y fortalecer el sistema bancario en el mercado interior. Para ello, se moderniza la normativa de solvencia para hacerla más amplia y sensible al riesgo, y para incentivar una mejor gestión del mismo.

Asimismo, la Directiva añade que las disposiciones relativas a los requisitos mínimos de capital deben contemplarse en relación con otros instrumentos específicos que también armonizan las técnicas fundamentales para el control de las entidades de crédito.

También establece que el funcionamiento armonioso del mercado interior bancario requiere una cooperación estrecha y regular y una convergencia significativamente mayor de las prácticas de reglamentación y supervisión de las autoridades competentes de los Estados miembros, por lo que prevé la posibilidad de intercambios de información entre las autoridades competentes y determinadas autoridades u organismos que contribuyen, por su función, a reforzar la estabilidad del sistema financiero. Para garantizar el carácter confidencial de la información transmitida, la lista de sus destinatarios deberá ser estrictamente limitada.

Otra novedad de la norma hace referencia a que las entidades de crédito estarán obligadas a calcular requerimientos de capital para cubrir su riesgo operacional, para lo que, además de métodos supervisores simples, podrán emplear métodos de medición avanzada basados en sus propios sistemas de medición del riesgo operacional, siempre y cuando la autoridad competente autorice expresamente el uso de los correspondientes modelos, a fin de calcular los requisitos de fondos propios. Tales métodos, una vez autorizados por las autoridades competentes, no podrán aplicarse antes del 1 de enero de 2008.

Por otro lado, la Directiva mantiene que los Estados miembros prohibirán a las personas o empresas que no sean entidades de crédito el ejercicio, con carácter profesional, de la actividad de recepción de depósitos u otros fondos reembolsables del público. No obstante, quedan exceptuadas de esta prohibición la recepción de depósitos u otros fondos reembolsables por parte de un Estado miembro, de las autoridades regionales o locales de un Estado miembro u organismo internacional público, o, en los casos expresamente contemplados en la le-

gislación nacional o comunitaria, siempre que dichas actividades se encuentren sujetas a las regulaciones y controles aplicables a la protección de los depositantes e inversores.

El resto de la norma apenas contempla nuevas menciones dignas de reseñar. Respecto a los fondos propios, la Directiva precisa los criterios mínimos a los que deben ajustarse las distintas rúbricas contables que los integran. Asimismo, establece, en función de la calidad de los mismos, una distinción entre las rúbricas que constituyen los fondos propios de base y las que constituyen los fondos propios complementarios (estos últimos no deben representar más del 100% de los fondos propios de base). Los requisitos mínimos de capital deben ser proporcionales a los riesgos contemplados. En particular, las exigencias deben reflejar la reducción de los niveles de riesgo que puede obtenerse gracias a la presencia de un número elevado de riesgos relativamente bajos.

En cuanto a la responsabilidad en materia de supervisión de la solidez financiera de una entidad de crédito y, en particular, de su solvencia, continúa correspondiendo al Estado miembro de origen de la entidad, mientras que la autoridad competente del Estado miembro de acogida deberá ser responsable en materia de supervisión de la liquidez de las sucursales y de políticas monetarias. La supervisión del riesgo de mercado debe ser objeto de una estrecha colaboración entre las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y de acogida. Tal como estaba establecido, los Estados miembros podrán denegar o retirar la autorización bancaria cuando consideren que la estructura del grupo es inadecuada para el ejercicio de las actividades bancarias, en particular porque estas no podrían supervisarse de forma satisfactoria.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán, antes del 31 de diciembre de 2006, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para que se cumplan los distintos apartados de esta Directiva, no incluidos en directivas anteriores que han sido motivo de refundición, siendo aplicables, por tanto, a partir del 1 de enero de 2007.

***Directiva europea sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición)***

La Directiva 93/6/CEE, del Consejo, de 15 de marzo<sup>13</sup>, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (en adelante, las entidades), avanzó en la armonización de los elementos que se consideraban básicos para garantizar el reconocimiento mutuo, tanto de las autorizaciones como de los sistemas de supervisión prudencial de las empresas de inversión y de las entidades de crédito. En especial, reguló la definición de los fondos propios, la supervisión de los riesgos de mercado y el control de los grandes riesgos en los que incurren las empresas de inversión, así como la supervisión en base consolidada de los grupos de entidades de crédito que contengan subgrupos de empresas de inversión.

Desde esa fecha, la Directiva ha sido modificada de forma sustancial en numerosas ocasiones<sup>14</sup>, por lo que el legislador ha considerado oportuno refundirla mediante la *Directiva*

---

**13.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1993, Banco de España, pp. 108 y 109. **14.** Las modificaciones más sustanciales han sido las siguientes: la Directiva 98/31/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio, por la que se modifica la Directiva 93/6/CEE, del Consejo, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito; la Directiva 98/33/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio, por la que se modifican las directivas 77/780/CEE, 89/647/CEE y 93/6/CEE; la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y por la que se modifican las directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE, del Consejo, y las directivas 98/78/CE y 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo; la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE, del Consejo, y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, y la Directiva 2005/1/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo, por la que se modifican las directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE, del Consejo, y las directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, a fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros.

2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 14 de junio (DOUE del 30), sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición), que deroga la 93/06/CEE.

La Directiva refundida incorpora, entre otros aspectos, los objetivos fijados por la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril<sup>15</sup>, relativa a los mercados de instrumentos financieros, es decir, la coordinación de las normas que regulaban la autorización y el ejercicio de la actividad de las empresas de inversión. En concreto, que dichas empresas pudieran crear sucursales y prestar servicios libremente en otros Estados miembros, sobre la base de la autorización y supervisión del país de origen.

Del mismo modo, la Directiva asume las disposiciones del acuerdo marco de Basilea II relativas a la cartera de negociación. No obstante, recoge referencias a elementos desarrollados en la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (comentada en el epígrafe anterior), como son la definición de fondos propios que deben servir como base para determinar los fondos propios de las empresas de inversión y de las entidades de crédito, o el tratamiento del riesgo de crédito y del riesgo operacional. Establece, además, normas complementarias específicas que tienen en cuenta el diferente alcance de las exigencias de capital relacionadas con el riesgo de mercado; todo ello con el fin de fortalecer el sistema financiero comunitario y evitar distorsiones de la competencia.

Por otro lado, la Directiva establece normas comunes con relación a los riesgos de mercado de las entidades de crédito y proporciona un marco complementario para la supervisión de riesgos de las empresas de inversión, entre otros, los riesgos de mercado y, más particularmente, los riesgos de posición, de liquidación, contraparte y de tipo de cambio.

El resto de la norma presenta algunas otras novedades de menor entidad. Así, establece que las exigencias mínimas de capital se apliquen tomando como base la situación financiera consolidada del grupo para garantizar una solvencia adecuada de las entidades de un grupo. Del mismo modo, detalla las exigencias mínimas de capital que se aplicarán a cada una de las entidades individuales del grupo para garantizar que los fondos propios se distribuyen adecuadamente dentro del grupo y que están disponibles para proteger las inversiones cuando sea necesario, a menos que dicho objetivo pudiera lograrse de manera efectiva de otro modo. También establece un marco común de supervisión de las empresas de inversión en base consolidada.

Asimismo, obliga a las entidades a que garanticen un capital interno que, a la vista de los riesgos a los que están o podrían estar expuestos, resulta adecuado en cantidad, calidad y distribución. Así, las entidades deben contar con estrategias y procesos para evaluar y mantener la adecuación de su capital interno. Las autoridades competentes deben evaluar la adecuación de los fondos propios de las entidades a la vista de los riesgos a los que estas últimas están expuestas.

Por otro lado, la Directiva emplaza a las autoridades competentes para que evalúen la adecuación de los fondos propios de las entidades a la vista de los riesgos a los que estas últimas están expuestas. Por el mismo motivo, y con el fin de garantizar que las entidades comunitarias que operan en varios Estados miembros no soporten una carga desproporcionada como

---

<sup>15</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2004», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2004, Banco de España, pp. 130 a 134.

resultado de las responsabilidades de autorización y supervisión que siguen correspondiendo a las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros, se aumenta de manera significativa la cooperación entre autoridades competentes, reforzando el papel de la autoridad responsable de la supervisión consolidada.

Con el fin de aumentar la disciplina del mercado y de estimular a las entidades a mejorar su estrategia de mercado, el control de riesgos y la organización de la gestión interna, las entidades deben facilitar la información pública oportuna.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán, antes del 31 de diciembre de 2006, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para que se cumplan los apartados de esta Directiva, no incluidas en directivas anteriores que han sido motivo de refundición, siendo aplicables a partir del 1 de enero del próximo año.

***Directiva relativa  
a la auditoría legal  
de las cuentas anuales  
y de las cuentas  
consolidadas***

Varias directivas comunitarias en vigor<sup>16</sup> exigen que, cuando una entidad audite sus cuentas anuales individuales o consolidadas, estas sean auditadas por una o más personas autorizadas. Asimismo, las condiciones para la autorización de las personas responsables de efectuar la auditoría legal se establecieron en la octava Directiva 84/253/CEE, del Consejo, de 10 de abril, relativa a la autorización de las personas encargadas del control legal de documentos contables.

La falta de un planteamiento armonizado en esta área y los escándalos contables que se habían producido en Europa han sido el motivo de la publicación de la *Directiva 2006/43/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo* (DOUE de 9 de junio), relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE, del Consejo, y se deroga la Directiva 84/253/CEE, del Consejo.

La Directiva armoniza en gran medida los requisitos de la auditoría legal. En concreto, exige: la aplicación de un único grupo de normas internacionales de auditoría adoptadas por la Comisión; la actualización y unificación de los requisitos de formación y cualificación de los auditores (que incluyen el conocimiento de las normas internacionales de contabilidad y auditoría); la definición de una ética profesional y una mayor cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros, así como entre estas autoridades y las autoridades de terceros países, para seguir aumentando y armonizando la calidad de la auditoría legal en el ámbito de la Unión Europea.

Asimismo, con el fin de proteger a terceros, la Directiva establece que todos los auditores y las sociedades de auditoría autorizados se deberán inscribir en un registro que sea accesible al público por medios electrónicos y contenga información básica sobre los auditores legales y las sociedades de auditoría.

Los auditores legales deberán sujetarse a una ética profesional que abarque, al menos, su función de interés público, su integridad y objetividad, así como su competencia profesional y diligencia debida, dado que la buena calidad de las auditorías contribuye al correcto funcionamiento de los mercados, al incrementar la integridad y la eficiencia de los estados financieros.

---

**16.** La Directiva 78/660/CEE, del Consejo, de 25 de julio, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad; la Directiva 83/349/CEE, del Consejo, de 13 de junio, relativa a las cuentas consolidadas; la Directiva 86/635/CEE, del Consejo, de 8 de diciembre, relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras, y la Directiva 91/674/CEE, del Consejo, de 19 de diciembre, relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros.

La norma exige que los auditores legales y las sociedades de auditoría sean independientes cuando realicen auditorías legales. Podrán informar a la entidad auditada de los asuntos derivados de la auditoría, pero deben abstenerse de participar en los procesos de toma de decisiones internos de la entidad auditada. Los auditores deberán documentar en sus papeles de trabajo todas las amenazas significativas a su independencia, así como las salvaguardias aplicadas para atenuarlas. Si se encontraran en una situación en la que la importancia de las amenazas para su independencia, incluso tras la aplicación de salvaguardias para mitigarlas, fuera demasiado grande, deberán renunciar al contrato de auditoría o abstenerse de ejecutarlo.

En el caso de cuentas consolidadas, se exige que el auditor del grupo tenga responsabilidad plena del informe de auditoría. A tal efecto, tendrá que revisar y guardar la documentación de su evaluación del trabajo de auditoría realizado por auditores de terceros países.

Por otro lado, la norma señala que los Estados miembros se asegurarán de que todos los auditores legales y las sociedades de auditoría estén sujetos a un sistema de control de calidad que cumpla determinados criterios, y que se organice independientemente de aquellos. Los Estados miembros deberán organizar el sistema de control de calidad, de tal manera que los auditores se sometan a una revisión, al menos, cada seis años (que se reduce a tres para los auditores de entidades de interés público). También se asegurarán de que existan sistemas efectivos de investigación y sanciones para detectar, corregir y prevenir la ejecución inadecuada de la auditoría legal, para lo que contarán con un sistema de sanciones efectivas, proporcionadas y disuasorias cuando las auditorías legales no se realicen con arreglo a lo dispuesto en esta Directiva.

Del mismo modo, se emplaza a los Estados miembros para que organicen un sistema efectivo de supervisión pública de los auditores legales y de las sociedades de auditoría sobre la base del control en el país de origen. Los mecanismos normativos de supervisión pública permitirán una cooperación efectiva a escala comunitaria entre las actividades de supervisión de los Estados miembros. Dicho sistema estará gestionado por mayoría de personas ajenas a la profesión, pero con conocimientos sobre los temas relacionados con la auditoría legal. También se prevé la colaboración con terceros países, sobre la base de los principios de equivalencia y reciprocidad.

El auditor legal o la sociedad de auditoría deberán ser designados por la junta general de accionistas o miembros de la entidad auditada. Para proteger la independencia del auditor, su ceso solo será posible cuando existan causas justificadas, y que estas sean comunicadas a las autoridades responsables de la supervisión pública.

Por otro lado, la Directiva regula disposiciones especiales para la auditoría legal de las entidades de interés público. Entre otras, exige que los auditores de entidades de interés público publiquen en sus sitios de Internet un informe anual de transparencia y estén sujetos a requerimientos adicionales de independencia, en particular a un período mínimo de rotación de siete años para el principal socio auditor. El requerimiento más importante es que las entidades de interés público deberán contar con un *comité de auditoría*, facultando a los Estados miembros a que concreten las funciones que podrán ser asignadas a dicho comité o a un órgano que realice tareas equivalentes, y que incluirán, entre otras, la supervisión del proceso de presentación de la información financiera, de la eficacia del control interno de la empresa, de la auditoría legal de las cuentas anuales y consolidadas, y de la independencia del auditor legal o de la sociedad de auditoría.

Los Estados miembros podrán decidir, asimismo, eximir del requisito de disponer de un comité de auditoría a las entidades de interés público que sean organismos de inversión colectiva

cuyos valores mobiliarios se admiten a negociación en un mercado regulado. Esta opción se fundamenta en lo siguiente. Por una parte, si el organismo de inversión colectiva funciona únicamente al objeto de reunir los valores, la utilización de un comité de auditoría no siempre resultará adecuada. Además, la información financiera y los riesgos relacionados no son comparables con los vinculados a otras entidades de interés público. Por último, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades de gestión operan en un entorno normativo estrictamente definido y están sometidos a mecanismos específicos de administración, como los controles ejercidos por su depositario.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán, antes del 29 de junio de 2008, las disposiciones necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en esta Directiva.

***Impuesto sobre la renta de no residentes: acreditación de la residencia***

El Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre<sup>17</sup>, de las IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005<sup>18</sup>, de 4 de noviembre, establecía como novedad la posibilidad de que las acciones y las participaciones de IIC españolas se comercializaran en otros países a través de las entidades legalmente habilitadas en estos casos para realizar la actividad de comercialización, siempre que se cumplieran determinados requisitos. Las rentas obtenidas por no residentes pueden resultar exentas en virtud de la normativa interna española (en el caso de ganancias patrimoniales) o sometidas a una tributación reducida (en el caso de distribución de beneficios).

De acuerdo con las normas generales actualmente vigentes, para efectuar las retenciones aplicando esos tipos limitados, así como en los supuestos en que no proceda practicar retención o ingreso a cuenta, se requería un certificado de residencia fiscal de cada uno de los contribuyentes, expedido por la correspondiente autoridad fiscal, conforme al procedimiento que determinaría el Ministerio de Economía y Hacienda.

En virtud de lo anterior, la *Orden EHA/1674/2006, de 24 de mayo* (BOE de 1 de junio), ha establecido, para las rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente en el ámbito del impuesto sobre la renta de no residentes, un procedimiento especial de acreditación de la residencia de ciertos accionistas o partícipes no residentes, en el supuesto de contratos de comercialización transfronteriza de acciones o participaciones de IIC españolas. También ha regulado las obligaciones de suministro de información de estas entidades a la administración tributaria española.

Este procedimiento tiene dos finalidades. En primer lugar, para justificar la práctica de retenciones o ingresos a cuenta cuando se aplique un límite de imposición fijado en un Convenio para evitar la doble imposición, o cuando no se practique retención y se haya suscrito un Convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información.

En segundo lugar, aun en el caso de que no se aplicara un tipo limitado inferior al interno o una exención al practicar la retención, a través de este procedimiento la entidad comercializadora acredita ante el obligado que las rentas obtenidas por todos sus clientes tributan como rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente (siempre dentro del ámbito del impuesto sobre la renta de no residentes).

Este procedimiento especial se basa en un certificado de residencia fiscal de carácter global, sin identificación de los contribuyentes, emitido por la entidad comercializadora extranjera,

---

17. Véase referencia de la nota 2. 18. Véase referencia de la nota 3.

que esta deberá enviar a la entidad gestora o sociedad de inversión con ocasión de la percepción de beneficios o de reembolsos o transmisiones de participaciones o acciones de IIC, y que servirá como documento acreditativo de la residencia fiscal a los efectos señalados en los párrafos anteriores.

Por último, en la Orden se regulan las obligaciones informativas impuestas a las entidades comercializadoras en el extranjero y el procedimiento para el cumplimiento de tales obligaciones. La comercializadora habrá de remitir a la administración tributaria española, en los tres primeros meses del año siguiente al que se refiera la información, una relación anual individualizada de perceptores y transmitentes, y de posiciones inversoras a 31 de diciembre de todos sus clientes. Asimismo, la comercializadora extranjera deberá comunicar a la entidad gestora, o a la sociedad de inversión, que ha efectuado dicha remisión.

***Adaptación del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas***

La Directiva 2003/51/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio<sup>19</sup>, entre otras aspiraciones, tenía como finalidad aumentar la transparencia financiera de las sociedades cotizadas, por lo que eliminaba alguna de las excepciones previstas a las sociedades cuyos valores mobiliarios estén admitidos a negociación en un mercado regulado de cualquier Estado miembro (sociedades cotizadas), como era, entre otros aspectos, el de permitir que determinadas sociedades formularan las cuentas anuales de forma abreviada.

Con ese mismo objetivo, se ha publicado la *Ley 7/2006, de 24 de abril* (BOE del 25), por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de transponer la Directiva 2003/51/CE. De este modo, a partir del pasado 26 de abril (fecha de la entrada en vigor de la norma) las sociedades cotizadas, es decir, cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea, no podrán formular balances ni cuenta de pérdidas y ganancias abreviados.

7.7.2006.

---

**19.** Esta Directiva modificó las directivas 78/660/CEE, de 25 de julio; 83/349/CEE, de 13 de junio; 86/635/CEE, de 8 de diciembre, y 91/674/CEE, de 19 de diciembre, sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.

## INDICADORES ECONÓMICOS

### **Novedades**

#### ***Indicador 8.6***

Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España

Se ha incorporado una columna nueva como detalle de los valores distintos de acciones que incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras. Como se explica en la nota (b) del indicador los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

## ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en la Red (<http://www.bde.es/estadis/cdoe/cero.htm>).

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

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2001=100 33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100 34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro 35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España 36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España 37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup> 38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup> 39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE) 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 (BE) 41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones 42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones 43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial 44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE) 45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE) 46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE) 47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE) 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 (BE) 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 (BE) 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 (BE) 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 (BE) 52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE) 53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE) 56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE) 57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE) 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 (BE) 61*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo <sup>1</sup> (BE) 62*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002) <sup>1</sup> (BE) 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)**

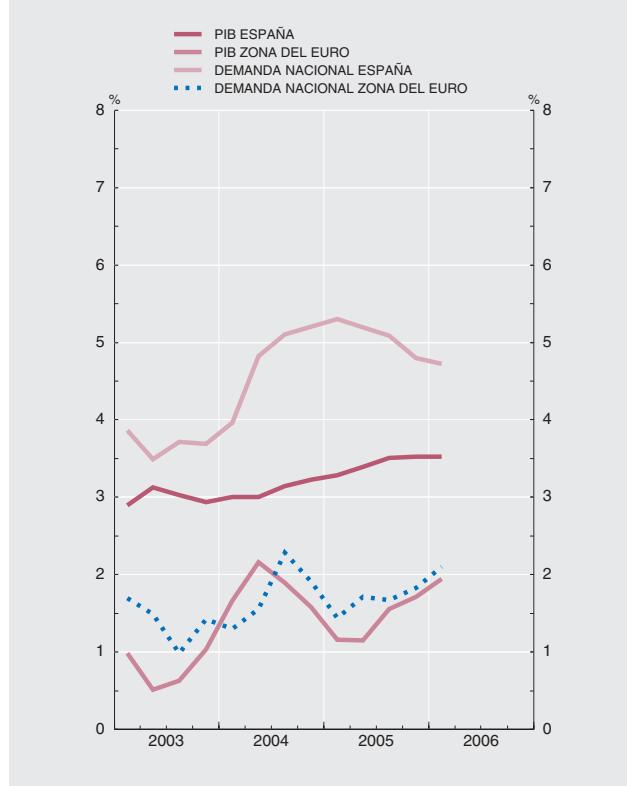
■ Serie representada gráficamente.

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	
03	P	3,0	0,8	2,6	1,2	4,8	1,7	5,6	0,8	3,7	1,4	3,6	1,3	6,0	3,1	781	7 459
04	P	3,1	1,8	4,4	1,4	6,0	1,0	4,9	1,8	4,8	1,8	3,3	6,1	9,3	6,2	837	7 738
05	P	3,4	1,4	4,4	1,4	4,5	1,3	7,2	2,6	5,1	1,7	1,0	4,0	7,1	4,9	904	7 993
03 //	P	3,1	0,5	2,0	1,4	4,4	1,5	6,0	1,4	3,5	0,5	3,6	-0,3	4,8	2,4	193	1 851
///	P	3,0	0,6	2,8	1,0	4,5	1,7	5,3	1,1	3,7	0,6	4,1	1,1	6,4	2,1	197	1 876
/IV	P	2,9	1,0	3,0	1,0	4,8	1,5	4,8	0,9	3,7	1,0	2,2	1,7	5,1	3,0	200	1 891
04 /	P	3,0	1,7	3,3	1,5	5,5	1,4	4,1	1,3	4,0	1,7	4,0	4,5	7,4	3,6	204	1 910
//	P	3,0	2,2	4,8	1,3	6,0	1,1	4,1	1,9	4,8	2,2	3,0	7,9	9,6	6,5	207	1 930
///	P	3,1	1,9	4,7	1,1	6,5	1,0	5,3	2,0	5,1	1,9	3,7	6,2	10,5	7,6	211	1 942
/IV	P	3,2	1,6	4,7	1,8	6,0	0,5	5,8	1,9	5,2	1,6	2,7	5,7	9,7	6,9	215	1 955
05 /	P	3,3	1,2	4,6	1,3	5,2	0,8	7,0	1,6	5,3	1,2	-1,4	3,5	6,2	4,5	220	1 970
//	P	3,4	1,1	4,6	1,5	4,0	1,1	7,6	2,5	5,2	1,1	1,3	2,7	7,9	4,4	223	1 986
///	P	3,5	1,6	4,3	1,8	4,2	1,5	7,3	3,2	5,1	1,6	2,1	4,9	7,8	5,4	229	2 007
/IV	P	3,5	1,7	4,0	1,0	4,6	1,6	6,8	2,9	4,8	1,7	1,9	4,8	6,6	5,3	233	2 030
06 /	P	3,5	1,9	3,9	1,7	4,7	1,8	6,2	2,9	4,7	1,9	9,1	8,3	12,4	9,0	237	2 048

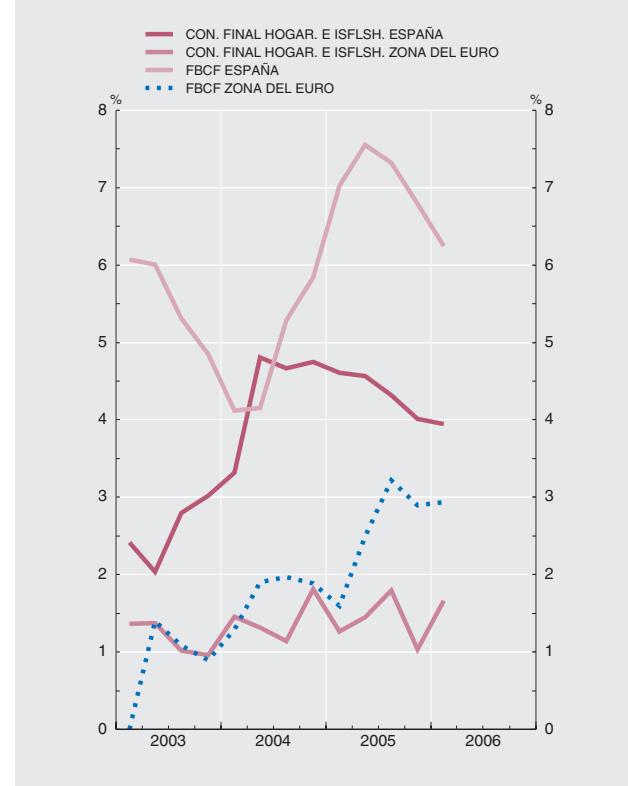
**PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO**  
Tasas de variación interanual

Tasas de variación interanual



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

Tasas de variación interanual



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

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3,75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

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

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

g. Miles de millones de euros.

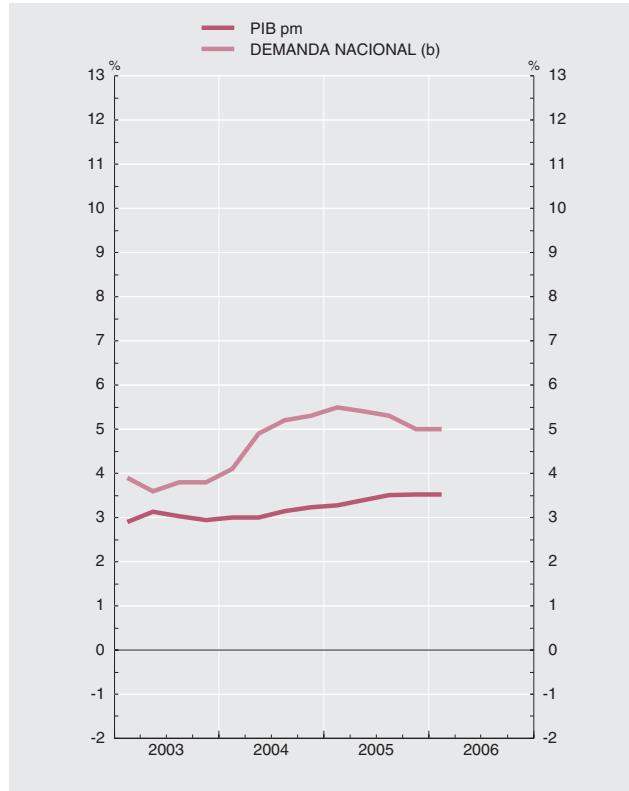
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

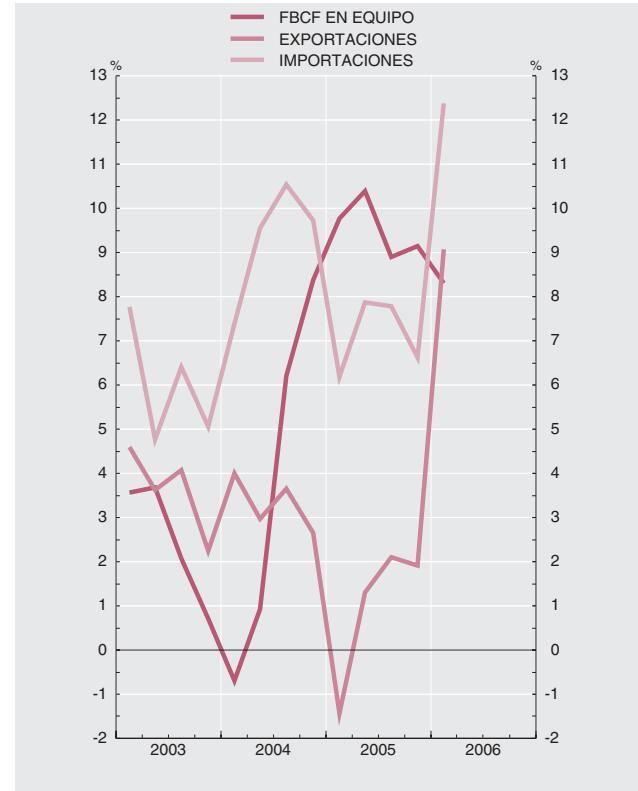
Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
	Total	Equipo	Construcción	Otros productos			Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demandada nacional (b) (c)	PIB
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	4,9	3,1
05	P	7,2	9,5	6,0	7,6	-0,0	1,0	-0,4	1,9	6,4	7,1	7,0	22,2	4,5	5,3	3,4
03 //	P	6,0	3,7	6,4	8,1	0,0	3,6	3,8	4,8	1,6	4,8	4,9	3,5	4,3	3,6	3,1
//	P	5,3	2,1	6,0	8,2	0,0	4,1	5,9	0,3	0,5	6,4	7,2	5,7	2,7	3,8	3,0
/V	P	4,8	0,7	6,0	7,3	-0,1	2,2	3,9	-1,0	-1,3	5,1	5,4	10,1	2,6	3,8	2,9
04 I	P	4,1	-0,7	6,1	5,2	0,1	4,0	5,3	1,0	1,5	7,4	7,7	17,3	4,3	4,1	3,0
II	P	4,1	0,9	5,5	4,2	0,0	3,0	5,1	-4,6	2,0	9,6	10,3	20,2	4,1	4,9	3,0
III	P	5,3	6,2	5,3	4,1	-0,0	3,7	4,7	0,6	2,5	10,5	11,6	20,5	3,5	5,2	3,1
/V	P	5,8	8,4	5,2	4,2	-0,0	2,7	2,3	2,8	4,3	9,7	10,6	24,0	2,7	5,3	3,2
05 I	P	7,0	9,8	6,0	6,5	-0,0	-1,4	-2,8	1,0	2,1	6,2	7,6	21,0	-3,3	5,5	3,3
II	P	7,6	10,4	6,2	8,1	-0,1	1,3	1,9	-4,9	5,4	7,9	8,4	23,7	2,2	5,4	3,4
III	P	7,3	8,9	6,3	8,5	-0,0	2,1	-0,3	7,4	7,1	7,8	7,0	23,9	8,5	5,3	3,5
/V	P	6,8	9,1	5,6	7,5	-0,1	1,9	-0,6	4,1	11,1	6,6	5,3	20,1	10,7	5,0	3,5
06 I	P	6,2	8,3	5,8	4,9	0,0	9,1	12,7	-8,7	13,4	12,4	11,6	14,6	16,1	5,0	3,5

**PIB. DEMANDA INTERNA**  
Tasas de variación interanual



**PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA**  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

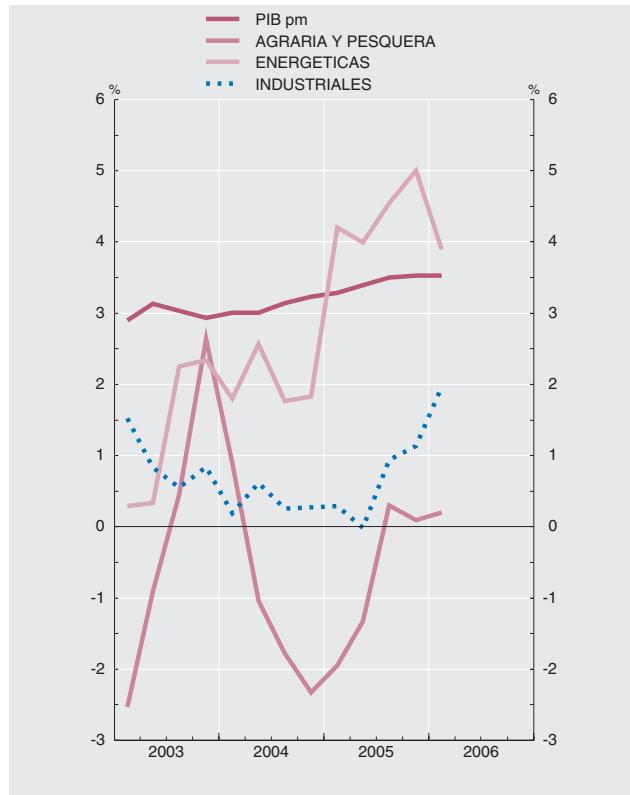
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

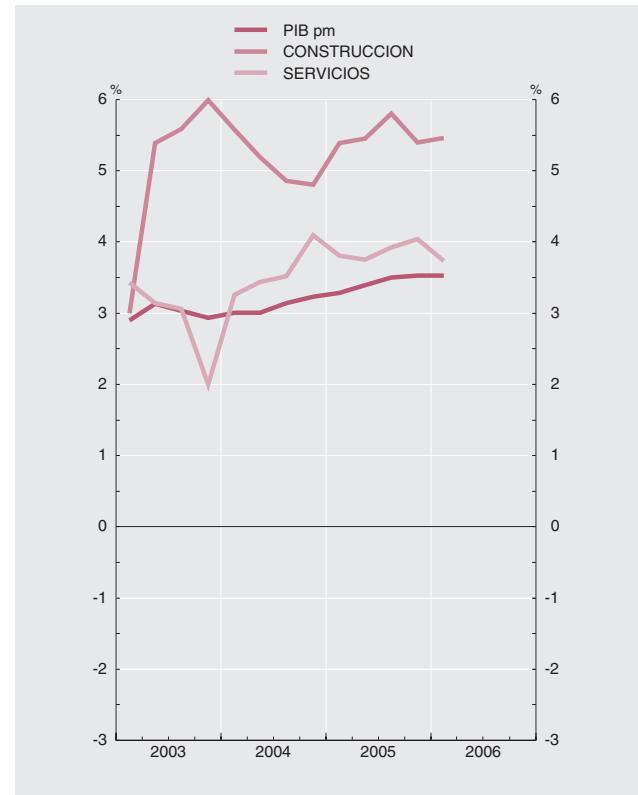
Tasas de variación interanual

	1	2	3	4	5	6	Ramas de los servicios			9	10	11
							7	8	9			
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
05	P	3,4	-0,7	4,4	0,6	5,5	3,9	4,0	3,5	4,4	3,6	2,9
03 //	P	3,1	-0,9	0,3	0,8	5,4	3,1	2,8	4,4	6,7	5,5	8,1
//	P	3,0	0,4	2,3	0,6	5,6	3,1	2,9	3,8	3,8	8,1	9,1
/V	P	2,9	2,6	2,3	0,8	6,0	2,0	1,5	3,7	9,3	8,4	11,1
04 /	P	3,0	0,9	1,8	0,2	5,6	3,3	3,2	3,3	0,4	12,4	11,3
//	P	3,0	-1,0	2,6	0,6	5,2	3,4	3,5	3,3	-0,4	12,9	9,6
///	P	3,1	-1,8	1,8	0,3	4,9	3,5	3,5	3,7	5,6	10,8	5,4
/V	P	3,2	-2,3	1,8	0,3	4,8	4,1	4,1	4,1	4,4	12,0	0,3
05 /	P	3,3	-1,9	4,2	0,3	5,4	3,8	3,8	3,8	5,0	9,8	2,2
//	P	3,4	-1,3	4,0	-0,0	5,4	3,8	3,9	3,0	6,8	3,4	3,6
///	P	3,5	0,3	4,5	0,9	5,8	3,9	4,0	3,5	3,5	0,6	2,8
/V	P	3,5	0,1	5,0	1,1	5,4	4,0	4,1	3,8	2,5	1,0	2,9
06 /	P	3,5	0,2	3,9	2,0	5,5	3,7	3,7	3,8	3,5	1,0	3,5

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).

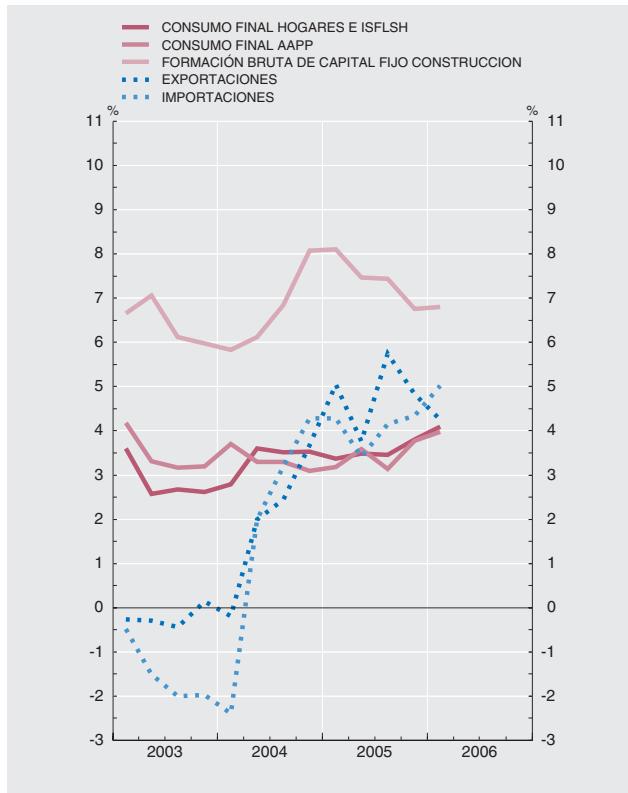
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

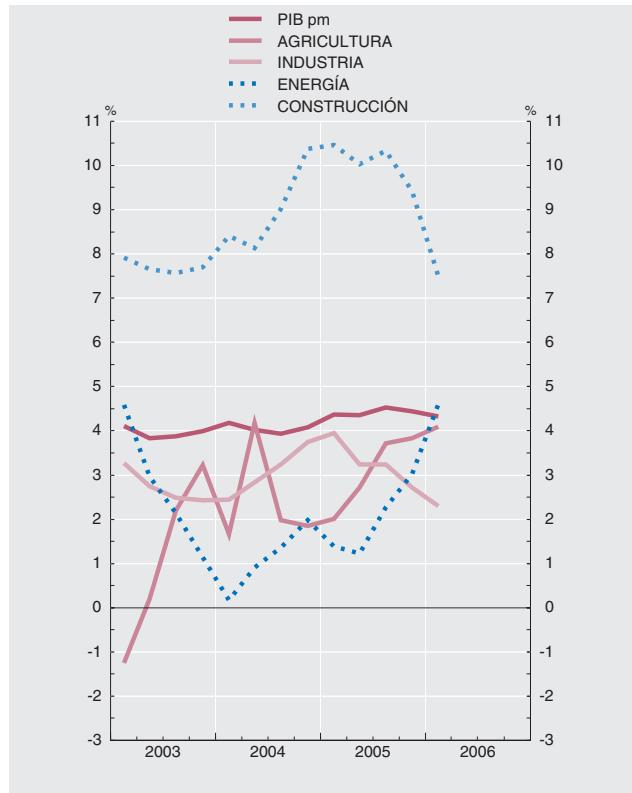
Tasas de variación interanual

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

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).

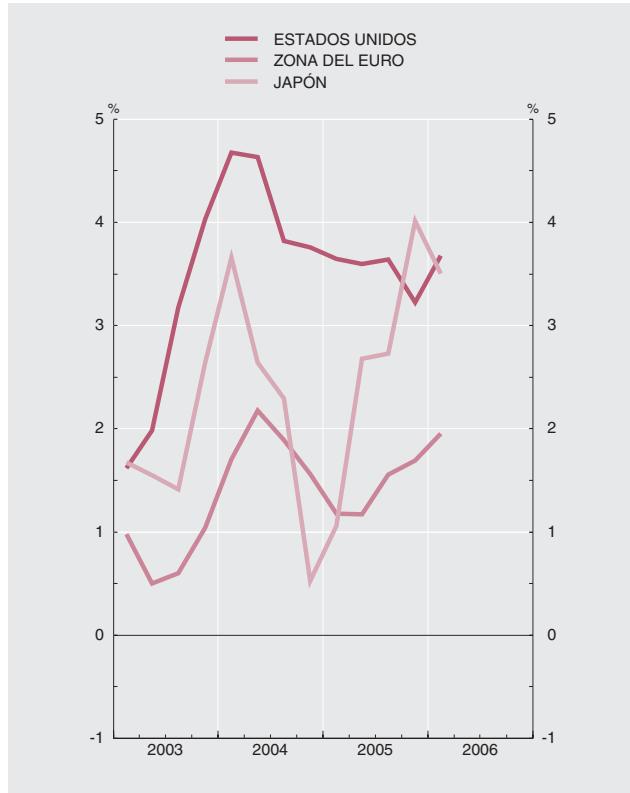
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3,75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

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

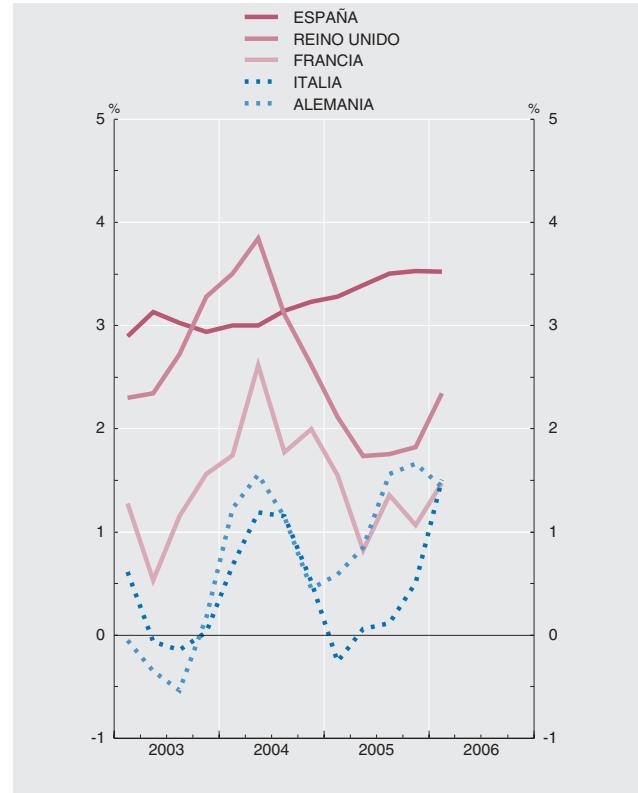
■ Serie representada gráficamente.

	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	
03	2,0	1,1	0,8	-0,2	3,0	2,7	1,1	0,1	1,8	2,7	
04	3,3	2,1	1,8	1,1	3,1	4,2	2,0	0,9	2,3	3,3	
05	2,8	1,5	1,4	1,2	3,4	3,5	1,2	0,1	2,6	1,9	
03 /	1,7	1,2	1,0	-0,1	2,9	1,6	1,3	0,6	1,7	2,3	
//	1,6	0,8	0,5	-0,3	3,1	2,0	0,5	-0,1	1,5	2,3	
///	2,0	1,0	0,6	-0,5	3,0	3,2	1,2	-0,1	1,4	2,7	
/V	2,8	1,5	1,0	0,2	2,9	4,0	1,6	0,0	2,6	3,3	
04 /	3,5	2,1	1,7	1,2	3,0	4,7	1,7	0,7	3,7	3,5	
//	3,7	2,5	2,2	1,6	3,0	4,6	2,6	1,2	2,6	3,8	
///	3,2	2,2	1,9	1,1	3,1	3,8	1,8	1,2	2,3	3,1	
/V	2,8	1,8	1,6	0,5	3,2	3,8	2,0	0,5	0,5	2,6	
05 /	2,5	1,4	1,2	0,6	3,3	3,6	1,6	-0,3	1,1	2,1	
//	2,7	1,3	1,2	0,8	3,4	3,6	0,8	0,1	2,7	1,7	
///	2,9	1,7	1,6	1,6	3,5	3,6	1,4	0,1	2,7	1,8	
/V	2,9	1,8	1,7	1,7	3,5	3,2	1,1	0,5	4,0	1,8	
06 /	...	2,1	2,0	1,4	3,5	3,7	1,5	1,5	3,5	2,3	

### PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



### PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

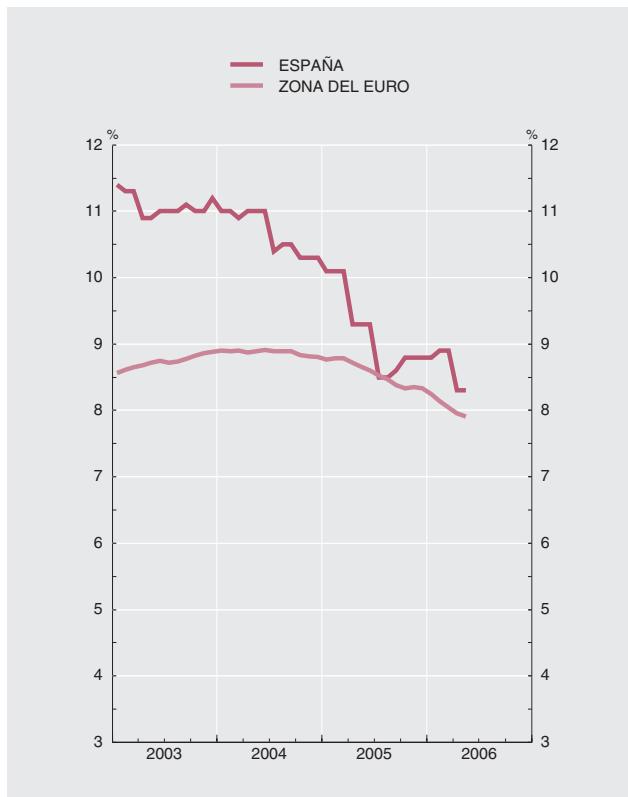
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

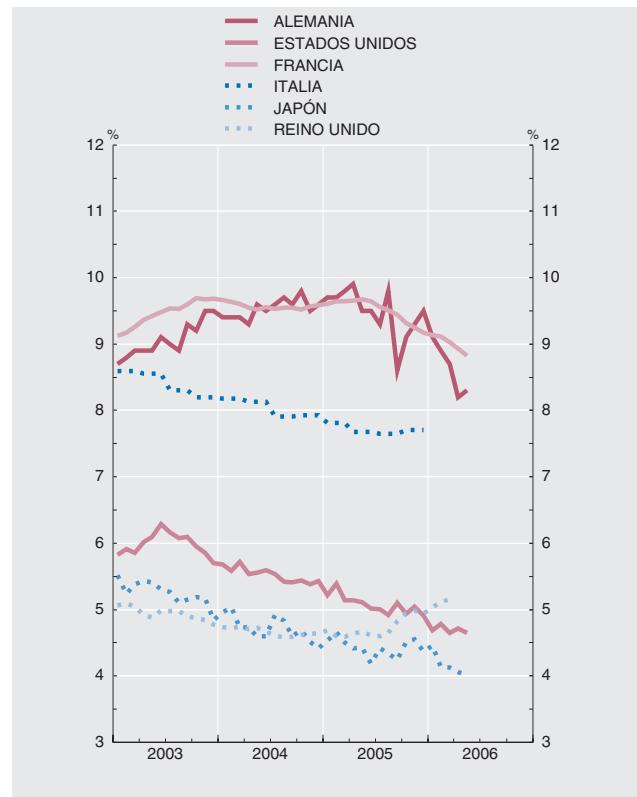
■ Serie representada gráficamente.

	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	
03	7,1	8,0	8,7	9,1	11,1	6,0	9,5	8,4	5,2	4,9	
04	6,9	8,1	8,9	9,5	10,7	5,5	9,6	8,0	4,7	4,7	
05	6,6	7,8	8,6	9,5	9,2	5,1	9,5	7,7	4,4	4,7	
04 Dic	6,8	8,1	8,8	9,6	10,3	5,4	9,6	7,9	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	10,1	5,4	9,6	7,8	4,7	4,6	
Mar	6,7	8,0	8,8	9,8	10,1	5,1	9,6	7,8	4,5	4,6	
Abr	6,7	8,0	8,7	9,9	9,3	5,1	9,7	7,7	4,4	4,6	
May	6,6	7,9	8,7	9,5	9,3	5,1	9,7	7,7	4,4	4,7	
Jun	6,5	7,9	8,6	9,5	9,3	5,0	9,6	7,7	4,2	4,6	
Jul	6,5	7,8	8,5	9,3	8,5	5,0	9,6	7,7	4,4	4,6	
Ago	6,5	7,8	8,5	9,8	8,5	4,9	9,5	7,7	4,3	4,7	
Sep	6,5	7,7	8,4	8,6	8,6	5,1	9,4	7,7	4,2	4,8	
Oct	6,5	7,7	8,3	9,1	8,8	4,9	9,3	7,7	4,5	5,0	
Nov	6,5	7,7	8,3	9,3	8,8	5,0	9,3	7,7	4,6	5,0	
Dic	6,4	7,7	8,3	9,5	8,8	4,9	9,2	7,7	4,4	4,9	
06 Ene	6,3	7,7	8,2	9,1	8,8	4,7	9,1	...	4,5	5,0	
Feb	6,3	7,6	8,1	8,9	8,9	4,8	9,1	...	4,1	5,1	
Mar	6,2	7,5	8,0	8,7	8,9	4,7	9,0	...	4,1	5,2	
Abr	6,2	7,4	8,0	8,2	8,3	4,7	8,9	...	4,1	...	
May	6,1	7,4	7,9	8,3	8,3	4,7	8,8	...	4,0	...	

### TASAS DE PARO



### TASAS DE PARO



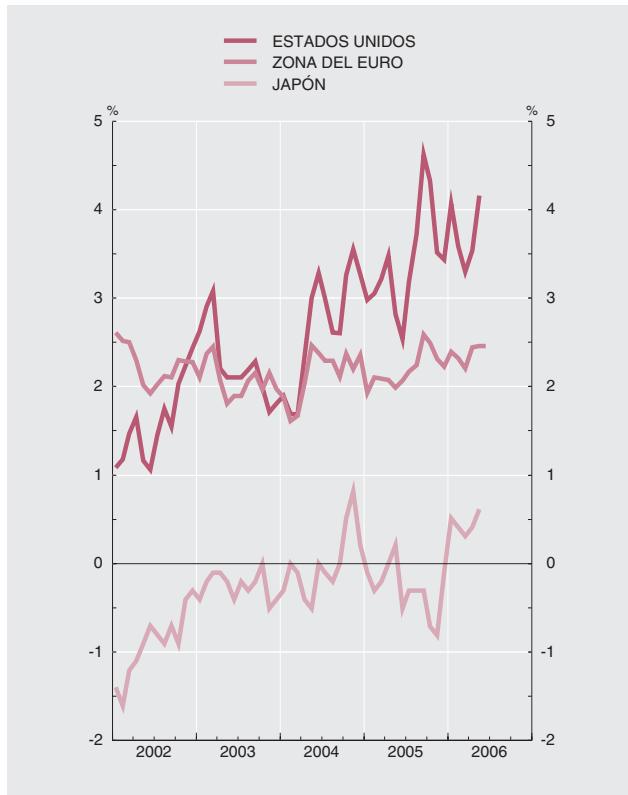
FUENTES: BCE y OCDE.

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

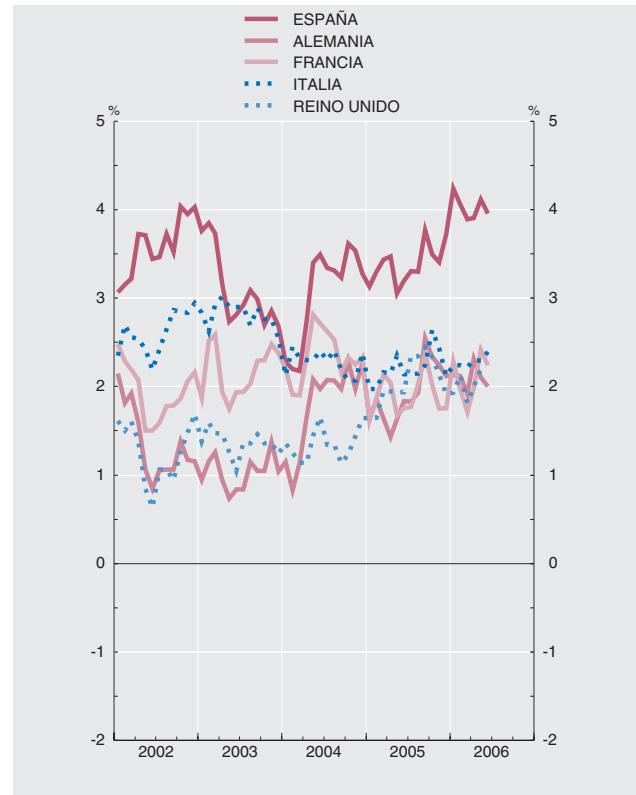
■ Serie representada gráficamente.

	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		
02	2,5	2,1	2,2	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3	
03	2,4	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,3	1,4	
04	2,4	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3	
05	2,6	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1	
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	1,9	3,3	3,1	1,9	2,0	-0,3	1,6	
Mar	2,4	2,0	2,1	1,6	3,4	3,2	2,1	2,2	-0,2	2,0	
Abr	2,7	2,0	2,1	1,4	3,5	3,5	2,0	2,1	-	1,9	
May	2,3	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	2,1	-0,5	1,9	
Jul	2,4	2,2	2,2	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	-0,3	2,4	
Ago	2,8	2,3	2,2	1,9	3,3	3,7	2,0	2,1	-0,3	2,3	
Sep	3,2	2,5	2,6	2,5	3,8	4,6	2,4	2,2	-0,3	2,4	
Oct	3,0	2,4	2,5	2,3	3,5	4,3	2,0	2,6	-0,7	2,3	
Nov	2,5	2,3	2,3	2,2	3,4	3,5	1,8	2,4	-0,8	2,1	
Dic	2,6	2,2	2,2	2,1	3,7	3,4	1,8	2,1	-0,1	1,9	
06 Ene	2,9	2,3	2,4	2,1	4,2	4,1	2,3	2,2	0,5	1,9	
Feb	2,8	2,2	2,3	2,1	4,1	3,6	2,0	2,2	0,4	2,1	
Mar	2,6	2,1	2,2	1,9	3,9	3,3	1,7	2,2	0,3	1,8	
Abr	2,7	2,4	2,4	2,3	3,9	3,5	2,0	2,3	0,4	2,0	
May	3,1	2,4	2,5	2,1	4,1	4,2	2,4	2,3	0,6	2,2	
Jun	...	2,4	2,5	2,0	4,0	...	2,2	2,4	...	...	

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.

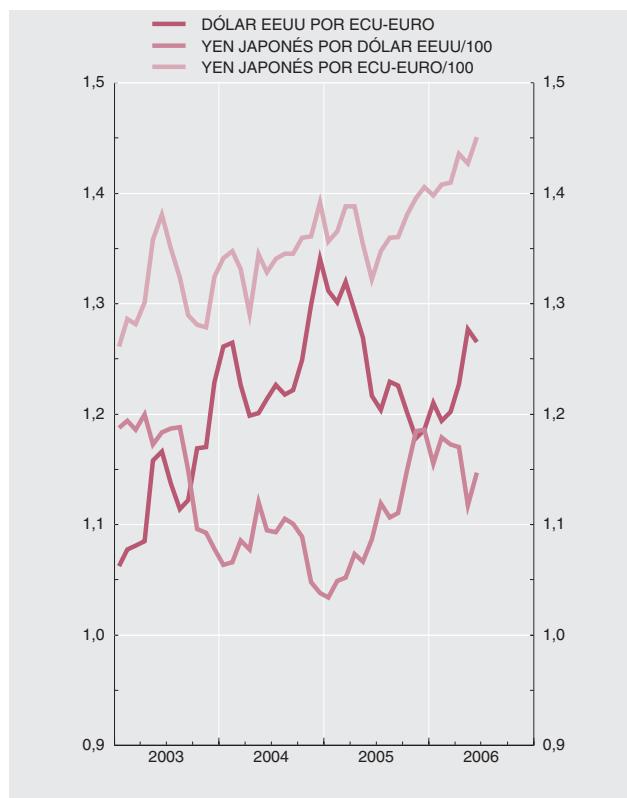
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

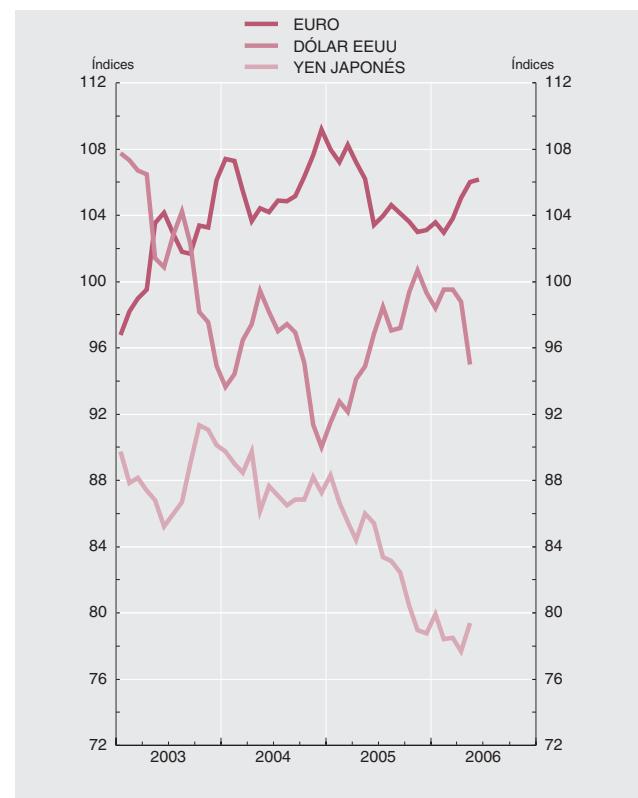
Media de cifras diarias

	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	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	105,2	96,6	87,6
05	1,2445	136,88	110,17	103,0	88,5	99,5	105,2	96,2	83,6	103,6	98,3	84,1
05 E-J	1,2856	136,24	106,02	104,5	86,7	101,7	106,7	93,7	86,0	105,5	95,4	86,2
06 E-J	1,2296	142,16	115,66	102,3	88,8	95,2	104,6	98,2	78,8	103,3	100,9	79,7
05 Abr	1,2938	138,84	107,31	105,1	86,7	100,1	107,2	94,1	84,4	105,8	95,7	84,9
May	1,2694	135,37	106,66	104,0	87,7	101,7	106,2	94,9	86,0	104,6	96,7	86,4
Jun	1,2165	132,22	108,69	101,2	89,4	101,7	103,4	96,9	85,4	102,1	98,6	86,0
Jul	1,2037	134,75	111,94	101,7	90,5	99,5	104,0	98,5	83,4	102,3	100,6	84,1
Ago	1,2292	135,98	110,63	102,3	88,9	99,5	104,6	97,0	83,1	102,9	99,1	84,0
Sep	1,2256	136,06	111,03	101,8	88,5	99,1	104,1	97,2	82,4	101,9	99,8	82,9
Oct	1,2015	138,05	114,90	101,4	90,2	96,8	103,6	99,4	80,4	101,5	102,9	80,8
Nov	1,1786	139,59	118,45	100,7	91,9	94,9	103,0	100,7	79,0	100,9	102,5	80,2
Dic	1,1856	140,58	118,58	100,7	91,3	94,4	103,1	99,3	78,8	101,1	101,8	79,8
06 Ene	1,2103	139,82	115,53	101,4	89,7	96,0	103,6	98,4	79,9	102,0	100,5	80,7
Feb	1,1938	140,77	117,91	100,7	90,6	94,6	103,0	99,5	78,4	101,8	101,0	79,9
Mar	1,2020	140,96	117,27	101,5	90,5	95,0	103,8	99,5	78,5	102,6	101,4	79,8
Apr	1,2271	143,59	117,03	102,7	89,4	94,3	105,1	98,8	77,7	103,8	100,8	78,6
May	1,2770	142,70	111,76	103,8	85,8	96,5	106,0	95,0	79,4	104,9	...	...
Jun	1,2650	145,11	114,72	103,9	87,0	94,6	106,2	...	...	105,0	...	...

### 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.

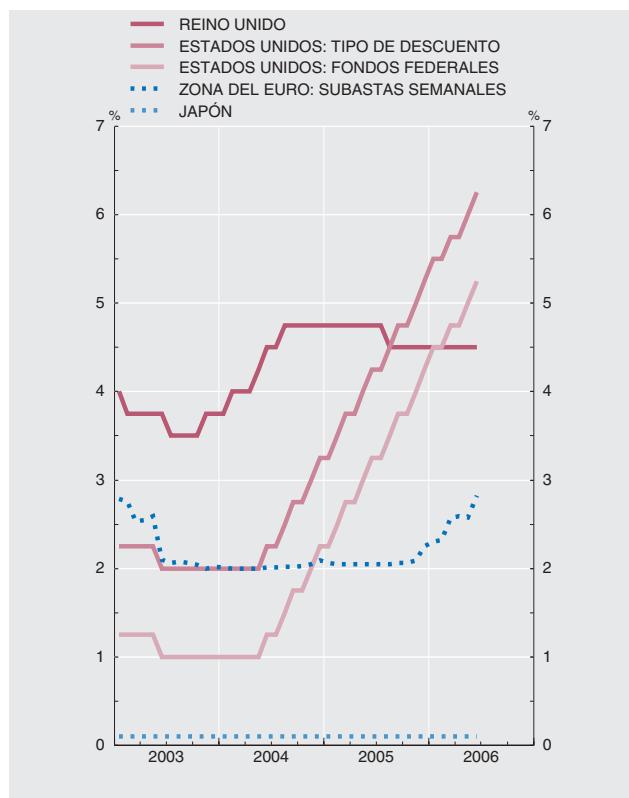
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

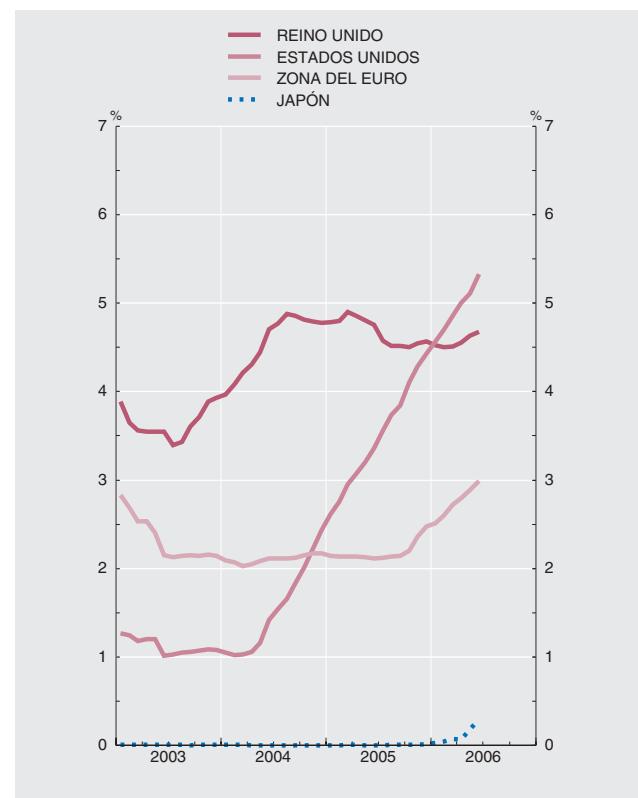
Porcentajes

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	
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
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
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
06 Ene	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,12	2,80	2,51	-	-	4,57	-	-	0,03	4,52
Feb	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,21	2,87	2,60	-	-	4,70	-	-	0,04	4,50
Mar	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,32	2,98	2,72	-	-	4,86	-	-	0,07	4,51
Abr	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,41	3,05	2,79	-	-	5,00	-	-	0,06	4,55
May	2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
Jun	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68

### 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).

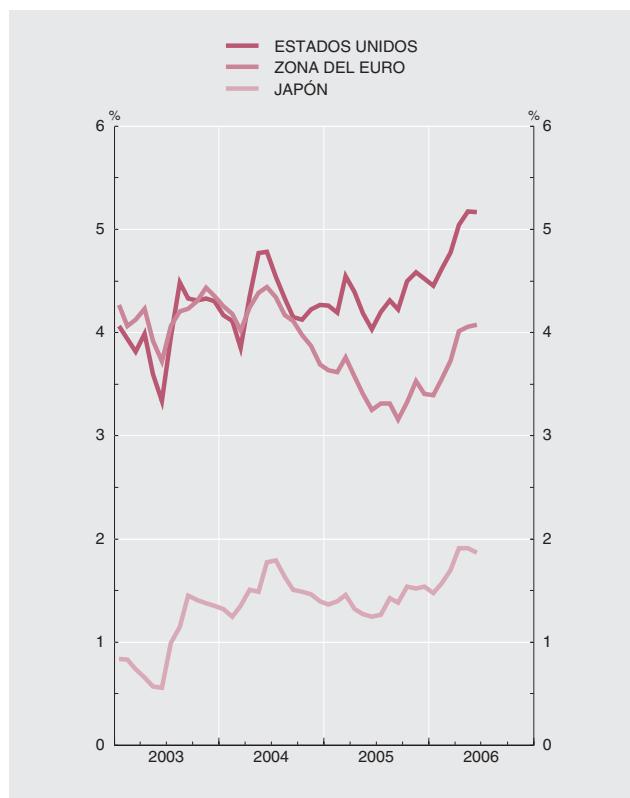
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

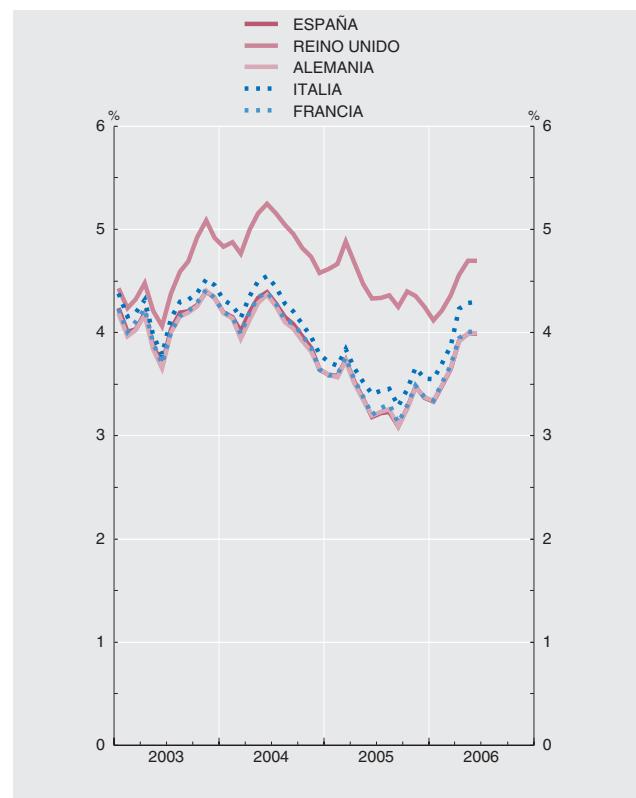
■ Serie representada gráficamente.

	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		
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	
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47	
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	
06 Ene	3,60	3,50	3,39	3,34	3,33	4,45	3,34	3,55	1,47	4,12	
Feb	3,74	3,64	3,55	3,49	3,48	4,61	3,51	3,70	1,57	4,21	
Mar	3,89	3,81	3,73	3,66	3,65	4,78	3,68	3,87	1,70	4,36	
Abr	4,15	4,08	4,01	3,91	3,92	5,04	3,95	4,23	1,91	4,56	
May	4,24	4,15	4,06	3,99	3,99	5,18	4,01	4,29	1,91	4,70	
Jun	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70	

### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

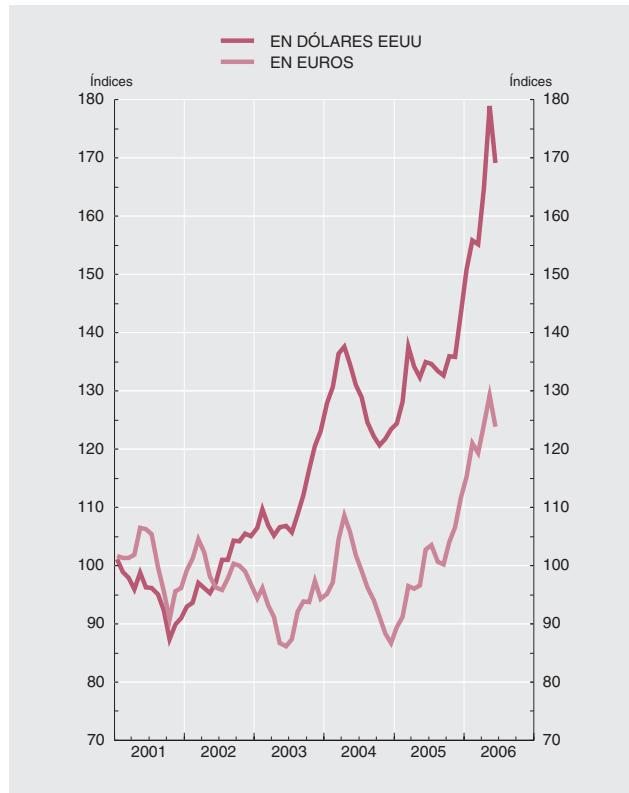
**2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO**

■ Serie representada gráficamente.

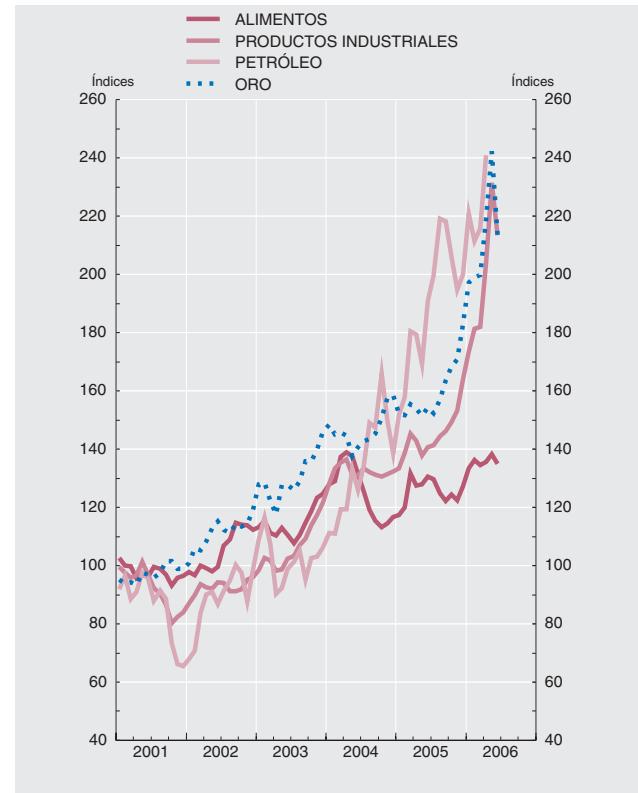
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
		General	General	Alimentos	Productos industriales							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
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	
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53	
05 E-J	95,4	131,9	125,9	139,7	128,2	146,0	171,7	49,3	153,2	427,3	10,70	
06 E-J	122,1	162,5	135,5	197,7	151,3	222,7	...	65,4	211,9	591,0	15,30	
05 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	194,7	55,0	170,9	476,7	13,01	
Dic	111,6	143,3	127,3	163,9	136,0	179,0	200,0	56,5	182,8	509,9	13,81	
06 Ene	115,2	150,9	133,4	173,4	143,0	189,5	220,9	62,9	197,1	549,9	14,53	
Feb	121,0	155,9	136,2	181,3	149,5	198,6	211,5	59,7	198,9	555,0	14,94	
Mar	119,4	155,2	134,4	182,0	148,3	200,3	215,8	61,6	199,7	557,1	14,89	
Abr	124,2	164,7	135,6	203,8	149,0	232,3	240,8	70,4	218,9	610,7	15,99	
May	129,2	178,9	138,2	231,5	156,3	272,5	...	69,4	242,1	675,4	16,96	
Jun	123,8	169,2	135,0	213,3	162,1	241,3	...	68,1	213,4	595,3	14,43	

**ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS**



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

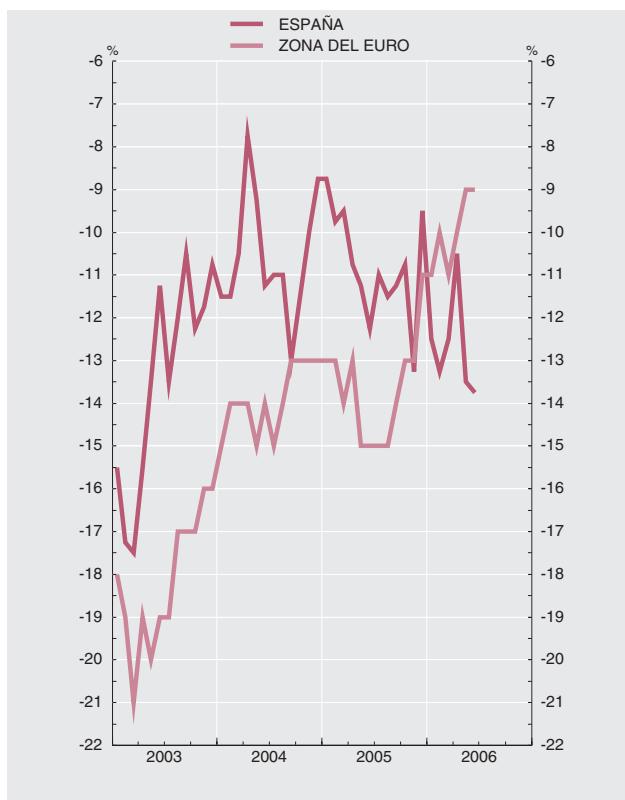
### 3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

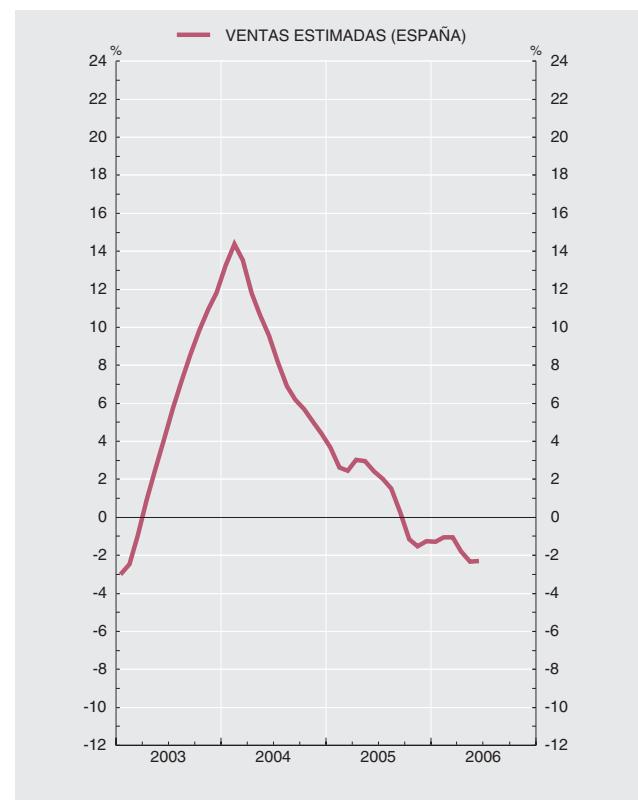
	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles			Comercio al por menor: índice de ventas							
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado		
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista					Nominal	Deflactado (a)	Del cual	Alimentación (b)	Resto (c)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03		-13	-9	-2	-2	-18	-11	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,9	5,2	0,8	4,2	0,7
04	P	-11	-4	-1	-6	-14	-9	10,8	12,2	9,8	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,4
05	P	-11	-7	-1	-5	-14	-9	1,4	1,9	0,8	1,5	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3
05 E-J	P	-10	-6	-1	-7	-14	-10	3,2	3,1	2,6	1,1	4,8	1,8	3,6	0,3	2,8	1,3
06 E-J	A	-13	-12	-3	-11	-10	-2	-0,4	0,4	-1,2	2,4	...	...	...	...	...	...
05 Jul	P	-11	-7	-	-4	-15	-11	-2,9	-3,1	-2,8	3,0	1,7	-1,3	-0,5	-1,6	-1,0	0,5
Ago	P	-12	-8	-1	-4	-15	-10	9,4	9,1	9,5	7,3	6,4	3,3	5,0	2,0	4,4	2,2
Sep	P	-11	-7	-1	-5	-14	-7	5,4	6,3	4,6	4,6	5,6	1,8	4,1	1,5	2,0	1,5
Oct	P	-11	-7	-1	-4	-13	-5	-8,6	-6,3	-9,6	0,1	3,3	-0,1	1,6	-0,2	0,1	1,5
Nov	P	-13	-14	-3	-2	-13	-8	-3,1	0,6	-4,0	-2,0	3,6	0,4	1,1	-1,6	1,6	1,3
Dic	P	-10	-9	1	-5	-11	-5	0,8	2,1	-0,4	-1,8	4,4	0,8	4,8	-0,9	1,9	1,0
06 Ene	P	-13	-10	-3	-10	-11	-6	0,1	-1,1	-0,3	2,1	4,7	0,2	-0,2	-0,6	0,4	1,3
Feb	A	-13	-11	-3	-13	-10	-5	-1,6	3,8	-2,3	2,6	4,2	0,1	1,6	-1,1	0,8	1,3
Mar	A	-13	-12	-3	-13	-11	-1	8,6	11,7	8,2	1,5	6,6	2,4	3,6	0,2	4,0	0,2
Apr	A	-11	-11	-	-2	-10	-1	-10,5	-16,6	-10,5	1,8	0,3	-3,3	0,5	-1,8	-4,2	2,6
May	A	-14	-14	-4	-11	-9	-1	1,4	5,5	0,5	8,9	6,6	2,4	5,5	2,1	2,5	0,7
Jun	A	-14	-13	-4	-19	-9	2	-1,5	0,1	-3,5	-2,5	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES

(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

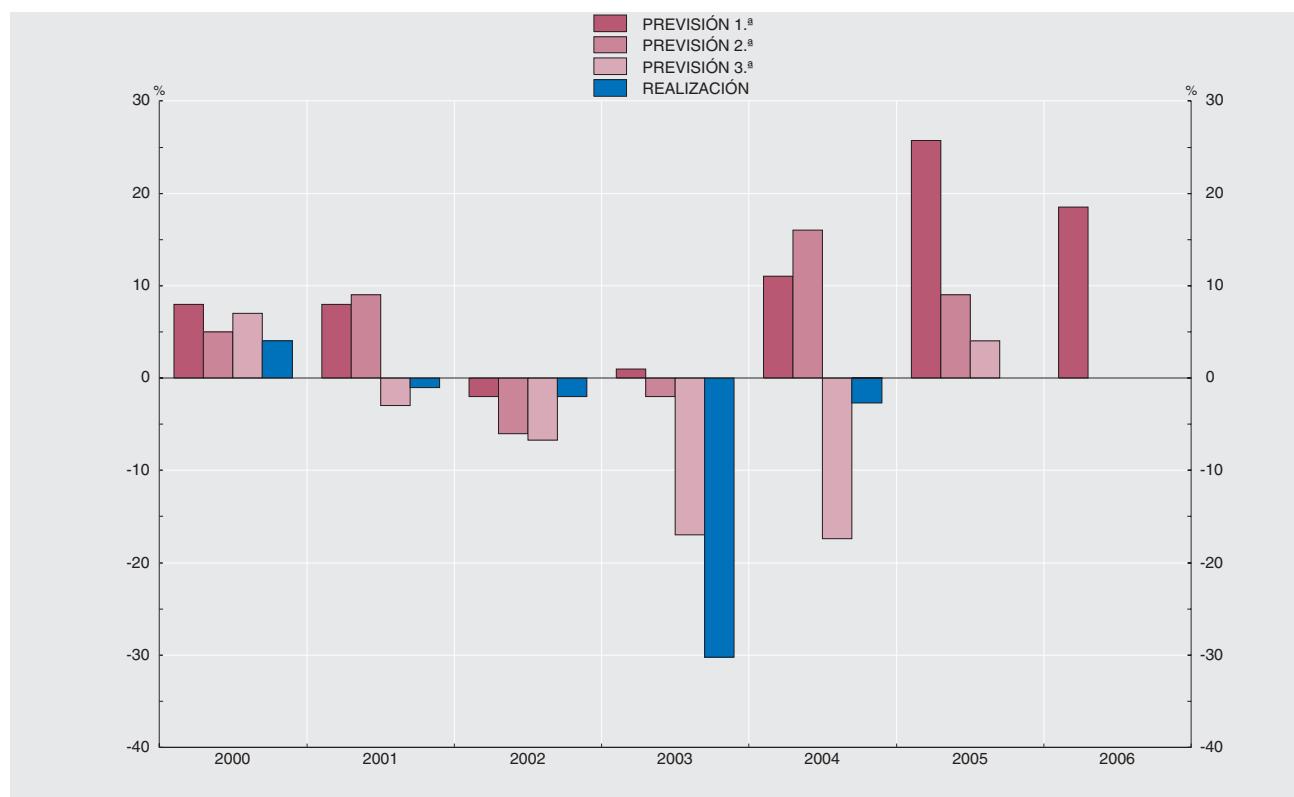
c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

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

■ Serie representada gráficamente.

	Tasas de variación interanual a precios corrientes				
	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>	
00	1	4	8	5	7
01		-1	8	9	-3
02		-2	-2	-6	-7
03		-30	1	-2	-17
04		-3	11	16	-17
05		...	26	9	4
06		...	19	...	...

### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

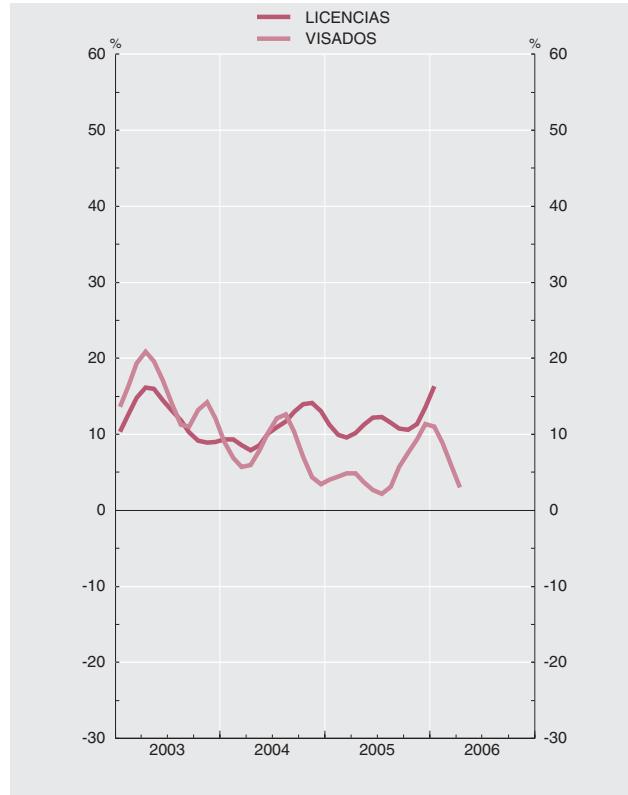
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

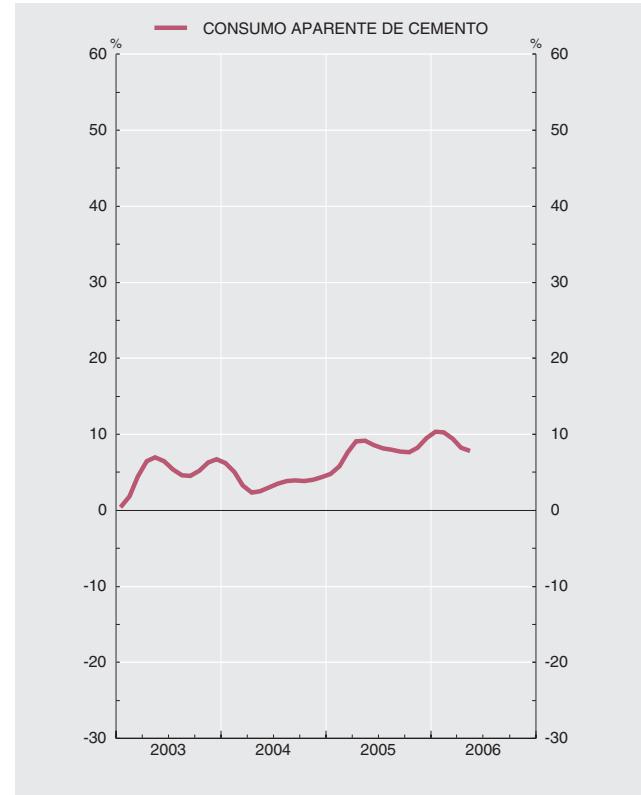
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento		
	Total	De la cual			Total	De la cual			Total		Edificación								
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Ingeniería civil						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14					
03		13,4	16,2	16,3	2,0	17,5	19,9	-10,9	-10,9	-0,3	-11,7	35,4	3,8	-14,8	4,8				
04	P	12,8	13,7	14,5	8,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,9				
05	P	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	15,1	30,2	51,0	10,7	7,3				
05 E-M	P	5,8	7,5	7,8	-2,5	5,3	5,8	29,9	29,9	72,6	53,0	14,2	79,7	18,4	7,9				
06 E-M	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	9,7			
05 Feb		2,2	4,7	6,2	-8,4	6,8	5,8	-38,7	4,7	25,8	-52,7	91,5	84,6	-52,2	2,8				
Mar		1,9	7,4	7,9	-21,0	3,0	-3,2	7,7	5,8	101,0	109,7	-16,4	97,6	-12,2	0,7				
Abr	P	-1,0	-3,1	-5,4	11,0	7,6	12,9	57,8	15,6	94,4	229,3	213,0	73,3	45,6	20,4				
May	P	21,1	21,8	24,2	17,1	4,7	3,6	142,2	29,9	122,4	28,5	-19,4	159,4	152,0	14,6				
Jun	P	16,8	16,5	18,0	17,9	2,4	2,2	-10,4	19,9	93,6	-19,1	21,2	150,6	-32,6	6,7				
Jul	P	26,8	22,7	21,9	46,3	-2,5	-10,7	-30,9	7,1	8,3	66,0	-23,2	-10,3	-42,9	1,7				
Ago	P	8,3	13,7	12,4	-17,0	-6,0	-1,8	21,0	9,1	11,8	-23,9	559,0	50,3	24,2	15,7				
Sep	P	8,5	10,5	13,5	-0,9	20,9	19,9	89,7	13,3	48,0	8,9	2,4	62,8	108,7	7,4				
Oct	P	5,4	6,3	5,7	0,8	3,1	4,9	63,1	17,0	32,7	-7,2	189,3	46,9	80,8	6,3				
Nov	P	-6,8	-7,0	-7,6	-5,9	5,8	6,8	42,8	18,9	81,5	88,4	101,2	79,8	18,5	3,9				
Dic	P	5,4	4,2	4,6	11,2	14,8	13,7	15,1	18,5	-21,2	-35,6	-16,8	-14,8	42,7	8,8				
06 Ene	P	28,5	28,6	28,8	28,1	23,9	18,9	18,2	18,2	142,1	260,0	192,9	83,7	-5,6	15,5				
Feb	P	...	...	...	...	5,4	4,3	8,6	14,9	16,6	132,3	156,4	-5,6	4,1	12,9				
Mar	P	...	...	...	...	15,2	18,0	14,3	14,7	23,4	62,8	279,8	7,4	9,9	22,0				
Abr	A	...	...	...	...	-16,2	-14,0	25,9	17,6	38,9	-28,9	6,2	59,2	20,1	-8,1				
May	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	9,2				

#### 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.

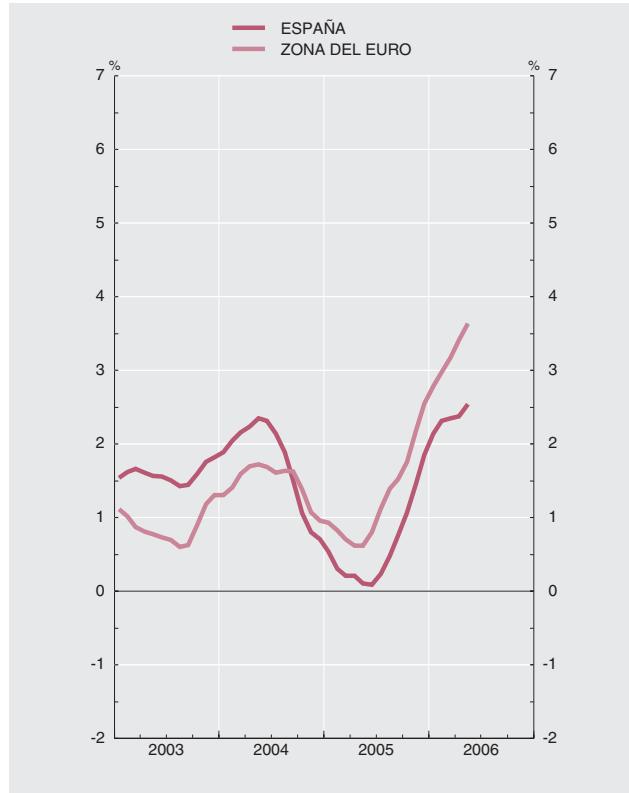
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

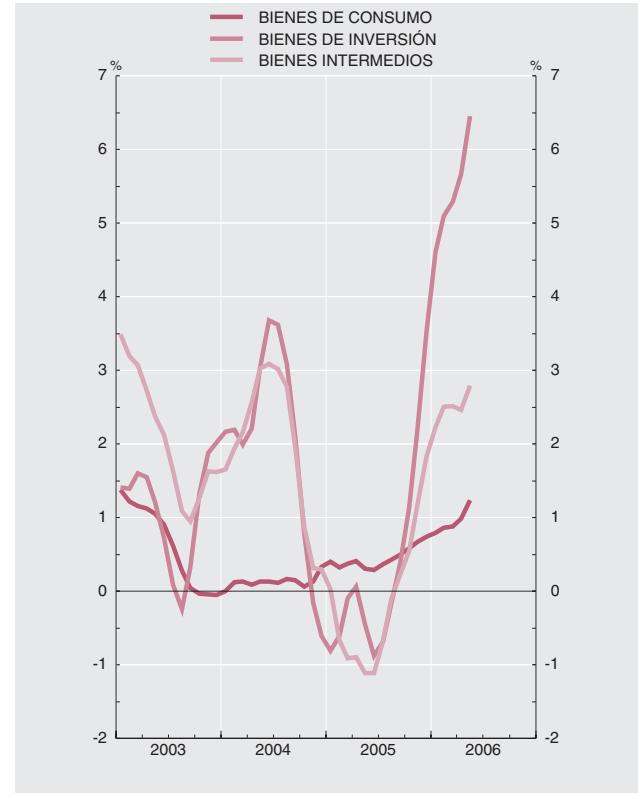
Tasas de variación interanual

	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	1T12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,3	
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,0	0,5	3,3	2,2	2,2	
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,2	1,3	0,7	2,6	0,8	
05	E-M	MP	103,2	-0,1	0,2	0,0	-1,1	2,6	-6,8	-0,6	5,3	0,6	0,6	-0,3	2,2	0,2
06	E-M	MP	106,7	3,4	1,7	7,3	3,2	2,1	4,8	3,6	1,2	3,3	3,3	2,0	4,9	3,4
05	Feb	P	100,1	-1,0	-1,7	-1,4	-2,0	3,6	-11,6	-2,0	7,7	0,3	-0,1	-1,0	1,5	-0,3
	Mar	P	105,0	-6,7	-7,0	-6,7	-8,7	-0,4	-16,2	-7,7	2,9	-0,1	-1,0	-1,9	2,0	-1,2
	Abr	P	107,2	7,4	9,7	11,6	6,1	0,8	-	8,2	2,1	1,3	2,2	0,8	3,6	0,4
	May	P	106,9	0,1	-0,1	1,7	-0,6	1,0	5,1	-0,2	2,3	0,0	-0,3	0,5	0,7	-0,5
	Jun	P	110,1	-0,2	1,1	-1,4	-1,2	1,7	1,6	-0,5	3,0	0,7	0,6	0,7	2,5	-1,2
	Jul	P	106,3	-3,5	-2,8	-6,2	-4,5	2,1	-3,4	4,1	2,6	0,7	0,2	-0,2	3,0	-0,9
	Ago	P	76,0	3,7	4,2	5,7	4,8	-0,7	5,9	4,3	-0,4	2,7	3,0	3,6	2,8	3,4
	Sep	P	107,9	0,2	0,5	-2,2	-0,1	3,9	-1,7	-	2,1	1,3	1,6	1,8	2,9	0,8
	Oct	P	104,7	-0,1	-	-0,9	-1,1	3,7	-4,8	-0,2	1,4	0,4	0,8	1,0	0,3	0,9
	Nov	P	110,6	0,9	0,2	-1,3	1,1	5,5	-2,1	0,4	6,3	3,1	3,5	1,6	4,6	3,6
	Dic	P	96,8	1,4	-1,1	2,4	1,0	5,4	-8,6	0,8	6,7	2,9	2,5	1,7	3,9	2,5
06	Ene	P	102,0	5,4	3,0	12,0	4,9	3,8	0,8	5,6	4,5	2,8	2,1	1,0	4,0	1,8
	Feb	P	102,8	2,7	1,7	4,6	2,6	2,9	7,3	2,9	1,4	2,9	3,1	2,5	5,5	1,8
	Mar	P	116,5	11,0	9,0	18,1	11,7	3,6	16,7	12,1	0,8	4,2	5,1	2,6	5,5	4,8
	Abr	P	96,7	-9,8	-12,6	-9,9	-9,8	-3,6	-4,8	-10,4	-5,1	1,7	0,7	0,0	2,2	2,3
	May	P	115,3	7,9	7,6	12,7	7,2	3,2	4,1	8,4	3,8	4,9	5,5	3,7	7,0	6,0

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

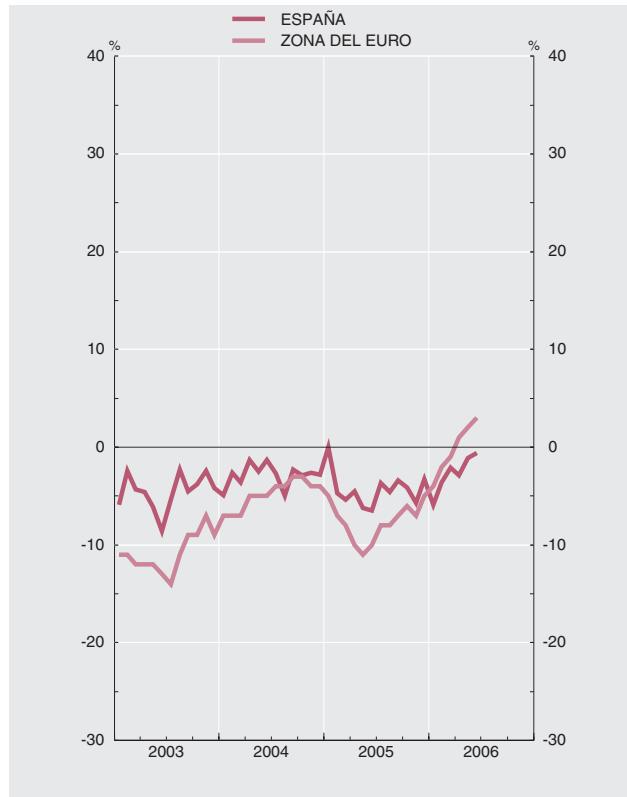
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

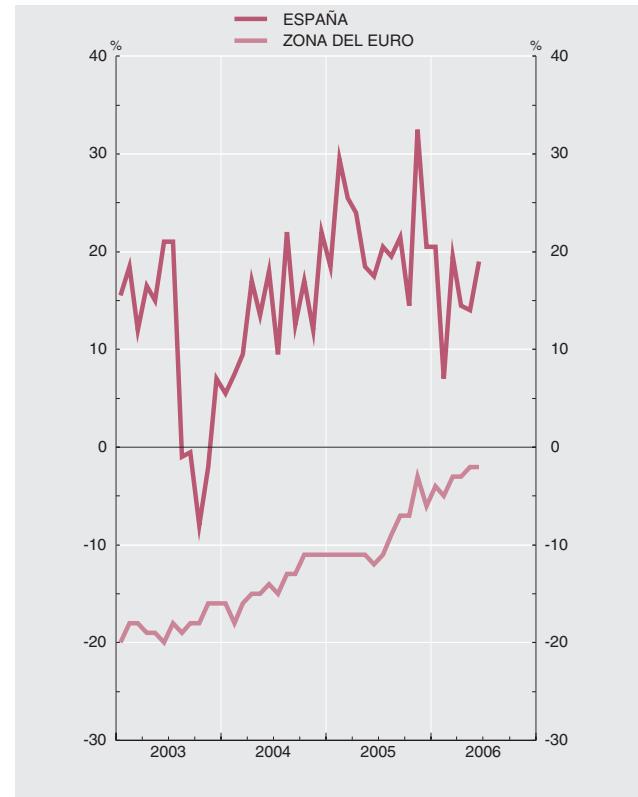
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro						
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la pro- duc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extra- jeros	Nivel de exis- tencias	Indicador del clima industrial				Indica- dor del clima en la construc- ción	Nivel de produ- cción	Nivel de contra- ción	Tendencia		Industria, sin construcción	Indica- dor del clima en la construc- ción		
								Con- su- mo	Equi- po	In- ter- medios	Otros se- ctores			(a)	12	13	14	15	16	(a)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
03	M	-5	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-11	-26	-18	
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-3	-1	-5	0	14	7	21	30	26	-5	-16	-14	
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-2	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-8	-17	-9	
05	E-J	M	-5	-1	8	-10	-18	12	-3	-4	-7	0	22	23	38	37	21	-9	-18	-11
06	E-J	M	-3	3	6	-2	-13	12	-3	-0	-4	-1	16	28	25	35	15	-0	-5	-3
05	Mar	-5	-7	7	-11	-17	12	-6	-4	-6	-0	26	-8	46	29	17	-8	-17	-11	
	Abr	-5	-5	11	-11	-20	13	-3	-1	-7	-	24	38	33	49	16	-10	-19	-11	
	May	-6	2	7	-12	-21	14	-1	-9	-9	2	19	55	36	48	20	-11	-21	-11	
	Jun	-7	6	6	-13	-21	13	-2	-3	-12	0	18	42	30	28	27	-10	-21	-12	
	Jul	-4	12	7	-7	-17	12	-1	-7	-5	1	21	46	30	41	40	-8	-18	-11	
	Ago	-5	4	6	-9	-17	10	2	-4	-11	7	20	43	23	23	23	-8	-18	-9	
	Sep	-3	-4	6	-6	-18	11	-2	-6	-3	3	22	37	32	39	20	-7	-16	-7	
	Oct	-4	-1	7	-11	-20	8	-4	-5	-4	2	15	43	23	13	26	-6	-16	-7	
	Nov	-6	1	6	-8	-14	15	-3	-10	-6	2	33	30	54	15	11	-7	-16	-3	
	Dic	-3	-2	7	-5	-16	12	-1	-3	-5	-1	21	39	31	7	19	-5	-13	-6	
06	Ene	-6	-3	5	-8	-19	15	-4	-7	-7	2	21	25	37	39	32	-4	-12	-4	
	Feb	-4	1	5	-5	-16	11	-3	0	-6	-2	7	-2	21	27	2	-2	-10	-5	
	Mar	-2	2	6	-	-13	13	-2	-	-4	-1	20	15	31	19	21	-1	-6	-3	
	Abr	-3	7	3	-2	-12	10	-3	0	-4	-2	15	49	19	41	-1	1	-1	-3	
	May	-1	2	7	1	-8	11	-5	4	-1	-2	14	31	18	47	25	2	-2	-2	
	Jun	-1	10	9	0	-7	11	-2	1	-0	-1	19	51	22	34	9	3	2	-2	

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

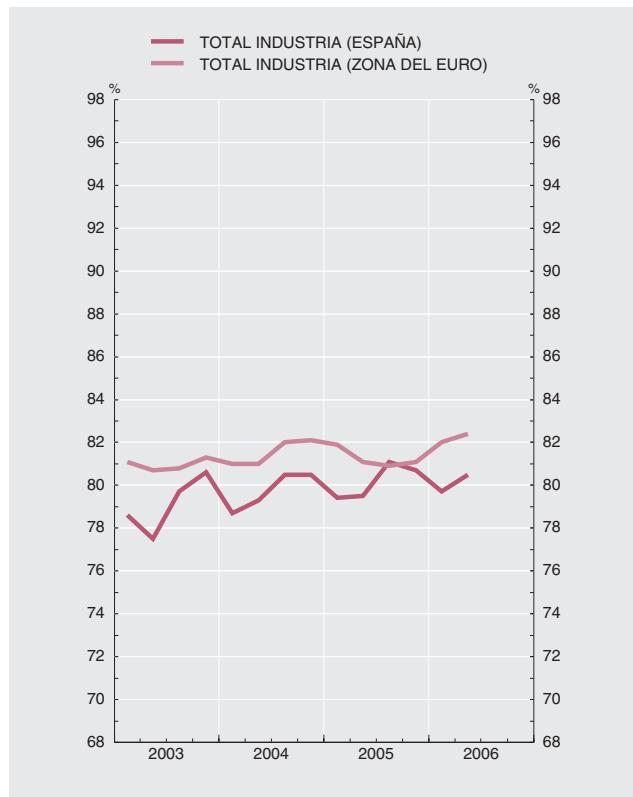
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

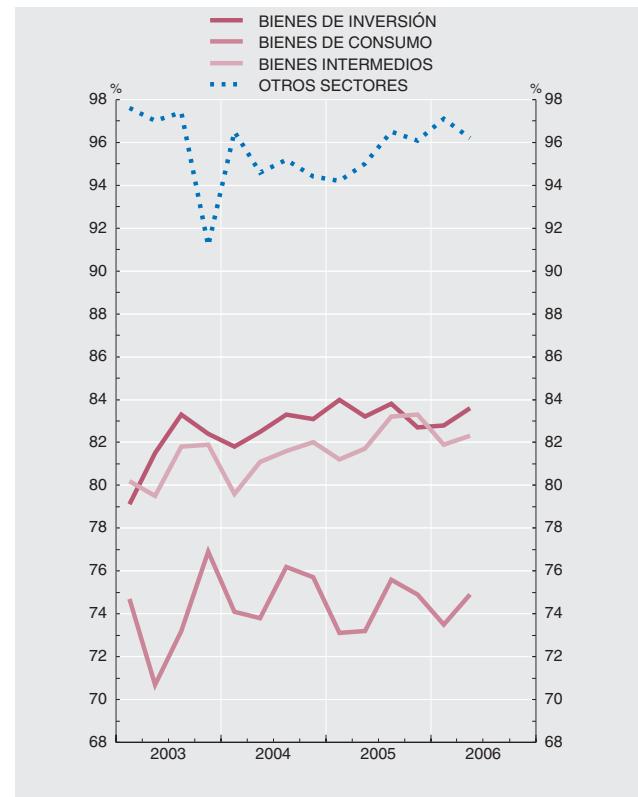
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utili- zación de la capaci- dad produc- tiva (%)
	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada			
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
05	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
05 I-II	79,5	81,5	4	73,2	76,1	4	83,6	85,0	3	81,5	83,0	4	94,6	95,8	-	81,5
06 I-II	80,1	81,4	7	74,2	76,7	6	83,2	83,4	10	82,1	83,2	7	96,7	97,0	-	82,2
03 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	81,1
06 I	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	82,0
II	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

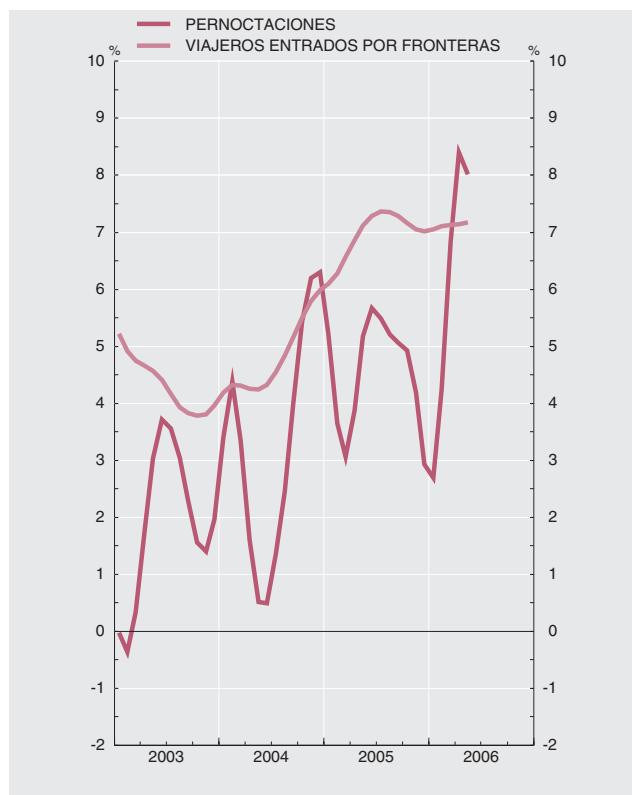
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

- Serie representada gráficamente.

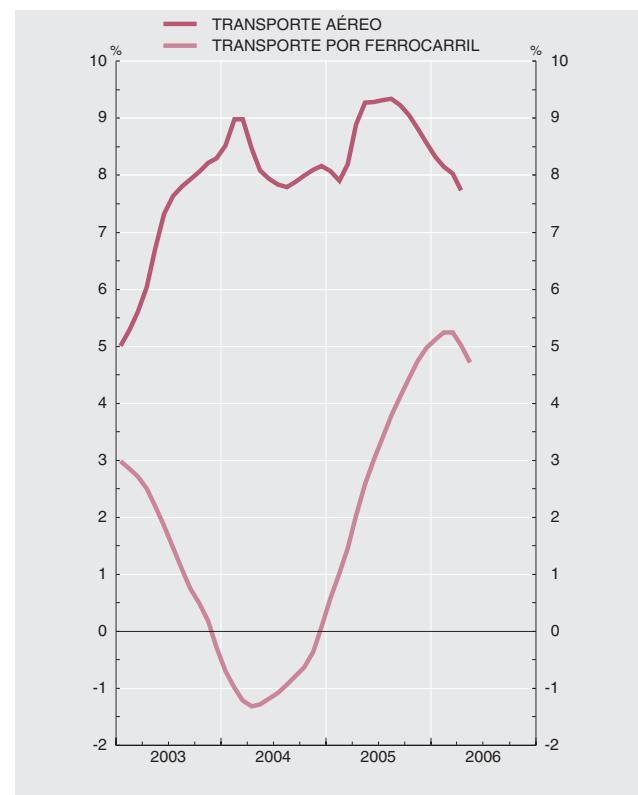
### *Tasas de variación interanual*

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo			Transporte por ferrocarril	
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
	1	2	3	4	5	6	7	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales	11	12	13	14	15	
03	3,8	2,1	2,4	0,7	2,9	-2,8	13,6	7,4	8,1	7,0	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1	
04	6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,1	
05	P	5,7	5,3	4,7	3,4	7,3	6,1	9,1	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,5	
05 E-M	P	5,3	1,3	3,9	0,0	6,2	5,4	7,3	8,4	12,2	5,6	-0,0	-3,1	12,5	5,4	
06 E-M	P	8,0	9,2	6,9	7,4	7,0	6,1	8,3	...	...	...	...	...	...	-9,1	
05 Feb	P	2,0	0,4	1,2	-1,0	1,4	0,2	2,9	2,9	5,5	0,7	-1,1	-18,5	5,3	1,2	
Mar	P	10,8	0,4	9,9	-2,2	17,7	17,0	18,9	12,2	14,1	10,8	-3,3	33,6	8,9	-0,5	
Abr	P	-1,3	-3,6	-6,0	-4,7	-0,3	-0,6	0,2	5,4	12,3	0,4	8,1	-18,0	5,7	15,9	
May	P	8,5	3,8	8,2	2,5	7,5	5,4	11,4	11,2	17,8	6,8	-6,9	-11,1	7,1	6,8	
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	
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	
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	
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	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	-16,0	5,4	2,0	
Nov	P	9,0	9,9	7,1	7,2	5,7	7,7	3,1	10,7	12,5	9,1	-3,1	-1,7	5,3	3,2	
Dic	P	3,8	7,9	0,8	2,9	5,0	2,8	7,5	9,0	10,4	7,8	-10,5	0,5	7,1	6,4	
06 Ene	P	3,3	0,9	-0,3	-1,2	3,6	-0,1	7,9	7,7	12,5	3,8	-1,5	-2,7	3,6	6,3	
Feb	P	5,6	1,9	1,8	-1,7	6,4	2,0	12,2	5,4	7,5	3,7	-10,1	14,8	5,4	6,4	
Mar	P	2,0	8,1	-1,0	6,4	1,1	0,0	2,7	3,1	6,9	-0,0	-5,4	-20,2	7,9	4,6	
Abr	P	21,8	19,8	24,3	17,5	15,5	17,7	12,2	15,1	9,5	19,6	-16,2	...	...	-6,5	
May	P	5,2	9,3	6,3	9,8	6,9	6,9	6,8	...	...	...	...	...	...	0,3	

## TURISMO (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



## TRANSPORTE (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

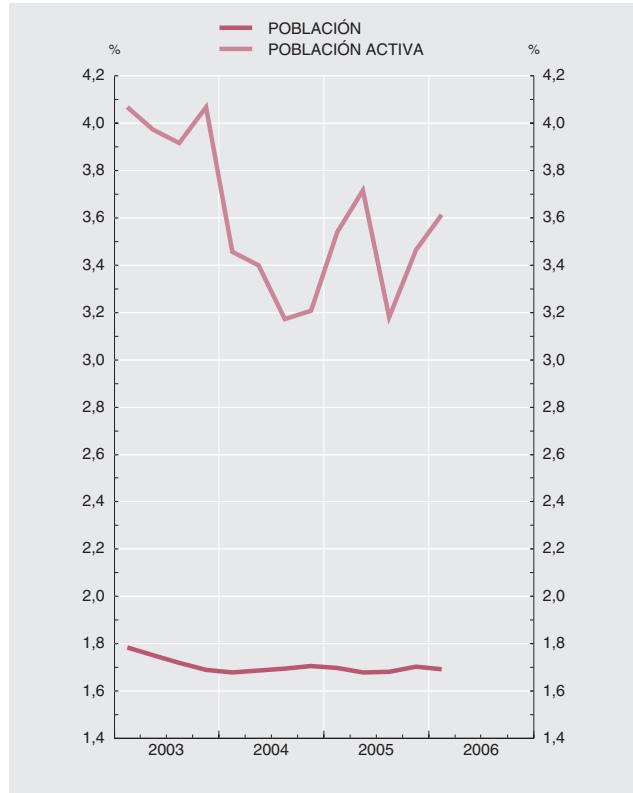
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

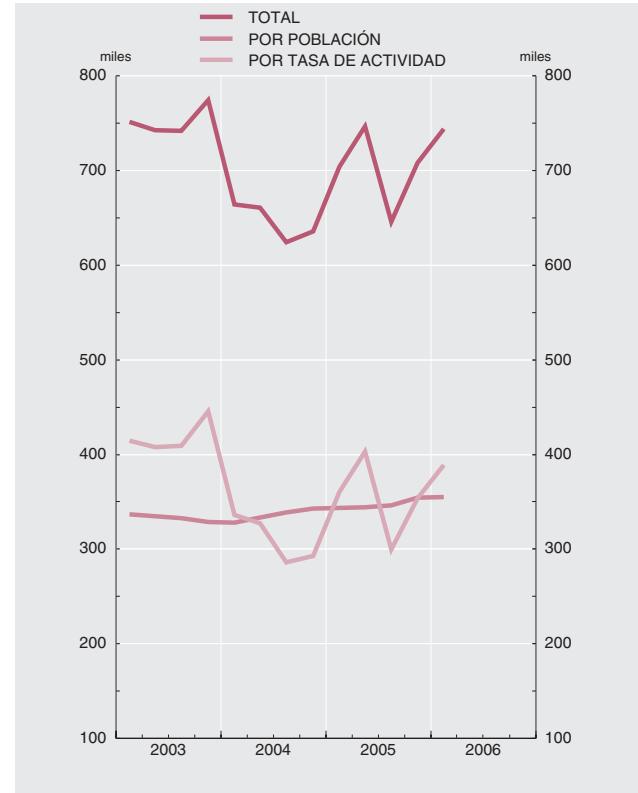
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	4		Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			
							6	7	8	
	1	2	3	4		5	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	9
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
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5
05 I-I	M	36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
06 I-I	M	36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6
03 III /IV		35 288	597	1,7	55,79	19 685	742	333	409	3,9
		35 434	588	1,7	55,91	19 812	775	329	446	4,1
04 I /II		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
04 III /IV		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2
		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2
05 I /II		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
05 III /IV		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2
		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6

#### ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



#### POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

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

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

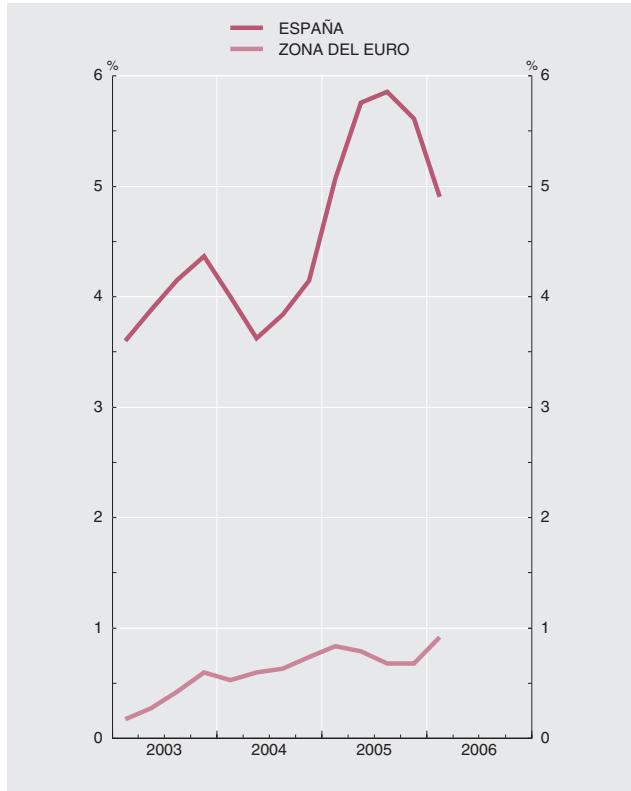
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

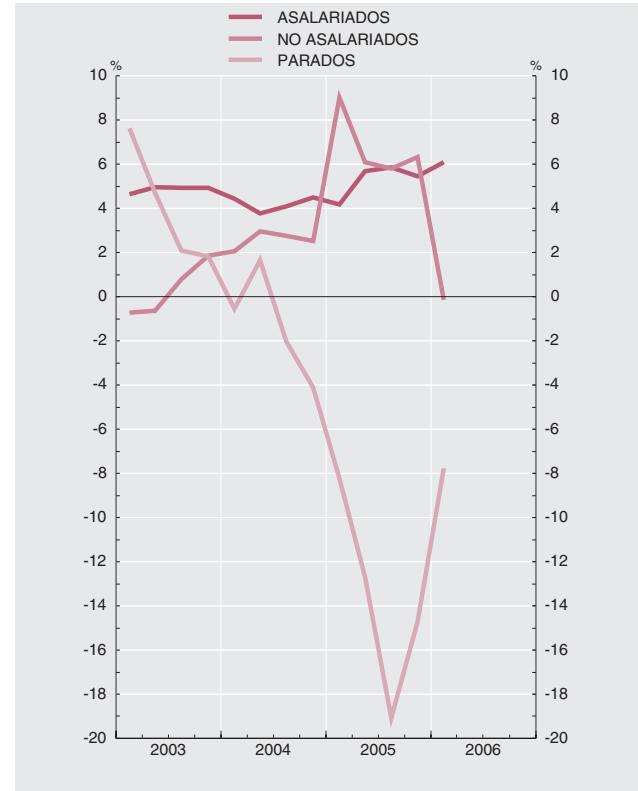
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro			
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas (Miles de personas)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas (Miles de personas)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
03	M	17 296	666	4,0	14 127	656	4,9	3 169	10	0,3	2 242	87	4,0	11,48	0,4	8,73		
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,6	8,88		
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,7	8,56		
05 I-I	M	18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,8	8,78		
06 I-I	M	19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	0,9	8,14		
03 III /IV		17 459	696	4,2	14 293	672	4,9	3 166	25	0,8	2 226	45	2,1	11,31	0,4	8,74		
		17 560	734	4,4	14 375	676	4,9	3 185	59	1,9	2 252	40	1,8	11,37	0,6	8,85		
04 I /II		17 600	677	4,0	14 375	612	4,4	3 225	65	2,1	2 287	-12	-0,5	11,50	0,5	8,90		
		17 866	625	3,6	14 609	531	3,8	3 256	93	3,0	2 227	36	1,6	11,08	0,6	8,89		
		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,6	8,89		
		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	0,7	8,82		
05 I /II		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,8	8,78		
		18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,8	8,66		
		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	8,46		
		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,7	8,34		
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	0,9	8,14		

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



**POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE**  
Tasas de variación interanual



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

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

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

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

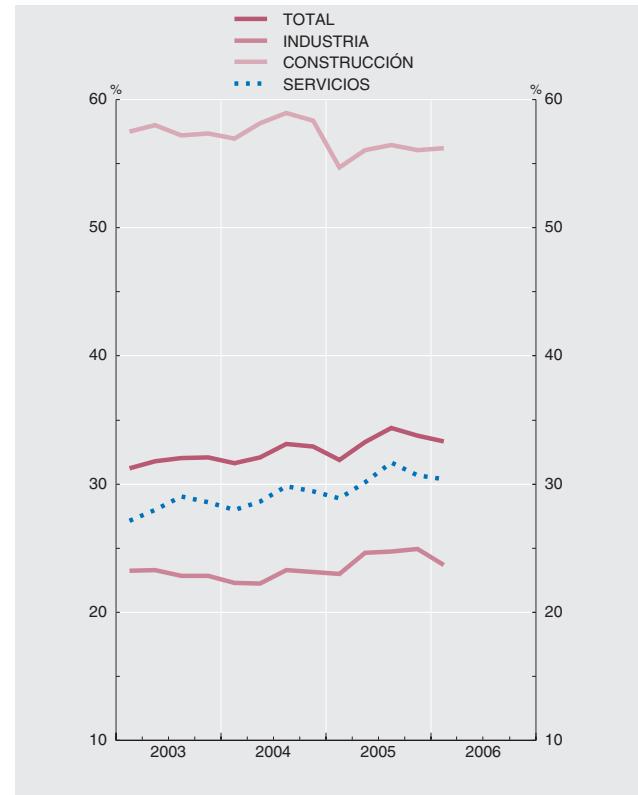
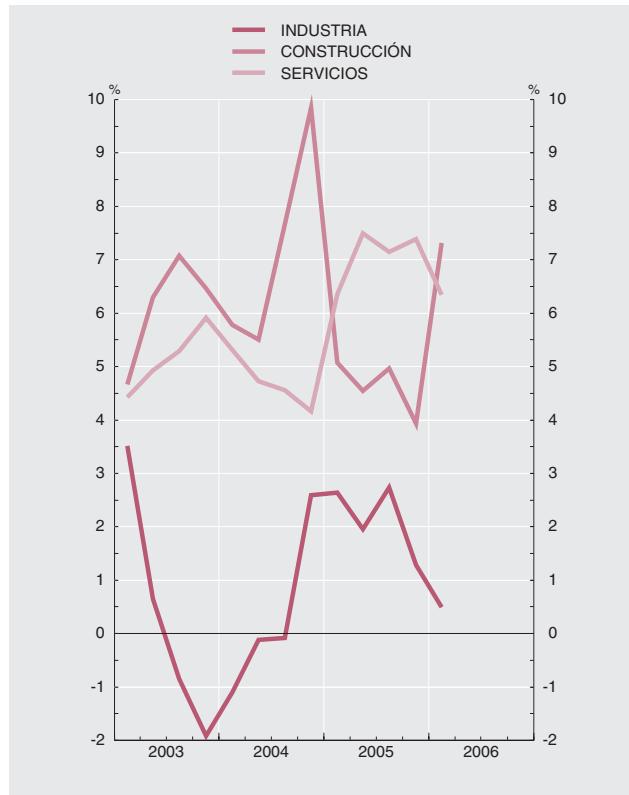
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	...	...
05 I-1	M	5,1	4,2	0,8	-1,4	-8,5	-3,2	2,6	0,9	3,0	5,1	3,4	-3,9	6,4	6,0	3,2	5,5	...	...
06 I-1	M	4,9	6,1	4,6	-3,2	8,1	-0,6	0,5	0,7	3,2	7,3	8,2	2,7	6,3	7,2	5,3	5,4	...	...
03 III-1		4,2	4,9	32,0	2,6	5,4	56,7	-0,8	-0,8	22,8	7,1	8,6	57,2	5,3	6,1	29,0	4,2	4,1	5,3
03 IV-1		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-1		4,0	4,4	31,6	2,6	8,4	63,7	-1,1	-0,5	22,3	5,8	5,5	56,9	5,3	5,6	28,0	4,1	4,2	5,9
04 II-1		3,6	3,8	32,1	-0,5	1,9	61,0	-0,1	0,6	22,2	5,5	4,1	58,2	4,7	4,8	28,6	3,9	4,1	5,3
04 III-1		3,8	4,1	33,1	0,2	7,5	60,3	-0,1	0,6	23,3	7,7	6,5	58,9	4,6	4,6	29,8	4,0	4,1	4,8
04 IV-1		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-1		5,1	4,2	31,9	-1,4	-8,5	61,7	2,6	0,9	23,0	5,1	3,4	54,7	6,4	6,0	28,9	5,5	...	...
05 II-1		5,8	5,7	33,3	0,7	3,3	61,9	2,0	0,7	24,6	4,5	3,7	56,0	7,5	7,7	30,1	6,1	...	...
05 III-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	...	...
05 IV-1		5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8	...	...
06 I-1		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4	...	...

**Ocupados**  
Tasas de variación interanual

**RATIOS DE TEMPORALIDAD**  
Porcentajes



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

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

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

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

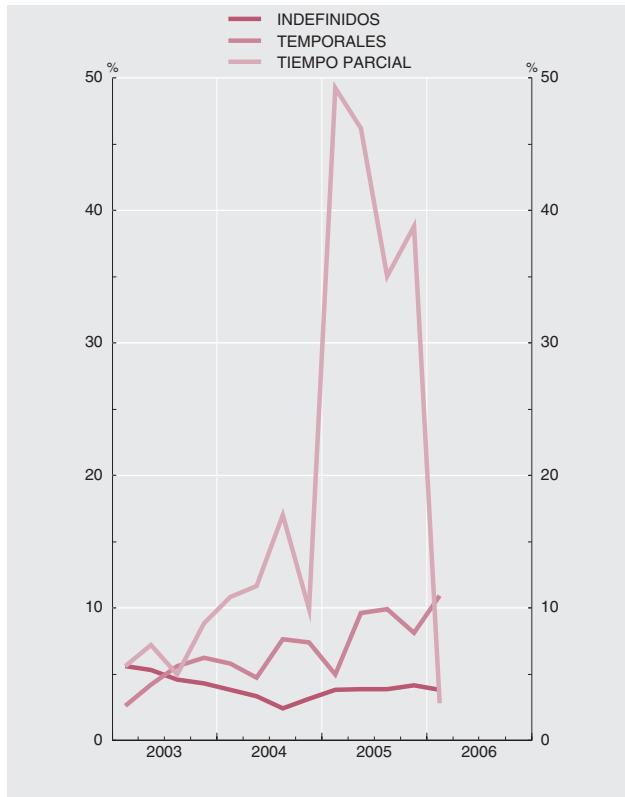
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

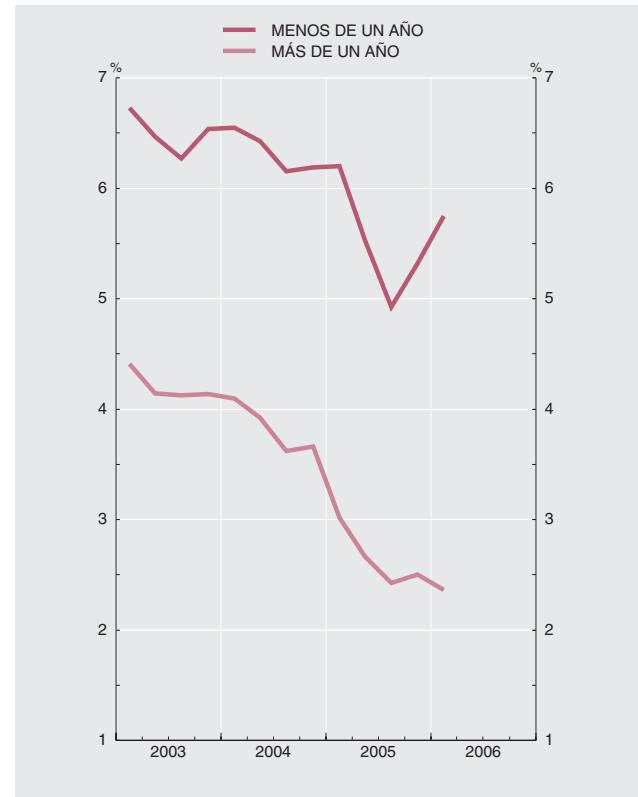
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Asalariados															Parados							
Por tipo de contrato										Por duración de jornada					Por duración			% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)				
Indefinido			Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año										
Variación interanual (Miles de personas)	1	2	Variación interanual (Miles de personas)	3	4	Ratio de temporalidad (%)	5	Variación interanual (Miles de personas)	6	Variación interanual (Miles de personas)	7	Variación interanual (Miles de personas)	8	% sobre asalariados	9	Tasa de paro (%) (a)	10	Tasa de paro (%) (a)	11	Cambio de residencia		
	T	4		T	4				T		T		T		T	T	4	T	4	15	Menor salario	
																				16	Menor categoría	
																				17		
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			
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32		215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...			
05 I-I	M	375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...	...			
06 I-I	M	390	3,8	522	10,9	33,33		858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...	...		
03 III		428	4,6	243	5,6	32,03		617	4,9	54	5,0	8,03	6,27	1,9	4,13	2,9	19,47	38,58	43,80			
IV		405	4,3	271	6,2	32,06		574	4,6	101	8,9	8,66	6,54	3,7	4,14	-1,7	19,34	43,87	49,23			
04 I		362	3,8	250	5,8	31,63		485	3,9	127	10,8	9,00	6,55	0,7	4,09	-3,9	17,99	42,10	47,98			
II		320	3,3	211	4,7	32,07		390	3,0	141	11,6	9,26	6,43	2,8	3,92	-2,1	18,77	42,48	47,89			
III		234	2,4	349	7,6	33,13		388	2,9	195	17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07			
IV		308	3,2	340	7,4	32,94		524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38			
05 I		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...	...			
II		381	3,8	449	9,6	33,26		206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...	...		
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	...	...	...	...		
IV		417	4,1	402	8,1	33,77		289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...	...		
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33		858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...	...		

**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](http://www.ine.es))

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

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

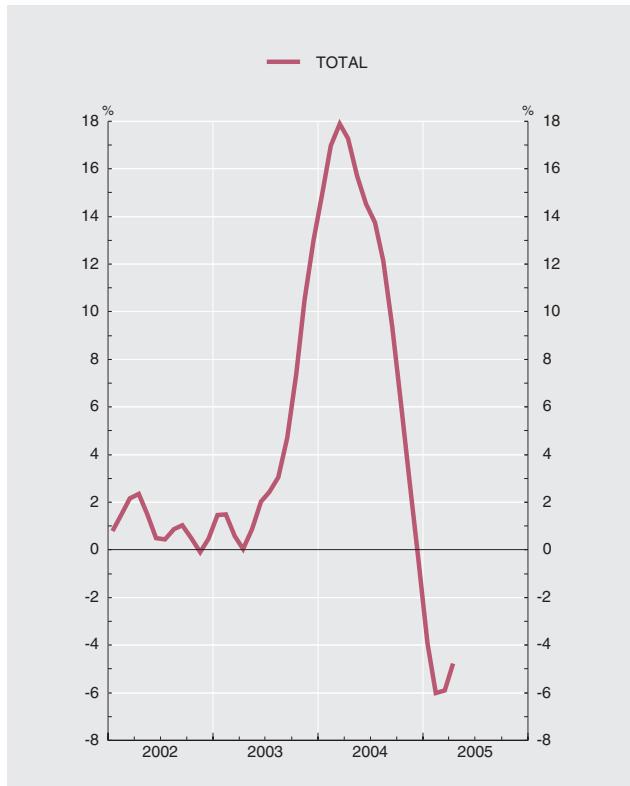
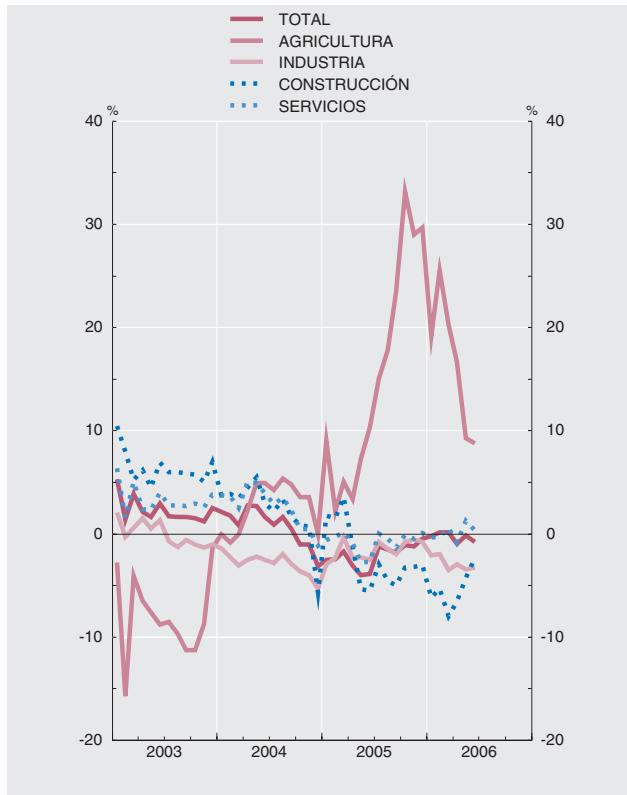
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratos				Colocaciones		
	Total		Sin empleo anterior		Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total		Total				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 <sup>T</sup> 12	1 <sup>T</sup> 12	1 <sup>T</sup> 12						Miles de personas	1 <sup>T</sup> 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 <sup>T</sup> 12		
					Total	Agricul- tura	Total	Industria	Construc- ción	Servicios									
03	M	2 097	47	2,3	-0,5	2,7	-8,2	3,1	-0,0	6,4	3,3	1 222	3,4	8,67	21,21	91,33	1 193	4,2	
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0	
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	...	...	
05	E-J	M	2 094	-63	-2,9	-16,0	-1,0	6,2	-1,3	-2,1	-0,8	-1,1	1 357	0,3	9,83	22,20	90,17	...	...
06	E-J	M	2 088	-6	-0,3	2,2	-0,6	16,5	-1,1	-2,8	-5,5	0,1	1 499	10,4	10,75	22,27	89,25	...	...
05	May		2 007	-83	-4,0	-12,9	-2,7	7,3	-3,0	-2,3	-5,4	-2,8	1 430	11,8	9,40	22,85	90,60	...	...
	Jun		1 975	-79	-3,9	-12,3	-2,6	10,4	-3,0	-2,5	-5,5	-2,7	1 567	12,6	8,49	22,88	91,51	...	...
	Jul		1 989	-25	-1,2	-9,5	-0,1	15,1	-0,5	-0,8	-2,9	0,0	1 570	5,6	7,40	24,16	92,60	...	...
	Ago		2 019	-31	-1,5	-7,7	-0,7	17,9	-1,2	-1,4	-4,5	-0,5	1 298	15,4	7,09	21,77	92,91	...	...
	Sep		2 013	-37	-1,8	-6,1	-1,2	23,5	-1,9	-2,0	-5,0	-1,3	1 618	9,6	8,58	24,53	91,42	...	...
	Oct		2 053	-23	-1,1	-11,3	0,3	33,2	-0,6	-0,7	-3,3	-0,1	1 637	11,2	9,05	27,18	90,95	...	...
	Nov		2 096	-26	-1,2	-10,1	0,0	29,0	-0,8	-0,5	-3,2	-0,5	1 569	8,5	9,10	25,24	90,90	...	...
	Dic		2 103	-10	-0,5	-6,8	0,4	29,7	-0,5	-0,7	-3,0	0,1	1 330	8,7	8,16	23,95	91,84	...	...
06	Ene		2 172	-5	-0,2	4,9	-0,8	19,2	-1,4	-2,1	-6,2	-0,3	1 473	14,6	10,85	21,25	89,15	...	...
	Feb		2 169	4	0,2	5,9	-0,5	25,6	-1,2	-1,9	-5,3	-0,3	1 367	11,1	11,75	21,83	88,25	...	...
	Mar		2 149	4	0,2	6,5	-0,6	20,3	-1,2	-3,5	-7,9	0,6	1 556	19,0	11,33	22,42	88,67	...	...
	Abr		2 076	-20	-1,0	2,5	-1,4	16,7	-1,9	-3,0	-6,5	-0,8	1 304	-1,4	11,17	22,60	88,83	...	...
	May		2 005	-3	-0,1	-1,6	0,0	9,3	-0,3	-3,5	-4,3	1,3	1 638	14,5	10,19	22,60	89,81	...	...
	Jun		1 960	-15	-0,8	-4,3	-0,3	8,8	-0,6	-3,2	-2,3	0,3	1 656	5,7	9,21	22,94	90,79	...	...

#### 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

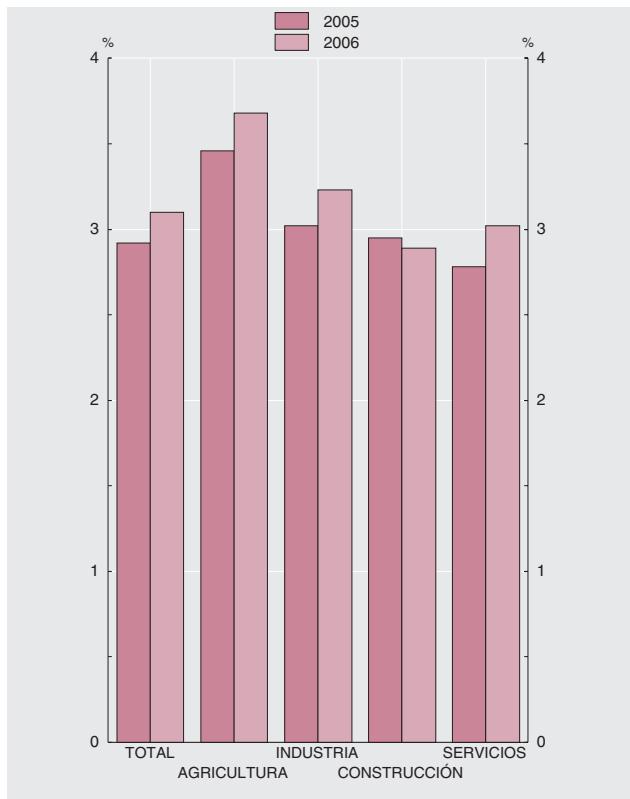
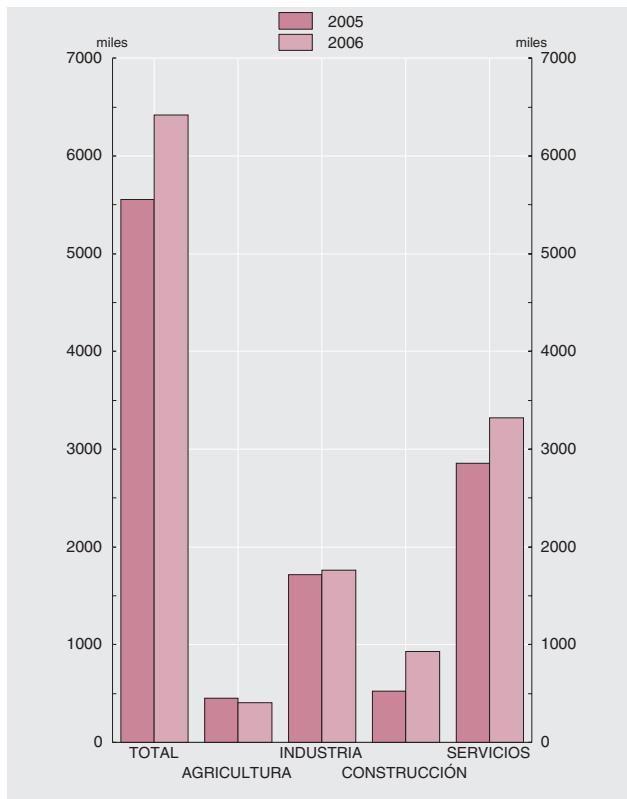
■ Serie representada gráficamente.

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		
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	10 194	3,60	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	9 847	4,02	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93	
04 Dic	10 194	3,60	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	9 120	4,05	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	9 149	4,05	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	9 200	4,05	4 581	181	4 762	651	410	1 565	283	2 503	2,82	3,63	2,85	3,38	2,95	3,00	2,69	
Abr	9 522	4,03	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	9 672	4,02	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	9 715	4,02	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	9 724	4,02	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	9 724	4,02	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	9 841	4,02	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	9 846	4,02	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	9 847	4,02	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	
Dic	9 847	4,02	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93	
06 Ene	6 237	3,11	3 708	1	3 709	440	336	1 057	483	1 833	2,79	2,62	2,79	3,55	2,65	2,85	2,71	
Feb	6 255	3,11	4 774	57	4 832	840	361	1 593	495	2 383	3,04	3,16	3,04	3,59	3,21	2,91	2,88	
Mar	6 305	3,11	5 158	69	5 227	465	402	1 653	501	2 672	3,07	3,22	3,07	3,68	3,21	2,92	2,93	
Abr	6 406	3,10	5 792	580	6 372	1 378	405	1 753	921	3 293	3,11	3,00	3,10	3,68	3,22	2,90	3,02	
May	6 407	3,10	5 792	626	6 418	865	406	1 759	930	3 323	3,11	2,98	3,10	3,68	3,23	2,89	3,02	

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-mayo

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-mayo



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

#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

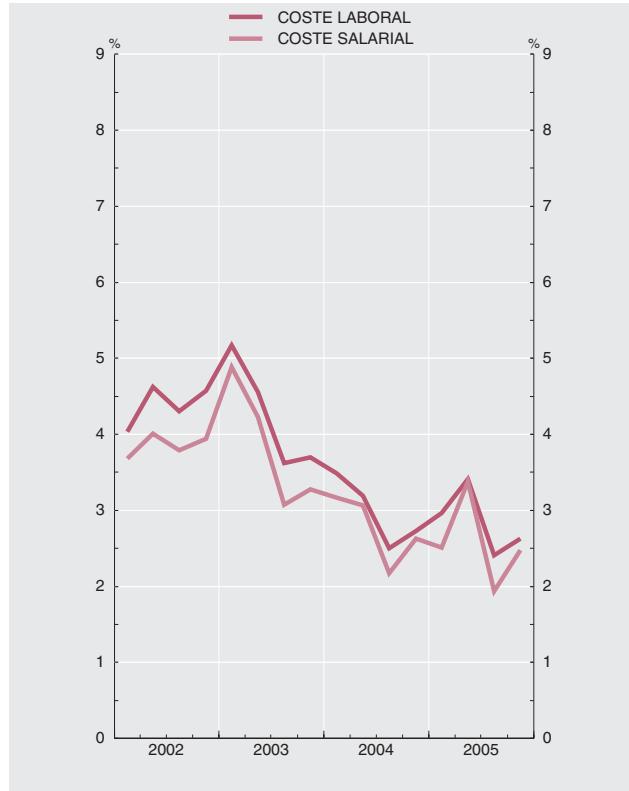
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Promoción: 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								
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								
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	...								
05	I-1	3,0	3,6	3,2	2,9	6,3	2,5	3,2	2,4	2,5	5,8	-	4,2	3,1							
06	I-1	3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	...								
03	III	3,6	4,4	6,4	2,9	3,7	3,1	3,7	5,1	2,6	3,1	5,2	2,6								
	IV	3,7	3,9	6,3	3,3	3,4	3,3	3,7	5,1	3,0	3,0	5,0	2,3								
04	I	3,5	4,3	6,0	2,9	4,4	3,2	4,0	5,2	2,7	4,1	4,4	3,1								
	II	3,2	2,7	5,5	3,2	2,6	3,1	2,9	4,1	3,2	2,5	3,5	2,5								
	III	2,5	3,2	5,5	1,9	2,3	2,2	3,3	4,6	1,6	2,0	3,4	2,5								
	IV	2,7	3,4	4,0	2,4	5,8	2,6	3,3	3,1	2,5	5,7	3,0	2,5								
05	I	3,0	3,6	3,2	2,9	6,3	2,5	3,2	2,4	2,5	5,8	4,2	3,1								
	II	3,4	3,7	3,3	3,6	1,5	3,4	3,1	3,3	3,8	1,5	3,5	...								
	III	2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	...								
	IV	2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	...								
06	I	3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	...								

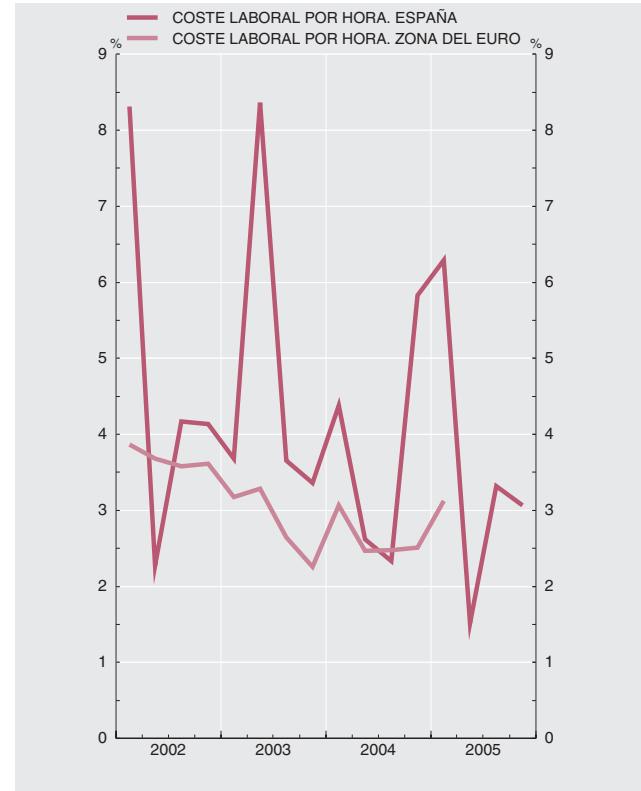
#### POR TRABAJADOR Y MES

Tasas de variación interanual



#### POR HORA EFECTIVA

Tasas de variación interanual



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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

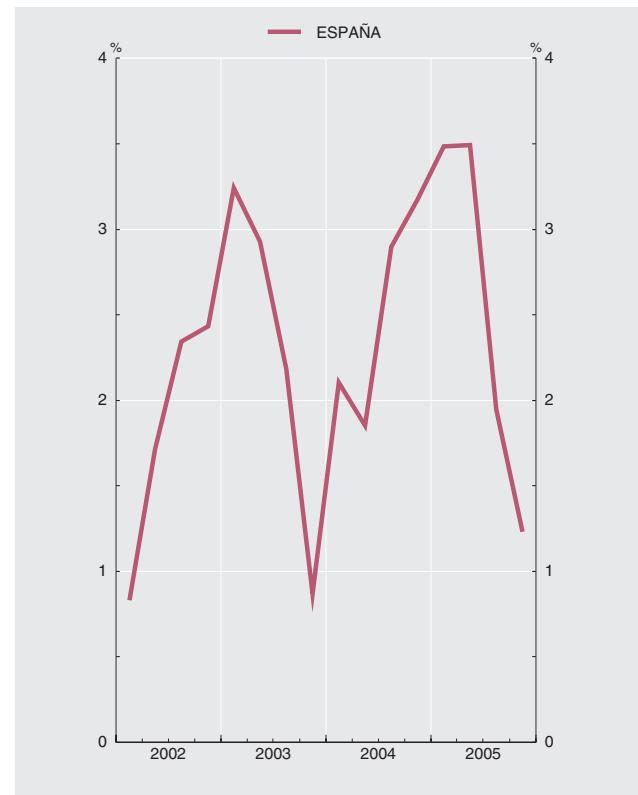
Tasas de variación interanual

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

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

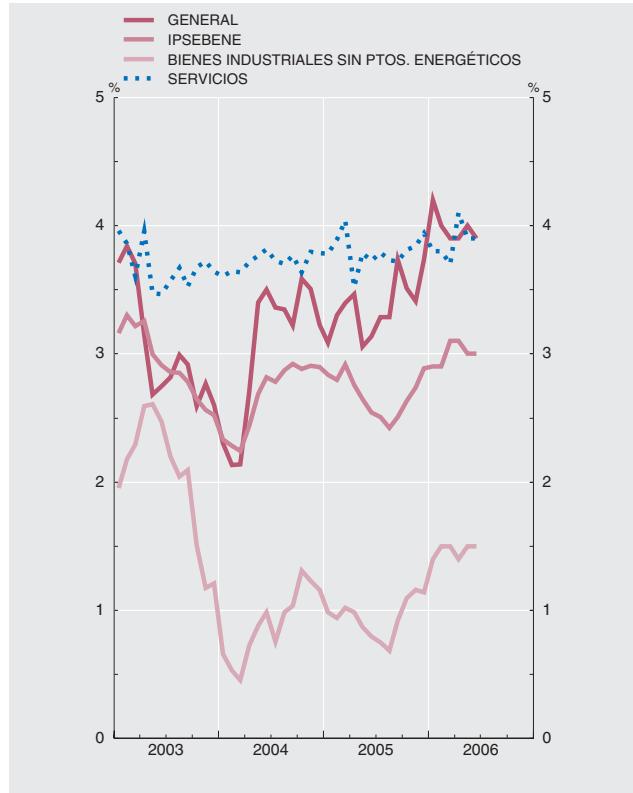
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

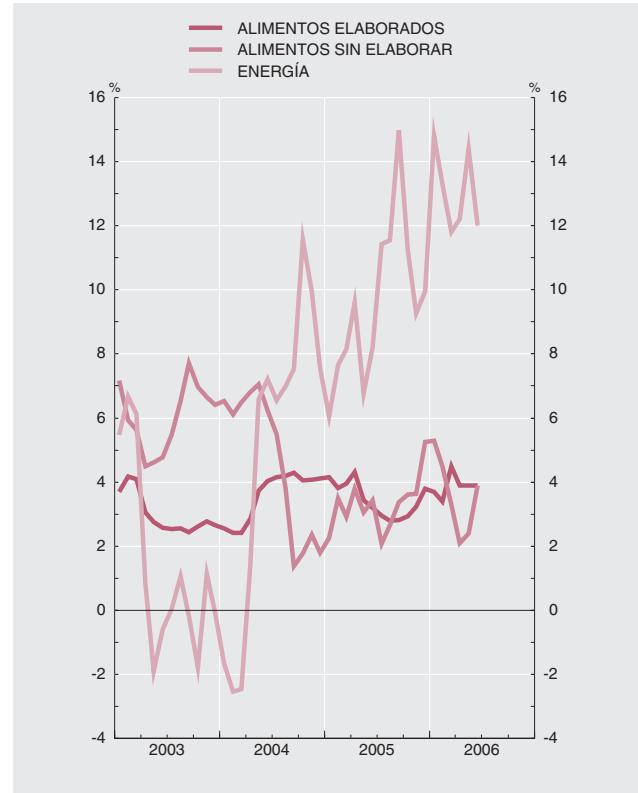
Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ( $\frac{1}{12}$ )							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		
03	M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,8	5,5	
04	M	109,9	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9	
05	M	113,6	—	3,4	3,7	3,3	3,4	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9	
05	E-J	M	112,5	0,3	3,2	0,7	3,1	3,8	0,9	7,7	3,8	2,8	118,7	4,5
06	E-J	M	117,0	0,4	4,0	1,0	3,6	3,9	1,5	13,1	3,9	3,0	...	...
05	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	106,9	2,0
	Dic		115,9	0,2	3,7	3,7	5,2	3,8	1,1	9,9	3,9	2,9	113,6	2,1
06	Ene		115,4	-0,4	4,2	-0,4	5,3	3,7	1,4	14,8	3,8	2,9	119,9	4,0
	Feb		115,5	-	4,0	-0,4	4,5	3,4	1,5	13,3	3,8	2,9	121,4	0,8
	Mar		116,3	0,7	3,9	0,3	3,3	4,5	1,5	11,8	3,7	3,1	113,6	-10,2
	Abr		117,9	1,4	3,9	1,8	2,1	3,9	1,4	12,2	4,1	3,1	112,8	-8,1
	May		118,3	0,4	4,0	2,1	2,4	3,9	1,5	14,4	3,9	3,0	...	...
	Jun		118,5	0,2	3,9	2,3	3,9	3,9	1,5	12,0	3,9	3,0	...	...

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



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



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

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

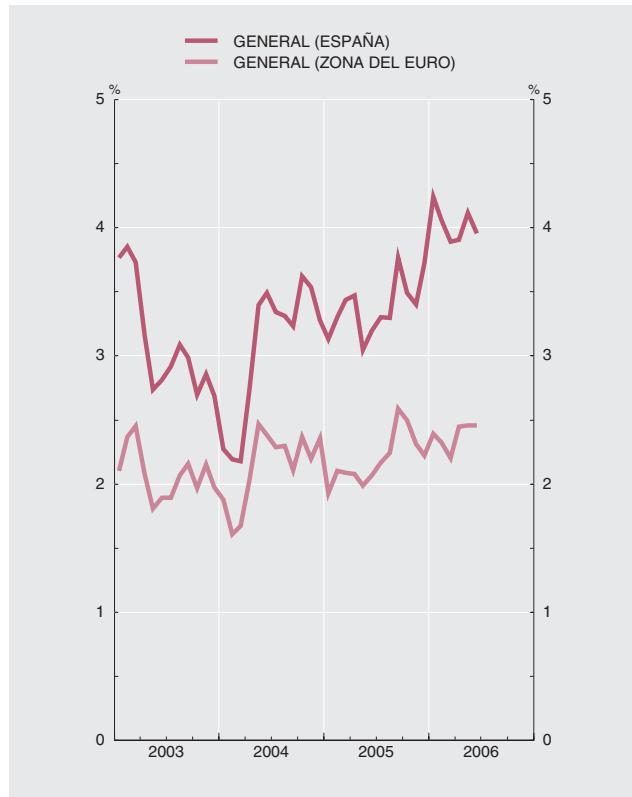
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

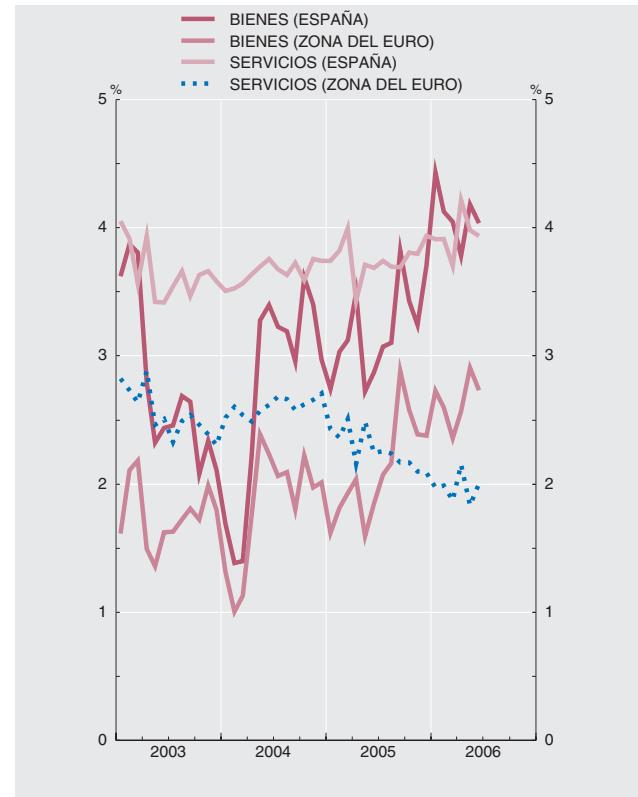
### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.eurostat.eu.int](http://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 <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	Total T <sub>12</sub>	Consumo T <sub>12</sub>	Inversión T <sub>12</sub>	Intermedios T <sub>12</sub>	Energía T <sub>12</sub>		
												1	2	3	4	5	6	
03	MP	103,9	—	1,4	—	2,3	—	1,2	—	0,8	—	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8	
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9	
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4	
05	E-M	MP	110,9	—	4,8	—	2,9	—	2,0	—	4,7	—	11,7	4,0	1,1	1,6	4,4	10,6
06	E-M	MP	117,7	—	6,1	—	3,3	—	2,2	—	4,7	—	18,0	5,4	1,6	1,1	3,0	18,6
05	Feb	P	110,3	0,7	4,9	0,4	3,2	0,4	1,9	0,5	5,5	1,5	11,0	4,2	1,3	1,7	5,2	10,0
	Mar	P	111,2	0,8	5,1	0,4	2,8	0,2	2,0	0,2	4,9	3,4	13,1	4,2	0,9	1,7	4,5	11,7
	Abr	P	111,9	0,6	5,0	0,4	2,8	0,1	2,0	-	3,7	2,6	14,5	4,3	0,9	1,5	3,7	13,2
	May	P	111,8	-0,1	4,2	0,1	2,5	0,1	2,1	0,1	3,3	-0,8	11,0	3,5	0,9	1,5	3,0	9,7
	Jun	P	112,1	0,3	4,4	-0,1	2,2	0,2	2,1	-0,2	3,1	1,9	13,5	4,0	0,8	1,4	2,6	13,4
	Jul	P	112,7	0,5	4,6	0,1	2,1	-	1,9	0,1	3,0	2,7	15,7	4,1	0,7	1,2	1,9	15,1
	Ago	P	113,6	0,8	4,9	0,3	2,5	-	1,8	0,2	2,9	3,3	16,4	4,0	0,9	1,1	1,7	15,2
	Sep	P	114,5	0,8	5,4	0,2	2,6	0,1	1,9	0,7	3,2	2,5	17,9	4,4	1,1	1,2	1,6	16,6
	Oct	P	114,9	0,3	5,0	0,3	3,0	0,2	1,9	0,4	3,1	0,7	15,2	4,2	1,3	1,2	1,6	15,3
	Nov	P	114,7	-0,2	4,9	-0,1	3,1	0,1	2,0	0,4	3,2	-1,3	14,7	4,2	1,4	1,0	1,8	14,7
	Dic	P	114,7	-	5,2	0,4	3,2	0,1	2,0	-	3,2	-1,3	15,6	4,7	1,3	1,0	1,9	17,0
06	Ene	P	116,4	1,5	6,3	1,0	3,5	0,6	2,1	1,2	3,6	3,8	20,6	5,3	1,5	1,0	2,0	19,8
	Feb	P	117,3	0,8	6,3	0,6	3,6	0,5	2,1	0,8	3,9	1,1	20,1	5,4	1,5	1,0	2,3	19,7
	Mar	P	117,6	0,3	5,8	-	3,3	0,1	2,0	0,9	4,6	0,2	16,4	5,1	1,5	1,1	2,6	17,5
	Abr	P	118,3	0,6	5,7	-	2,9	0,3	2,2	0,5	5,1	1,7	15,4	5,5	1,6	1,2	3,4	17,7
	May	P	119,1	0,7	6,5	0,3	3,1	0,3	2,4	0,9	6,0	1,3	17,8	6,0	1,7	1,1	4,5	18,6

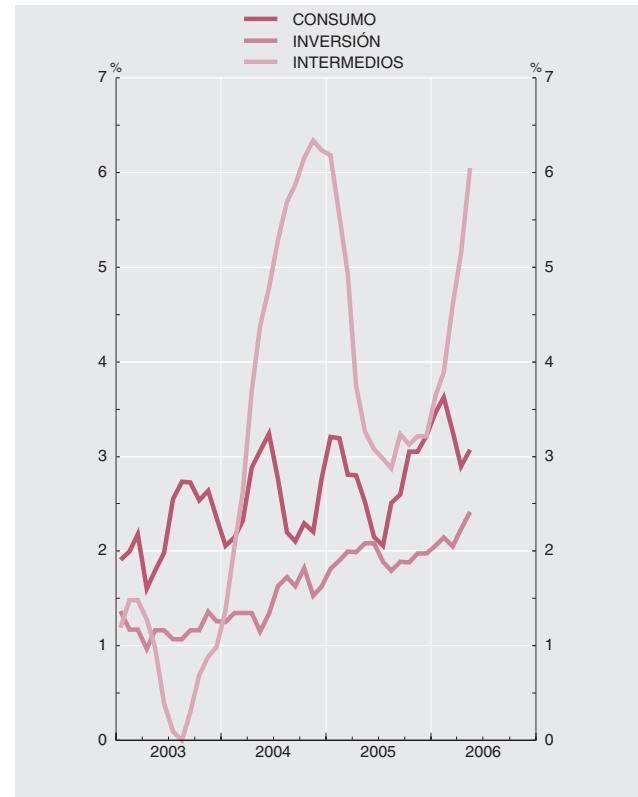
### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

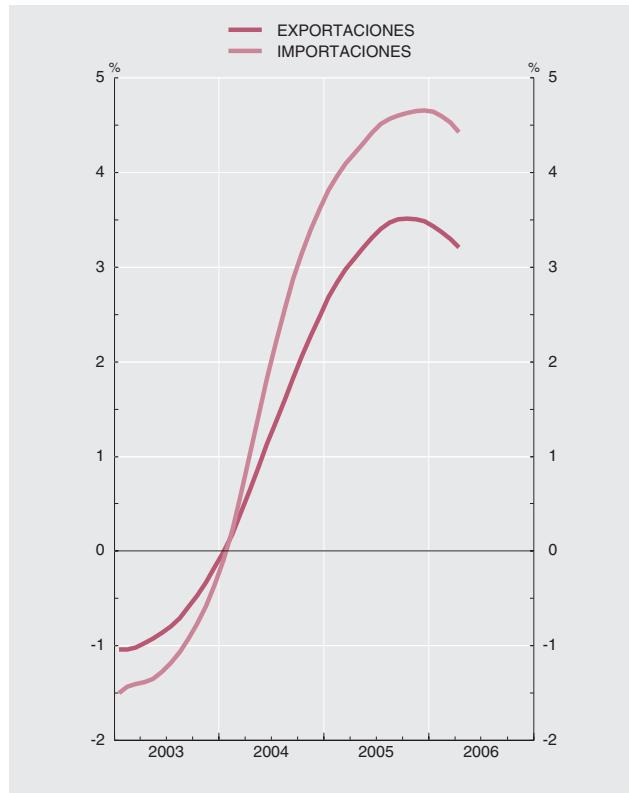
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

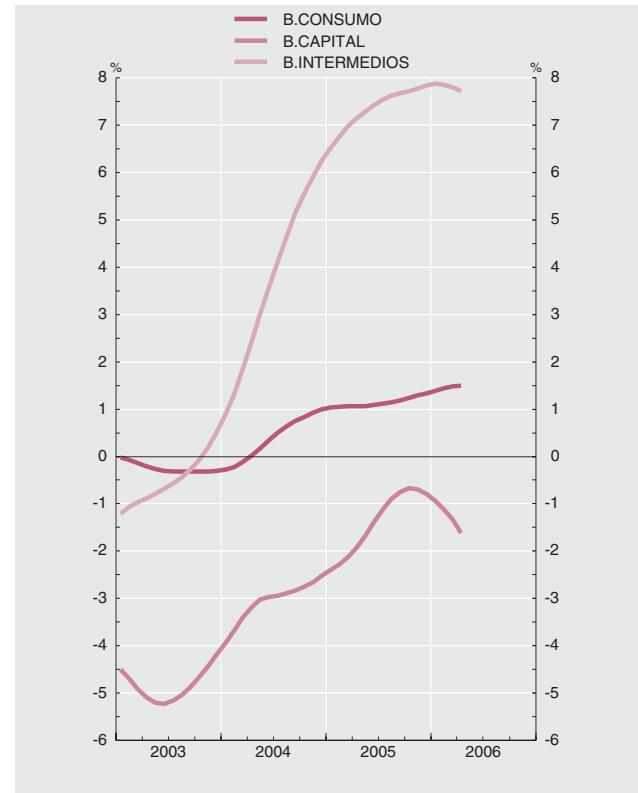
Tasas de variación interanual

	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
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
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
05 E-A	4,5	2,5	2,5	6,4	34,3	5,0	5,1	2,0	-4,7	8,8	25,1	5,3
06 E-A	4,3	1,6	5,4	6,4	28,1	5,1	6,4	0,4	0,3	10,8	34,6	4,2
04 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	4,2	1,2	8,2	6,0	24,0	4,8	4,8	0,8	14,0	5,3	16,2	1,8
Nov	4,3	2,7	8,3	4,6	26,1	3,2	3,8	3,3	-0,8	5,6	22,5	0,8
Dic	6,2	3,6	11,8	6,5	27,2	5,3	7,1	0,9	10,2	8,9	33,5	3,2
06 Ene	4,2	1,6	9,4	5,8	24,8	4,7	5,6	-6,5	-5,1	15,2	44,0	7,3
Feb	3,3	0,7	4,7	5,1	29,3	3,5	6,6	2,5	3,2	9,2	36,9	1,9
Mar	5,0	2,1	0,6	8,1	33,2	6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,2	1,9
Abr	4,8	1,9	6,9	6,5	25,0	5,5	7,4	3,2	-4,3	11,7	30,5	5,7

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

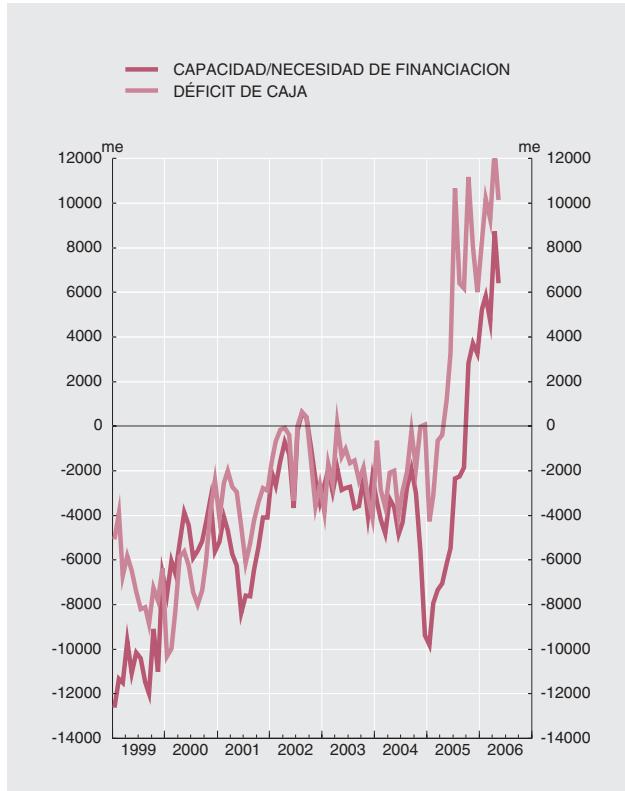
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

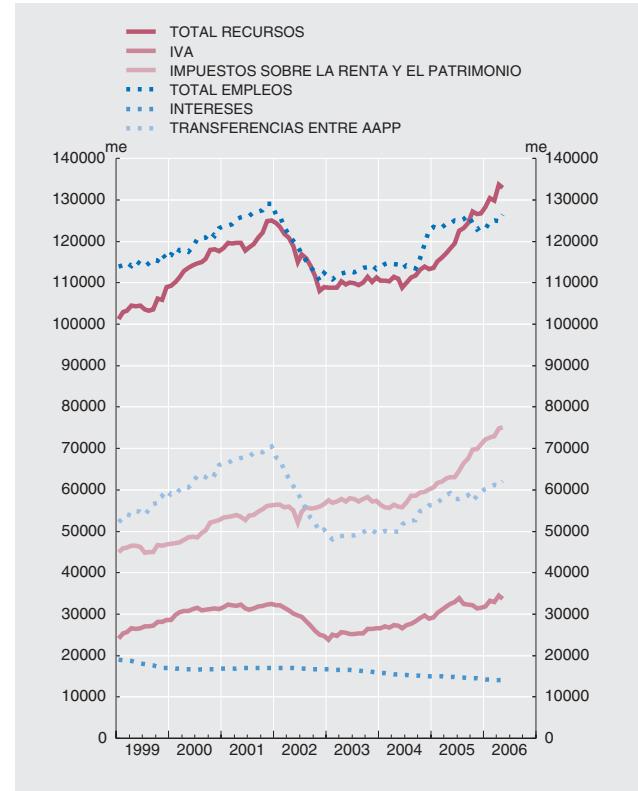
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja																				
	Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresa- dos 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	-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 -2 274	111 319	26 539	10 918	5 029	57 415	11 418	113 350	17 670	15 900	49 406	2 695	27 679	-4 132	109 655	113 787																	
04	A -9 390	113 330	28 950	10 991	4 714	60 059	8 616	122 720	15 619	15 053	56 347	7 419	28 282	59	114 793	114 734																	
05	A 3 261	126 811	31 542	11 069	4 661	70 987	8 552	123 550	16 466	14 313	59 404	3 539	29 828	6 022	128 777	122 755																	
05 E-M	A 7 215	51 351	19 741	4 539	1 423	22 934	2 714	44 136	6 014	6 054	22 134	853	9 081	3 489	53 369	49 880																	
06 E-M	A 10 369	57 423	21 889	4 304	2 081	27 100	2 049	47 054	6 497	5 753	24 912	768	9 124	7 602	58 107	50 505																	
05 Jul	A 8 837	17 930	5 658	1 026	247	10 573	426	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																	
Dic	A -11 610	9 275	313	953	914	5 783	1 312	20 885	2 203	1 152	6 796	1 622	9 112	-5 187	9 006	14 194																	
06 Ene	A 2 024	9 612	-349	821	246	8 392	502	7 588	1 143	1 215	4 345	10	875	-4 557	10 255	14 812																	
Feb	A 8 833	18 865	13 536	922	214	3 456	737	10 032	1 232	1 053	5 059	83	2 605	8 720	18 115	9 395																	
Mar	A -6 273	3 993	892	928	681	2 139	-647	10 266	1 510	1 174	5 324	367	1 891	-3 920	4 889	8 809																	
Apr	A 13 312	22 248	7 796	836	756	12 426	434	8 936	1 185	1 149	4 723	112	1 767	13 248	22 204	8 956																	
May	A -7 527	2 705	14	797	184	687	1 023	10 232	1 427	1 162	5 461	196	1 986	-5 890	2 643	8 532																	

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

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

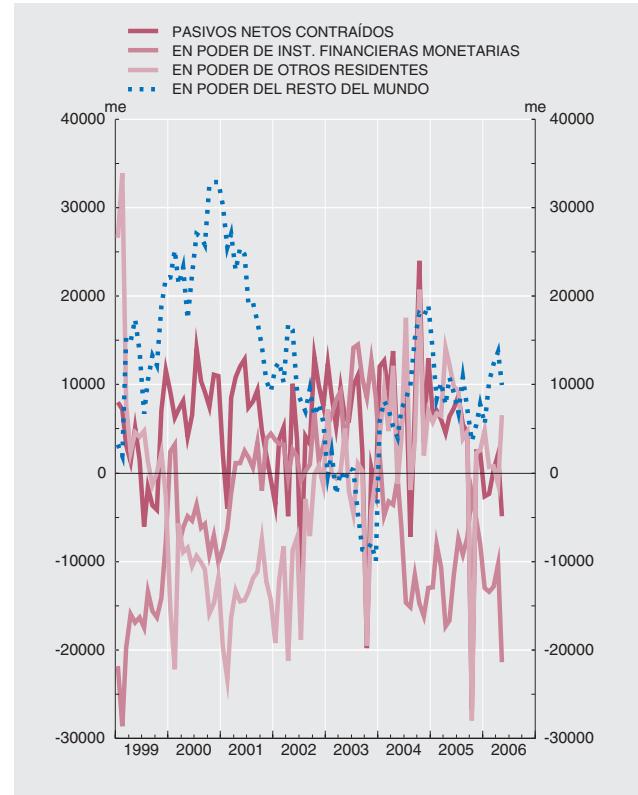
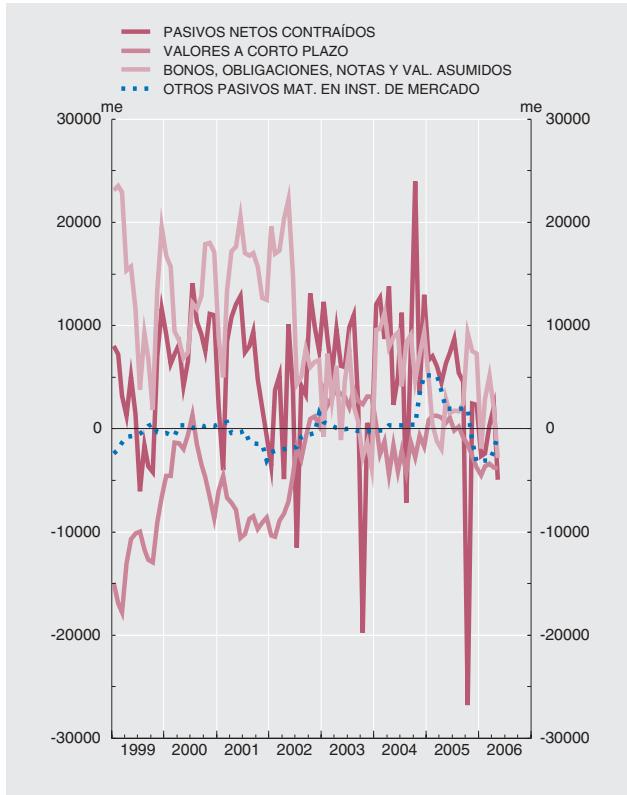
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
				Del cual							Por instrumentos				
	Del cual			Total	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	Depósitos en el Banco de España		4	5	6	7	8	9	10	Total	11	12	13	14
99	-6 585	5 015	4 574	11 600	209	-6 629	19 592	-499	-446	-418	-10 426	-7 734	-2 692	22 026	12 018
00	-5 627	5 368	5 690	10 995	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 767	-21 929	-10 117	-11 812	32 924	8 228
01	-4 104	-4 848	-20 141	-744	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 049	-9 950	4 424	-14 374	9 206	305
02	-3 428	4 115	-95	7 543	-888	346	6 655	-486	1 488	-459	1 754	3 148	-1 394	5 790	8 002
03	P -2 274	-4 221	0	-1 947	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-566	8 028	8 524	-496	-9 975	-1 381
04	A -9 390	3 633	-0	13 023	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	577	-5 952	-12 978	7 026	18 975	12 446
05	A 3 261	5 604	0	2 343	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 504	-5 435	-8 026	2 591	7 779	-161
05 E-M	A 7 215	9 792	-0	2 577	-1 129	546	4 376	-	-2 973	627	-1 327	-9 920	8 593	3 904	1 950
06 E-M	A 10 369	5 687	-1	-4 682	-131	493	-5 758	-	-330	912	-10 725	-23 257	12 532	6 043	-5 595
05 Jul	A 8 837	1 373	-1	-7 464	-537	1 618	-12 680	-	14	3 584	-4 386	-3 364	-1 022	-3 078	-11 048
Ago	A -9	-5 859	1	-5 850	5	-2 340	1 060	-	44	-4 615	-7 217	-3 595	-3 622	1 367	-1 236
Sep	A 725	8 605	-0	7 880	-28	1 824	5 962	-	-48	143	5 250	5 379	-129	2 630	7 737
Oct	A 11 907	-17 217	0	-29 124	8	-2 257	-1 014	-	2	-25 856	-28 106	-1 062	-27 044	-1 018	-3 268
Nov	A -5 144	21 559	-0	26 703	9	1 786	3 704	-	-9	21 223	24 953	519	24 434	1 750	5 480
Dic	A -11 610	-6 722	1	4 888	-254	-2 568	2 189	-486	-227	5 980	2 698	-1 630	4 327	2 190	-1 092
06 Ene	A 2 024	-3 900	-1	-5 924	12	1 991	-11 363	-	-4	3 452	-8 034	-9 145	1 111	2 110	-9 376
Feb	A 8 833	6 628	1	-2 205	4	-2 436	3 695	-	-1	-3 463	-4 905	-1 552	-3 353	2 700	1 258
Mar	A -6 273	-756	-1	5 517	7	2 009	3 669	-	-26	-135	4 017	1 837	2 180	1 500	5 652
Apr	A 13 312	13 594	3 250	282	-166	-2 991	-1 170	-	-140	4 583	-1 191	-3 103	1 912	1 473	-4 301
May	A -7 527	-9 880	-3 250	-2 353	12	1 920	-589	-	-158	-3 525	-613	-11 295	10 682	-1 740	1 172

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.

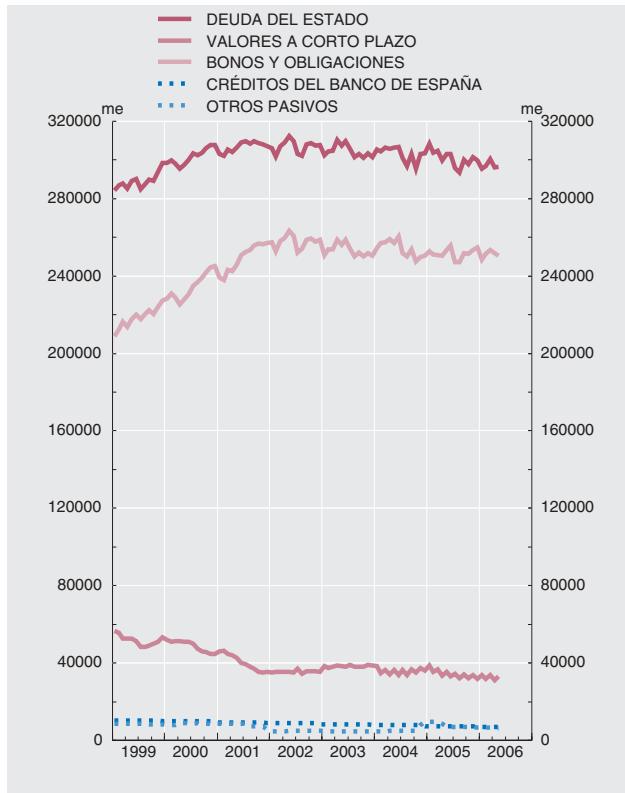
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

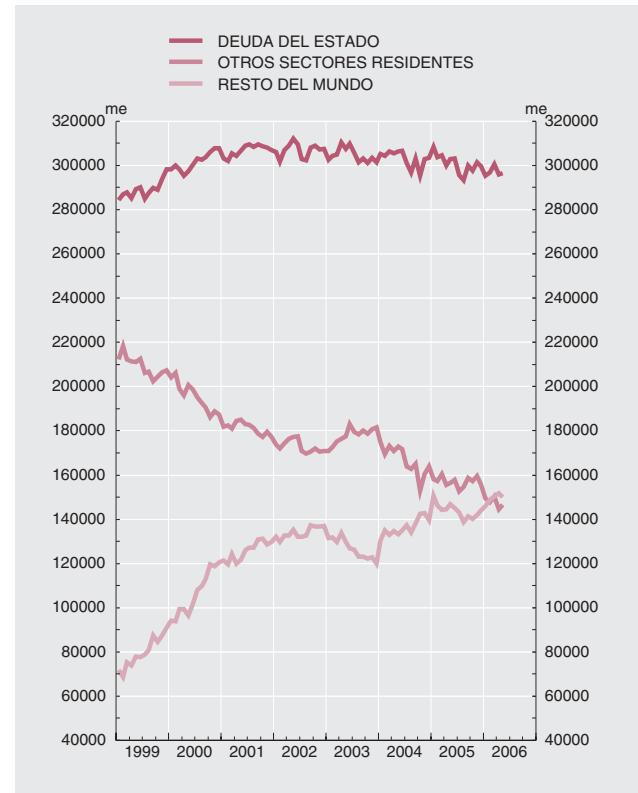
Millones de euros

Deuda del Estado elabora- da según la meto- dología del Proto- colo 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	
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03	P 301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	A 303 540	3 267	35 996	250 410	7 388	9 746	182 967	19 127	163 840	139 700	300	7 186
05 Jun	A 303 061	3 286	33 059	255 792	7 388	6 822	179 971	22 117	157 854	145 207	300	6 949
Jul	A 295 724	2 465	34 346	247 159	7 388	6 832	175 399	22 746	152 653	143 071	299	6 570
Ago	A 293 464	2 457	32 111	247 091	7 388	6 874	177 374	22 717	154 657	138 807	300	6 531
Sep	A 300 087	2 458	33 917	251 955	7 388	6 827	181 490	22 774	158 716	141 371	300	6 360
Oct	A 297 668	2 416	31 976	251 481	7 388	6 824	179 852	22 496	157 356	140 313	300	6 348
Nov	A 301 509	2 401	33 752	253 553	7 388	6 816	182 537	23 066	159 471	142 039	300	7 102
Dic	A 299 730	2 154	31 614	254 627	6 902	6 588	178 398	22 658	155 740	143 990	300	6 020
06 Ene	A 295 468	2 114	33 602	248 385	6 902	6 579	171 045	21 656	149 389	146 079	299	5 898
Feb	A 296 662	2 156	31 656	251 523	6 902	6 582	169 034	21 195	147 839	148 823	300	5 376
Mar	A 300 582	2 097	33 670	253 458	6 902	6 553	172 365	22 100	150 264	150 317	300	5 902
Apr	A 296 036	1 926	31 064	251 662	6 902	6 408	166 165	21 741	144 424	151 612	3 550	5 768
May	A 296 463	1 920	32 988	250 324	6 902	6 250	168 304	21 741	146 563	149 900	300	5 739

### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

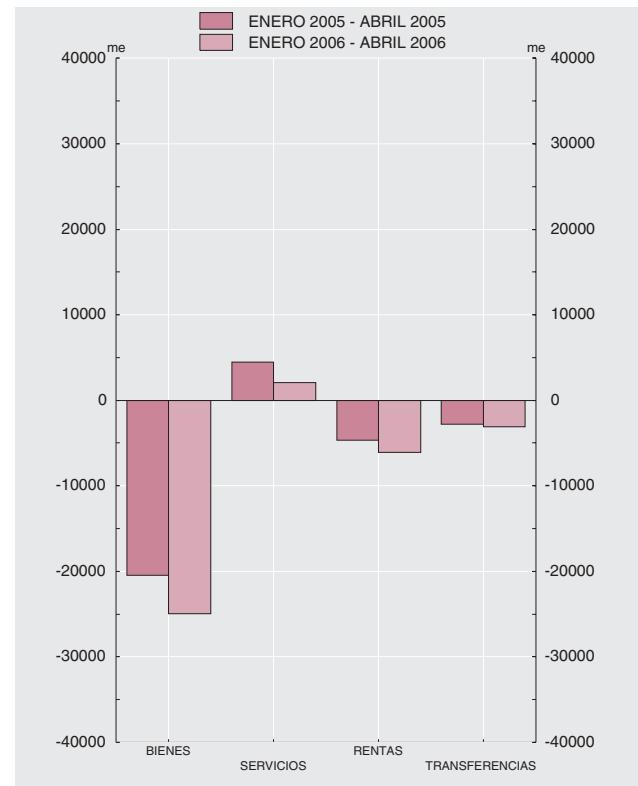
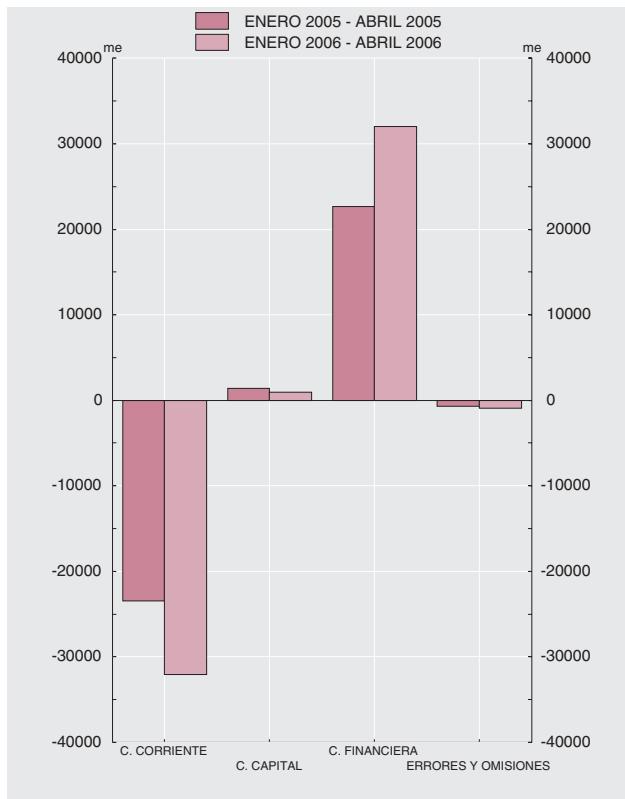
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ 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	7	8	9									
03	-27 476	-39 839	139 754	179 593	23 301	65 689	35 047	42 388	8 010	-10 396	24 061	34 456	-543	8 165	-19 311	17 826	1 486	
04	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885	
05	P -66 627	-68 969	156 375	225 344	22 635	75 410	38 495	52 776	12 125	-17 208	31 312	48 520	-3 084	7 972	-58 655	59 551	-897	
05 E-A	P -23 442	-20 456	50 274	70 730	4 467	20 377	9 178	15 911	3 370	-4 687	9 108	13 795	-2 767	1 422	-22 020	22 694	-674	
06 E-A	P -32 095	-24 988	56 118	81 106	2 050	21 793	8 790	19 744	3 893	-6 054	9 927	15 981	-3 103	979	-31 116	32 008	-892	
05 Ene	P -6 853	-4 636	11 114	15 749	1 338	5 186	2 446	3 848	860	-1 495	1 934	3 429	-2 061	492	-6 361	6 940	-578	
Feb	P -5 114	-4 433	12 371	16 803	1 000	4 766	2 055	3 767	832	-1 237	1 738	2 975	-444	80	-5 034	5 826	-792	
Mar	P -6 039	-5 611	13 133	18 744	1 179	5 421	2 570	4 242	958	-1 500	2 144	3 643	-108	543	-5 496	4 690	805	
Abr	P -5 437	-5 777	13 657	19 434	950	5 004	2 106	4 054	719	-455	3 292	3 748	-155	308	-5 128	5 238	-110	
May	P -5 398	-5 632	13 565	19 197	2 121	6 072	2 997	3 951	793	-1 697	2 166	3 863	-190	974	-4 424	4 223	201	
Jun	P -6 241	-5 833	13 824	19 657	1 972	6 501	3 228	4 528	1 159	-2 184	2 176	4 360	-196	1 383	-4 858	4 234	623	
Jul	P -4 602	-5 429	13 022	18 451	3 192	8 227	4 802	5 034	1 174	-2 015	2 418	4 433	-350	497	-4 106	3 737	369	
Ago	P -4 651	-6 522	10 090	16 612	3 614	8 174	5 096	4 560	1 302	-1 370	4 073	5 443	-372	726	-3 925	3 977	-52	
Sep	P -5 830	-6 222	13 772	19 995	2 981	7 769	4 767	4 787	1 172	-1 828	2 671	4 499	-761	460	-5 370	7 672	-2 301	
Oct	P -4 764	-5 931	13 448	19 379	2 563	7 120	4 017	4 557	1 163	-1 150	2 362	3 512	-246	279	-4 485	5 333	-848	
Nov	P -4 643	-6 491	14 860	21 350	1 364	5 984	2 709	4 620	1 050	-890	2 923	3 814	1 374	359	-4 283	3 735	549	
Dic	P -7 056	-6 454	13 519	19 973	360	5 187	1 701	4 827	942	-1 386	3 415	4 801	424	1 871	-5 185	3 947	1 238	
06 Ene	P -6 774	-5 916	12 923	18 839	123	5 147	2 111	5 023	1 109	-387	3 374	3 760	-595	330	-6 444	6 755	-311	
Feb	P -8 378	-5 759	14 202	19 961	193	5 087	2 003	4 894	939	-1 443	1 809	3 252	-1 369	320	-8 058	9 156	-1 098	
Mar	P -9 348	-7 107	15 658	22 765	773	6 180	2 418	5 407	1 087	-2 424	2 402	4 826	-590	121	-9 227	10 051	-824	
Abr	P -7 595	-6 207	13 335	19 542	961	5 380	2 258	4 419	759	-1 800	2 342	4 142	-549	208	-7 387	6 046	1 341	

### RESUMEN

### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.<sup>a</sup> 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).

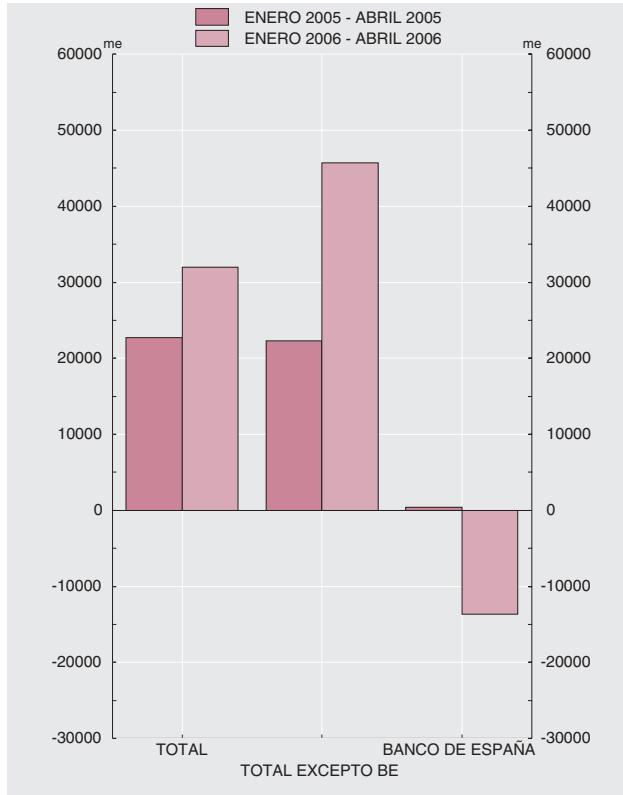
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

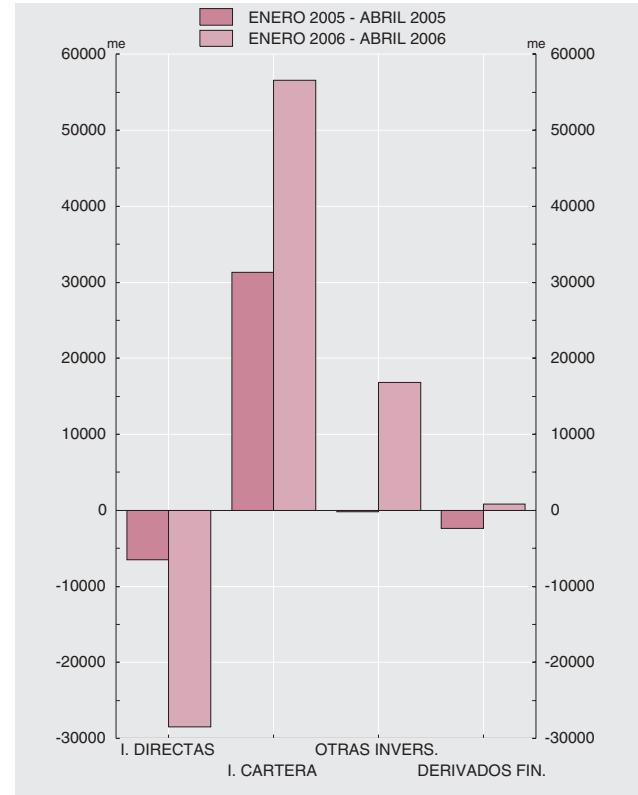
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA) (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA) (e)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA) (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+13 9+12 3=5-4	2=3+6+ 31 177	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+ 15+16	14	15	16	
03	17 826	16 251	-2 568	25 445	22 877	-26 592	65 634	39 042	48 845	15 876	64 722	-3 435	1 575	13 626	4 382	-16 433
04	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05	P 59 551	61 812	-12 693	31 177	18 484	57 890	78 714	136 605	16 599	46 258	62 857	16	-2 261	1 439	14 855	-18 555
05 E-A	P 22 694	22 267	-6 512	12 093	5 582	31 339	10 098	41 436	-179	22 090	21 912	-2 381	427	1 738	7 749	-9 060
06 E-A	P 32 008	45 683	-28 526	33 017	4 491	56 587	20 070	76 657	16 812	24 730	41 542	809	-13 675	227	-13 253	-649
05	P 6 940	4 557	-2 072	4 166	2 094	8 699	-1 370	7 329	-1 568	5 755	4 187	-502	2 383	94	2 351	-62
Ene	P 5 826	13 698	1 575	1 518	3 093	11 052	3 846	14 898	986	2 855	3 841	85	-7 872	112	-5 202	-2 782
Feb	P 4 690	-2 012	-4 817	4 677	-139	7 771	5 561	13 332	-3 917	8 709	4 792	-1 049	6 702	1 343	9 579	-4 220
Mar	P 5 238	6 024	-1 198	1 732	534	3 817	2 061	5 878	4 321	4 771	9 092	-915	-786	189	1 021	-1 996
Apr	P 4 223	-734	-334	1 339	1 005	8 593	1 123	9 715	-8 873	5 221	-3 652	-119	4 956	-39	6 595	-1 600
May	P 4 234	10 613	-4 291	3 291	-1 001	14 020	12 127	26 147	-445	2 853	2 408	1 330	-6 379	8	-4 430	-1 956
Jun	P 3 737	-851	110	1 185	1 295	-12 894	14 717	1 823	11 533	2 494	14 027	399	4 588	109	6 086	-1 606
Jul	P 3 977	492	304	625	929	-13 296	8 479	-4 817	13 995	-14 251	-257	-510	3 486	3	4 913	-1 431
Ago	P 7 672	18 950	-331	2 860	2 529	25 795	-1 808	23 988	-6 433	13 261	6 827	-82	-11 278	-100	-10 184	-994
Sep	P 5 333	6 522	987	1 252	2 239	3 078	6 285	9 363	1 562	6 572	8 134	896	-1 190	-71	-986	-133
Oct	P 3 735	-103	4 548	2 622	7 170	-8 569	23 580	15 011	3 088	6 465	9 553	830	3 838	-463	4 286	15
Nov	P 3 947	4 657	-7 173	5 908	-1 265	9 824	4 113	13 938	2 352	1 554	3 905	-346	-710	253	826	-1 789
06	Ene P 6 755	17 245	-334	2 107	1 773	15 477	6 077	21 554	2 908	1 501	4 409	-806	-10 490	45	-9 761	-773
Feb	P 9 156	8 135	-24 546	26 092	1 546	19 632	5 407	25 039	12 695	12 877	25 572	355	1 021	-24	962	83
Mar	P 10 051	11 063	-2 366	2 154	-212	10 017	10 777	20 795	2 416	2 853	5 269	995	-1 012	-233	-952	173
Apr	P 6 046	9 239	-1 281	2 664	1 384	11 461	-2 192	9 270	-1 206	7 499	6 292	265	-3 193	440	-3 502	-131

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.<sup>a</sup> 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 AL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

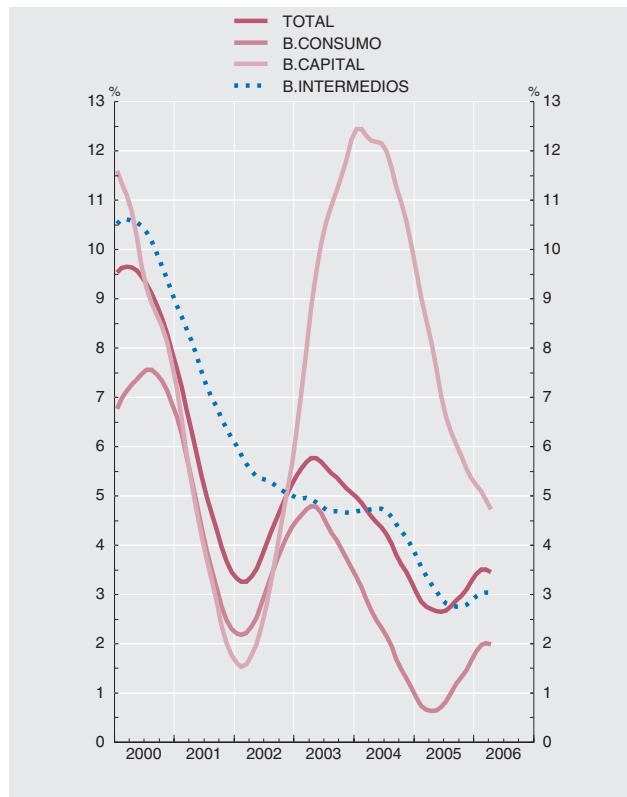
■ Serie representada gráficamente.

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:	Total	Del cual:					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01	129 771	4,5	4,2	3,7	-1,4	5,7	-22,8	7,5	6,3	6,0	5,1	4,5	-6,6	8,3	-6,1	-6,6	
02	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7	
05	P	153 559	5,0	0,2	-2,0	6,2	0,9	-8,7	1,5	2,5	2,3	1,9	3,2	6,1	14,8	12,3	14,1
05	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	0,6	-11,2	-3,4	-4,1	-3,4	0,4	-0,1	-0,5	2,4	11,3	-14,7	-11,1	24,0
	Nov	14 593	5,9	1,5	-1,9	25,0	0,1	-1,8	0,2	-1,2	-1,4	-1,6	-1,3	6,1	25,7	82,5	53,5
	Dic	13 291	7,6	1,3	-2,5	19,9	0,4	-12,1	1,1	5,1	5,3	3,9	3,1	-4,0	-33,0	62,9	13,3
06	Ene	12 753	17,0	12,2	8,7	56,4	8,3	-1,6	8,9	7,6	7,3	5,0	9,7	52,6	6,6	102,4	4,0
	Feb	13 992	15,2	11,6	14,1	31,8	6,5	29,9	5,6	9,2	8,6	8,8	7,9	32,8	58,6	45,9	60,6
	Mar	15 450	19,9	14,2	15,3	37,4	9,6	12,2	9,5	12,0	11,7	10,5	12,7	46,0	20,5	63,5	41,8
	Abr	13 161	-1,8	-6,3	-10,1	0,2	-4,6	-4,5	-4,6	-5,7	-6,3	-6,9	-4,3	11,7	-35,5	26,2	27,3

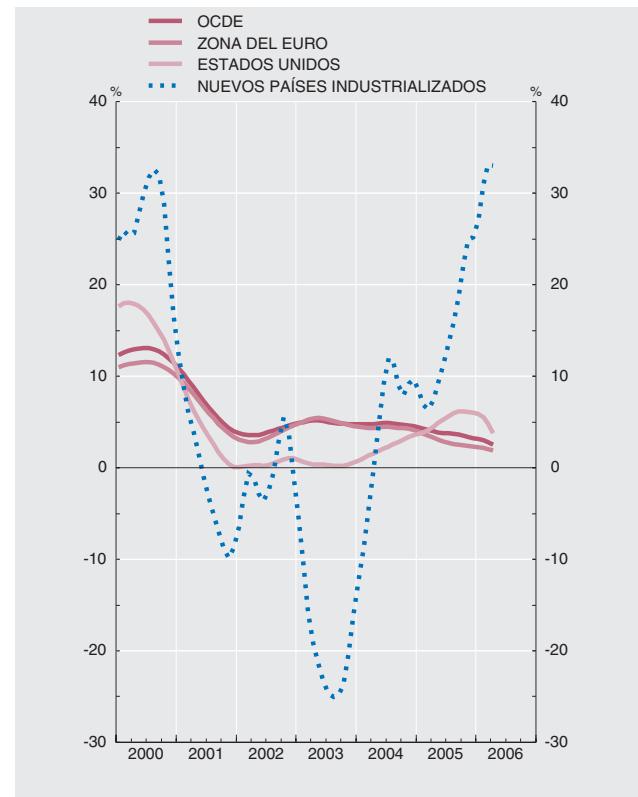
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

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

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

**7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.  
IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES**

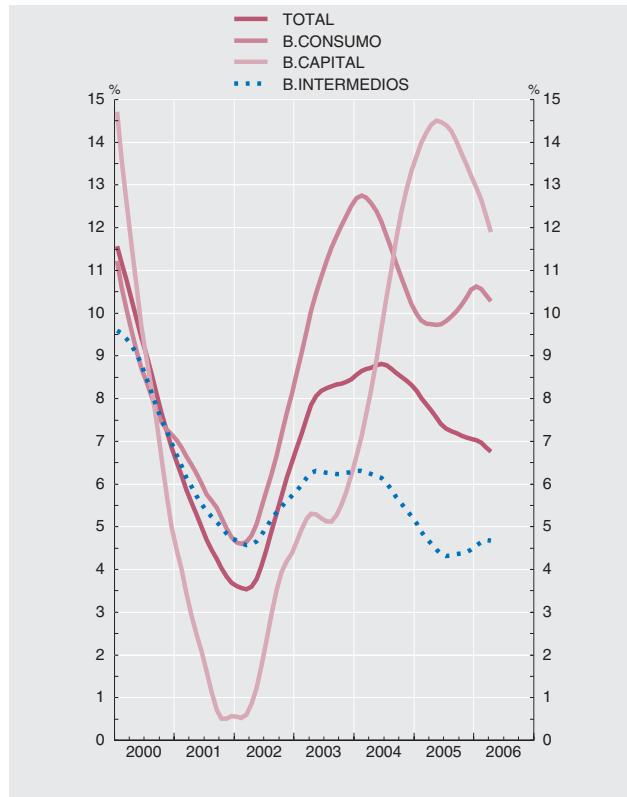
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:	Total	Del cual:					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01	173 210	2,2	3,4	6,4	-2,0	3,2	-1,0	4,3	3,5	3,0	3,8	2,6	-10,1	-8,1	3,7	-2,2	
02	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1		
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6	
05	P 231 372	11,9	6,4	7,9	20,3	3,0	9,8	1,8	5,5	5,3	5,5	5,8	5,1	36,1	32,3	12,4	
05 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	-0,7	0,8	-0,6	-0,2	1,9	-8,5	30,5	45,1	13,4	
Nov	21 886	12,4	8,3	7,7	47,9	1,1	12,8	-1,4	3,6	2,9	3,0	0,3	-18,2	39,9	149,1	35,5	
Dic	20 472	10,4	3,1	11,5	-11,9	3,7	-4,9	5,9	6,0	4,8	2,8	2,6	5,9	43,7	49,7	-15,3	
06 Ene	19 337	19,5	13,1	40,4	20,8	-0,2	1,8	-0,8	13,8	13,2	13,8	9,9	18,2	44,3	50,1	49,5	
Feb	20 497	18,9	11,6	9,3	10,0	12,8	13,5	12,6	10,7	8,0	8,9	7,9	16,9	54,1	38,5	43,3	
Mar	23 477	21,5	14,7	14,4	2,8	17,3	13,2	18,4	14,7	12,5	13,4	12,6	39,8	47,3	57,0	26,6	
Abr	20 045	0,6	-6,3	-4,6	-12,5	-5,8	2,3	-7,6	-2,6	-3,6	-3,0	-7,5	-5,8	26,2	-13,9	5,9	

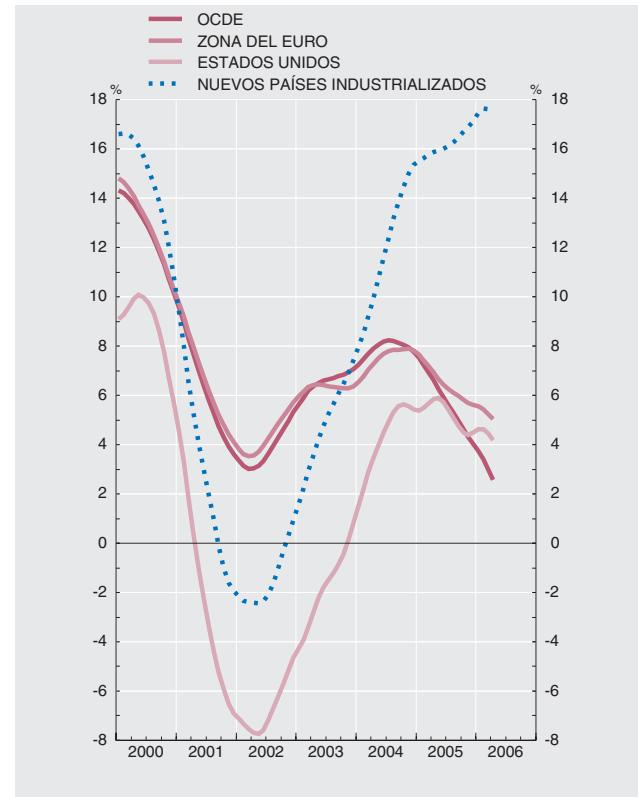
**POR TIPOS DE PRODUCTOS**

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.

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

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

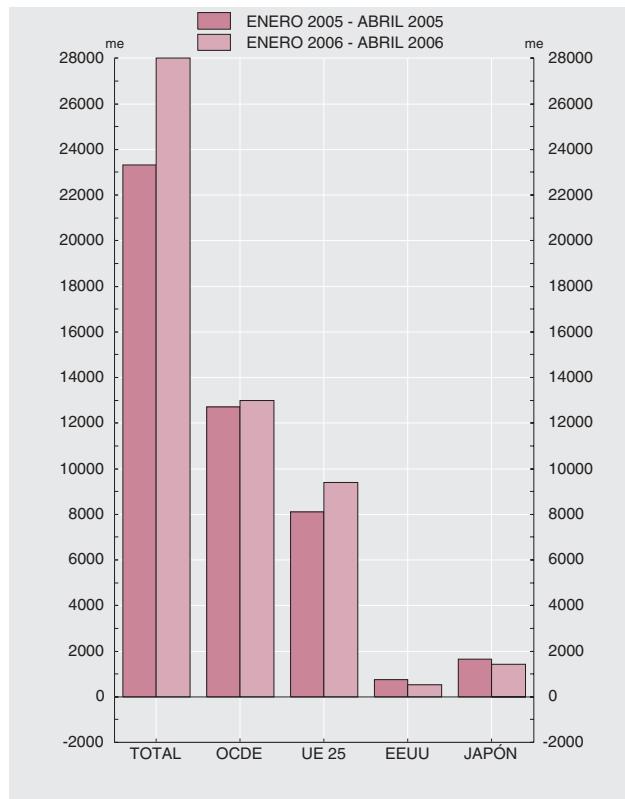
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

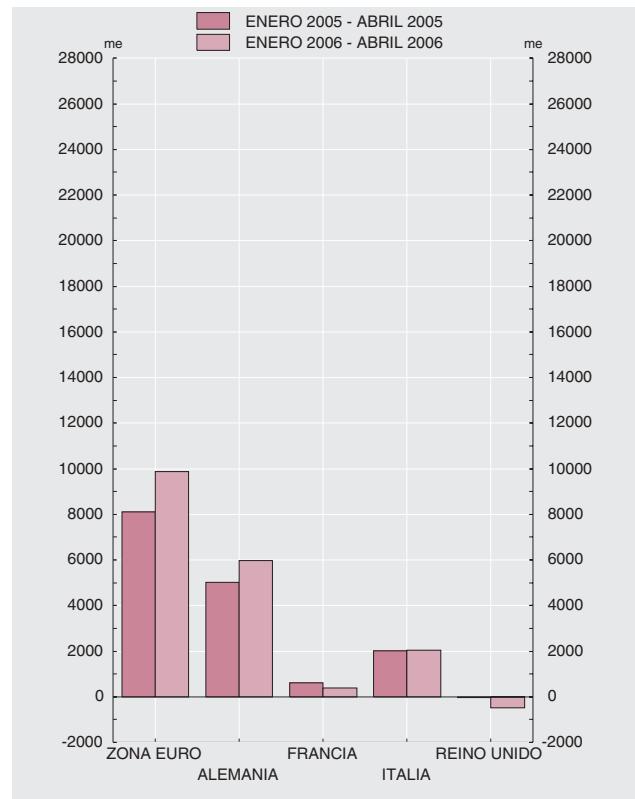
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 25)										OCDE			Otros países americanos	Nuevos países industrializados		
		Total	Unión Europea (UE 15)									Del cual:						
			Zona del euro			Reino Unido			Resto UE 15			Total						
			Del cual:			Total	Alemania	Francia	Italia	8	9	10	11	12	13	14	15	
			Total				5	6	7									
00	-45 291	-19 173	-20 065	-17 816	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-388	-27 681	-2 707	-3 616	-10 879	936	-2 151			
01	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176			
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176			
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600			
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104			
05	P	-77 813	-30 022	-29 422	-29 320	-16 278	-3 187	-6 995	-170	67	-41 662	-1 722	-4 716	-13 288	-3 080	-3 427		
05	E-A	-23 328	-8 096	-8 111	-8 108	-5 032	-614	-2 011	39	-42	-12 718	-754	-1 653	-3 752	-917	-1 062		
06	E-A	-28 000	-9 995	-9 408	-9 887	-5 984	-392	-2 031	497	-18	-12 997	-528	-1 415	-5 794	-814	-1 366		
05	Abr	-6 524	-2 494	-2 406	-2 257	-1 459	-37	-530	-132	-17	-3 878	-286	-385	-957	-358	-293		
	May	-6 374	-2 423	-2 341	-2 367	-1 445	-94	-644	59	-32	-3 473	-376	-397	-910	-344	-291		
	Jun	-6 571	-2 898	-2 842	-2 855	-1 573	-321	-466	78	-65	-3 842	-279	-373	-973	-284	-301		
	Jul	-6 128	-2 442	-2 424	-2 585	-1 379	-157	-704	129	32	-3 190	-64	-368	-1 057	-227	-257		
	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		
	Nov	-7 293	-2 780	-2 707	-2 567	-1 363	-267	-674	-193	53	-3 649	-93	-443	-1 294	-528	-386		
	Dic	-7 182	-3 700	-3 551	-3 282	-1 451	-589	-841	-246	-23	-4 436	11	-424	-1 275	96	-311		
06	Ene	-6 584	-2 113	-2 057	-2 336	-1 197	-189	-363	252	28	-2 909	-63	-330	-1 386	-170	-432		
	Feb	-6 504	-2 087	-1 904	-2 097	-1 593	195	-583	251	-59	-2 857	-140	-365	-1 288	-179	-310		
	Mar	-8 027	-3 066	-2 876	-2 958	-1 800	-220	-623	132	-50	-3 999	-146	-413	-1 641	-302	-339		
	Abri	-6 884	-2 729	-2 571	-2 495	-1 394	-177	-461	-138	62	-3 232	-179	-307	-1 479	-162	-286		

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

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

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

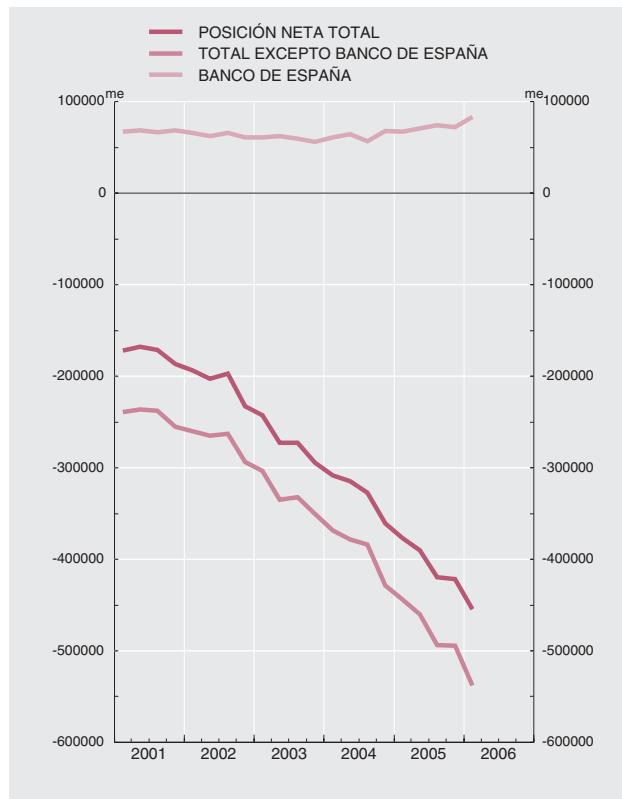
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

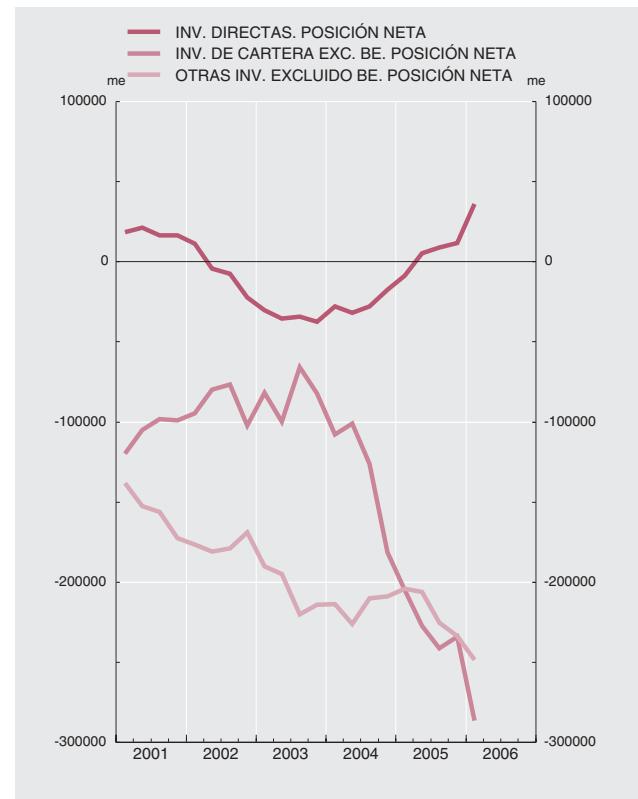
Saldos a fin de periodo en mm de euros

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		
98	-160,5	-213,1	-44,5	63,5	108,0	-136,4	73,1	209,5	-32,2	161,5	193,7	52,5	52,1	-	0,4	
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	73,7	37,3	36,0	0,4	
00	-158,7	-242,6	12,2	180,2	168,0	-115,5	193,7	309,2	-139,3	166,4	305,8	84,0	38,2	45,3	0,4	
01	-186,5	-255,0	16,3	217,5	201,1	-99,0	232,6	331,6	-172,3	172,5	344,8	68,5	38,9	29,2	0,4	
02	R	-232,9	-293,6	-22,1	223,1	245,2	-102,6	256,8	359,4	-168,9	197,4	366,3	60,6	38,4	22,7	-0,4
03 I	-242,6	-303,7	-30,4	223,9	254,3	-83,2	278,3	361,6	-190,0	194,7	384,7	61,0	35,4	24,3	1,3	
II	-272,6	-335,1	-35,5	222,9	258,4	-104,6	287,3	391,9	-195,1	194,7	389,8	62,4	31,3	26,8	4,3	
III	-272,6	-332,4	-34,3	229,5	263,8	-77,9	309,6	387,4	-220,2	193,2	413,4	59,8	25,4	22,2	12,1	
IV	-294,1	-350,2	-37,4	231,6	268,9	-98,6	319,8	418,4	-214,2	204,0	418,1	56,1	21,2	18,3	16,6	
04 I	-308,3	-368,8	-27,7	242,0	269,8	-127,4	332,8	460,2	-213,6	210,9	424,5	60,5	17,6	23,1	19,9	
II	-314,3	-378,6	-32,0	247,6	279,7	-120,5	347,9	468,4	-226,1	222,1	448,2	64,2	16,2	27,9	20,0	
III	-327,3	-384,1	-28,0	254,4	282,4	-146,2	344,4	490,5	-209,9	229,7	439,7	56,8	15,9	20,5	20,4	
IV	-360,6	-428,7	-17,6	272,5	290,1	-202,1	359,3	561,4	-208,9	222,4	431,3	68,1	14,5	31,9	21,7	
05 I	-376,6	-443,9	-8,6	287,2	295,8	-231,1	366,5	597,7	-204,2	240,7	444,9	67,3	13,3	25,2	28,8	
II	-389,9	-460,3	5,3	303,8	298,5	-259,5	390,8	650,3	-206,1	256,8	462,9	70,4	13,7	22,0	34,7	
III	-419,8	-493,8	8,7	311,7	302,9	-277,3	417,7	695,0	-225,2	256,6	481,8	74,0	14,0	21,2	38,7	
IV	-421,9	-494,1	11,6	323,2	311,7	-272,0	454,7	726,7	-233,7	270,3	504,0	72,2	14,6	17,1	40,5	
06 I	-454,7	-537,7	35,9	353,0	317,1	-325,2	477,0	802,1	-248,4	286,8	535,3	83,0	15,4	26,8	40,8	

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

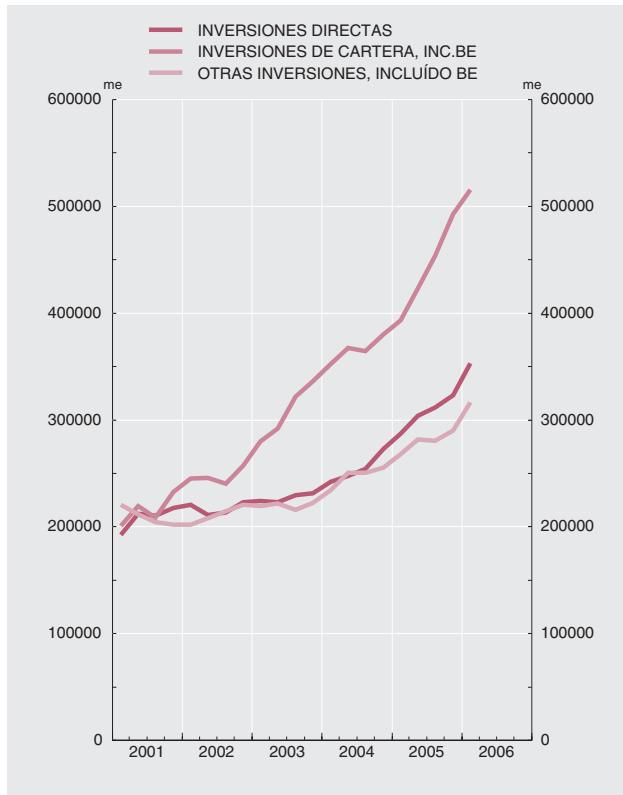
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

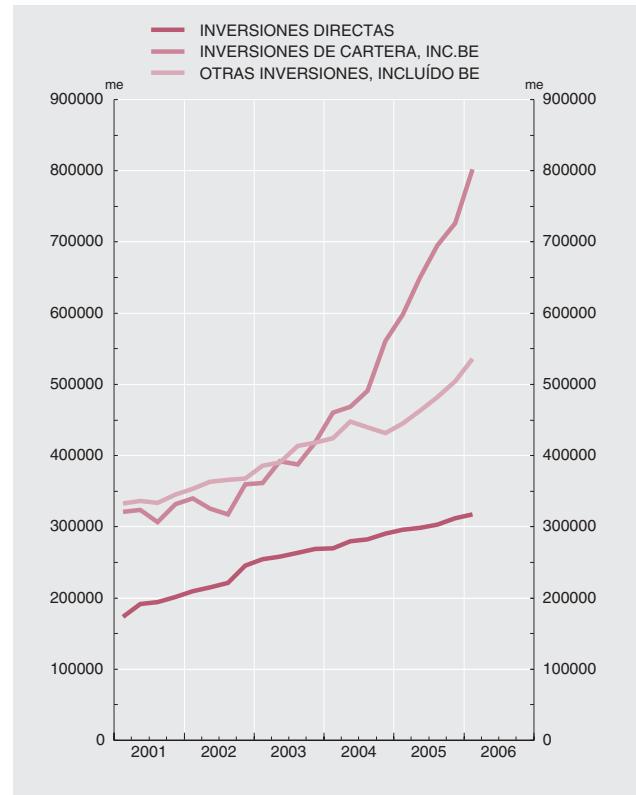
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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
98	57 849	5 690	90 760	17 284	20 250	52 876	116 698	92 841	162 001	193 708
99	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	161 672	212 159	305 778
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	187 459	202 099	344 845
02	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	242 432	220 483	367 646
03 /	206 602	17 300	203 995	50 338	47 089	232 844	116 359	245 201	219 438	385 462
//	205 551	17 399	207 551	50 851	51 400	240 717	133 812	258 086	221 881	390 621
///	213 679	15 798	210 597	53 203	56 847	264 746	130 593	256 851	215 885	413 722
/V	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	270 550	222 670	418 202
04 /	225 194	16 833	208 256	61 519	70 575	281 731	153 501	306 722	234 377	424 549
//	230 136	17 510	214 813	64 839	75 270	292 225	149 108	319 292	250 473	448 152
///	234 813	19 624	218 183	64 231	71 014	293 161	150 702	339 837	250 827	439 658
/V	254 696	17 791	223 215	66 917	78 053	302 067	183 210	378 218	255 181	431 348
05 /	267 094	20 127	225 510	70 304	79 829	313 129	184 792	412 862	268 200	444 867
//	283 979	19 833	229 405	69 112	83 676	339 216	178 505	471 746	281 431	462 938
///	290 978	20 680	230 683	72 258	93 654	360 151	204 333	490 672	280 483	481 856
/V	301 984	21 250	239 784	71 868	104 154	388 447	197 346	529 316	290 091	504 122
06 /	331 569	21 472	241 058	76 055	119 536	396 090	214 643	587 496	316 265	535 740

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

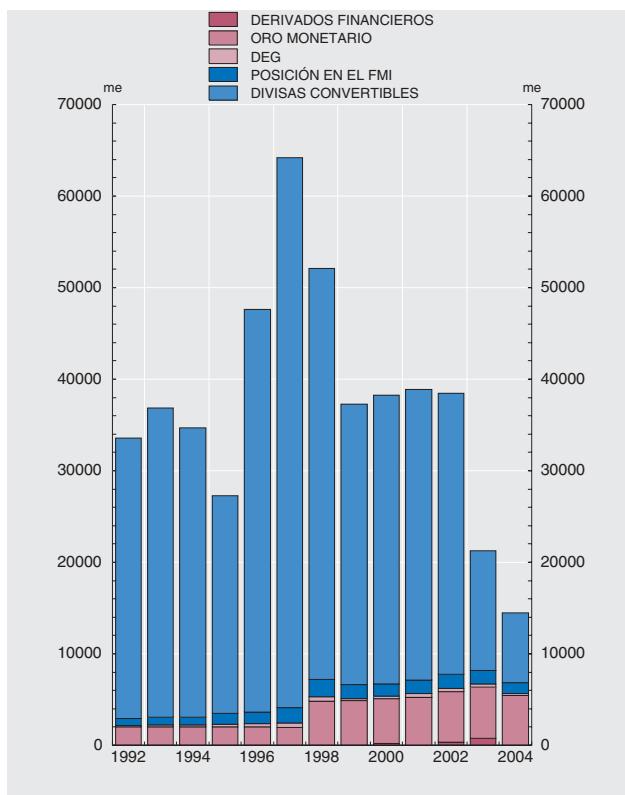
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

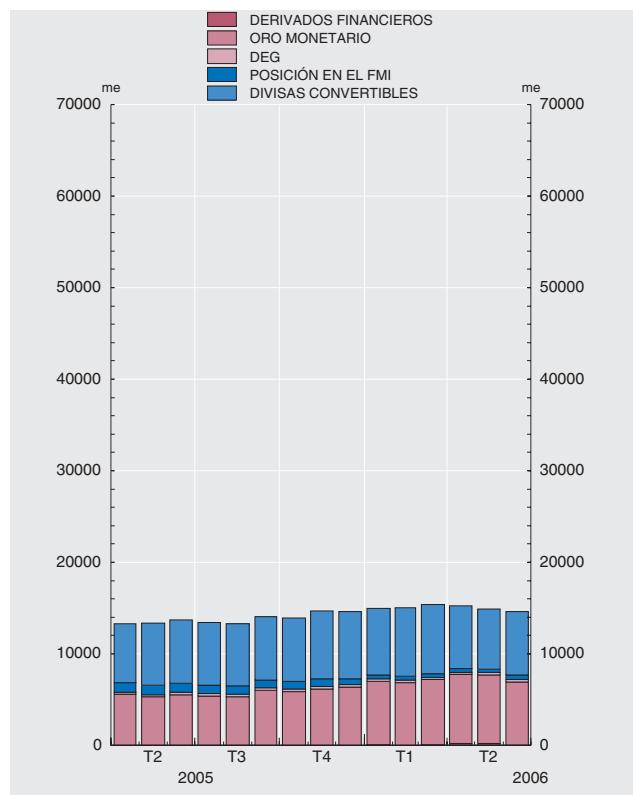
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro	
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros		
	1	2	3	4	5	6	7	
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	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	
06 Ene	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7	
Feb	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7	
Mar	15 377	7 544	405	258	7 101	69	14,7	
Abr	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7	
May	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7	
Jun	14 605	6 925	474	253	6 950	3	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 AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo													Millones de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias							
		Corto plazo		Largo plazo					Total	Corto plazo		Largo plazo				
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
02 /IV	672 115	194 649	1 461	1 072	179 644	12 473	-	307 780	346	154 007	34 190	119 237				
03 /I	694 062	183 831	2 196	710	168 451	12 474	-	328 247	315	165 842	39 596	122 493				
II	714 542	188 667	3 069	267	173 146	12 185	-	339 679	323	170 814	44 803	123 739				
III	742 230	180 683	3 560	1 780	163 164	12 179	-	362 703	353	183 340	49 208	129 801				
IV	772 151	176 501	4 386	335	159 152	12 628	-	374 134	326	187 752	56 363	129 693				
04 /I	815 215	192 147	3 676	489	174 928	13 055	-	392 792	361	186 529	72 417	133 485				
II	856 271	189 040	3 270	428	172 191	13 151	-	425 717	353	207 118	79 569	138 676				
III	868 750	195 531	3 136	1 755	177 265	13 374	-	423 118	362	198 299	88 484	135 974				
IV	904 325	205 323	2 956	705	184 800	16 863	-	427 328	301	194 245	100 711	132 071				
05 /I	954 641	206 611	2 600	1 024	185 261	17 726	-	456 631	467	202 197	121 665	132 301				
II	1 034 314	215 489	2 268	437	196 053	16 731	-	486 308	577	232 191	135 730	117 810				
III	1 075 270	214 956	3 168	1 424	193 837	16 527	-	514 123	340	264 976	147 031	101 776				
IV	1 137 322	215 091	2 547	65	195 014	17 465	-	544 853	705	276 510	160 788	106 850				
06 /I	1 231 453	216 457	4 699	11	194 300	17 446	-	584 951	905	240 898	189 132	154 016				

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL 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:			
			Depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos			Inversores directos	Afiladas		
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
02 /IV	1 371	1 371	106 278	3 001	19 895	78	23 790	58 757	450	307	62 036	32 569	29 468			
03 /I	798	798	117 787	2 678	19 084	123	31 964	62 955	446	537	63 399	32 831	30 568			
II	870	870	119 491	2 497	17 701	167	34 248	63 864	437	576	65 836	33 091	32 745			
III	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128			
IV	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947			
04 /I	62	62	146 270	2 321	20 105	359	53 019	69 393	405	669	83 944	36 235	47 710			
II	1	1	152 686	2 561	18 327	229	61 346	69 195	402	625	88 826	37 125	51 702			
III	0	0	160 845	3 312	18 685	634	67 278	70 008	392	537	89 255	37 445	51 810			
IV	16	16	176 899	4 043	18 952	1 175	85 408	66 403	413	505	94 759	38 513	56 246			
05 /I	0	0	194 487	4 274	20 580	787	98 595	69 030	405	817	96 912	39 800	57 112			
II	71	71	232 818	3 839	19 958	1 569	133 280	72 974	397	801	99 630	41 705	57 925			
III	42	42	243 407	3 401	19 386	1 636	142 895	74 943	392	753	102 742	42 823	59 918			
IV	126	126	273 367	3 313	19 321	996	166 949	81 647	388	753	103 885	43 218	60 666			
06 /I	462	462	321 366	2 900	19 462	408	195 559	102 265	358	413	108 217	44 402	63 815			

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
<b>05</b>	Ene	345 223	269 024	75 714	381	0	203	99 204	736 490 694	8 798	280 795	-13 960	1 852	138 635	-
	Feb	358 741	277 826	80 749	125	-1	121	78 217	765 488 278	26 949	280 344	-17 118	825	140 152	-
	Mar	363 955	278 761	85 217	-152	-0	218	87 220	986 495 751	27 381	279 511	-22 636	373	142 597	-
	Abr	366 616	276 523	90 002	-	-1	200	108 223	659 502 026	26 012	287 206	-17 174	-98	143 054	-
	May	361 885	271 865	90 000	-	8	93	81 214	859 511 289	10 493	286 876	-20 047	611	146 415	-
	Jun	379 967	290 273	90 002	-169	20	145	305 232	941 518 749	24 141	286 606	-23 343	818	146 207	-
	Jul	396 451	307 025	90 000	-457	1	67	185 246	362 529 715	27 514	306 173	-4 694	523	149 566	-
	Ago	398 523	308 783	89 998	-22	11	18	266 246	736 532 886	24 501	304 931	-5 720	771	151 016	-
	Sep	379 522	289 091	89 999	432	9	76	85 226	489 530 079	9 620	304 733	-8 476	1 556	151 477	-
	Oct	380 847	291 327	89 999	-405	-7	61	128 227	409 534 411	7 149	315 263	1 112	2 194	151 245	-
	Nov	389 195	299 224	90 002	-	1	80	113 234	860 538 109	11 412	313 526	-1 135	2 625	151 709	-
	Dic	406 048	317 137	89 211	-341	5	145	109 248	369 558 128	5 237	312 391	-2 605	3 092	154 588	-
<b>06</b>	Ene	408 320	316 136	91 835	318	2	109	81 250	562 552 874	12 261	325 172	10 599	3 581	154 177	-
	Feb	398 591	296 300	102 017	325	0	62	114 239	384 549 393	9 701	324 915	5 204	2 797	156 410	-
	Mar	405 993	295 305	110 886	-113	-0	42	126 244	219 554 137	12 476	324 109	1 715	2 014	159 760	-
	Abr	409 990	289 025	120 000	1 300	-18	230	547 246	408 565 593	11 289	336 927	6 453	1 710	161 872	-
	May	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136 241	231 569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-
	Jun	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495 253	565 575 813	14 272	337 603	1 083	1 476	164 873	-

### 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
<b>05</b>	Ene	25 136	22 414	2 721	-	1	-	0	37 359	69 878	5 213	18 833-18 899	-26 045	-24 869	-1 176	13 821	-
	Feb	24 353	21 467	2 882	-	1	2	-	37 045	69 247	6 501	18 821-19 883	-26 880	-25 629	-1 250	14 187	-
	Mar	26 496	23 987	2 540	-30	-2	0	-	35 977	70 599	7 890	18 811-23 701	-24 017	-22 653	-1 364	14 536	-
	Abr	29 675	26 863	2 809	-	3	-	0	33 212	71 134	6 329	19 220-25 030	-18 113	-16 452	-1 662	14 576	-
	May	29 050	26 029	3 020	-	2	0	1	33 933	71 959	7 008	19 178-25 856	-19 224	-16 640	-2 584	14 341	-
	Jun	28 526	25 508	3 017	-	6	-	5	35 021	73 124	8 845	18 997-27 950	-21 561	-18 951	-2 610	15 065	-
	Jul	30 823	28 108	2 725	-11	1	-	0	31 762	75 194	5 883	20 121-29 194	-16 150	-13 372	-2 778	15 211	-
	Ago	31 232	28 332	2 902	-	1	-	4	28 673	74 978	3 781	19 996-30 091	-13 211	-10 398	-2 813	15 770	-
	Sep	29 186	26 296	2 890	-	2	-	1	25 857	74 026	4 375	19 927-32 617	-12 528	-10 124	-2 404	15 857	-
	Oct	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	-
	Nov	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	-
	Dic	30 285	27 714	2 599	-28	1	0	1	28 287	78 418	4 987	20 091-35 027	-14 642	-12 803	-1 839	16 640	-
<b>06</b>	Ene	29 043	26 427	2 614	5	-0	-	3	28 602	78 458	5 881	20 570-35 167	-14 818	-13 117	-1 701	15 259	-
	Feb	28 631	25 724	2 906	-	1	3	2	30 723	77 841	8 807	20 573-35 352	-18 684	-17 199	-1 485	16 591	-
	Mar	26 841	23 879	2 967	-	-2	-	4	30 439	78 742	7 948	20 571-35 680	-20 262	-18 756	-1 506	16 664	-
	Abr	24 830	21 809	2 944	95	-17	-	1	31 754	80 819	7 398	20 927-35 537	-23 536	-21 553	-1 983	16 612	-
	May	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1	35 691	80 484	10 052	20 777-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-
	Jun	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	-	39 354	81 230	11 760	20 839-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-

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

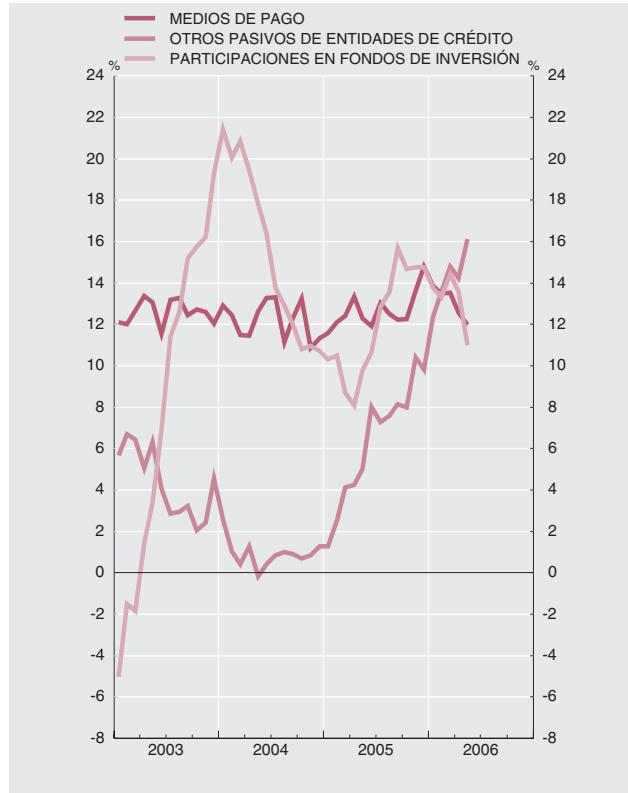
**8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA**

■ Serie representada gráficamente.

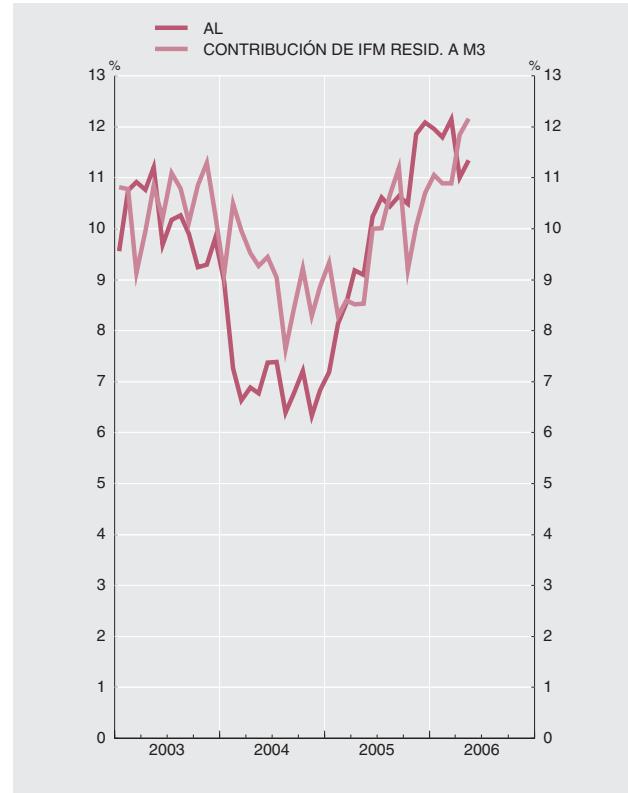
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de enti- dades de cré- dito	Depó- sitos en sucursa- les en exte- rior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	360 691	12,0	20,9	10,3	278 433	4,5	2,2	15,0	-0,7	173 917	19,3	18,5	20,2	9,8	10,3
04	401 569	11,3	19,7	9,5	281 968	1,3	8,4	-21,6	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,8	8,9
05	460 998	14,8	18,0	14,0	309 608	9,8	10,5	8,0	2,8	220 928	14,7	7,6	22,3	12,1	10,7
05 Feb	402 476	12,1	19,2	10,6	281 508	2,5	9,3	-17,8	-22,5	198 404	10,5	9,4	11,6	8,1	8,3
Mar	408 970	12,4	19,0	11,0	284 964	4,1	8,8	-11,4	-9,3	199 346	8,7	6,4	11,1	8,5	8,6
Abr	412 266	13,3	18,2	12,2	285 987	4,2	9,5	-10,1	-21,7	200 328	8,1	7,6	8,6	9,2	8,5
May	417 032	12,3	17,8	11,1	286 854	5,0	10,0	-8,5	-23,5	204 088	9,8	8,4	11,3	9,1	8,5
Jun	435 526	11,9	17,8	10,7	293 632	8,0	11,5	-4,0	-4,8	207 056	10,7	9,7	11,7	10,2	10,0
Jul	441 353	13,0	17,4	12,1	290 815	7,3	10,4	-4,8	-2,7	210 831	12,8	10,3	15,6	10,6	10,0
Ago	429 624	12,5	17,6	11,4	295 257	7,6	10,9	-4,3	-4,9	213 414	13,6	10,4	17,0	10,4	10,7
Sep	436 819	12,2	18,7	10,8	294 807	8,1	10,3	-2,7	-8,5	216 931	15,7	11,3	20,4	10,6	11,2
Oct	436 967	12,3	17,8	11,0	295 504	8,0	9,7	3,6	-6,9	216 371	14,7	10,5	19,1	10,5	9,2
Nov	446 669	13,6	18,4	12,5	303 464	10,4	10,4	12,0	5,0	219 119	14,7	9,0	20,8	11,9	10,1
Dic	460 998	14,8	18,0	14,0	309 608	9,8	10,5	8,0	2,8	220 928	14,7	7,6	22,3	12,1	10,7
06 Ene	451 854	13,9	17,3	13,0	314 665	12,3	10,6	24,2	1,6	221 664	13,8	3,4	24,6	12,0	11,1
Feb	456 730	13,5	17,2	12,6	319 632	13,5	11,1	28,7	5,7	224 802	13,3	0,1	26,8	11,8	10,9
Mar	464 247	13,5	17,6	12,6	327 096	14,8	13,1	30,5	-10,8	228 120	14,4	-1,0	29,9	12,1	10,9
Abr	P 464 105	12,6	16,7	11,6	326 656	14,2	12,9	25,2	-2,1	227 533	13,6	-4,5	32,1	11,0	11,8
May	P 467 025	12,0	15,2	11,2	333 128	16,1	13,5	34,8	-2,8	226 483	11,0	-4,5	26,8	11,3	12,2

**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. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.
- e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

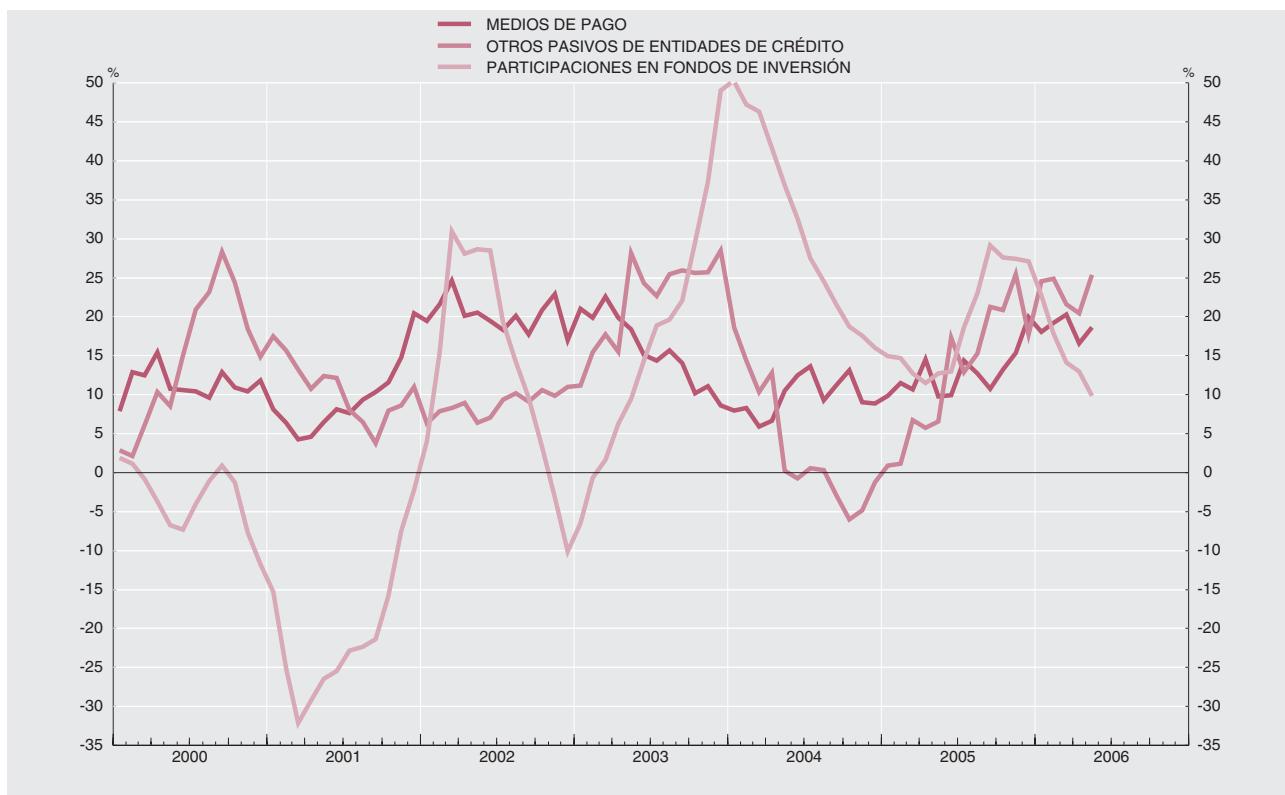
**8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				
	Saldos	Tasa 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.			Renta fija en euros (d)	Resto		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
03	85 186	8,6	63 714	28,5	39,2	22,3	20 465	49,0	37,8	61,9		
04	92 764	8,9	62 915	-1,3	24,6	-18,3	23 738	16,0	18,5	13,5		
05	111 274	20,0	74 059	17,7	30,5	4,8	30 175	27,1	13,8	40,6		
05 Feb	93 081	11,5	59 187	1,1	29,4	-19,2	25 087	14,7	14,8	14,5		
Mar	94 706	10,6	62 298	6,7	30,2	-11,3	25 578	12,7	8,6	16,7		
Abr	96 277	14,5	62 001	5,8	29,7	-12,8	25 785	11,5	8,6	14,3		
May	96 414	9,8	61 380	6,6	31,2	-14,9	26 373	12,7	8,2	17,4		
Jun	102 686	9,9	65 621	17,3	45,1	-7,6	26 829	13,0	8,2	18,0		
Jul	104 033	14,3	62 523	12,9	34,0	-7,0	27 592	18,6	10,9	27,0		
Ago	98 989	12,8	66 346	15,3	36,1	-3,7	28 197	23,0	13,2	33,7		
Sep	101 033	10,7	67 725	21,2	32,4	9,9	28 960	29,1	16,5	42,9		
Oct	101 086	13,2	67 119	20,9	33,7	7,1	29 090	27,6	16,0	39,8		
Nov	105 622	15,4	71 320	25,4	33,6	16,3	29 697	27,4	14,9	40,4		
Dic	111 274	20,0	74 059	17,7	30,5	4,8	30 175	27,1	13,8	40,6		
06 Ene	107 166	18,1	74 045	24,5	27,4	21,4	29 864	22,7	10,1	35,1		
Feb	110 960	19,2	73 919	24,9	25,7	23,9	29 547	17,8	4,5	30,3		
Mar	113 927	20,3	75 762	21,6	25,0	17,9	29 196	14,1	1,2	25,8		
Abr	P 112 222	16,6	74 669	20,4	24,4	15,8	29 137	13,0	-3,6	28,5		
May	P 114 379	18,6	76 942	25,4	19,1	33,8	28 979	9,9	-5,0	24,0		

**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

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

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

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

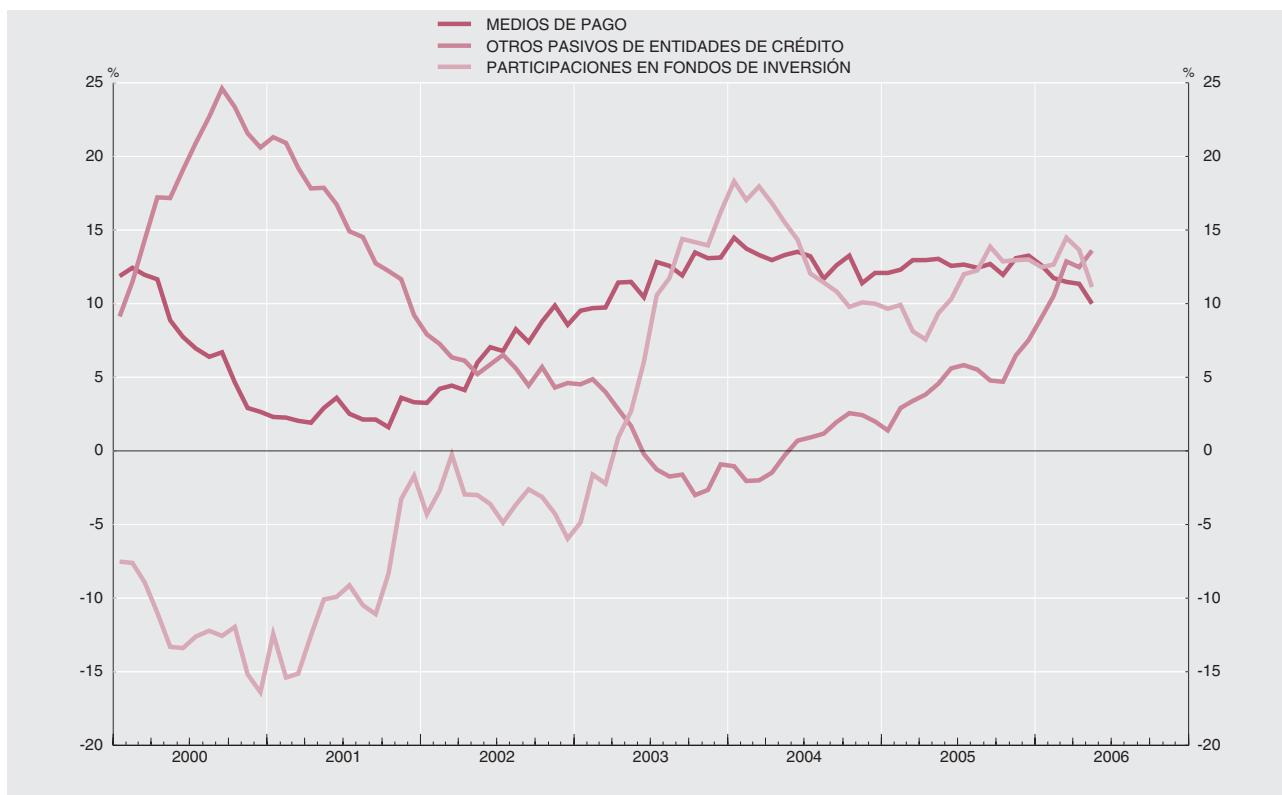
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
03	275 505	13,1	20,7	11,3	214 720	-0,9	-1,4	1,9	153 452	16,2	16,6	15,8	
04	308 805	12,1	20,6	9,8	219 053	2,0	6,1	-20,2	168 793	10,0	4,5	16,4	
05	349 724	13,3	20,3	11,2	235 550	7,5	7,3	9,5	190 753	13,0	6,7	19,6	
05 Feb	309 395	12,3	20,3	10,2	222 321	2,9	6,7	-18,4	173 317	9,9	8,7	11,2	
Mar	314 264	13,0	20,2	11,0	222 666	3,4	5,8	-10,6	173 768	8,1	6,1	10,2	
Abr	315 989	13,0	19,5	11,2	223 986	3,8	6,7	-12,7	174 542	7,6	7,4	7,8	
May	320 618	13,1	19,2	11,4	225 474	4,6	6,9	-9,0	177 716	9,4	8,4	10,4	
Jun	332 840	12,6	19,3	10,7	228 011	5,6	6,7	-1,0	180 227	10,3	9,9	10,7	
Jul	337 320	12,6	19,1	10,9	228 292	5,8	7,0	-1,7	183 238	12,0	10,2	14,0	
Ago	330 636	12,4	19,4	10,5	228 911	5,5	7,2	-5,1	185 218	12,2	10,0	14,7	
Sep	335 786	12,7	20,6	10,5	227 082	4,8	6,9	-9,2	187 971	13,9	10,6	17,3	
Oct	335 881	12,0	19,8	9,8	228 385	4,7	6,0	-4,4	187 281	12,9	9,7	16,2	
Nov	341 047	13,1	20,5	11,0	232 144	6,5	6,7	4,7	189 422	13,0	8,2	18,1	
Dic	349 724	13,3	20,3	11,2	235 550	7,5	7,3	9,5	190 753	13,0	6,7	19,6	
06 Ene	344 688	12,6	19,4	10,6	240 620	9,0	7,9	17,2	191 800	12,5	2,4	23,1	
Feb	345 770	11,8	19,1	9,6	245 713	10,5	8,7	24,1	195 255	12,7	-0,4	26,3	
Mar	350 320	11,5	19,3	9,2	251 335	12,9	11,1	25,0	198 924	14,5	-1,3	30,6	
Abr	P	351 883	11,4	18,2	9,3	251 987	12,5	10,9	23,8	198 396	13,7	-4,6	32,7
May	P	352 645	10,0	16,5	8,1	256 186	13,6	12,5	21,4	197 504	11,1	-4,5	27,3

**HOGARES E ISFLSH**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

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

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

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

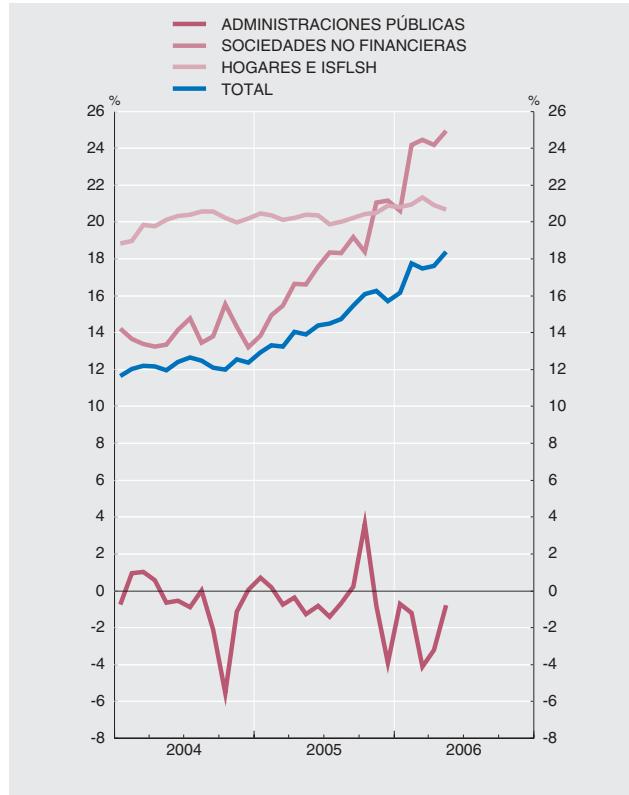
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

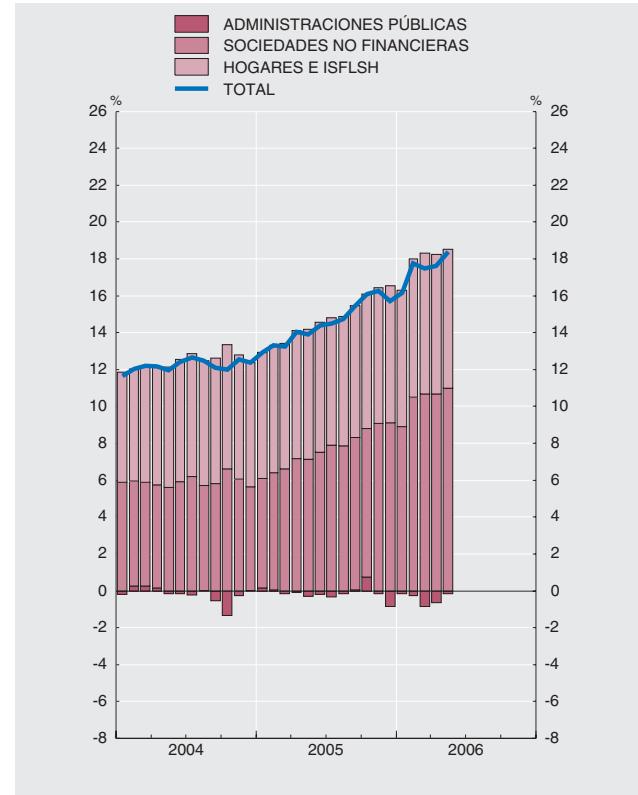
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores		Por instrumentos			
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos			
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prést- amos del exte- rior		Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prést- amos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prést- amos del exte- rior	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
03	1 344 260	141 725	11,9	0,7	15,9	13,5	19,1	16,4	-7,8	15,3	0,2	11,7	5,6	6,0	9,9	-0,1	1,8				
04	1 514 137	166 482	12,4	0,0	16,3	13,2	20,2	19,1	0,2	3,5	0,0	12,4	5,6	6,7	11,9	0,0	0,4				
05	1 758 076	238 103	15,7	-3,9	21,0	21,2	20,9	23,0	23,9	10,0	-0,8	16,6	9,1	7,4	15,2	0,2	1,2				
05 Feb	1 540 428	9 661	13,3	0,2	17,3	14,9	20,4	20,0	0,6	5,2	0,0	13,3	6,4	6,9	12,6	0,0	0,7				
Mar	1 565 087	22 711	13,2	-0,7	17,5	15,5	20,1	20,1	0,7	6,0	-0,2	13,4	6,6	6,8	12,6	0,0	0,8				
Abr	1 580 207	13 609	14,0	-0,4	18,2	16,7	20,2	20,7	4,5	6,8	-0,1	14,1	7,2	7,0	13,2	0,0	0,9				
May	1 597 659	16 772	13,9	-1,3	18,3	16,6	20,4	20,7	3,0	7,0	-0,3	14,2	7,1	7,0	13,3	0,0	0,9				
Jun	1 641 153	41 189	14,4	-0,8	18,8	17,6	20,4	21,3	14,4	6,2	-0,2	14,6	7,5	7,1	13,7	0,1	0,8				
Jul	1 662 903	20 986	14,5	-1,4	19,0	18,3	19,9	21,3	15,3	7,4	-0,3	14,8	7,9	6,9	13,8	0,1	0,9				
Ago	1 661 644	-862	14,7	-0,7	19,1	18,3	20,0	21,3	17,0	7,5	-0,1	14,9	7,9	7,0	13,8	0,1	0,9				
Sep	1 682 131	21 195	15,5	0,2	19,6	19,2	20,2	22,0	11,1	7,9	0,0	15,4	8,3	7,1	14,3	0,1	1,0				
Oct	1 697 621	16 847	16,1	3,6	19,3	18,4	20,4	21,9	13,7	5,9	0,7	15,4	8,1	7,3	14,5	0,1	0,7				
Nov	1 731 105	31 924	16,3	-0,8	20,8	21,0	20,5	22,4	19,8	12,4	-0,2	16,4	9,1	7,4	14,8	0,1	1,5				
Dic	1 758 076	25 229	15,7	-3,9	21,0	21,2	20,9	23,0	23,9	10,0	-0,8	16,6	9,1	7,4	15,2	0,2	1,2				
06 Ene	1 787 623	28 292	16,2	-0,7	20,7	20,6	20,8	22,6	23,0	9,9	-0,2	16,3	8,9	7,4	15,0	0,2	1,2				
Feb	1 823 402	35 485	17,7	-1,2	22,7	24,2	21,0	22,9	73,8	18,6	-0,3	18,0	10,5	7,5	15,2	0,6	2,2				
Mar	1 846 550	22 792	17,5	-4,1	23,1	24,5	21,3	23,4	71,8	18,2	-0,8	18,3	10,7	7,6	15,6	0,6	2,2				
Abr	P 1 864 949	18 446	17,6	-3,2	22,7	24,2	20,9	23,3	68,4	16,5	-0,6	18,2	10,7	7,6	15,7	0,5	2,0				
May	P 1 896 905	31 992	18,4	-0,8	23,0	25,0	20,7	23,3	73,3	18,3	-0,2	18,5	11,0	7,5	15,8	0,6	2,2				

### 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.

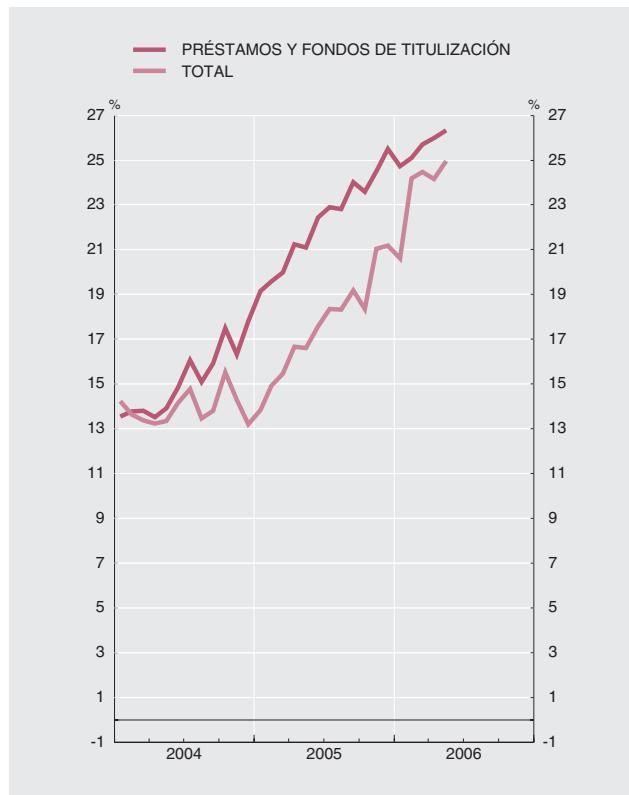
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

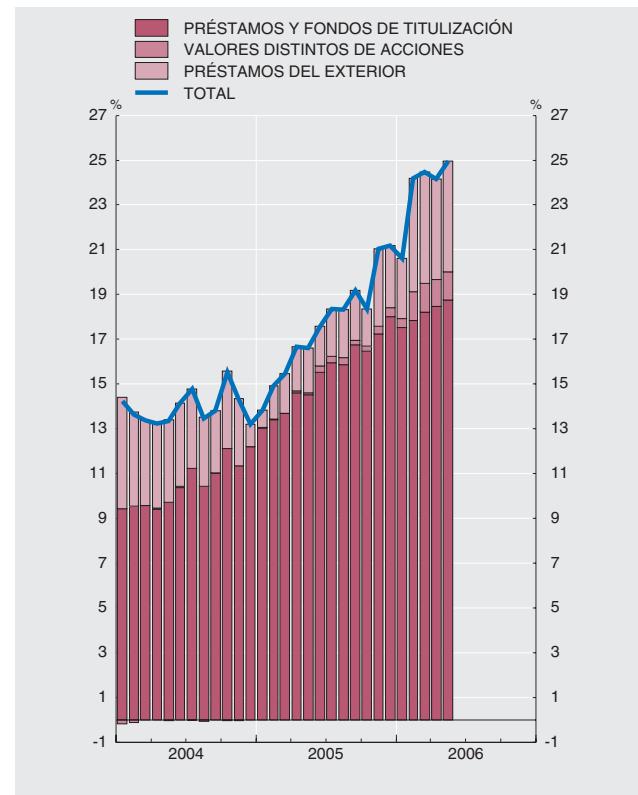
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			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	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
								Emisiones de filial. financ. resid.						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03	572 771	67 452	13,5	391 916	13,6	9,4	10 971	-	-7,8	-0,2	169 884	15,3	4,3	13 647
04	652 333	75 679	13,2	461 109	17,8	12,2	10 992	0,0	0,0	0,0	180 232	3,4	1,0	15 538
05	796 677	138 126	21,2	578 229	25,5	18,0	13 624	2 634	23,9	0,4	204 823	10,0	2,8	5 581
05 Feb	668 441	7 890	14,9	474 586	19,6	13,4	11 706	-	0,6	0,0	182 149	5,1	1,5	13 047
Mar	682 534	12 090	15,5	483 926	20,0	13,7	12 075	-	0,7	0,0	186 533	6,0	1,8	12 813
Abr	698 901	14 851	16,7	496 178	21,2	14,6	12 383	223	4,5	0,1	190 341	6,7	2,0	12 236
May	704 077	4 484	16,6	501 394	21,1	14,5	12 035	223	3,0	0,1	190 647	7,0	2,0	11 848
Jun	725 046	18 581	17,6	518 568	22,4	15,5	13 610	1 596	14,4	0,3	192 867	6,2	1,8	6 567
Jul	744 045	18 209	18,3	533 830	22,9	16,0	13 380	1 595	15,3	0,3	196 835	7,4	2,1	5 946
Ago	738 672	-4 969	18,3	528 531	22,8	15,9	13 324	1 595	17,0	0,3	196 818	7,5	2,1	5 817
Sep	751 509	13 484	19,2	541 093	24,0	16,7	13 099	1 845	11,1	0,2	197 317	7,8	2,2	6 143
Oct	763 679	13 508	18,4	553 270	23,6	16,5	13 122	1 894	13,7	0,2	197 287	5,8	1,7	6 279
Nov	781 380	16 109	21,0	560 676	24,5	17,2	13 397	1 894	19,8	0,3	207 307	12,4	3,5	6 041
Dic	796 677	13 504	21,2	578 229	25,5	18,0	13 624	2 634	23,9	0,4	204 823	10,0	2,8	5 581
06 Ene	806 712	8 766	20,6	585 101	24,7	17,5	13 805	2 633	23,0	0,4	207 806	9,8	2,7	5 398
Feb	840 059	33 047	24,2	593 320	25,1	17,8	20 347	8 824	73,8	1,3	226 393	18,6	5,1	5 331
Mar	857 908	17 454	24,5	607 823	25,7	18,2	20 748	9 153	71,8	1,3	229 338	18,2	5,0	5 243
Abr	P 874 583	16 702	24,2	624 662	26,0	18,5	20 855	9 159	68,4	1,2	229 066	16,5	4,5	4 992
May	P 885 878	11 312	25,0	632 872	26,3	18,7	20 856	9 776	73,3	1,3	232 150	18,3	5,0	4 810

### 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.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

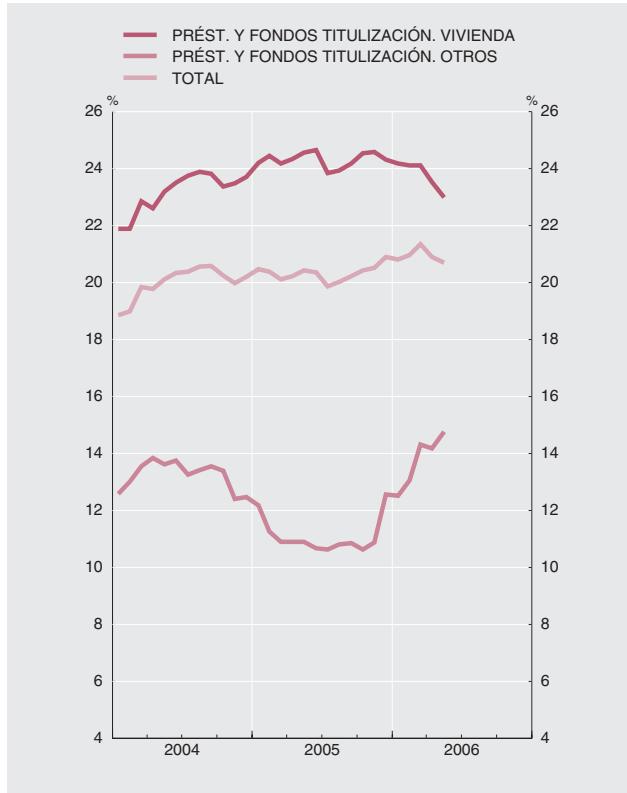
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

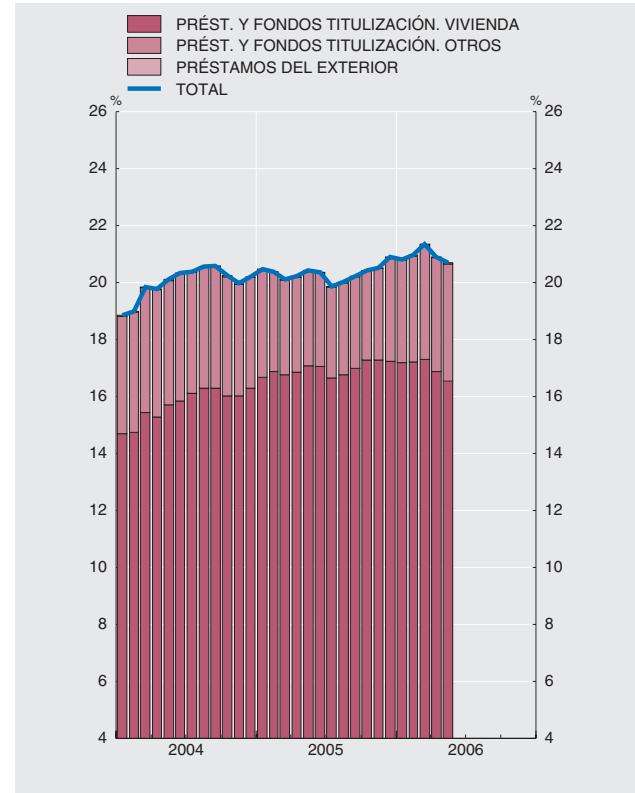
Millones de euros y porcentajes

	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
03	448 723	71 917	19,1	308 597	21,6	14,5	139 405	13,9	4,5	722	17,7	0,0	32 639	6 679
04	538 880	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9	861	19,2	0,0	47 873	9 802
05	651 070	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 001	16,3	0,0	28 527	3 030
05 Feb	551 595	6 653	20,4	393 962	24,4	16,9	156 747	11,3	3,5	886	18,3	0,0	47 391	9 099
Mar	560 596	9 055	20,1	402 162	24,2	16,8	157 542	10,9	3,3	892	17,5	0,0	50 406	9 003
Abr	571 176	10 585	20,2	409 774	24,3	16,9	160 500	10,9	3,3	902	17,8	0,0	51 776	8 884
May	581 446	10 281	20,4	418 602	24,6	17,1	161 928	10,9	3,3	916	17,4	0,0	54 915	8 631
Jun	596 121	14 759	20,4	427 828	24,6	17,1	167 365	10,7	3,3	928	16,3	0,0	32 840	3 923
Jul	602 731	6 635	19,9	434 963	23,8	16,6	166 825	10,6	3,2	943	16,4	0,0	29 449	4 151
Ago	607 602	4 865	20,0	440 042	23,9	16,8	166 607	10,8	3,2	953	16,2	0,0	29 391	4 051
Sep	616 285	8 744	20,2	447 550	24,2	17,0	167 768	10,8	3,2	967	16,5	0,0	28 518	3 743
Oct	626 730	10 463	20,4	456 610	24,5	17,3	169 148	10,6	3,1	972	15,7	0,0	28 642	3 334
Nov	641 261	14 563	20,5	466 014	24,6	17,3	174 270	10,9	3,2	977	14,3	0,0	28 976	3 174
Dic	651 070	9 861	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 001	16,3	0,0	28 527	3 030
06 Ene	657 997	6 939	20,8	481 272	24,2	17,2	175 666	12,5	3,6	1 059	20,8	0,0	28 012	2 911
Feb	666 822	8 833	21,0	488 902	24,1	17,2	176 855	13,0	3,7	1 065	20,1	0,0	27 554	2 694
Mar	679 939	13 155	21,3	499 125	24,1	17,3	179 739	14,3	4,0	1 075	20,4	0,0	27 159	2 581
Abr	P 690 202	10 283	20,9	506 172	23,5	16,9	182 913	14,2	4,0	1 117	23,8	0,0	27 037	2 422
May	P 701 348	11 164	20,7	514 742	23,0	16,5	185 472	14,8	4,1	1 134	23,8	0,0	26 680	2 246

### 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

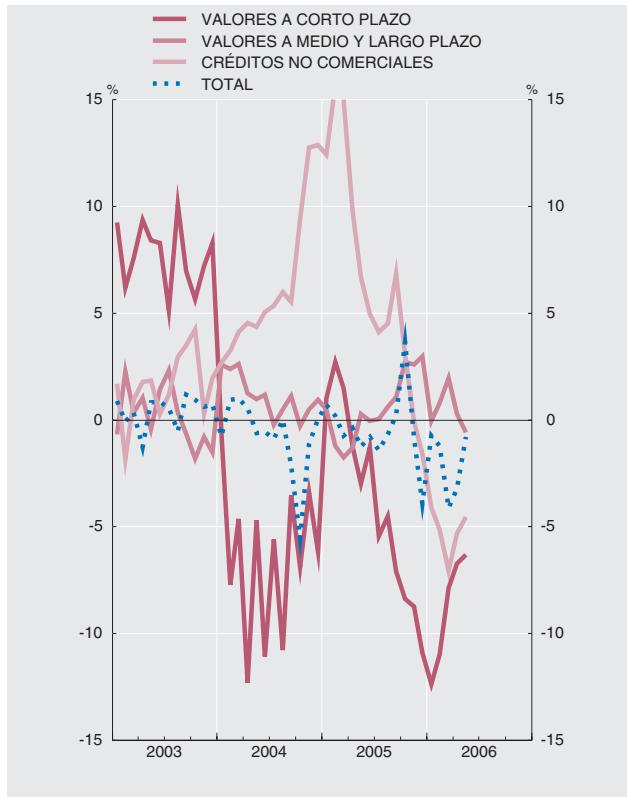
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T 1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos				Pasivos				
	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	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores		Credito no comerciales y resto (a)	Activos
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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
05	P 310 328	-12 595	-3,9	3 515	-4 075	8 649	-1 059	-695	16 806	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0
04 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
Abri	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	P 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	P 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
Dic	P 310 328	1 864	-3,9	807	-2 014	1 375	1 447	9 179	-10 236	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0
06 Ene	A 322 915	12 586	-0,7	-5 810	1 742	-6 375	-1 177	-9 835	8 561	-2,0	-12,4	-0,1	-4,1	-7,4	-1,5	-0,0	-0,8	1,7
Feb	A 316 520	-6 394	-1,2	-921	-2 166	395	850	277	5 196	-1,3	-11,0	0,8	-5,1	-1,9	-1,3	0,7	-1,1	0,5
Mar	A 308 702	-7 818	-4,1	3 719	2 270	2 418	-969	10 094	1 443	-0,6	-7,9	1,9	-7,0	14,7	-0,9	1,8	-1,5	-3,4
Abri	A 300 163	-8 539	-3,2	-5 440	-2 665	-2 151	-625	-6 280	9 378	-1,3	-6,7	0,3	-5,3	5,8	-0,8	0,3	-1,2	-1,6
May	A 309 680	9 516	-0,8	943	1 986	480	-1 523	-3 084	-5 489	-1,8	-6,3	-0,6	-4,5	-5,3	-0,7	-0,5	-0,9	1,5

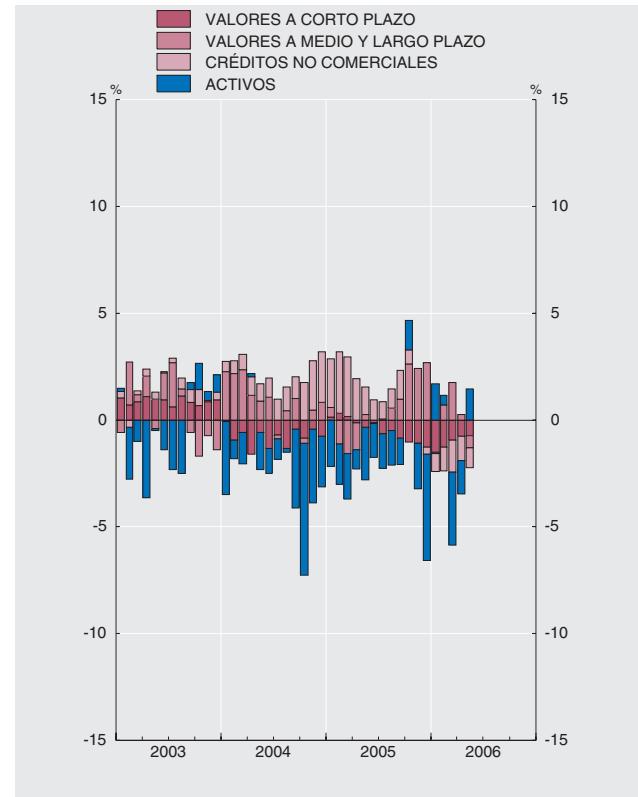
### FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

c. Excluidas las cuentas de recaudación.

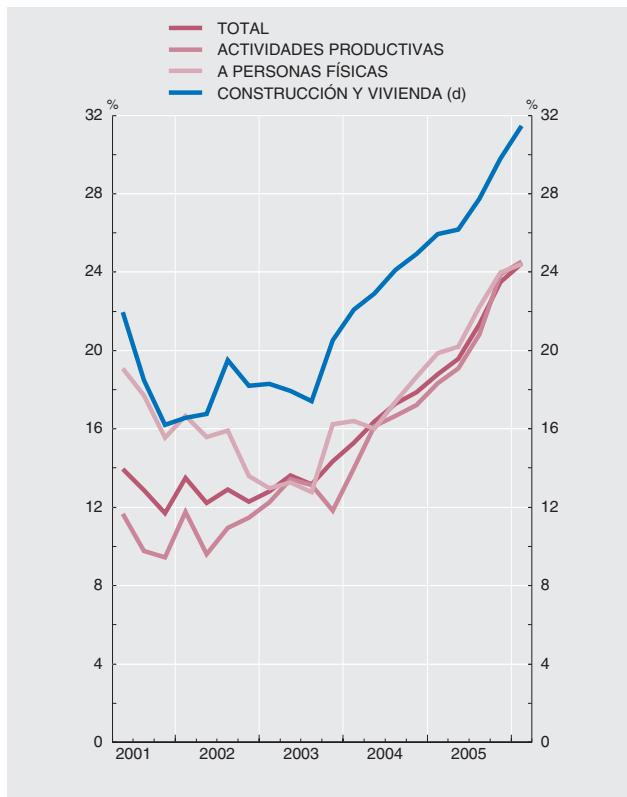
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

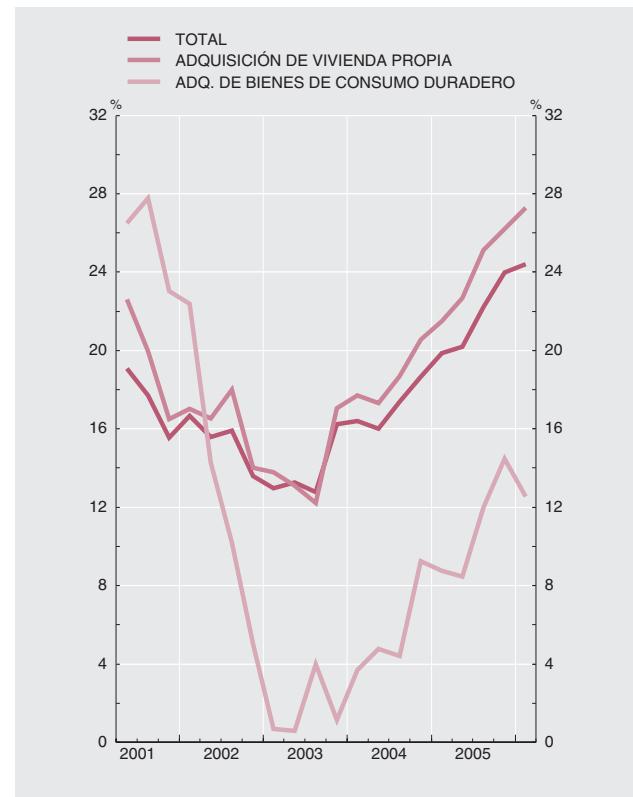
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras finan. a personas físicas por func. de gasto						Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)
		Total	Agricul- tura, ganadería y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	79 792	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	421 534	
04	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	114 410	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	526 608	
05	R1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	166 334	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	713 067	
01 /V	624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	43 697	281 789	205 790	197 192	33 076	42 922	2 394	10 079	295 899	
02 /I	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	45 605	293 673	214 354	205 404	34 671	44 648	2 382	9 273	307 446	
II	664 446	343 191	13 980	81 235	50 770	197 207	48 576	308 555	225 521	216 080	35 466	47 568	2 287	10 413	324 867	
III	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	51 298	316 697	234 668	224 849	35 072	46 957	2 339	9 820	339 744	
IV	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	57 295	320 053	235 086	224 830	34 741	50 227	2 324	10 819	349 757	
03 /I	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	62 226	331 747	244 498	233 729	34 910	52 339	2 285	12 271	363 698	
II	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	67 740	349 500	256 010	244 414	35 676	57 814	2 512	13 608	383 181	
III	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	72 545	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	398 900	
IV	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	79 792	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	421 534	
04 /I	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	87 073	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	443 980	
II	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	97 040	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	470 939	
III	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	104 592	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	495 107	
IV	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	114 410	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	526 608	
05 /I	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	123 982	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	559 160	
II	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	139 010	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	623 805	
III	1 131 240	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	148 623	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	662 066	
IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	166 334	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	713 067	
06 /I	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	186 475	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	764 623	

### 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 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

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

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

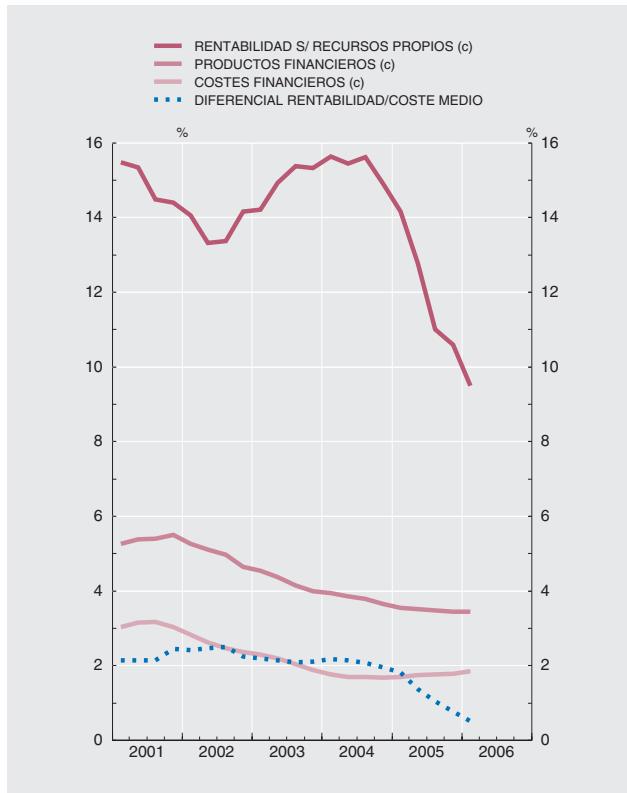
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

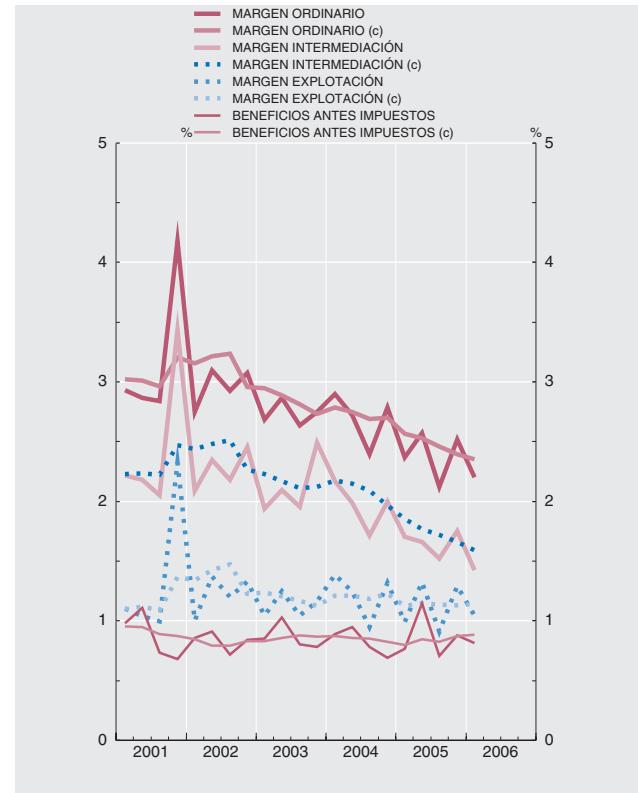
■ Serie representada gráficamente.

	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	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
03	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-1,0	0,8	14,5	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		
05	R 3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,7	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8		
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	14,1	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	14,5	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	16,0	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	17,2	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	14,8	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 /	R 3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,1	3,8	1,9	1,8		
//	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,2	0,8	1,3	-0,1	1,1	11,6	3,3	2,0	1,4		
///	3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0		
/V	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8		
06 /	3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1	0,5		

**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 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

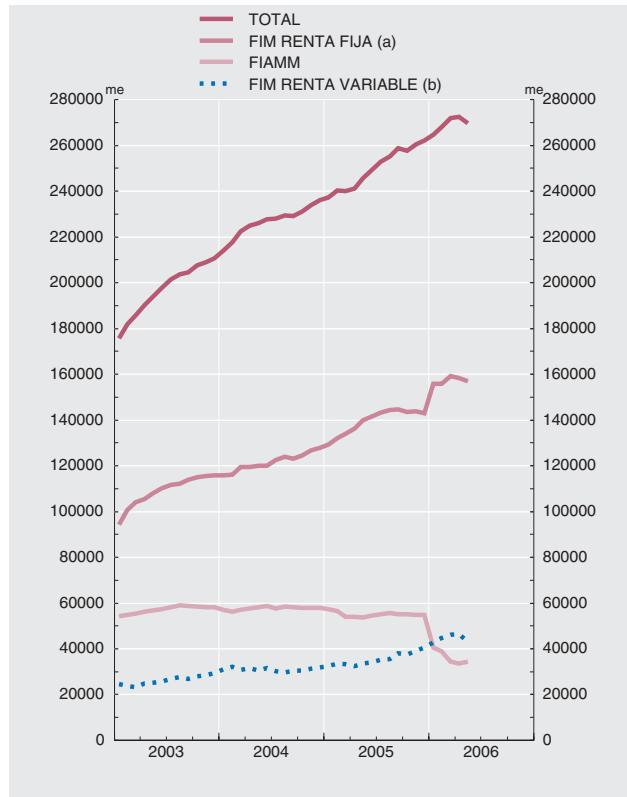
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

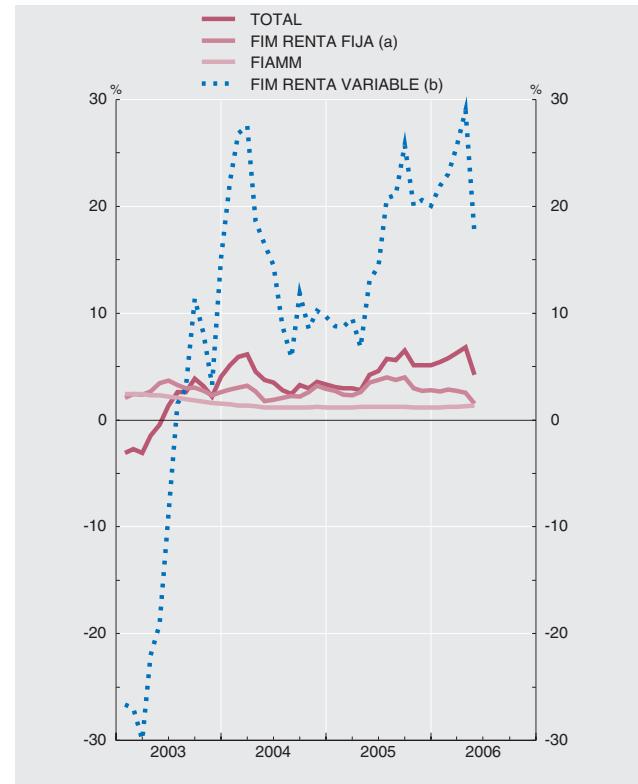
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)	
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	De la cual												
			Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730	
05 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	260 502	2 986	1 188	5,1	54 861	-275	-318	1,2	143 658	216	-208	2,7	39 218	1 865	860	20,6	22 766	
Dic	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730	
06 Ene	264 634	2 433	1 900	5,4	40 547	-14 204	-14 252	1,2	155 770	12 723	13 794	2,6	42 740	2 067	687	21,9	25 577	
Feb	267 936	3 302	1 256	5,8	38 864	-1 683	-1 728	1,2	155 851	81	-568	2,9	44 789	2 049	822	23,0	28 432	
Mar	271 765	3 829	-1 774	6,2	34 355	-4 509	-4 549	1,2	159 303	3 452	-1 424	2,7	46 155	1 366	925	25,6	31 952	
Abr	272 560	795	197	6,8	33 513	-842	-890	1,3	158 228	-1 075	-1 505	2,6	46 507	352	274	29,0	34 312	
May	P 269 693	-2 868	...	4,2	34 452	939	...	1,3	157 042	-1 186	...	1,5	42 938	-3 570	...	17,4	35 261	

### PATRIMONIO



### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

c. Fondos globales.

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

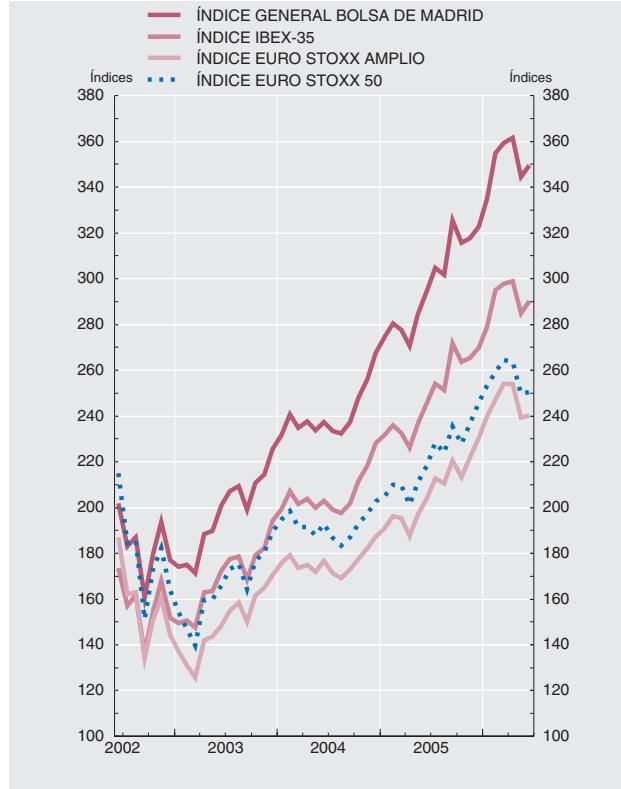
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

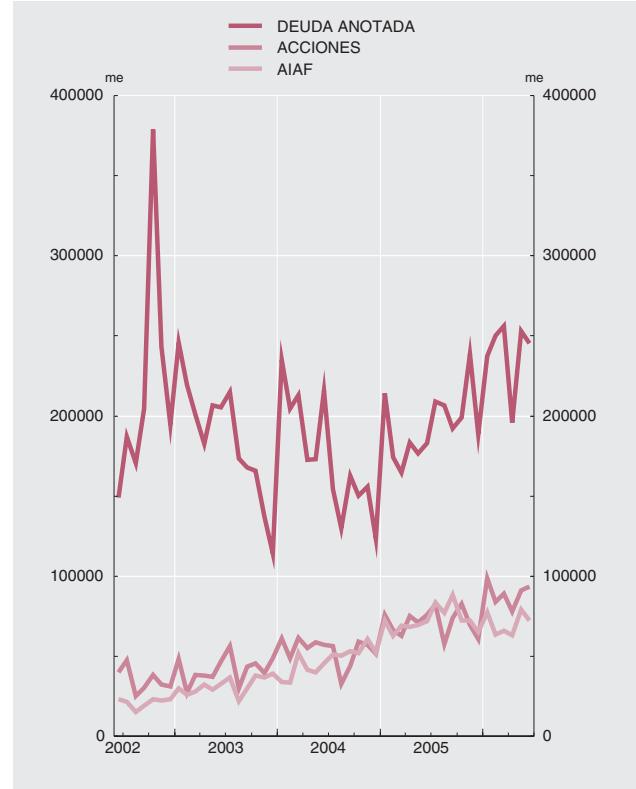
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
06	A 1 256,28	11 575,85	350,72	3 740,35	534 426	47 852	1 437 042	421 844	-	7 113	-	3 187
05 Mar	994,40	9 258,80	278,89	3 055,73	62 722	7 491	164 770	69 095	...	916	...	422
Abr	970,02	9 001,60	267,92	2 930,10	75 282	8 902	183 502	68 311	...	542	...	462
May	1 020,21	9 427,10	281,26	3 076,70	71 094	8 654	176 431	69 387	...	499	...	376
Jun	1 055,65	9 783,20	291,17	3 181,54	76 059	7 417	183 058	71 904	...	910	...	414
Jul	1 092,02	10 115,60	303,84	3 326,51	82 379	7 739	209 001	83 492	...	779	...	412
Ago	1 080,50	10 008,90	300,62	3 263,78	57 371	7 787	206 603	76 957	...	840	...	396
Sep	1 166,48	10 813,90	314,81	3 428,51	73 796	7 603	192 091	88 115	...	1 914	...	433
Oct	1 130,60	10 493,80	304,53	3 320,15	82 639	6 764	198 843	72 176	...	935	...	463
Nov	1 138,53	10 557,80	316,42	3 447,07	69 451	9 853	238 405	72 176	...	972	...	441
Dic	1 156,21	10 733,90	328,92	3 578,93	60 709	8 885	188 813	65 300	...	1 313	...	408
06 Ene	1 199,80	11 104,30	342,50	3 691,41	98 821	6 993	237 197	77 566	...	1 223	...	475
Feb	1 271,16	11 740,70	352,80	3 774,51	84 021	7 818	250 052	63 474	...	917	...	466
Mar	1 287,25	11 854,30	362,83	3 853,74	89 034	9 233	256 046	66 038	...	1 694	...	521
Apr	1 295,56	11 892,50	362,34	3 839,90	77 956	6 631	195 661	63 194	...	1 048	...	477
May	1 233,86	11 340,50	341,54	3 637,17	91 045	8 961	252 818	79 070	...	1 057	...	663
Jun	P 1 252,61	11 548,10	342,65	3 648,92	93 550	8 216	245 268	72 501	...	1 174	...	586

### 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)

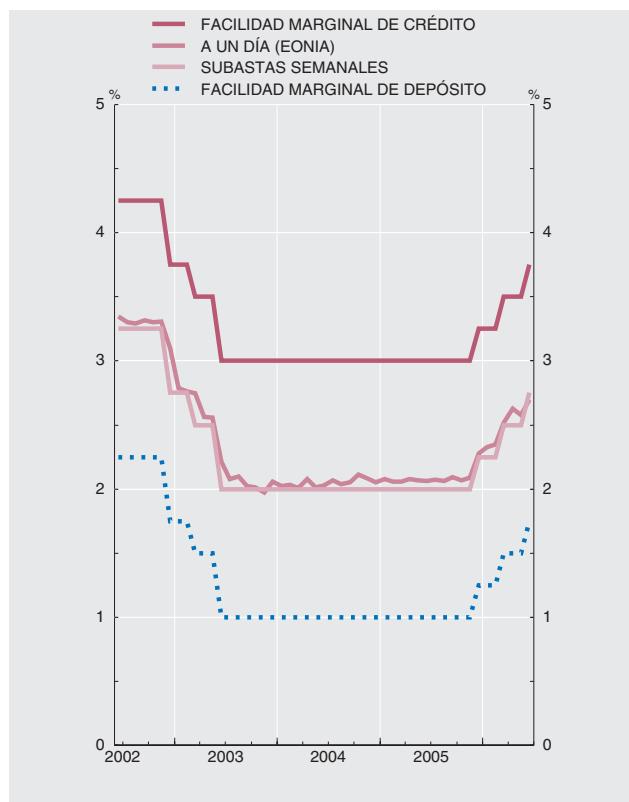
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

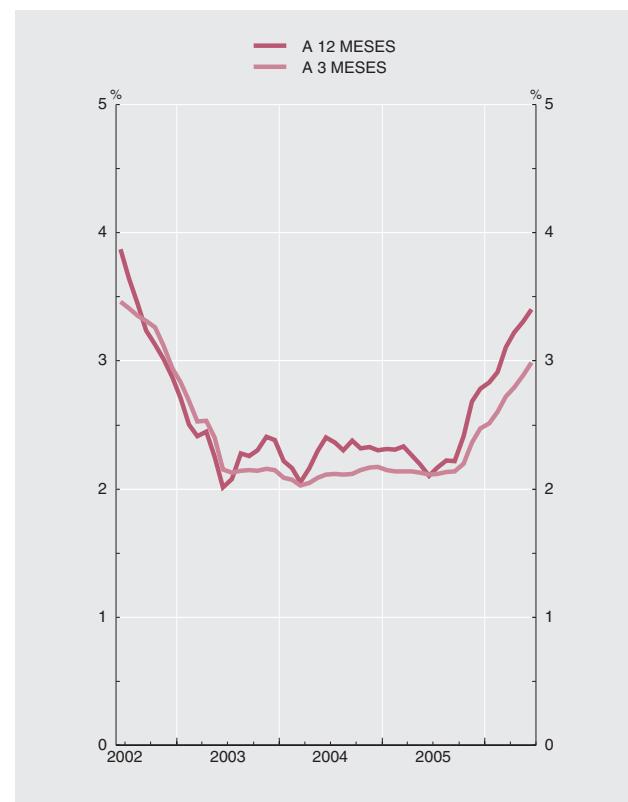
Medias de datos diarios. Porcentajes

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		
04	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	2,04	2,06	2,10	2,29	1,99	1,99	1,99	2,14	
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23	
06	A	-	3,00	3,75	1,75	2,52	2,62	2,75	2,90	3,13	2,51	2,60	2,74	3,15	2,43	2,50	2,62	2,96
05	Mar	2,00	2,09	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	2,05	2,09	2,13	2,33	1,98	2,03	2,03	2,22
	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	-	
	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
06	Ene	2,25	2,47	3,25	1,25	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	2,32	2,37	2,50	2,84	2,27	2,27	2,40	2,73
	Feb	2,25	2,57	3,25	1,25	2,35	2,46	2,60	2,73	2,91	2,34	2,44	2,60	2,92	2,25	2,36	2,47	2,78
	Mar	2,50	2,73	3,50	1,50	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	2,52	2,61	2,72	3,12	2,46	2,51	2,60	2,96
	Abr	2,50	2,76	3,50	1,50	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	2,62	2,63	2,78	3,24	2,55	2,53	2,63	3,14
	May	2,50	-	3,50	1,50	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	2,58	2,67	2,88	3,32	2,44	2,55	2,75	3,17
	Jun	2,75	3,00	3,75	1,75	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	2,69	2,85	2,98	3,43	2,61	2,76	2,84	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

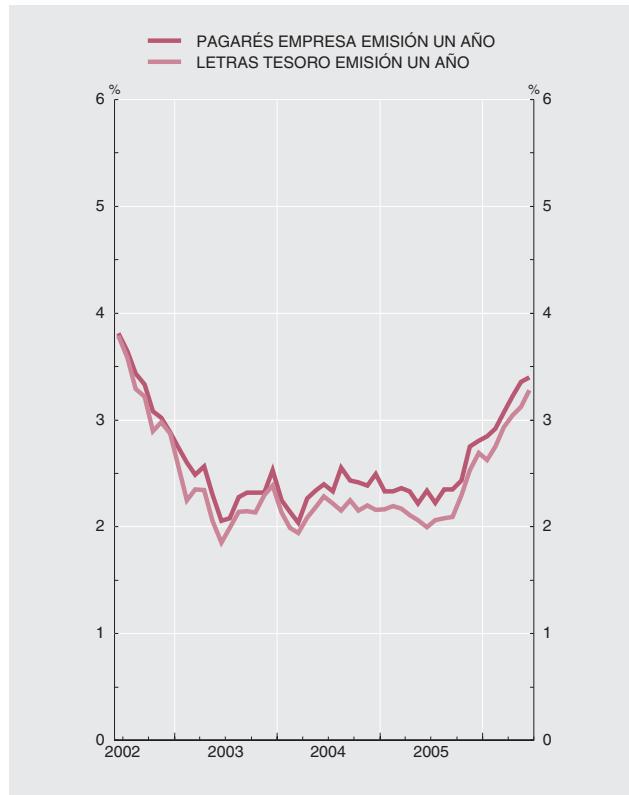
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

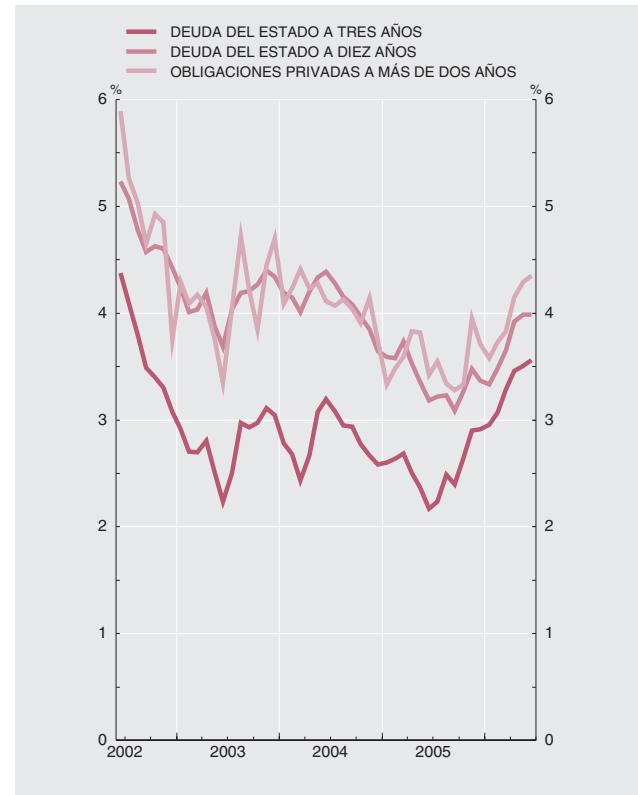
Porcentajes

Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							
Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
04	2,15	2,17	2,34	2,25	2,79	3,22	4,02	4,27	4,73	2,82	4,10
05	2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39
06	A	2,96	2,98	3,14	3,11	3,28	3,48	3,69	-	4,05	3,31
05	Mar	2,17	2,19	2,36	2,35	-	3,68	-	-	2,69	3,73
	Abr	2,11	2,12	2,33	2,30	-	3,07	-	-	2,50	3,53
	May	2,06	2,07	2,22	2,22	-	2,84	3,32	-	2,37	3,36
	Jun	2,00	1,98	2,34	2,17	2,14	-	-	3,92	2,17	3,19
	Jul	2,06	2,03	2,23	2,18	-	2,64	-	-	2,24	3,22
	Ago	2,08	2,10	2,35	2,25	-	-	-	-	2,49	3,23
	Sep	2,09	2,05	2,35	2,27	2,18	-	3,17	-	2,40	3,09
	Oct	2,29	2,30	2,43	2,44	-	-	-	3,77	2,65	3,27
	Nov	2,53	2,42	2,75	2,66	2,62	-	3,48	-	2,90	3,48
	Dic	2,69	2,63	2,81	2,84	-	3,03	-	-	2,91	3,37
06	Ene	2,62	2,66	2,85	2,87	2,93	-	3,31	-	-	2,95
	Feb	2,75	2,77	2,92	2,93	3,09	-	-	3,81	3,07	3,48
	Mar	2,93	2,87	3,07	3,07	-	3,27	3,70	-	3,28	3,65
	Abr	3,05	3,06	3,23	3,20	3,43	-	-	4,27	3,46	3,92
	May	3,12	3,28	3,36	3,28	-	-	4,05	-	3,51	3,99
	Jun	3,28	3,25	3,40	3,33	-	3,69	-	-	3,56	3,99
											4,35

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

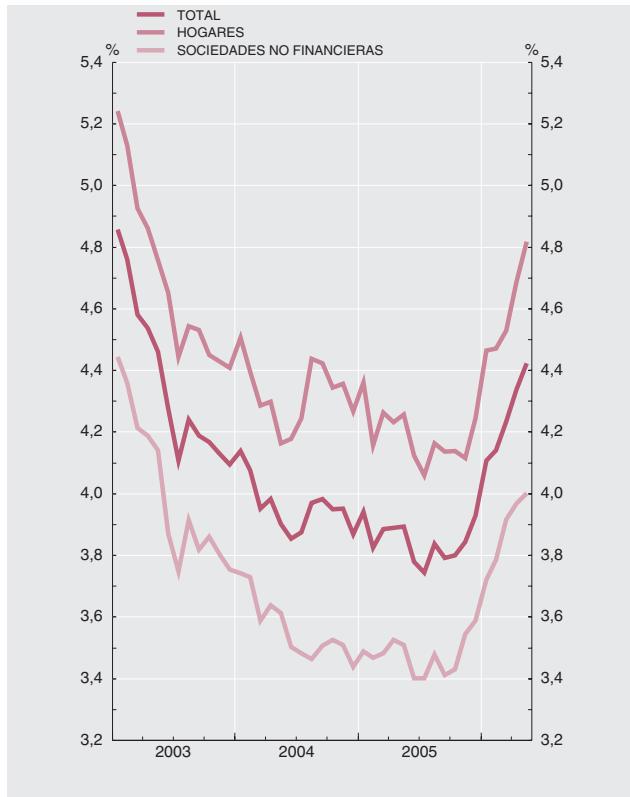
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

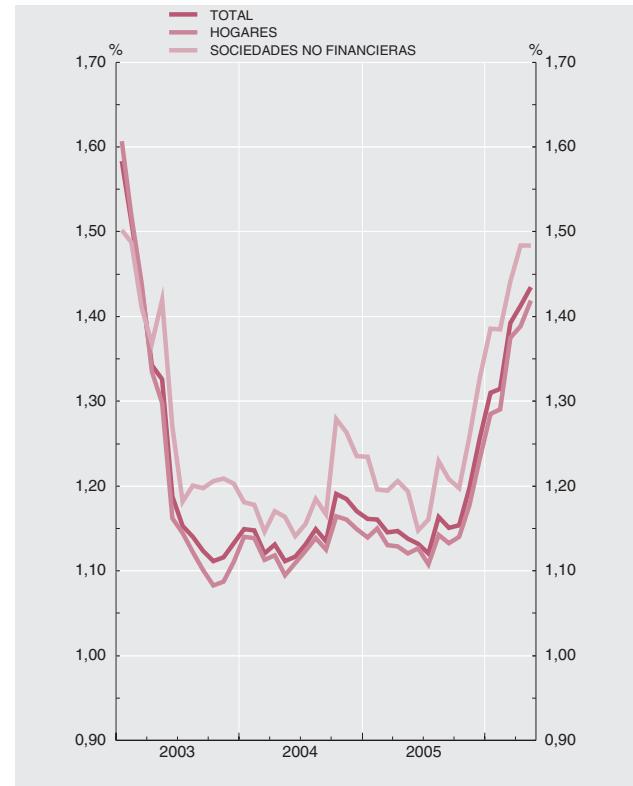
Porcentajes

Préstamos y créditos (TAE) (a)										Depósitos (TEDR) (a)								
Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras						
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
04	3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03		
05	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22		
06	A	4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	3,58	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51	2,48	
04	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	4,12	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	3,74	4,06	3,29	5,99	3,40	3,95	2,99	1,12	1,11	0,40	2,00	2,07	1,16	0,71	2,02	2,01	
	Ago	3,84	4,16	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	3,84	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	
	Dic	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22	
06	Ene	4,11	4,46	3,67	6,56	3,72	4,27	3,27	1,31	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25	2,27	
	Feb	4,14	4,47	3,78	6,30	3,79	4,28	3,37	1,31	1,29	0,44	2,32	2,24	1,39	0,87	2,33	2,27	
	Mar	4,23	4,53	3,84	6,36	3,92	4,35	3,56	1,39	1,38	0,45	2,49	2,49	1,44	0,89	2,46	2,47	
	Abr	4,34	4,69	3,93	6,70	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,48	0,91	2,52	2,52	
	May	P	4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	3,58	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51	2,48

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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.

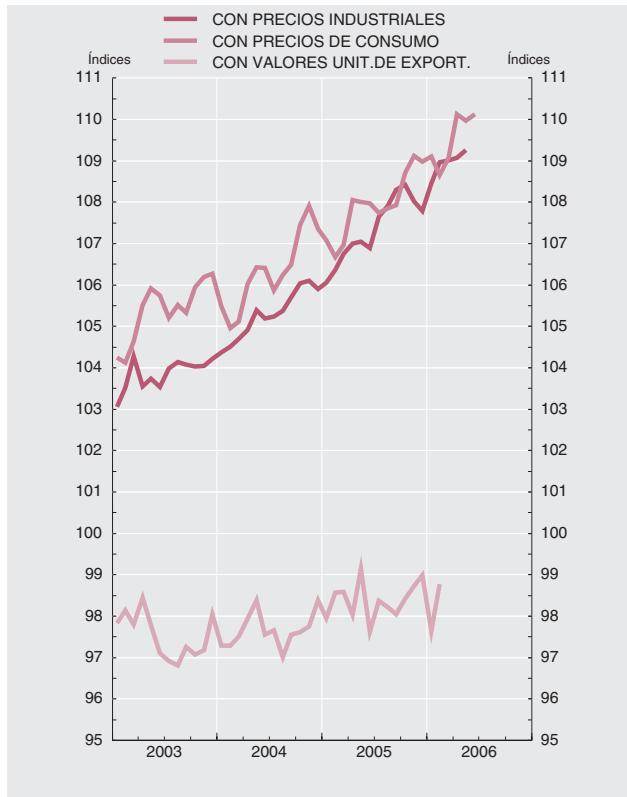
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

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

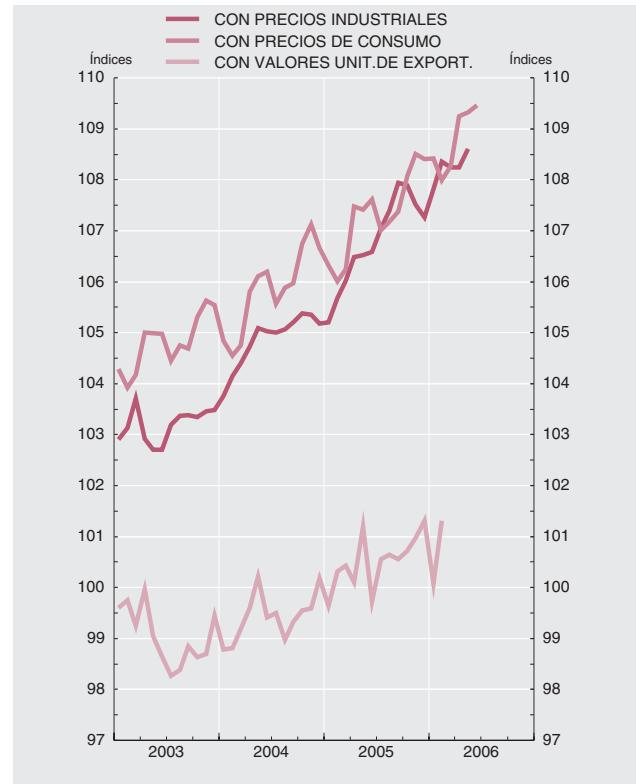
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 15)										Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones					
	(a) 1	(a) 2	(a) 3	(a) 4		(a) 6	(a) 7	(a) 8	(a) 9		(a) 10	(a) 11	(a) 12	(a) 13
03	103,9	105,4	102,8	97,5	100,1	103,7	105,2	102,7	97,4	103,2	104,8	102,1	99,0	
04	105,3	106,3	106,5	97,7	99,9	105,4	106,4	106,6	97,7	104,9	105,9	105,8	99,4	
05	107,4	107,9	110,5	98,4	100,1	107,3	107,9	110,5	98,3	106,8	107,3	110,1	100,5	
04 //	105,2	106,3	105,4	98,0	99,7	105,4	106,6	105,7	98,2	104,9	106,0	104,9	99,7	
//	105,4	106,2	106,9	97,4	99,8	105,6	106,4	107,1	97,6	105,1	105,8	106,4	99,3	
/V	106,0	107,6	108,5	97,9	100,2	105,8	107,4	108,3	97,8	105,3	106,8	107,5	99,8	
05 /	106,4	106,9	110,5	98,4	100,2	106,2	106,7	110,4	98,2	105,6	106,2	109,8	100,1	
//	107,0	108,0	110,8	98,3	100,0	107,0	108,1	110,8	98,3	106,5	107,5	110,3	100,3	
///	107,9	107,8	110,5	98,2	100,1	107,9	107,8	110,4	98,1	107,5	107,2	110,0	100,6	
/V	108,1	108,9	110,3	98,7	100,0	108,0	108,9	110,3	98,7	107,6	108,3	110,2	101,0	
06 /	108,8	108,9	111,4	...	100,1	108,7	108,8	111,3	...	108,1	108,2	111,2	...	
05 Sep	108,3	107,9	...	98,0	100,0	108,3	108,0	...	98,1	107,9	107,4	...	100,6	
Oct	108,4	108,7	...	98,4	100,1	108,4	108,6	...	98,4	107,9	108,1	...	100,7	
Nov	108,0	109,1	...	98,7	100,1	108,0	109,1	...	98,7	107,5	108,5	...	101,0	
Dic	107,8	109,0	...	99,0	100,0	107,8	109,0	...	99,0	107,3	108,4	...	101,3	
06 Ene	108,5	109,1	...	97,6	100,1	108,3	109,0	...	97,5	107,8	108,4	...	100,1	
Feb	109,0	108,7	...	98,8	100,1	108,9	108,6	...	98,7	108,4	108,0	...	101,3	
Mar	109,0	109,1	...	...	100,2	108,8	108,9	...	...	108,2	108,3	...	...	
Apr	109,1	110,1	...	...	100,3	108,8	109,9	...	...	108,2	109,3	...	...	
May	109,3	110,0	...	...	100,1	109,2	109,9	...	...	108,6	109,3	...	...	
Jun	...	110,1	...	...	100,1	...	110,0	...	...	...	109,5	...	...	

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



#### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA 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 (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4		6	7	8	9
03	104,3	105,7	104,2	98,5	100,0	104,3	105,6	104,2	98,5
04	106,6	107,7	109,1	99,1	100,8	105,8	106,9	108,3	98,3
05	108,6	109,3	112,8	99,7	100,9	107,7	108,4	111,8	98,8
04 II	106,2	107,3	107,8	99,1	100,3	105,9	107,0	107,5	98,9
III	106,7	107,4	109,5	98,7	100,5	106,1	106,9	108,9	98,2
IV	107,7	109,3	111,4	99,5	101,4	106,3	107,8	109,9	98,2
05 I	108,3	108,8	113,6	100,1	101,5	106,7	107,2	111,9	98,6
II	108,4	109,5	113,2	99,6	100,9	107,4	108,6	112,2	98,7
III	108,9	109,0	112,5	99,4	100,7	108,2	108,2	111,7	98,7
IV	108,9	110,0	112,2	99,6	100,6	108,3	109,4	111,5	99,1
06 I	109,9	110,1	113,4	...	100,8	109,0	109,3	112,5	...
05 Sep	109,3	109,1	...	99,1	100,6	108,6	108,4	...	98,5
Oct	109,2	109,7	...	99,3	100,6	108,5	109,1	...	98,7
Nov	108,8	110,1	...	99,6	100,5	108,3	109,5	...	99,1
Dic	108,7	110,1	...	100,0	100,6	108,1	109,5	...	99,4
06 Ene	109,5	110,2	...	99,0	100,8	108,7	109,4	...	98,2
Feb	110,0	109,8	...	100,2	100,7	109,3	109,1	...	99,5
Mar	110,1	110,3	...	...	100,9	109,2	109,4	...	...
Apr	110,4	111,6	...	...	101,2	109,1	110,3	...	...
May	110,8	111,8	...	...	101,3	109,4	110,3	...	...
Jun	...	111,9	...	...	101,4	...	110,4	...	...

## 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.

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



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

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

FEB 2006	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2005, según la Encuesta de Población Activa 29 Algunos rasgos estructurales del sector de servicios en España 41 Diferencias salariales entre los sectores público y privado en las regiones españolas 57 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2006 67 Canales de reciclaje internacional de los petrodólares 77 Una valoración de los procesos de fusión en el sector financiero europeo 91
MAR 2006	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2005 y avance de cierre del ejercicio 29 La construcción en España 45 La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición 63 La financiación del déficit exterior de la economía española 71 Informe semestral de economía latinoamericana 85 Los efectos económicos de la política fiscal en España 115
ABR 2006	Informe trimestral de la economía española 11 Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España 75 La posición financiera de las pequeñas empresas españolas 85 La acumulación de reservas de divisas por los bancos centrales asiáticos y su impacto sobre los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos 95 Regulación financiera: primer trimestre de 2006 105
MAY 2006	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 29 La Muestra Continua de Vidas Laborales de la Seguridad Social 39 La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español 55 La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina 65 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2006 77 Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2005 87
JUN 2006	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2006 29 Indicadores de expectativas de inflación para la economía española 45 El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración? 57 Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda 67 La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios 75 Evolución de la dispersión salarial en España 83 El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina 95
JUL-AGO 2006	Informe trimestral de la economía española 11 Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo 77 Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida 89 Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias 99 Divergencias macroeconómicas entre los países de la UE: magnitud, causas e implicaciones 111 El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes 127 Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española 139 Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005 167 Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006 179

## 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 Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

#### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

#### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0611 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America.
- 0612 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Credit market competition, collateral and firms' finance.
- 0613 ÁNGEL GAVILÁN: Wage inequality, segregation by skill and the price of capital in an assignment model.
- 0614 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes.
- 0615 MARIO IZQUIERDO Y AITOR LACUESTA: Wage inequality in Spain: recent developments.
- 0616 K. C. FUNG, ALICIA GARCÍA-HERRERO, HITOMI LIZAKA Y ALAN SIU: Hard or soft? Institutional reforms and infrastructure spending as determinants of foreign direct investment in China.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares.

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

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

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

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) (\*). (Ediciones en español e inglés.)

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

## Difusión estadística

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

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>2</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

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

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

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

<b>BANCO DE ESPAÑA</b>	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 correo electrónico: <a href="mailto:publicaciones@bde.es">publicaciones@bde.es</a> <a href="http://www.bde.es">www.bde.es</a>
------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------