

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**04/2007**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





**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, 2007  
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 5852 - 1979  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## 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)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Éire/Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	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)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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



## ÍNDICE

### **Informe trimestral de la economía española**

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 19
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 26
- 4 La economía española 41
- 5 Evolución financiera 60

**La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73**

**La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83**

**El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99**

**Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109**

**Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131**

**Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145**

**Indicadores económicos 1\***

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

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

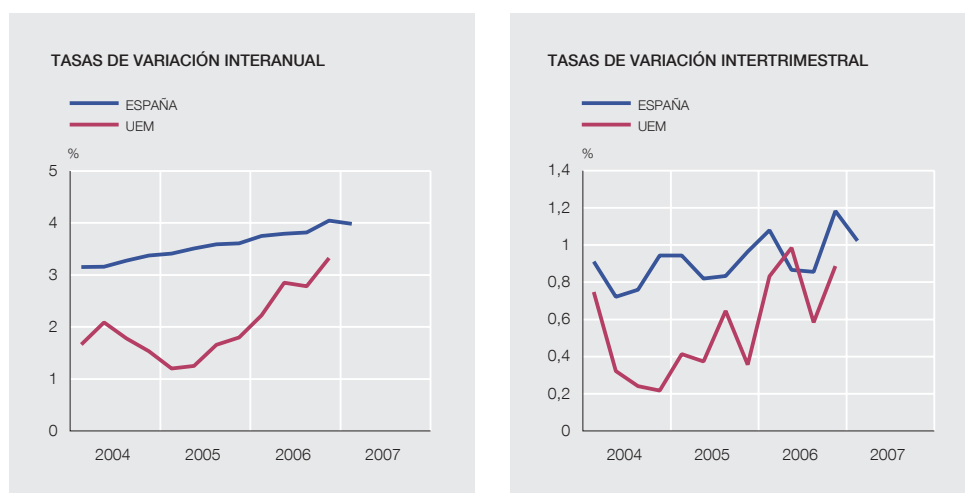
## 1 Rasgos básicos

La economía española finalizó el año 2006 con un tono de elevado dinamismo y un crecimiento ligeramente acelerado, de manera que el PIB aumentó, según las últimas estimaciones de la CNTR para el cuarto trimestre, el 4% en tasa interanual (véase gráfico 1). A este resultado contribuyeron tanto el pequeño repunte de la demanda nacional, que creció a una tasa del 4,7%, como la mejora en una décima de PIB de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, que se situó en -0,9 puntos porcentuales (pp).

En los primeros meses de 2007, las estimaciones realizadas a partir de información coyuntural todavía incompleta apuntan al mantenimiento del vigor de la actividad, sin que se observen cambios apreciables en la contribución de los principales componentes del PIB a esta evolución, ya sea por el lado de la demanda o por el de la oferta. Según estas estimaciones, el PIB real habría crecido a una tasa interanual del 4% en el primer trimestre de este año -1% en términos de tasa intertrimestral-, y las aportaciones de la demanda nacional y de la demanda exterior neta se habrían estabilizado en niveles similares a los del trimestre previo. En cuanto a la demanda nacional, que habría registrado una tasa interanual del 4,7%, cabe destacar la fortaleza del consumo de los hogares, el dinamismo de la inversión en equipo y la continuidad de la suave desaceleración de la inversión en construcción, iniciada en los meses finales de 2006. Por su parte, no se produjeron mejoras adicionales en la aportación al crecimiento del sector exterior, que se habría mantenido en -0,9 pp, registrándose una pausa en el reequilibrio de la aportación de la demanda nacional y de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. El empleo siguió dando muestras de solidez y la industria signos de pujanza. Por último, la inflación, medida por el IAPC, continuó desacelerándose en los primeros meses de 2007, alcanzando en marzo una tasa interanual del 2,5%, impulsada por la caída de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente, que también registró un crecimiento interanual en marzo del 2,5%, permaneció estabilizada en los niveles de diciembre de 2006. El diferencial de precios con la UEM experimentó un nuevo recorte en el primer trimestre, hasta situarse en 0,6 pp.

En el contexto exterior, la economía mundial ha comenzado el año con ritmos de crecimiento altos, que según las últimas previsiones disponibles elaboradas por el FMI apuntan hacia un avance del PIB mundial en 2007 del 4,9%. En estos primeros meses han continuado las tendencias hacia una mayor generalización del crecimiento mundial, una vez que Japón, pero sobre todo la zona del euro, se han incorporado a sendas más dinámicas y que las economías emergentes mantienen ritmos de crecimiento robustos. Por su parte, las tasas de inflación de las economías desarrolladas han mostrado cierta resistencia a la desaceleración. Solo en Estados Unidos se percibe una desaceleración del crecimiento estrechamente vinculada al ajuste en el sector inmobiliario, que se inició el año pasado, y a las incertidumbres suscitadas por algún episodio reciente de morosidad en el segmento más arriesgado del mercado hipotecario, que ha repercutido con rapidez en los mercados financieros. Se empiezan a detectar signos de debilidad en la inversión empresarial y existe el riesgo de que todo ello termine afectando al empleo y al gasto de los hogares, cuyo dinamismo ha actuado como elemento compensador durante la fase de ajuste del sector inmobiliario. Además, la moderación de la actividad no ha tenido como contrapartida un descenso importante de la inflación en Estados Unidos, que permanece en niveles relativamente elevados, por lo que los tipos de interés han permanecido estables en el 5,25%.





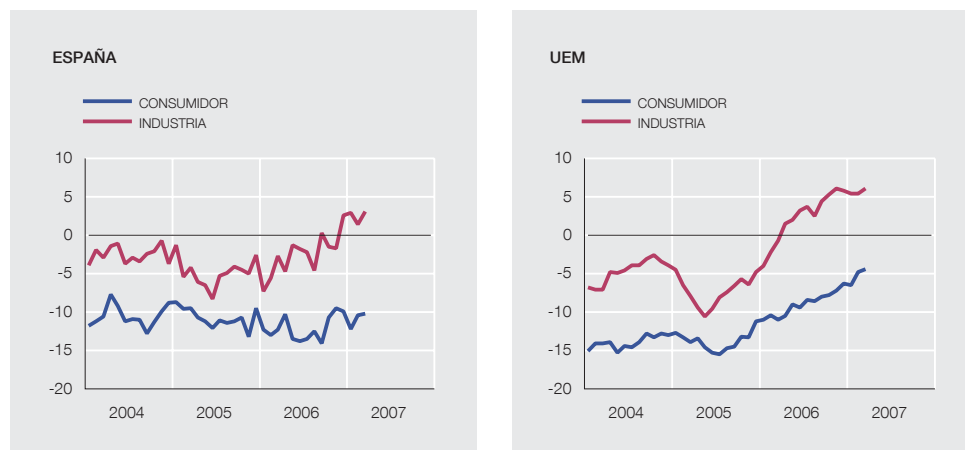
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

Los mercados financieros y cambiarios, por su parte, que habían empezado el año con comportamientos estables, experimentaron a finales de febrero un episodio de disminución generalizada en la valoración de los activos de más riesgo, que, sin embargo, a mediados de marzo se había corregido. En cuanto a los tipos de cambio, a lo largo de este trimestre ha continuado la depreciación del dólar frente al euro, alcanzando en los últimos días del mes de abril cotizaciones cercanas al máximo frente al dólar, en el entorno de 1,36 dólares por euro, y el yen, que había experimentado una apreciación significativa durante el episodio de turbulencia financiera, volvió a perder terreno con posterioridad. Por último, el precio del petróleo revirtió la tendencia a la baja que había mostrado a lo largo de la segunda mitad de 2006, impulsado por el rigor de los últimos meses del invierno y por un cierto recrudescimiento de las tensiones geopolíticas, de manera que el precio del barril Brent a finales de abril se encontraba cercano a los 68 dólares, casi un 30% por encima de su valor a finales de año.

En la zona del euro, tras un cierre de año en 2006 que confirmaba la solidez de la recuperación económica y permitía alcanzar una tasa de crecimiento promedio del 2,8%, la información relativa a los primeros meses de este año apunta a la continuidad de este escenario. El PIB en la UEM habría mantenido un crecimiento robusto en este primer trimestre, aunque ligeramente inferior al del trimestre precedente, debido a la suave ralentización de la economía alemana como consecuencia del efecto de la elevación del IVA en enero sobre el gasto en ese país. Descontado este efecto, el dinamismo en la UEM tiene una base sólida y se sustenta tanto en la fortaleza de la demanda interna, impulsada por el vigor del empleo, como en la pujanza de la actividad exportadora.

La inflación del área del euro, medida por el IAPC, se mantuvo a lo largo del primer trimestre por debajo del 2%, registrando en marzo una tasa interanual del 1,9% (véase gráfico 3). El buen comportamiento de los precios de la energía en comparación con los registros de hace un año y la evolución de los precios de los alimentos no elaborados han compensado el efecto sobre el índice general de la elevación del IVA en Alemania a principios de año. Esto repercutió en que el IPSEBENE mostrara un perfil de aceleración a lo largo del trimestre, de manera que en marzo alcanzó una tasa interanual del 1,9%. Sin embargo, tal y como ha ido valorando el BCE en sus últimas reuniones, subsisten los riesgos para el mantenimiento de la inflación en el medio plazo, relacionados, en gran medida, con la elevada probabilidad que

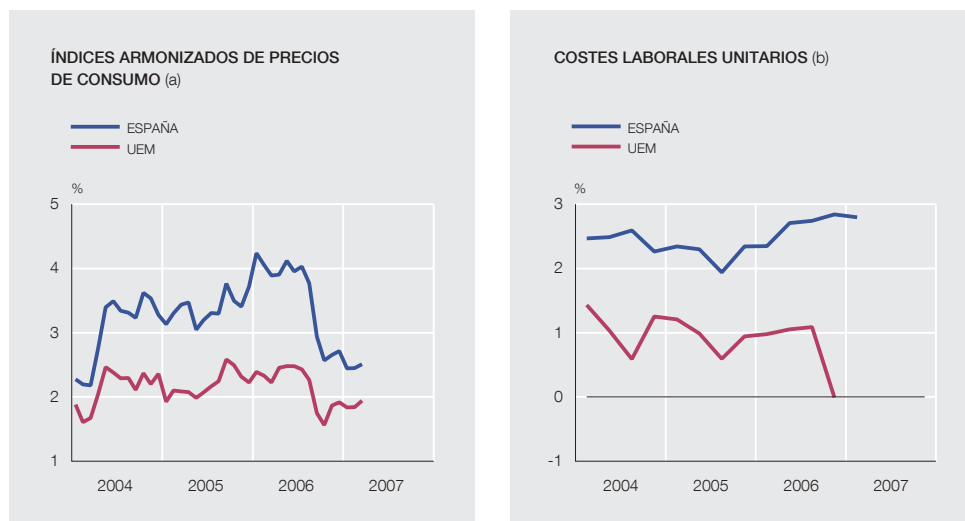


FUENTE: Comisión Europea.

se asigna a que los incrementos salariales, en la coyuntura actual de fortaleza del mercado de trabajo, sean superiores a lo previsto. En este contexto, la institución monetaria en su reunión de marzo elevó en 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 3,75%, y en su reunión de abril, aunque no modificó el tono de la política monetaria, alertó sobre la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios.

El entorno exterior en el que se desenvuelve la economía española continuó, por tanto, favoreciendo el tono expansivo de la actividad, a través, principalmente, del dinamismo que siguieron mostrando los mercados de exportación españoles. Por su parte, el tensionamiento de las condiciones monetarias por parte del BCE se tradujo en un encarecimiento moderado del coste de financiación (véase gráfico 4), aunque su efecto sobre las decisiones de gasto de los agentes ha seguido siendo limitado. Por último, la gradual desaceleración del precio de la vivienda y los incrementos más acotados de las cotizaciones bursátiles en el promedio del trimestre, con un episodio de turbulencia al finalizar el mes de abril, vinculado a un ajuste en las cotizaciones bursátiles del sector inmobiliario, han supuesto avances más suaves de la riqueza, propiciando pautas más moderadas de la demanda.

En este contexto, el gasto de los hogares experimentó una suave desaceleración en los primeros meses de 2007, reflejando el leve recorte de la inversión residencial, dado que el consumo de las familias volvió a dar signos de vigor, estimándose para esta variable una tasa de avance del 3,7%, similar a la de finales de 2006. Detrás de la fortaleza del consumo se encuentra un comportamiento favorable de la renta disponible ante el dinamismo que siguió mostrando el empleo y los menores pagos impositivos tras la reforma del IRPF, que habrían compensado el efecto de la elevación de los tipos de interés sobre los pagos netos por este concepto. Pero, además, las decisiones de consumo se tomaron en un entorno de expectativas favorables y, como se ha señalado, de nuevos incrementos de la riqueza, aunque cada vez más moderados. Por su parte, en el caso de la inversión residencial, donde el impacto de los mayores costes de financiación es en principio más potente, habría continuado la gradual desaceleración que empezó a percibirse en los últimos meses de 2006. En este contexto, el incremento de la financiación concedida a los hogares siguió moderándose, aunque experimentó tasas todavía ligeramente superiores al 18% en febrero, reflejando la desaceleración del crédito para la adquisición de vivienda, que se había iniciado un año antes. Por su parte, el ritmo de avance de los préstamos para consumo y otros fines, que había repuntado de forma significativa en 2006, empezó a dar síntomas de estabilización.



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

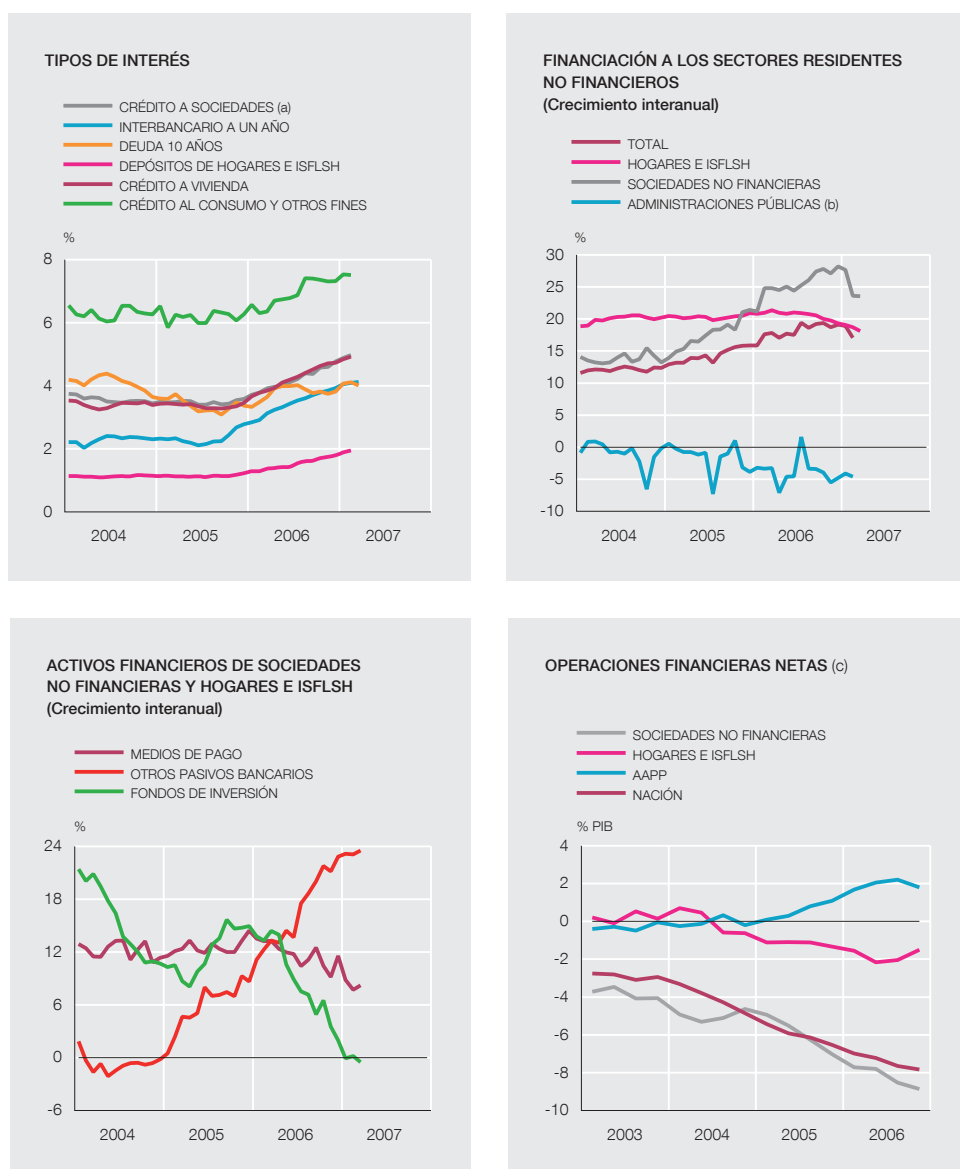
a. Tasas de variación interanual.

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

La inversión empresarial, por su parte, mantuvo un comportamiento muy expansivo en estos primeros meses de 2007, del que cabe destacar, en particular, la fortaleza de la inversión en equipo, que habría mantenido tasas de crecimiento similares a las del trimestre precedente, superiores al 11%. La pujanza de la demanda interna y, en particular, la mayor actividad exportadora —que están requiriendo ampliaciones en la capacidad instalada—, la favorable evolución de la rentabilidad de estas empresas y las expectativas de beneficios futuros son factores que jugaron a favor de la expansión de la inversión empresarial, compensando el efecto del encarecimiento de los costes de financiación. Por su parte, la inversión en construcción no residencial habría mantenido un cierto vigor, resultando, en principio, menos afectada por el endurecimiento del coste de financiación. Con todo, la elevación de los tipos de interés determinó una pequeña inflexión en la tasa de crecimiento de la financiación concedida a las sociedades no financieras, interrumpiéndose la trayectoria alcista que se había ido definiendo a lo largo del pasado ejercicio.

Las AAPP contribuyeron en los primeros meses de 2007 al sostenimiento del gasto a través, principalmente, del mantenimiento de ritmos elevados de la formación bruta de capital fijo, en un contexto de finalización de cuantiosos proyectos de obra civil. Se estima que el consumo final de las AAPP experimentó, por el contrario, una cierta desaceleración, tras el repunte de finales de 2006.

En los primeros meses de 2007, tanto las exportaciones como las importaciones, en términos reales, moderaron su ritmo de avance en comparación con los elevados registros de finales de 2006. Las ventas al exterior siguieron beneficiándose de la pujanza de nuestros mercados de exportación, si bien estos registraron una leve inflexión como consecuencia de la suave desaceleración de la economía alemana a lo largo del trimestre. Los indicadores competitividad-precio, por su parte, experimentaron un deterioro adicional, aunque de pequeña cuantía, debido a la apreciación del tipo de cambio del euro, por lo que la pérdida de competitividad fue de mayor intensidad frente a las economías que no participan en la UEM. Pese a ello, las ventas extracomunitarias de productos españoles, según la información parcial disponible, fueron relativamente voluminosas. En cuanto a las importaciones de bienes, su crecimiento



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.

estuvo muy vinculado al comportamiento de la demanda final, si bien se pudieron ver impulsadas adicionalmente por el efecto de la apreciación del euro sobre los precios de importación, que posibilitó recortes adicionales en los precios a los que se están produciendo en respuesta al proceso de transformación de la estructura del comercio mundial. Por último, el comercio de servicios moderó su ritmo de crecimiento, si bien mejoraron las exportaciones y las importaciones de servicios turísticos.

Desde el punto de vista de la actividad y el mercado de trabajo, la evolución en estos primeros meses de 2007 prolonga las tendencias que se fueron definiendo a lo largo del pasado ejercicio. Dentro del ambiente general de dinamismo en el que se desarrolló la actividad, cabe destacar la pujanza del sector manufacturero y la ligera moderación de la actividad en el sec-

tor de la construcción, concentrada exclusivamente en la edificación residencial, dado que la obra civil y la edificación no residencial mantuvieron una gran fortaleza. El empleo, por su parte, registró un sólido avance, con tasas de crecimiento similares a las de finales de 2006. Los datos de la EPA, correspondientes al primer trimestre de 2007, confirman el dinamismo del empleo, en un contexto de incrementos significativos de la población en edad de trabajar. El número de ocupados aumentó a una tasa interanual del 3,4% en este primer trimestre, apreciándose, asimismo, un descenso de la tasa de temporalidad hasta el 32%.

Los resultados disponibles de la negociación colectiva para el año 2007 apuntan hacia incrementos de las tarifas salariales en el entorno del 3%, ligeramente inferiores a los de los dos últimos años, bajo las directrices del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, cuya prórroga se firmó a principios de año. Por otra parte, se estima que el impacto de la activación de las cláusulas por la desviación de la inflación en 2006 será también menos intenso, debido a la importante desaceleración de la inflación en los últimos meses del ejercicio pasado. Por ello, se espera que la remuneración por asalariado desacelere su ritmo de avance en el primer trimestre y que esta inflexión se traslade también a los costes unitarios del trabajo, en mayor medida en el caso de la industria, donde los avances de la productividad seguirán siendo comparativamente mayores, a pesar de la recuperación del empleo. De este modo se interrumpiría la trayectoria ascendente de los costes laborales observada en la segunda mitad del año pasado. Como se ha señalado en la introducción, la inflación, medida por el IAPC, ha seguido disminuyendo en los primeros meses de 2007, aunque ello se ha debido, en gran medida, al descenso en los precios del crudo con respecto a los niveles de hace un año; de hecho, la inflación subyacente ha mostrado un comportamiento más estable, a pesar de la desaceleración de los precios industriales no energéticos, debido a la resistencia al descenso de los precios de los servicios, que han mantenido sistemáticamente tasas próximas al 4%.

La economía española ha mostrado, en fin, un comportamiento muy robusto en los primeros meses de este año, con un crecimiento algo más equilibrado del gasto —con mayor protagonismo de la inversión en equipo y menor de la inversión residencial— y una elevada generación de empleo. El endurecimiento relativo de las condiciones monetarias y financieras que se ha ido produciendo a lo largo del último año y la suave desaceleración del precio de la vivienda son factores que están iniciando un proceso de normalización gradual hacia ritmos de gasto y de endeudamiento más moderados y sostenibles. Además, el buen momento que atraviesa la economía mundial y, en particular, la zona del euro, está ayudando a aumentar la aportación del sector exterior al crecimiento del producto, aunque este proceso se está desacelerando en los últimos trimestres. Para que el reequilibrio entre los factores impulsores del crecimiento continúe, es importante que siga reduciéndose la detracción de renta que se genera en el sector exterior, por lo que la moderación de costes y precios debe proseguir más allá de los episodios recientes, en gran medida vinculados a la evolución de los precios de la energía.

## 2 Entorno exterior del área del euro

La evolución de los mercados financieros internacionales atravesó tres fases claramente diferenciadas a lo largo del trimestre. Desde el inicio del año y hasta los últimos días de febrero, se observaron ganancias en las bolsas y en los precios de los activos con mayor riesgo. En una segunda etapa, como se analiza en el recuadro 1, coincidiendo con un mayor pesimismo en torno a las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos, el incremento de la aversión al riesgo se tradujo en caídas generalizadas de las cotizaciones bursátiles, así como en una ampliación de los diferenciales de los bonos soberanos de países emergentes y de los bonos corporativos de peor calificación crediticia. Al mismo tiempo, la mayor demanda de activos más seguros se manifestó en reducciones de las rentabilidades de los bonos a largo plazo, especialmente en Estados Unidos. Durante este período el yen tendió a apreciarse, lo que se explicaría por el cierre de parte de las abultadas posiciones cortas en esa divisa, asociadas al llamado *carry-trade*. Finalmente, desde mediados de marzo, los inversores retornaron a los activos más arriesgados, revirtiéndose las caídas previas en sus precios. Así, los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, alcanzaron nuevos mínimos históricos, mientras que, en este período, el yen perdió gran parte de la apreciación que había experimentado durante el período de turbulencia. Por su parte, el dólar tendió a depreciarse frente al euro durante el trimestre, marcando cotizaciones que se situaron en torno a 1,36 dólares por euro. El precio del petróleo tipo Brent aumentó en el último trimestre un 20%, como consecuencia de un descenso de las temperaturas en el hemisferio norte, en la segunda parte del trimestre, y de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio.

En Estados Unidos, el dato definitivo de contabilidad nacional del cuarto trimestre de 2006 arrojó un crecimiento del PIB del 2,5% en tasa trimestral anualizada, lo que situó el crecimiento para el conjunto del año en el 3,3%, una décima más que en 2005 (véase gráfico 5). La información publicada a lo largo del primer trimestre tuvo, por lo general, un tono negativo, prolongando el ajuste del mercado inmobiliario y los síntomas de debilidad de la inversión no residencial. Así, las viviendas iniciadas se situaron en niveles inferiores a los de finales de 2006, mientras que prosiguió la reducción de las ventas de viviendas nuevas y algunas medidas de precios de la vivienda mostraron tasas de variación interanual negativas. La evolución de los pedidos de bienes duraderos fue peor de lo esperado, lo que sugiere que las empresas mantuvieron una actitud cauta respecto al gasto en inversión. Esta cautela contrasta con el acusado dinamismo de la creación de empleo, que alcanzó los 180.000 puestos de trabajo en marzo, y la reducción de la tasa de paro, que se situó en el 4,4%. La contratación en el sector de servicios y la resistencia a la baja del empleo en la construcción —apoyado en la obra no residencial— permitieron mantener ese dinamismo, pese a la disminución del empleo en las manufacturas. Los buenos resultados en el mercado laboral favorecieron al consumo, lo que se reflejó en los datos positivos de ventas al por menor durante el trimestre. En cuanto al sector exterior, la balanza comercial mostró una tendencia a la baja hasta febrero, aunque moderada y explicada, en parte, por la contracción de las importaciones. La inflación general fue en aumento a lo largo del trimestre, hasta el 2,8% en marzo (véase gráfico 6), aunque la subyacente se moderó hasta el 2,5%, tras el fuerte repunte de febrero. La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial sin cambios en el 5,25% y ratificó la importancia de las presiones inflacionistas en su valoración de riesgos.

En Japón, los indicadores del inicio del año apuntan hacia el mantenimiento del dinamismo —aunque por debajo del trimestre previo—, apoyado en un inesperado vigor del consumo privado, así como en la continuación del buen desempeño de la inversión y de las exportacio-

A finales de febrero de 2007, se inició un período de turbulencia en los mercados financieros internacionales, que afectó tanto a los mercados emergentes como a los desarrollados, y que se extendió hasta bien entrado el mes de marzo. Los precios de los activos financieros de mayor riesgo registraron una fuerte corrección y se produjo un acusado incremento de la volatilidad, en un contexto de huida hacia la calidad por parte de los inversores. Aunque estos movimientos han revertido de forma casi completa, este episodio reciente de volatilidad —tras un período de prolongada bonanza de los mercados financieros— y su comparación con episodios anteriores invitan a algunas reflexiones sobre las perspectivas y riesgos de los mercados financieros globales.

El inicio del episodio de turbulencia coincidió con la caída de la bolsa en China en un 9%, el 27 de febrero, y con la publicación de algunos datos que apuntaban a la posibilidad de que la desaceleración de la economía estadounidense alcanzase una mayor profundidad de la esperada. El aspecto más llamativo de la turbulencia financiera fue su carácter global y la rapidez con la que se produjo, lo que refleja lo ajustado de las valoraciones en los mercados y la creciente sensibilidad de los inversores ante eventos negativos. Los activos más perjudicados durante el episodio fueron los que en meses anteriores habían registrado mayores ganancias. Las bolsas en países emergentes y desarrollados cayeron fuertemente y los diferenciales de los bonos corporativos de baja calificación crediticia en Estados Unidos y los de los bonos soberanos emergentes aumentaron significativamente (véase en el gráfico 13 la incidencia del episodio en la bolsa europea). La turbulencia tuvo un menor impacto en los tipos de cambio; las divisas más afectadas fueron aquellas vinculadas a las operaciones de *carry-trade*, como el yen japonés, en el lado corto de la posición inversora, y el dólar neozelandés, en el lado largo. El incremento de la aversión al riesgo se tradujo en una huida hacia la calidad que se reflejó en una disminución de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa.

Un elemento destacado del episodio fue el fuerte aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Por ejemplo, el índice de volatilidad implícita más seguido (el VIX S&P500), cuya evolución tiende a asociarse con la de la aversión o el apetito por el riesgo en los mercados, aumentó un 60% el 27 de febrero (véase gráfico 1). A pesar

de ello, las volatilidades permanecen en niveles muy bajos si se analiza esta variable desde una perspectiva histórica.

Tras los días de turbulencia, la recuperación ha sido muy rápida y los inversores han vuelto a demandar activos de mayor riesgo de modo intenso. Gran parte de las bolsas han recuperado los niveles anteriores al inicio del episodio. Por otro lado, los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, han registrado, en algunos casos, nuevos mínimos históricos.

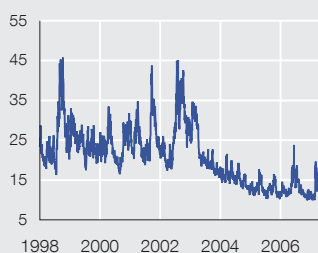
Cuando este episodio de turbulencia se compara con el de mayo de 2006, se observa que ambos se produjeron en períodos de expectativas de liquidez mundial a la baja y de transición, o elevada incertidumbre en torno a las políticas monetarias en Estados Unidos y Japón, si bien el episodio más reciente ha tenido unos rasgos propios bien definidos. En primer lugar, en mayo de 2006 el foco de atención fueron las presiones inflacionistas en Estados Unidos, mientras que ahora han sido las dudas en torno al crecimiento en ese país, en un contexto en el que la inflación no parece consolidarse en niveles suficientemente reducidos, las que han desencadenado el repunte de la volatilidad. Esta diferente coyuntura puede apreciarse en la comparación de previsiones que recoge el gráfico 2. Además, el deterioro en el segmento de mayor riesgo del mercado hipotecario estadounidense (*subprime lending*) planteó la cuestión de la posible transmisión a otros segmentos del mercado crediticio. En segundo lugar, el papel de China, como un posible factor desencadenante de perturbaciones financieras a nivel global en el último episodio, ha sido novedoso. Por último, la liquidación de posiciones de *carry-trade* parece haber tenido una mayor incidencia sobre los mercados cambiarios que en episodios anteriores.

La caída y posterior recuperación de los mercados financieros ha confirmado el carácter de corrección técnica del reciente episodio, que parece haber obedecido más a argumentos financieros que a un deterioro de los fundamentos económicos. Por ello, en la medida que estos movimientos corrijan posibles signos de excesiva exposición en algunos mercados, dichas correcciones deben interpretarse como saludables.

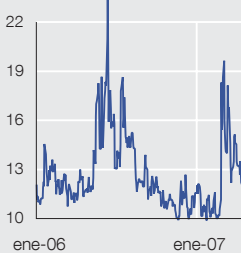
No obstante, es interesante reflexionar acerca de la evolución de la volatilidad a más largo plazo. Existen factores que apoyarían la hipó-

1 ÍNDICE DE VOLATILIDAD VIX

EVOLUCIÓN DESDE ENERO DE 1998



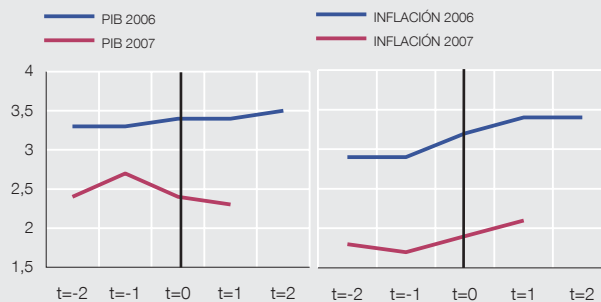
EVOLUCIÓN RECIENTE



FUENTES: Datastream y Consensus Forecasts.

a. t = 0, según el episodio, equivale a mayo de 2006 o a marzo de 2007.

2 ESTADOS UNIDOS: PREVISIONES CONSENSUS (a)



tesis de la persistencia de los bajos niveles de volatilidad actuales en los mercados, mientras que habría otros que tenderían a refutarla. Entre los argumentos en apoyo del optimismo de los mercados están, por un lado, la mayor transparencia y la mejora en la comunicación de las decisiones de política monetaria por parte de los bancos centrales, que ha disminuido la incertidumbre; el desarrollo del sector financiero en numerosos ámbitos, por ejemplo, la mejora de la liquidez de los mercados, la innovación financiera o el papel de los inversores institucionales; y la mayor solidez del sector corporativo.

Por el contrario, otros elementos apoyarían la tesis de que la baja volatilidad que se ha venido observando puede ser un fenómeno de carácter transitorio. Cabe destacar, en primer lugar, el contexto actual de desaceleración económica en Estados Unidos, que puede estar incidiendo sobre la volatilidad de los precios de los activos

financieros. En segundo lugar, la reducción gradual de la actual holgura financiera y del bajo nivel de los tipos de interés puede contribuir a una corrección de la aversión al riesgo y a un aumento de la volatilidad. Por otro lado, las valoraciones cada vez más ajustadas por parte de los agentes del mercado y la incertidumbre en torno a cuándo comenzará el ciclo bajista de tipos de interés en Estados Unidos generan una mayor sensibilidad en los mercados ante las noticias adversas en el ámbito económico o financiero.

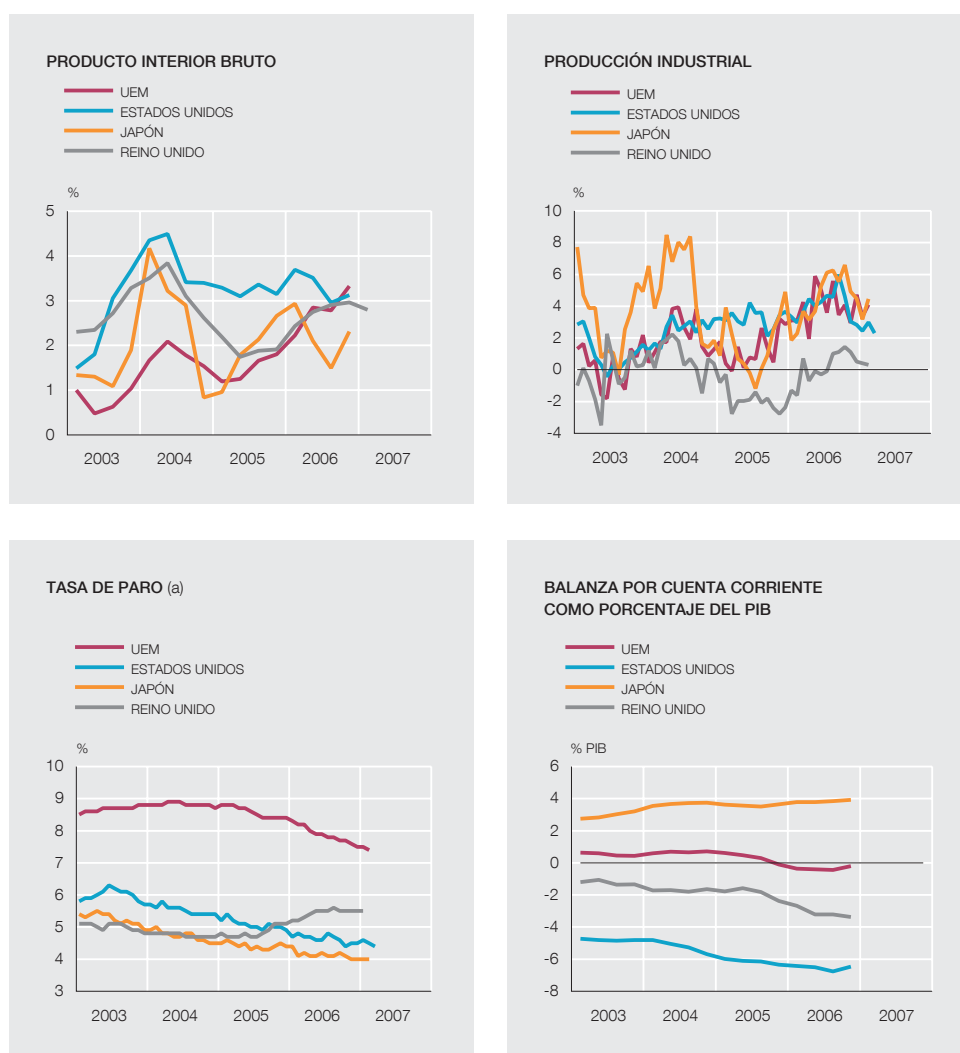
En el futuro, no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad, cuya frecuencia, intensidad y persistencia podrían ser superiores al observado recientemente, con efectos sobre la estabilidad financiera. Por ello, hay que subrayar la necesidad de mantener un grado suficiente de cautela por parte de los inversores, que evite un exceso de complacencia.

nes. Los indicadores de consumo fueron generalmente positivos, con avances significativos en las ventas al por menor y en el gasto de las familias, apoyados por el dinamismo del mercado laboral, que mantuvo la tasa de paro en el 4% en febrero, a pesar de que se profundizó la caída de los salarios. Los indicadores de oferta, sin embargo, sugieren una moderación de la actividad industrial en el trimestre, pues el índice de confianza de las grandes empresas manufactureras de la encuesta Tankan se redujo dos puntos en marzo, la producción industrial acumuló dos meses consecutivos de caídas y el índice de gestores de compras (PMI, según sus siglas en inglés) de manufacturas se contrajo en marzo hasta niveles mínimos de dos años. En cuanto al sector exterior, la fortaleza del superávit de la balanza de rentas no compensó la disminución del saldo comercial de febrero, lo que redujo el superávit por cuenta corriente. La inflación volvió al terreno negativo en febrero, debido a la reducción interanual del precio del crudo y a la rebaja de las tarifas de la telefonía móvil. Así, la tasa interanual del índice general se situó en el -0,2% y la del índice subyacente —que en Japón incluye a la energía— en el -0,1%. Por el contrario, los precios al por mayor repuntaron en marzo por primera vez en siete meses, desde el 1,7% al 2% interanual. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado en el 0,5% en su reunión de abril.

En el Reino Unido, el avance de la contabilidad nacional del primer trimestre arrojó un crecimiento del PIB del 0,7% trimestral, igual registro que en el cuarto trimestre de 2006. La tasa interanual se redujo en 2 décimas, hasta el 2,8%. La inflación experimentó un significativo repunte, alcanzando en marzo el 3,1% interanual. El gobernador del Banco de Inglaterra, obligado a enviar una carta abierta al Tesoro para explicar la superación en más de un punto porcentual del objetivo de inflación del 2%, atribuyó parte de la aceleración de la inflación a factores temporales, si bien indicó su preocupación por un incremento de las presiones sobre la capacidad productiva. El dato negativo de inflación, junto con las actas de la reunión de abril, aumentaron las expectativas de un incremento en los tipos oficiales antes del verano.

En los países que ingresaron en la UE en 2004, el PIB se aceleró en el cuarto trimestre. En el conjunto de 2006, el crecimiento del PIB se elevó hasta el 6,1%, frente al 4,9% en 2005 (véase gráfico 7). Esta expansión se sustentó en la fortaleza de la demanda interna —en especial, de la inversión y, en menor medida, del consumo privado— y, en algunos países, también en



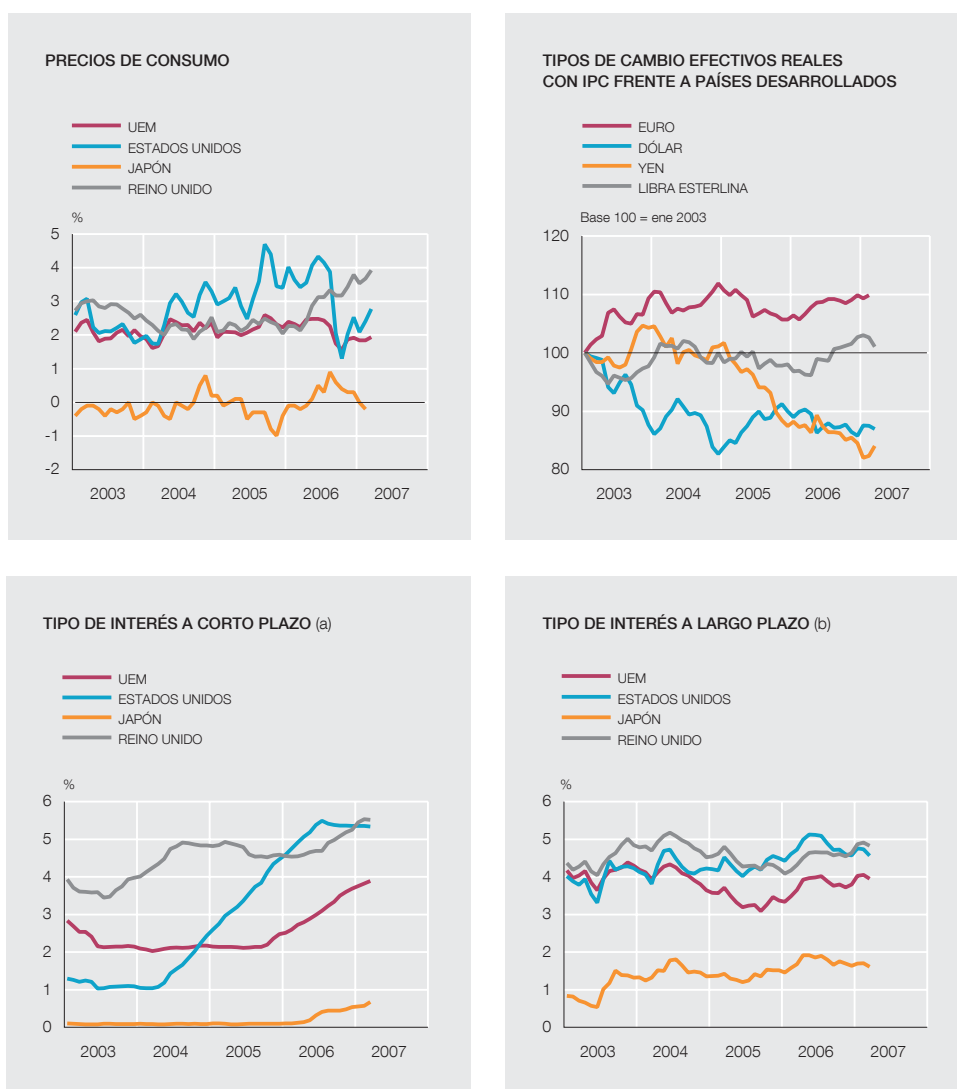


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

la demanda externa, impulsada por la recuperación económica de la zona del euro. Este contexto de intenso crecimiento, unido al aumento del precio del petróleo en el primer trimestre de 2007, provocó un repunte generalizado de la inflación, si bien con tasas muy diferentes para cada país. No obstante, los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados en la mayoría de estos países durante el trimestre. Se produjeron presiones hacia la depreciación del tipo de cambio en Letonia, cuya moneda llegó a niveles cercanos al límite inferior de su banda de  $\pm 1\%$  en el Mecanismo de Tipos de Cambio (ERMII, según sus siglas en inglés), mientras que en Eslovaquia, tras intensas presiones apreciadoras, a mediados de marzo se revaluó un 8,5% la paridad central de la corona en el ERM II. En 2006 se observó una reducción generalizada de los déficits fiscales y de la deuda pública, apoyada en el dinamismo de los ingresos. En cuanto a los déficits por cuenta corriente, se ampliaron desde niveles ya muy elevados, y en algunos países se sitúan por encima del 10% del PIB.

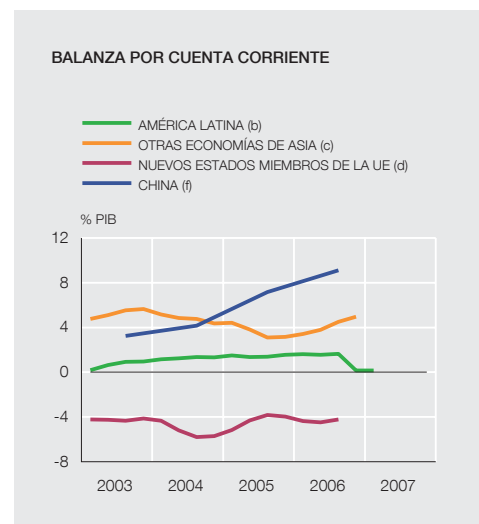
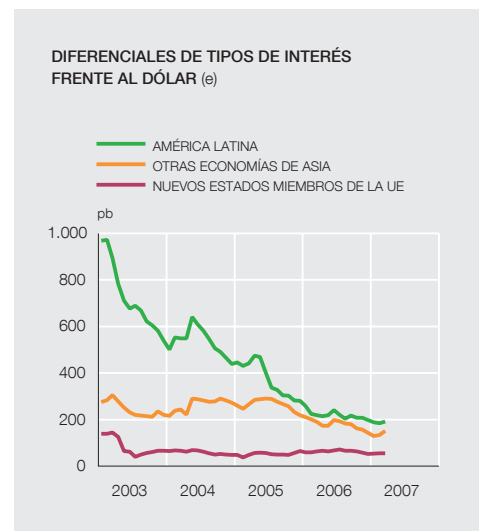
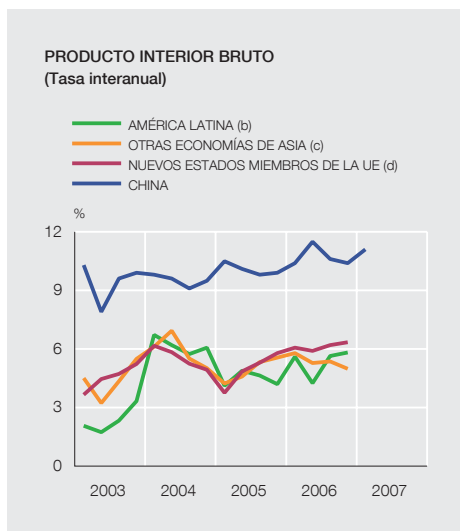
La actividad económica de China registró un repunte notable en el primer trimestre, al crecer un 11,1% interanual, 7 décimas más que en el anterior. Coincidente con este dato, los indicadores de producción industrial, inversión en activos fijos y ventas al por menor intensifica-



FUENTE: Banco de España.

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

ron su crecimiento en los tres primeros meses del año. La oferta monetaria y el crédito interno se aceleraron ligeramente respecto a los ya elevados ritmos de crecimiento experimentados en los últimos trimestres de 2006, lo que condujo al banco central a elevar en tres ocasiones el coeficiente de reservas —por un total de 150 pb— e incrementar en marzo en 27 pb los tipos de interés oficiales. Por otro lado, el tipo de cambio del renminbi continuó apreciándose gradualmente frente al dólar y las reservas exteriores siguieron aumentando rápidamente, hasta superar los 1,2 billones de dólares. El superávit comercial alcanzó los 46,5 mm en el trimestre, casi el doble que un año antes. En este contexto, Estados Unidos decidió imponer aranceles punitivos sobre algunas importaciones de papel chino, la primera medida de este tipo en los últimos veintitrés años. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC aumentó hasta el 3,3% interanual en marzo, desde un promedio del 2% en el cuarto trimestre, si bien la tasa de crecimiento de los precios de producción se redujo levemente respecto a los niveles de finales de 2006. Respecto a las principales economías del resto de Asia, tras el robusto crecimiento experimentado en el cuarto trimestre de 2006, los indicadores más recientes mantuvieron un tono positivo, al tiempo que tendieron a moderarse las presiones inflacionistas y, en algunos países —entre ellos Tailandia—, se redujeron los tipos de interés oficiales.



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. Excepto Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.  
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 cuarto trimestre de 2006, el crecimiento del PIB de América Latina alcanzó el 5,8% interanual, una décima por encima del registrado en el trimestre anterior. Para el conjunto del año, el crecimiento de la región se situó en el 5,3%, frente al 4,5% en 2005. En Brasil, se produjo una sustancial revisión al alza de las cifras de contabilidad nacional, incluido el PIB y sus tasas de crecimiento, entre los años 2002 a 2006. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2007 apuntan a una aceleración de la actividad en Brasil, Chile, Perú y Colombia, y a una moderación adicional en México y Argentina. La inflación en el agregado de la región se situó en el 4,9% en marzo, desde el 5% de febrero. Las divergencias entre países se mantuvieron en este último mes, con un aumento de la tasa de inflación en Colombia y México, mientras en Brasil se siguió en niveles muy bajos (3%), descendiendo en el resto de países. En este contexto, Colombia elevó sus tipos de interés hasta el 8,25%, mientras que en Méxi-

co se reforzaron las expectativas de un próximo aumento, a tenor del endurecimiento del discurso del Banco Central. En Brasil, el tipo oficial fue rebajado en tres ocasiones el 12,5%. El sector exterior cerró el año con elevados superávits por cuenta corriente en todos los países, salvo México y Colombia. A principios de 2007, la balanza comercial se deterioró en Brasil, México, Colombia y Perú, y mejoró en el resto de países. En el ámbito fiscal, se registraron buenos resultados a comienzos de año en Brasil y México, país en el que, además, se aprobó la reforma del sistema de pensiones de trabajadores públicos; en Argentina, sin embargo, se produjo un sustancial incremento del gasto primario. Por último, las agencias calificadoras aumentaron el *rating* de Colombia y mejoró la perspectiva en México.

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

Los datos de Contabilidad Nacional del área del euro relativos al cuarto trimestre del pasado año corroboran el afianzamiento del dinamismo de la actividad en 2006. El PIB creció un 2,8%, muy por encima de la tasa observada el año anterior. La información disponible en los primeros meses de 2007 apunta a la prolongación de la fortaleza del PIB a lo largo del año, apoyada en el dinamismo de la demanda mundial y en la recuperación del empleo, en un contexto en el que el coste de la financiación es reducido. No obstante, más a medio plazo, la economía se encuentra sujeta a algunos riesgos a la baja, tales como una desaceleración más intensa de la economía norteamericana y los asociados a la persistencia de los desequilibrios globales.

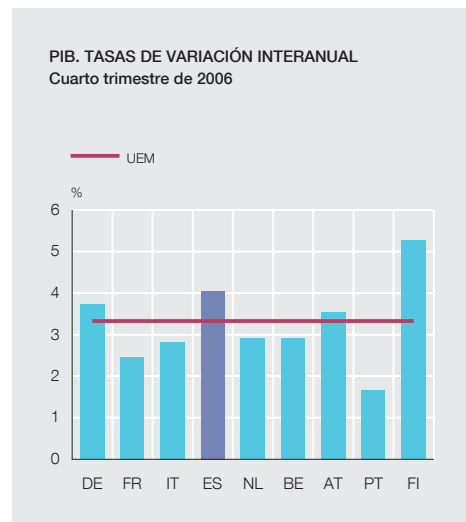
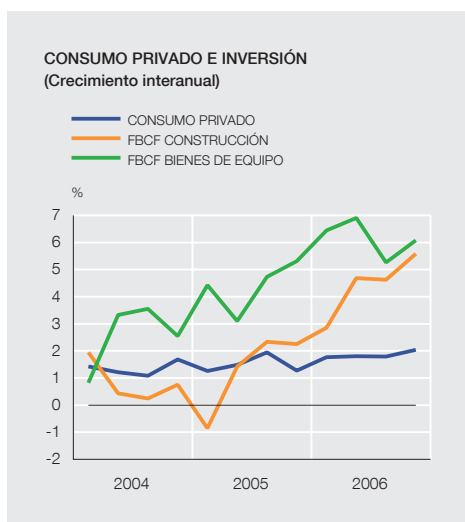
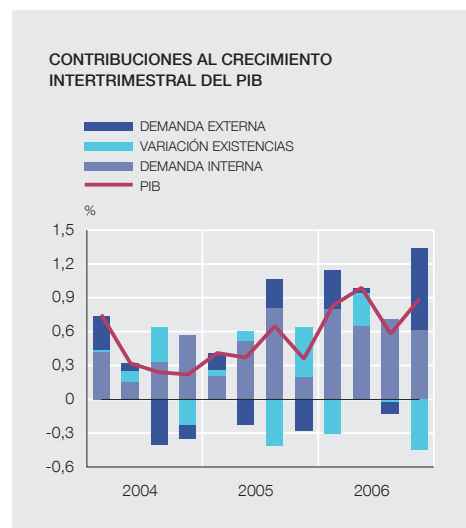
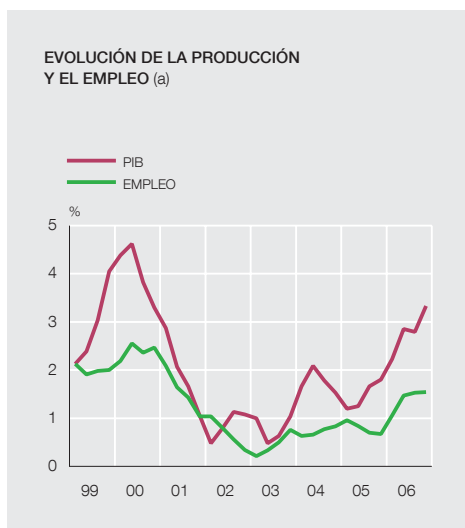
La inflación del área se situó en marzo en el 1,9%, la misma tasa que en diciembre de 2006, debido a que el buen comportamiento del componente energético, favorecido por los efectos base relacionados con su evolución un año antes, compensó el impacto de la subida del IVA en Alemania a principios de año. Dicha medida fiscal constituye, además, el principal factor explicativo del perfil ascendente de la inflación subyacente desde finales del pasado año. Más a medio plazo, predominan los riesgos al alza para la inflación por la posibilidad de que la fortaleza de la economía y la mejora del empleo puedan impulsar las demandas salariales por encima de lo esperado, pero también por la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios del petróleo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión celebrada el 8 de marzo, constató la existencia de riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y, en consecuencia, decidió subir los tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, hasta el 3,75%. A pesar de ello, el tono de la política monetaria sigue mostrando un sesgo acomodante y, por tanto, estimulador para el crecimiento económico y la generación de empleo.

Respecto a la política fiscal, según la última información disponible en las notificaciones de los Estados miembros a la Comisión Europea en primavera, el déficit presupuestario se habría reducido en 2006 hasta el 1,6%, desde el 2,5% de 2005, lo que supone unos resultados más favorables de lo estimado por la Comisión en su informe de otoño. Por otra parte, en enero se decidió derogar el procedimiento de déficit excesivo abierto a Francia en junio de 2003.

#### 3.1 Evolución económica

Según datos provenientes de la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB en el área del euro se expandió en los últimos tres meses de 2006 un 0,9% intertrimestral, tres décimas por encima del crecimiento registrado en el tercer trimestre, como resultado, fundamentalmente, del repunte de la demanda exterior neta. Esta contribuyó al aumento del PIB en 0,7 pp, lo que compensó el fuerte deterioro de la aportación al crecimiento de la variación de existencias, que pasó a restar 0,5 pp (véase gráfico 8). Por su parte, la fortaleza mostrada por la demanda interna excluidas las existencias en los meses anteriores se prolongó en el cuarto trimestre del año. Este componente aumentó un 0,6%, tan solo una décima por debajo de lo observado en el período julio-septiembre. Entre sus componentes, el consumo privado y el consumo público se desaceleraron, mientras que el crecimiento de la formación bruta de capital fijo repuntó. En términos interanuales, el PIB alcanzó una tasa de variación del 3,3% en el último trimestre del año, desde el 2,8% de los tres meses anteriores (véase el cuadro 1). De esta forma, en el conjunto de 2006, el producto se incrementó un 2,8% —1,3 pp por encima



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

del año anterior—, gracias al afianzamiento de la demanda interna y de las exportaciones netas.

Por ramas de actividad, todos los sectores, excepto la industria, contribuyeron a la aceleración del valor añadido bruto. De acuerdo con el desglose por países de la Contabilidad Nacional, el repunte de la actividad en los últimos meses del año fue un rasgo compartido por las grandes economías del área. Así, entre estas últimas, destacan la significativa aceleración del PIB que registraron Francia e Italia, cuyas tasas de variación alcanzaron el 0,7% y 1,1% intertrimestral, respectivamente. En línea con lo observado para el conjunto de la UEM, la formación bruta de capital fijo impulsó la aportación de la demanda interna, excluidas las existencias, en ambas economías, al tiempo que las ventas al exterior, especialmente en Italia, se expandieron a un ritmo significativamente mayor que el de los tres meses anteriores. Igualmente, Alemania vio cómo la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del PIB se incrementaba extraordinariamente, hasta los 1,9 pp. No obstante, la ralentización del consumo y la aportación muy negativa de existencias repercutieron en que el PIB, en el cuarto trimestre, solo experimentara una aceleración de una décima, hasta el 0,9% intertrimestral.

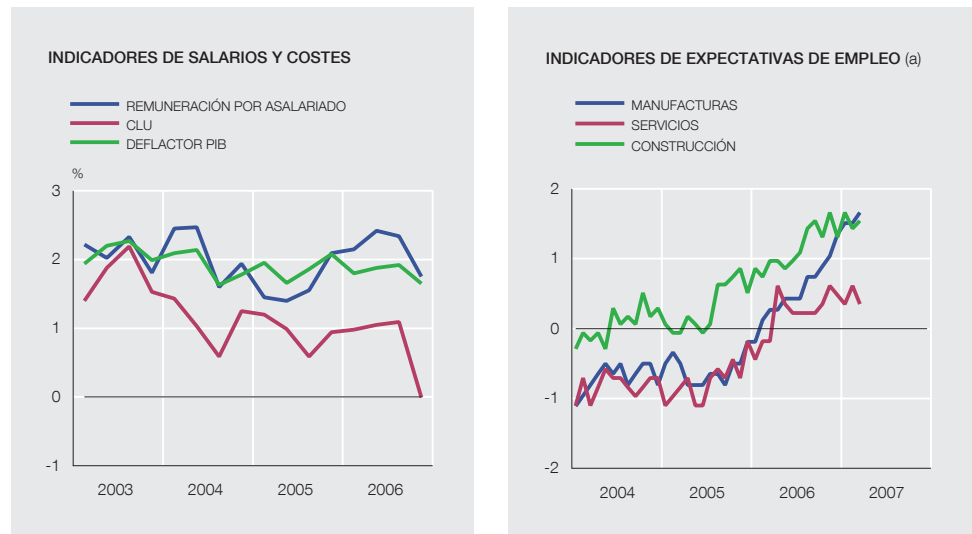
	2005		2006				2007	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)	II TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	1,7	1,8	2,2	2,8	2,8	3,3		
Crecimiento intertrimestral	0,6	0,4	0,8	1,0	0,6	0,9		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,4 ; 0,9)
IPI (d)	1,6	2,2	3,5	4,3	4,2	3,9	3,7	
Sentimiento económico	97,5	100,1	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	
Confianza industrial	-7,3	-5,7	-2,3	2,3	3,7	5,7	5,3	
PMI manufacturas	51,0	53,0	54,7	57,1	56,9	56,7	55,5	
Confianza servicios	10,7	14,0	14,7	18,7	19,0	19,7	20,7	
PMI servicios	53,8	55,6	57,8	59,2	57,3	57,1	57,6	
Tasa de paro	8,4	8,4	8,2	7,9	7,8	7,6	7,4	
Confianza consumidores	-15,3	-12,3	-10,7	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	
IAPC (d) (e)	2,6	2,2	2,2	2,5	1,7	1,9	1,9	
IPRI (d) (e)	4,4	4,7	5,1	5,8	4,6	4,1	2,9	
Precio del petróleo en dólares (e)	62,6	56,5	61,6	68,1	61,2	62,8	62,3	68,0
Préstamos al sector privado (d) (e)	8,7	9,2	10,8	11,0	11,4	10,8	10,3	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,3	3,4	3,6	4,0	4,0	3,9	4,1	4,2
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,98	1,12	1,06	1,08	1,00	0,82	0,66	0,55
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,204	1,180	1,210	1,271	1,266	1,317	1,332	1,361
Apreciación/depreciación del dólar/euro (e)	-11,6	-13,4	2,6	7,8	7,3	11,6	1,1	3,3
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	17,7	23,0	10,3	4,2	11,9	20,3	3,4	8,3

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
b. Información disponible hasta el día 20 de abril de 2007.  
c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.  
d. Crecimiento interanual.  
e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

Por lo que respecta al mercado de trabajo, su recuperación siguió afianzándose a finales de 2006. Así, el empleo se incrementó a lo largo del cuarto trimestre de 2006 un 0,3% —lo mismo que en el trimestre anterior—, lo que supuso el mantenimiento de su tasa de crecimiento interanual en el 1,5%. Este comportamiento del empleo, unido al mayor dinamismo de la actividad económica del área en el último trimestre del pasado año, dio lugar a una notable aceleración de la productividad, cuyo ritmo de crecimiento se elevó hasta el 1,8% (1,2% en el trimestre previo). Por otra parte, la remuneración por asalariado registró un incremento interanual del 1,8%, cinco décimas inferior a la del trimestre precedente. No obstante, este dato viene muy condicionado por la caída del 1% observada en la remuneración por asalariado de Italia, puesto que, en el resto de países, esta variable se aceleró ligeramente o mantuvo estable su ritmo de avance. El incremento nulo experimentado por los costes laborales unitarios (frente al 1,1% del trimestre anterior) supuso una intensa expansión de los márgenes empresariales, ya que el deflactor del PIB aumentó un 1,7% (véase gráfico 9).

Para los primeros meses de 2007, la información más reciente avala un crecimiento del PIB robusto en el área del euro, si bien a ritmos más moderados que en el trimestre anterior como resultado, en parte, del aumento del IVA alemán en enero (véase gráfico 10). Desde el punto de vista de la oferta, tras el descenso de enero, la producción industrial volvió a expandirse en febrero, de forma que el índice recuperó el nivel registrado a finales del año pasado. Por otro lado, los indicadores cualitativos provenientes de las encuestas de confianza de la Comisión Europea y de las encuestas de los directores de compras PMI retrocedieron



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

ligeramente en media, en comparación con los últimos meses de 2006, en la industria y mejoraron en el sector de los servicios. En el sector de la construcción, el sentimiento económico, de acuerdo con las encuestas de la Comisión, empeoró notablemente en los primeros meses del año. En el ámbito laboral, las señales proporcionadas por los indicadores son en general positivas. Así, ambas encuestas reflejaron un mayor optimismo en el primer trimestre de 2007 acerca de las expectativas sobre el empleo en todos los sectores, con la única excepción de la encuesta de la Comisión en el sector servicios. Además, la tasa de paro continuó reduciéndose en enero y febrero —hasta el 7,3%, su nivel más bajo desde 1993, primer año para el que existen datos agregados para la UEM de esta variable—, prolongando una tendencia descendente que se inició hace dos años y que, según distintas estimaciones, podría corresponderse, en parte, con una caída de la tasa de paro estructural, impulsada por alguna de las reformas laborales emprendidas en algunos países del área en los últimos años (véase recuadro 2).

Por su parte, los indicadores de demanda anticipan en general una evolución favorable de la actividad en el primer trimestre del año, aunque los referidos al consumo han captado el efecto negativo del aumento del IVA en Alemania, que fue especialmente intenso en enero, si bien se ha ido mitigando a lo largo del trimestre. En concreto, las ventas minoristas —con datos hasta febrero— y, sobre todo, las matriculaciones, se desaceleraron en media en el primer trimestre del año, arrastradas por el comportamiento alemán. La información de naturaleza cualitativa proveniente de las encuestas de la Comisión Europea muestra un elevado optimismo entre los consumidores en el primer trimestre de 2007, mientras que los empresarios del comercio minorista mantuvieron su confianza en niveles elevados. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores permiten augurar buenas perspectivas para este componente del PIB, dadas las mejoras observadas en el grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión y en la valoración de la cartera de pedidos. Asimismo, los datos publicados en enero en la encuesta semestral sobre la inversión de la Comisión muestran una aceleración del gasto en capital previsto para el conjunto del año 2007. En último lugar, las favorables expectativas de exportación, el incremento de la valora-

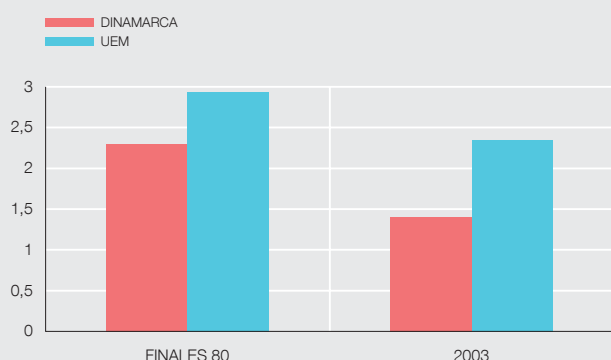


El modelo de mercado de trabajo tradicionalmente vigente en los países europeos en las primeras décadas, tras la segunda guerra mundial, en el que los individuos empleados eran predominantemente varones, se basaba en la generalización de los contratos de duración indefinida, elevados costes de despido y jornada laboral de duración estándar. Sin embargo, las transformaciones económicas y sociales surgidas en el último cuarto del siglo pasado fueron requiriendo una profunda adaptación de los mercados laborales. En concreto, fenómenos como la creciente globalización de la actividad económica y la aceleración de los cambios tecnológicos, o la incorporación de la mujer al mercado laboral, han ido exigiendo la aparición de formas de organización del trabajo más flexibles.

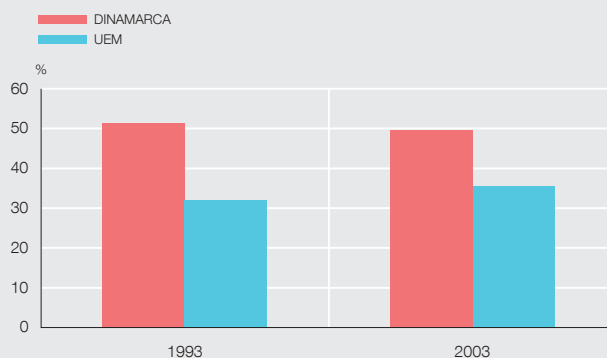
La exigencia de mayor flexibilidad en un contexto de resistencia al cambio, motivada por la percepción de que este puede traducirse en una menor seguridad, ha dado lugar a reformas parciales que no han conseguido aumentar suficientemente el grado de utilización

del factor trabajo. En este contexto, en el debate de política económica europeo se ha tendido, dentro del abanico de mercados laborales existentes en los diversos países, a la búsqueda de aquellos que puedan constituir un modelo válido para el resto de Estados miembros, ejemplo que se ha creído encontrar en los países nórdicos —y, en particular, en Dinamarca—, a la luz de los buenos resultados que han cosechado en materia de empleo. En particular, el mercado laboral danés se caracteriza por la coexistencia de un grado elevado de flexibilidad, con un nivel también alto de protección social (lo que se ha dado en llamar «flexiguridad»). Los principales elementos de flexibilidad y seguridad son, respectivamente, la existencia de costes de despido relativamente reducidos y de prestaciones por desempleo elevadas (véanse gráficos 1 y 2). La percepción de estas últimas está condicionada, no obstante, a la aceptación de ofertas de empleo y a la participación en programas de formación, al objeto de proporcionar los incentivos adecuados. De este modo, se pretende facilitar el ajuste de las plantillas de las empresas al tiempo que se garantiza, a los trabajadores que pierden su puesto

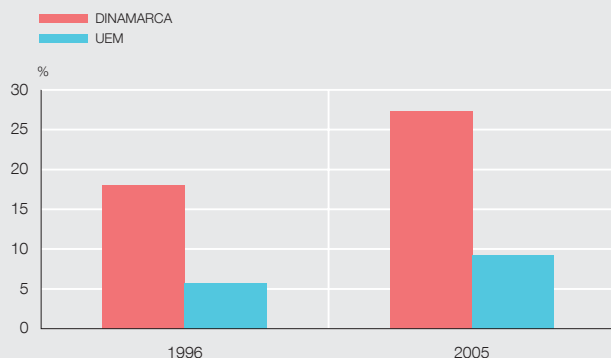
1 LEGISLACIÓN DE PROTECCIÓN AL EMPLEO (a)



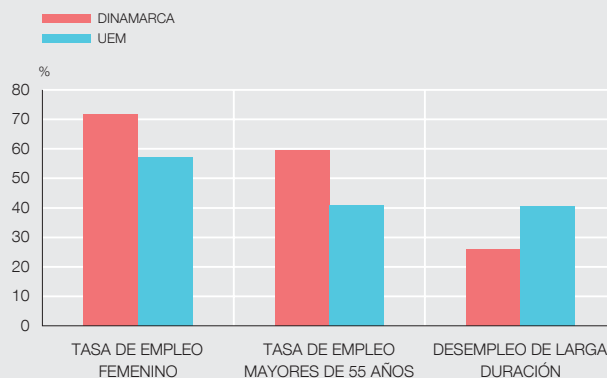
2 TASA DE REPOSICIÓN (b)



3 FORMACIÓN CONTINUA (c)



4 RESULTADOS DEL MERCADO DE TRABAJO EN 2005 (d)



FUENTES: Eurostat y OCDE.

- a. Indicador sintético que mide los costes de despido y toma valores entre 0 y 6. Un valor más elevado indica una legislación más estricta.
- b. Esta medida se calcula como la media entre las tasas de reposición brutas de las prestaciones por desempleo para dos niveles salariales, tres situaciones familiares y tres duraciones de desempleo.
- c. Se refiere al porcentaje de la población entre 25 y 64 años que declaró haber recibido formación o educación en las cuatro semanas anteriores a la encuesta (European Union Labour Force Survey).
- d. El desempleo de larga duración (superior a un año) se expresa como porcentaje del desempleo total.

de trabajo, un determinado nivel de rentas en la transición hasta un nuevo empleo.

El tercer ingrediente básico del modelo laboral danés es el énfasis en las políticas activas del mercado de trabajo, a través de las cuales se pretende mantener permanentemente actualizadas las cualificaciones profesionales de los individuos, con el fin de permitir que la transición entre empleos tenga una duración corta (véase gráfico 3). En este modelo, la seguridad no se identifica, por lo tanto, con el desempeño de un mismo puesto de trabajo a lo largo de toda la vida laboral, sino con el encadenamiento sucesivo de distintos empleos, de modo que la acumulación de conocimientos permitiría que, en cada uno de ellos, el trabajador sea al menos tan productivo como en el anterior. Por tanto, un funcionamiento correcto de este esquema debería conducir no solamente a tasas de empleo más elevadas, sino también a ritmos más altos de crecimiento de la productividad.

Los resultados alcanzados por el mercado de trabajo danés sugieren que el modelo de «flexiguridad» ha sido exitoso (véase gráfico 4). En particular, las tasas de empleo total, femenino y de los mayores de 55 años se situaron en 2005 en el 75,5%, 71,9% y 59,5%, respectivamente (esto es, 11, 15 y 19 pp por encima de los del conjunto del área del euro), en tanto que las tasas de paro total y, sobre todo, de larga duración son especialmente reducidas. Los indicios de que esta buena salud del mercado de trabajo danés pueda guardar relación con su configuración institucional han llevado a incluir la «flexiguridad» den-

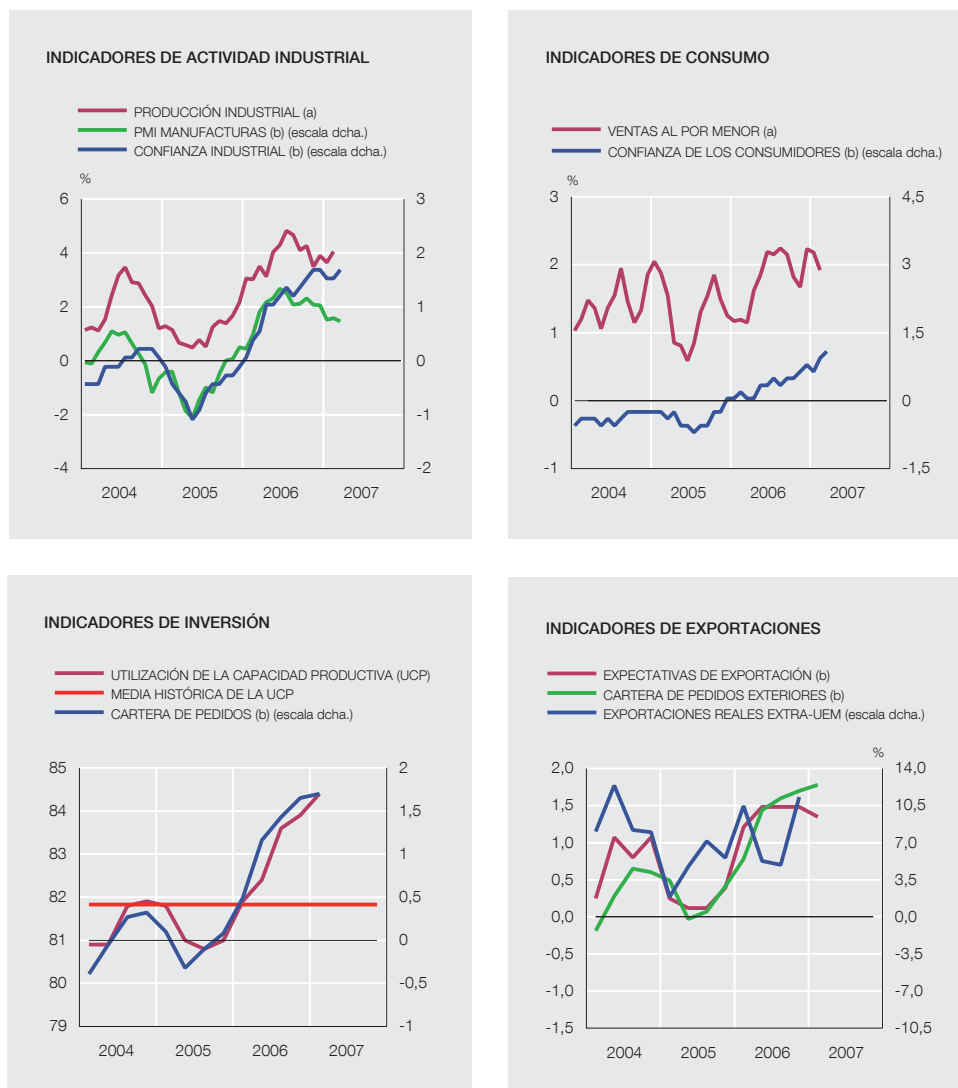
tro del debate de política económica europeo y, en particular, en las evaluaciones de los progresos en el desarrollo de la Agenda de Lisboa. Además, las Directrices para las políticas de empleo aprobadas por el Consejo Europeo en julio de 2005 propugnan «promover la flexibilidad combinada con la seguridad del empleo y reducir la segmentación del mercado de trabajo».

El modelo danés contiene elementos cuya introducción por parte de los países del área del euro merece ser considerada. Sin embargo, ello no significa necesariamente que deba ser replicado en todas sus características. En particular, los sistemas de prestaciones por desempleo y formación continua daneses son costosos para las finanzas públicas, lo que puede exigir una alta presión fiscal. De hecho, una perturbación severa en el conjunto de la economía podría traducirse en una incapacidad para absorber el paro resultante y en un cuantioso aumento del gasto público. Por ello, este modelo puede no ajustarse bien a países con un reducido tamaño del sector público y resultar inadecuado, al menos inicialmente, para países en una situación fiscal desfavorable y con un desempleo alto. Adicionalmente, la experiencia de otros países (España e Irlanda y, fuera del área del euro, el Reino Unido) muestra que es posible la reducción del desempleo a partir de modelos sociales muy diferentes del danés. Finalmente, la hipotética traslación de este modelo al resto de los países europeos puede tropezar con objeciones de los agentes sociales, lo que puede llevar a una aplicación desequilibrada de los distintos componentes del esquema, reduciendo su efectividad.

ción de la cartera de pedidos exteriores y el alto dinamismo de las exportaciones, de acuerdo con los datos de comercio exterior disponibles hasta febrero, anticipan una expansión de las ventas al resto del mundo en el primer trimestre del año.

En definitiva, es previsible que el crecimiento del producto se modere en los primeros meses de 2007, tras el excepcional dinamismo del último trimestre del pasado año —en parte afectado por la reforma fiscal en Alemania—, y que se sitúe en torno al punto medio del intervalo estimado por la Comisión Europea, del 0,4%-0,8%. En los meses siguientes, se espera que la actividad en la zona del euro prolongue su vigor, sustentada en el robusto crecimiento del comercio mundial y en la fortaleza de la demanda interna, impulsada, a su vez, por la creación de empleo y las favorables condiciones para financiar el gasto. Más a medio plazo, una desaceleración más intensa de lo esperado en Estados Unidos y la eventual repetición de las turbulencias sufridas por los mercados financieros y cambiarios internacionales a principios de marzo, en un contexto donde persisten los desequilibrios macrofinancieros globales, continúan dibujándose como riesgos a la baja sobre la actividad en la UEM.

En los primeros meses de 2007 la inflación se mantuvo por debajo de la cota del 2%, situándose en marzo en el 1,9%, el mismo nivel que en diciembre del pasado año, a pesar de la subida del IVA alemán en enero (véase gráfico 11). Esta ha tenido un impacto sobre las partidas menos volátiles del IAPC, pero su efecto sobre la inflación total fue compensado por la desaceleración del componente energético y de los alimentos no elaborados. Como conse-

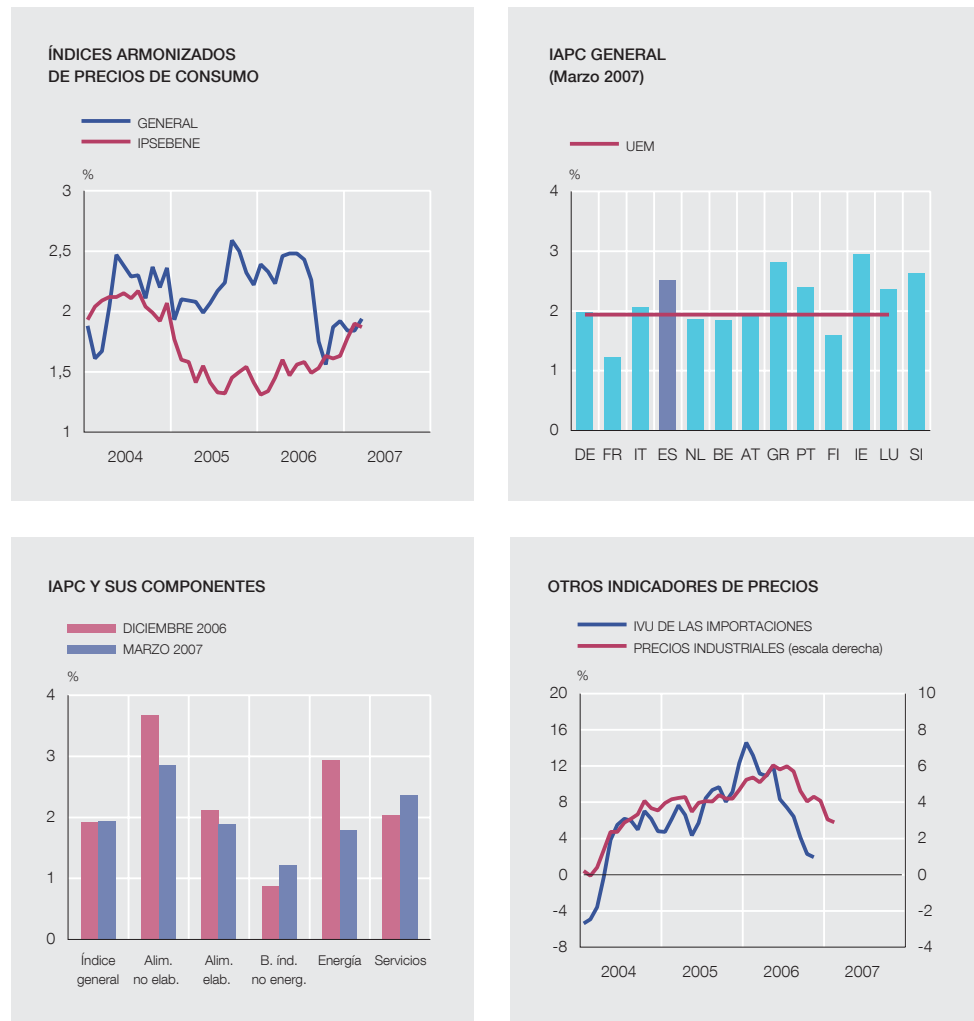


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

cuencia, el IPSEBENE —índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados— mostró un perfil de aceleración desde finales de 2006 y su tasa de variación alcanza ya el 1,9% (frente al 1,6% de diciembre), su valor más alto desde diciembre de 2004. La notable ralentización de los precios energéticos también está detrás de la caída de la tasa de expansión de los precios industriales desde noviembre, si bien los precios de los bienes de consumo duradero y de capital se han acelerado, lo que puede ser un indicio de la aparición de algunos efectos indirectos de los incrementos pasados del precio del crudo.

Aunque las distintas previsiones disponibles, así como los indicadores de expectativas de inflación, apuntan al mantenimiento de la inflación en el corto y medio plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios, los riesgos son al alza. En primer lugar, la reaparición de las tensiones en los mercados de petróleo ha dado lugar a un significativo encarecimiento del crudo y no se pueden descartar subidas adicionales. Pero, sobre todo, existe el riesgo de que se registren incrementos salariales superiores a los previstos, en un contexto de robusto crecimiento económico y mejora continua del mercado de trabajo, que también podría favorecer



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

una mayor traslación del precio del petróleo a otros precios de consumo. La apreciación del tipo de cambio efectivo del euro en la primera parte del año, de mantenerse, tendería a mitigar estos riesgos.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente ascendió en enero de 2007 a 6 mm de euros, frente al saldo negativo de 10,1 mm que se registraba en el mismo mes de 2006. Esta disminución del déficit por cuenta corriente obedeció a la caída del saldo negativo tanto de la balanza de bienes —gracias a un crecimiento interanual de las exportaciones mayor que el de las importaciones— como de la de transferencias. Por otra parte, en enero se produjo una importante entrada neta de capitales en forma de inversiones en cartera, de 39 mm de euros, cuantía muy superior tanto a las salidas netas en concepto de inversión directa como al déficit por cuenta corriente, de modo que, en dicho mes, la balanza básica registró un saldo positivo de 28 mm de euros, en claro contraste con el déficit acumulado de 49,4 mm que se observó en enero de 2006.

En referencia a la política fiscal, las últimas notificaciones de los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera indican que el déficit presupuestario del conjunto del área

% del PIB	2004	2005	2006 (b)	2006 (c)	2007 (d)
Bélgica	0,0	-2,3	-0,3	0,2	0,3
Alemania	-3,7	-3,2	-2,3	-1,7	-1,5
Grecia	-7,9	-5,5	-2,5	-2,6	-2,4
España	-0,2	1,1	1,5	1,8	1,0
Francia	-3,6	-3,0	-2,8	-2,5	-2,5
Irlanda	1,4	1,0	1,2	2,9	1,2
Italia	-3,5	-4,2	-4,7	-4,4	-2,8
Luxemburgo	-1,2	-0,3	-1,0	0,1	-0,9
Holanda	-1,8	-0,3	0,0	0,6	0,2
Austria	-1,2	-1,6	-1,4	-1,1	-0,8
Portugal	-3,3	-6,1	-4,6	-3,9	-3,7
Eslovenia	-2,3	-1,5	-1,6	-1,4	-1,5
Finlandia	2,3	2,7	2,8	3,9	2,8
PRO MEMORIA: UEM (Incluyendo Eslovenia)					
Saldo primario	0,3	0,5	0,9	1,4	
Saldo total	-2,8	-2,5	-2,0	-1,6	-1,4
Deuda pública	69,7	70,5	69,4	69,0	68,0

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. Previsiones de otoño de 2006 de la Comisión Europea.  
 c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2007.  
 d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2006 y principios de 2007.

en 2006 podría ser del 1,6% del PIB, 0,9 pp por debajo del registrado en 2005 (véase cuadro 2). La reducción del déficit de las Administraciones Públicas respondió a unos mayores ingresos de lo esperado y a la fortaleza de la actividad en el área. Esta estimación contrasta con la previsión más pesimista que la Comisión Europea había publicado en su informe de otoño en noviembre del pasado año, que situaba el déficit en el 2% del PIB. Con respecto a la ratio de deuda, de acuerdo con las notificaciones más recientes, esta habría disminuido desde el 70,5% en 2005 hasta el 69% en 2006.

La mejora de los saldos presupuestarios se extendió, en general, a todos los miembros de la UEM. Entre los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, Italia fue el único que mostró un empeoramiento —de dos décimas— de su saldo en 2006, hasta llegar al 4,4%, debido a determinados factores excepcionales. En el resto, Alemania, Grecia y Portugal disminuyeron significativamente su déficit público, de forma que, en el caso de los dos primeros, se situó por debajo de la cota del 3% —en el 1,7% y el 2,6%, respectivamente— y en el caso del último, en el 3,9%. Finalmente, el desequilibrio presupuestario de Francia mejoró en 2006 en 0,5 pp, hasta el 2,5% y, dado que el saldo se situó por debajo del 3% por segundo año consecutivo, el Consejo ECOFIN decidió en enero derogar el correspondiente Procedimiento de Déficit Excesivo.

La Comisión no ha publicado todavía el saldo primario ajustado de ciclo basado en la nueva información procedente de las notificaciones. Estimaciones preliminares anticipan que la orientación de la política fiscal durante 2006 pudo ser neutral o contractiva (véase recuadro 3). De cara a 2007, los Programas de Estabilidad presentados entre diciembre del pasado año y enero de 2007 suponen que el déficit disminuirá hasta el 1,4% del PIB aproximadamente. No

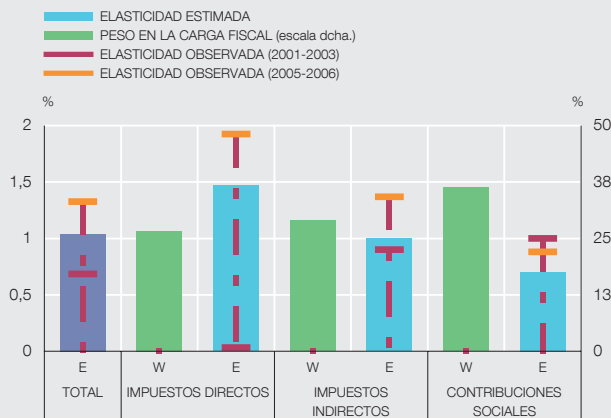
El superávit primario de las Administraciones Públicas del conjunto del área del euro en porcentaje del PIB aumentó en ocho décimas en el último ejercicio. La elevada magnitud de la mejora sugiere inmediatamente la pregunta acerca de las contribuciones respectivas del ciclo económico y de las acciones discrecionales de las autoridades, dadas las importantes implicaciones a la hora de extraer mensajes de política económica que la respuesta comporta. Esta no es, sin embargo, obvia, ya que los métodos para la obtención del componente cíclico de los saldos presupuestarios contienen ciertas dosis de imprecisión. En esencia, estas medidas se basan en el resultado de multiplicar las elasticidades ponderadas de los distintos capítulos de ingresos y gastos frente al *output gap* —como medida de la posición de la economía dentro del ciclo— por el propio *output gap*, existiendo dos características concretas de los procedimientos que pueden dar lugar a imperfecciones en los cálculos.

La primera de estas particularidades es que las elasticidades presupuestarias frente al *output gap* se estiman a partir de los datos históricos, siendo consideradas constantes para toda la muestra. Sin embargo, las elasticidades observadas, lejos de ser fijas, experimen-

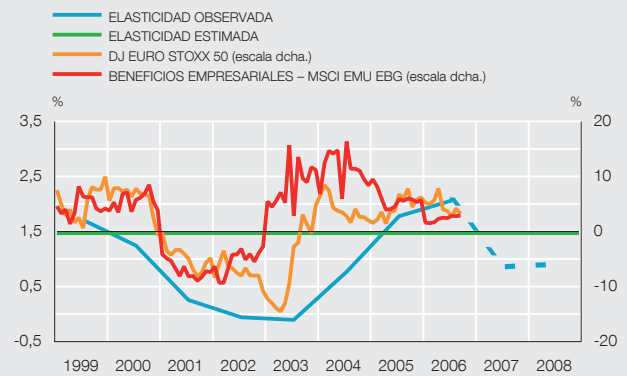
tan fluctuaciones de notable intensidad. Así, la elasticidad agregada del conjunto de ingresos (cuyo valor estimado es aproximadamente igual a la unidad) se situó, en la práctica, por término medio en torno a 0,7 en el período 2001-2003 y a 1,3 entre 2005 y 2006 (véase gráfico 1). Por categorías de ingresos, las oscilaciones más intensas corresponden a los impuestos directos, cuyas elasticidades observadas en cada una de esas dos etapas fueron, respectivamente, de 0 y 1,9, de modo que este componente explica una proporción muy elevada de los cambios en la elasticidad total. Esta elasticidad observada presenta una correlación muy elevada con el propio ciclo económico, medido por los cambios en el *output gap*. Por consiguiente, el ajuste cíclico realizado por estos procedimientos puede ser incompleto, por lo que el tamaño del componente cíclico del saldo presupuestario puede estar, en el valor absoluto, infraestimado. Por ello, en las fases de expansión de la actividad, la valoración de la posición subyacente de las finanzas públicas, basada en los cálculos habituales, puede ser más favorable que la real, ocurriendo lo contrario en las etapas de menor dinamismo económico.

Para la comprensión de las causas que subyacen a las oscilaciones cíclicas de las elasticidades estimadas resulta útil tener en

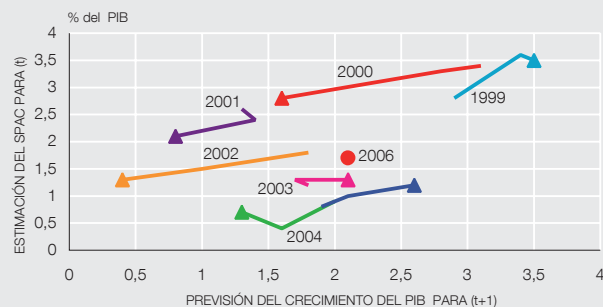
1 ELASTICIDADES IMPOSITIVAS RESPECTO AL PIB EN EL ÁREA DEL EURO



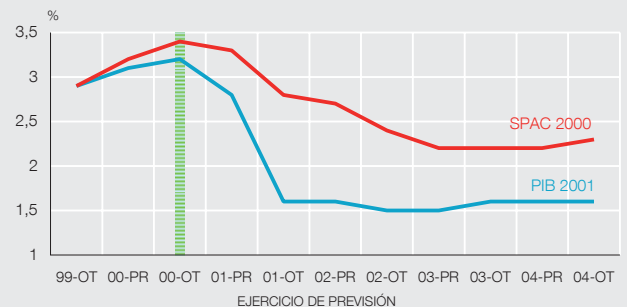
2 ELASTICIDADES DE LOS IMPUESTOS DIRECTOS Y LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES RESPECTO AL PIB



3 REVISIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL SPAC (a)



4 EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL SPAC PARA 2000 Y EL PIB PARA 2001 (b)



FUENTES: Thomson Financial Datastream y ejercicios de previsión de primavera y otoño de la CE (Varios números).

- a. Para cada año t se representan tres ejercicios de previsión: los de otoño de t, primavera de t+1 y otoño de t+1. La orientación de las flechas indica el sentido de las revisiones.
- b. PR y OT denotan, respectivamente, los ejercicios de previsión de primavera y otoño. La línea discontinua centrada en la previsión de otoño de 2000 señala el punto a partir del cual las revisiones del SPAC 2000 no se pueden explicar por la inclusión de medidas discrecionales.

cuenta que estas se calculan, en realidad, como el producto de las elasticidades de los distintos capítulos presupuestarios con respecto a sus bases y de las propias bases frente al *output gap*. El gráfico 2 ilustra dos posibles causas que explicarían las fluctuaciones cíclicas de la elasticidad estimada para el conjunto de impuestos directos. En primer lugar, en el cálculo de la elasticidad de los impuestos sobre la renta de las familias y de sociedades, las bases se aproximan, respectivamente, por las rentas salariales y el excedente bruto de explotación, sin tener en cuenta otros componentes de las mismas, como las ganancias de capital sobre los activos reales y financieros. Puesto que los precios de la vivienda y las cotizaciones bursátiles tienen un comportamiento cíclico (tal y como se ilustra en el gráfico para el segundo de estos dos casos), la elasticidad estimada tiende a infraestimar el componente cíclico de los impuestos directos que recaen sobre familias y empresas. En segundo lugar, los beneficios de las empresas del área del euro (base del impuesto sobre sociedades) experimentaron tasas negativas de crecimiento en los años 2001 y 2002, por lo que es muy probable que, en comparación con otras etapas, una proporción más elevada de empresas registrara pérdidas en este período. Dada la posibilidad de deducir de la base las pérdidas de ejercicios pasados, es posible que, en los años inmediatamente posteriores, la recaudación aumentara menos que proporcionalmente en relación con los beneficios.

La segunda particularidad está relacionada con el hecho de que, en la obtención del *output gap*, es preciso calcular el nivel del producto potencial, en cuyo cómputo intervienen medias móviles de la evolución efectiva del PIB, en las que la falta de observaciones futuras es suplida por la introducción de previsiones. Este hecho condiciona la posición cíclica estimada en los últimos años de la muestra, pues una revisión a la baja del crecimiento previsto resulta en un nivel inferior del producto potencial estimado para los períodos inmediatamente anteriores ya transcurridos y, en consecuencia, en un *output gap* y un componente cíclico del saldo presupuestario mayores y, para un saldo observado dado, un SPAC menor. En el gráfico 3 se representan, para cada ejercicio desde el inicio de la Unión Monetaria, las estimaciones del SPAC realizadas por la Comisión Europea en el otoño del año corriente y en la primavera y el otoño del siguiente, así como las previsiones de crecimiento del PIB en este último período efectuadas en cada uno de esos tres mo-

mentos del tiempo. Como se puede observar, durante el período 2000-2004 (con la excepción del año 2003), las revisiones a la baja sucesivas de las perspectivas de evolución del PIB a corto plazo condujeron a una revisión del mismo signo de la estimación del SPAC. Es importante destacar que los cambios en los SPAC calculados, que se muestran en el gráfico, no están motivados por la adopción de medidas discrecionales, ya que, para cada año, la primera de esas tres evaluaciones está realizada en octubre o noviembre, esto es, cuando prácticamente se encontraba ya cerrado el ejercicio presupuestario. En particular, la revisión del SPAC al cabo de un año supuso más de medio punto porcentual en los años 2000 y 2002.

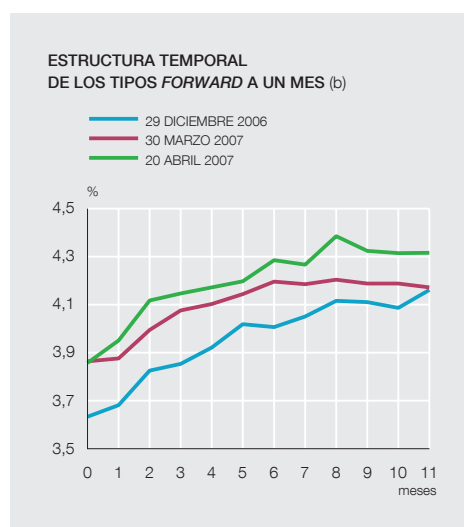
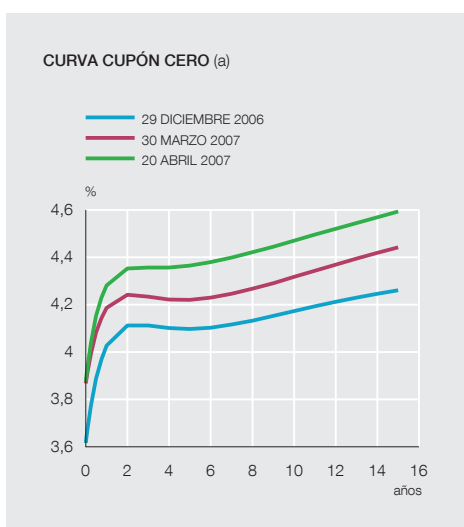
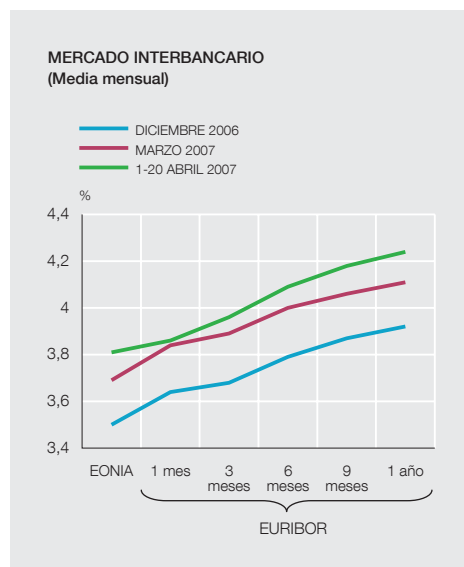
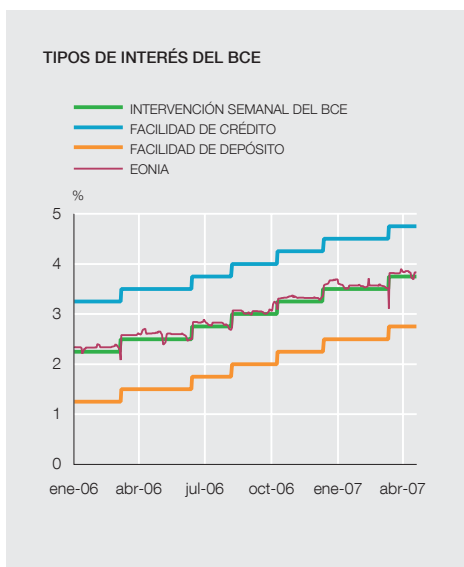
La combinación de estas dos características proporciona una explicación plausible del episodio de empeoramiento de las cuentas públicas del área del euro en el período 2001-2003. Por un lado, el año 2000 fue de elevado dinamismo económico y, por tanto, de elasticidad observada de los ingresos por impuestos directos también relativamente alta, por lo que el SPAC tendía a estar sobreestimado. En este contexto, varios gobiernos del área pusieron en práctica rebajas de impuestos, a lo que probablemente contribuyó el que interpretaran que la situación subyacente de las finanzas públicas era lo suficientemente sólida como para permitir la adopción de tales medidas. Sin embargo, a partir de 2001 sobrevino una desaceleración del PIB intensa e inesperada —y, además, prolongada—, lo que, dado el método de cálculo de los *output gaps*, provocó sucesivas revisiones a la baja del SPAC del año 2000, de modo que la estimación actual de esta variable arroja una cifra inferior en 1,1 pp a la disponible en el otoño de aquel ejercicio (véase gráfico 4).

En todo caso, la experiencia del año 2000 resulta, en la situación actual, particularmente valiosa desde un punto de vista de política económica, pues existe el riesgo de que se interprete que la parte de la mejora del saldo primario observada en 2006 que resulta atribuible a factores discrecionales sea mayor que la que verdaderamente tuvo lugar y que ello conduzca a una relajación de los esfuerzos de corrección de los desequilibrios. Las consecuencias de esta interpretación errónea serían más graves cuando cambien las favorables condiciones cíclicas actuales, por lo que es deseable que las autoridades actúen con prudencia en el diseño de la política fiscal para el próximo año.

obstante, cabe señalar que, dado que la reducción del déficit en 2006 fue más acentuada que lo previsto en estos programas y que para 2007 las perspectivas sobre el crecimiento son también favorables, se podría esperar que la mejora en este año fuera más ambiciosa.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

A lo largo de los tres primeros meses de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE decidió un nuevo incremento de 25 pb de los tipos de interés oficiales en la reunión de marzo, tras identificar la existencia de riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo, relacionados, principalmente, con la posibilidad —en el contexto actual de fuerte crecimiento de la actividad y el empleo— de unos incrementos salariales superiores a los inicialmente previstos.



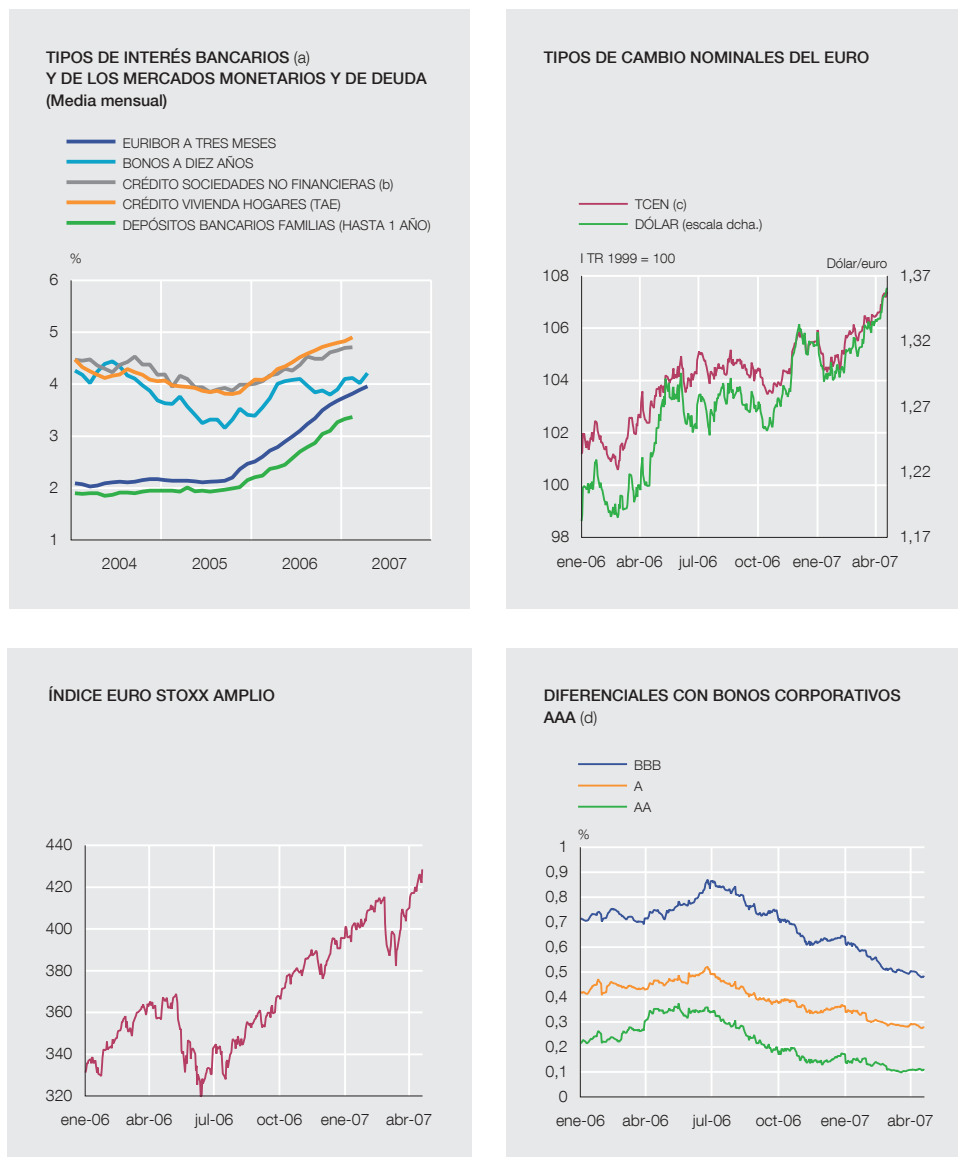
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En su reunión de abril, el BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés, pero confirmó la existencia de los mismos riesgos y aseguró que realizaría un seguimiento muy atento de la evolución económica y monetaria, con el objetivo de evitar que tales riesgos lleguen a materializarse. Como resultado de estas decisiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 3,75%, y los de las facilidades marginales de depósito y crédito en el 2,75% y en el 4,75%, respectivamente (véase gráfico 12). A pesar del carácter algo más restrictivo de la política monetaria, su tono sigue teniendo un sesgo acomodante.

La evolución de las variables financieras en el primer trimestre de 2007 supuso una prolongación de la tendencia observada a finales del pasado año, si bien en el mes de marzo se vio interrumpida temporalmente por el episodio de turbulencias que afectó a los mercados mundiales. Este episodio evidenció el escaso nivel de aversión al riesgo que parece predominar entre los inversores, lo que plantea la posibilidad de que estas turbulencias puedan repetirse en el futuro.

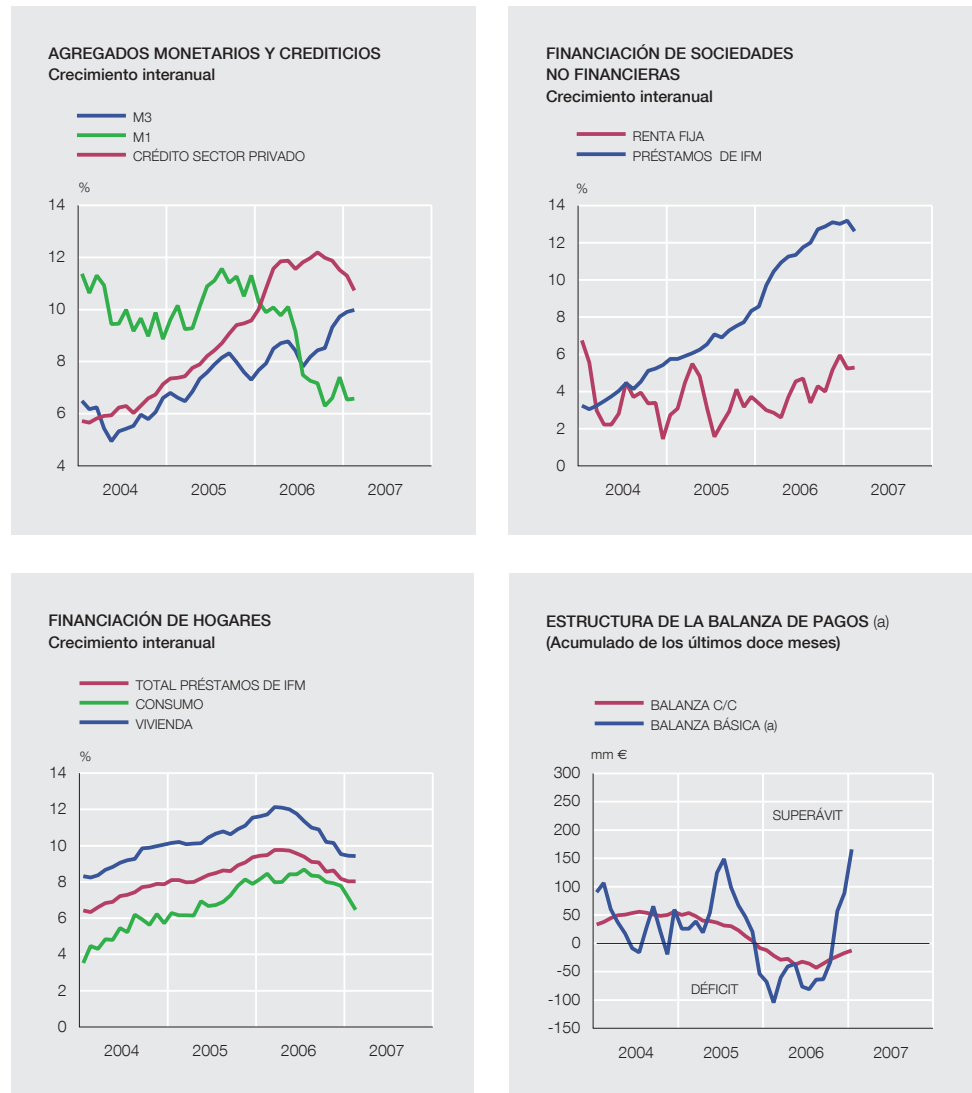




FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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.

La curva de tipos en el mercado interbancario fue experimentando, a lo largo de los tres primeros meses del año, un gradual desplazamiento hacia niveles más altos, en consonancia con las expectativas de aumentos de los tipos oficiales. En los mercados de deuda pública, las rentabilidades a largo plazo se sitúan en la actualidad en niveles ligeramente superiores a los que mantuvieron, con ciertas oscilaciones, en los primeros dos meses del año, al haberse recuperado de la caída registrada en la primera mitad del mes de marzo. Aunque con una evolución muy similar, el mayor descenso de los tipos de los bonos en Estados Unidos dio lugar a una reducción del diferencial en abril, hasta los 50 pb. La subida de los tipos oficiales también ha continuado impulsando al alza los tipos aplicados por las entidades de créditos en los préstamos y en los depósitos (véase gráfico 13).



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

En los primeros tres meses del año, el tipo de cambio efectivo nominal medio del euro se mantuvo en línea con su valor de diciembre, dado que la apreciación de la moneda europea en los meses de febrero y marzo permitió compensar la depreciación registrada en enero, lo que refleja, fundamentalmente, la evolución del euro frente al dólar y la libra esterlina. No obstante, en las primeras semanas del mes de abril, el euro ha intensificado su tendencia apreciatoria, con una revalorización —en relación con la media del mes anterior— de casi un 1% en términos efectivos nominales y próxima al 2% con respecto al dólar.

Por lo que respecta a los mercados de renta variable, las buenas perspectivas para los beneficios empresariales —en un contexto de solidez del crecimiento económico— permitieron que los índices bursátiles continuaran con la senda alcista de los últimos meses del año 2006. Sin embargo, arrastrados por las bolsas mundiales, los mercados europeos registraron importantes pérdidas desde finales de febrero hasta mediados de marzo, si bien desde entonces han retomado la tendencia alcista. Así, la ganancia acumulada del índice EURO STOXX en el primer trimestre de 2007 fue del 3,4%, mientras que en lo que va de abril se ha revalorizado

casi un 5% adicional. No obstante, estas ganancias se han registrado en un entorno de mayor volatilidad y, según algunos analistas, de elevada asunción de riesgos. En todo caso, los diferenciales de los bonos corporativos han registrado una caída gradual en lo que va de año, que no se vio afectada por las turbulencias.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios, M3 se expandió en febrero al 10%, lo que supuso la prolongación de la senda alcista que viene registrando este agregado desde mediados del pasado año (véase gráfico 14). Esta fuerte expansión monetaria refleja el nivel todavía moderado de los tipos de interés y el fortalecimiento de la actividad económica en el área del euro. La ligera aceleración de M3 en febrero se extendió también a M1, debido al mayor crecimiento de los depósitos, aunque este agregado mantuvo estable su ritmo de avance con respecto a la media del último trimestre de 2006.

Por el contrario, el crédito al sector privado, así como su componente principal, los préstamos, registraron en febrero sendas caídas de su ritmo de expansión, por quinto mes consecutivo (en el segundo caso, hasta el 10,3%, desde el 10,8% del pasado diciembre). Por agentes, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguieron mostrándose muy dinámicos y tan solo en febrero se desaceleraron, hasta registrar un crecimiento del 12,6%. Según la Encuesta de Préstamos Bancarios correspondiente al cuarto trimestre de 2006, este dinamismo obedeció a las elevadas necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo y existencias y al capital circulante, así como, nuevamente, a las operaciones de fusiones y adquisiciones. Por otro lado, en los primeros meses de 2007, los préstamos concedidos a los hogares continuaron el proceso de ralentización iniciado en el segundo trimestre del pasado año, gracias a la notable desaceleración de los de consumo —contrarrestada, parcialmente, por la aceleración de los destinados a otros fines— y, en menor medida, de los préstamos concedidos para la adquisición de vivienda, que, no obstante, todavía crecen a ritmos muy elevados (9,4% en febrero). En último lugar, la evolución del crédito al sector privado por países continuó siendo muy heterogénea. En todo caso, la moderación del crecimiento del crédito al sector privado es una característica compartida por los principales países del área, excepto Italia.

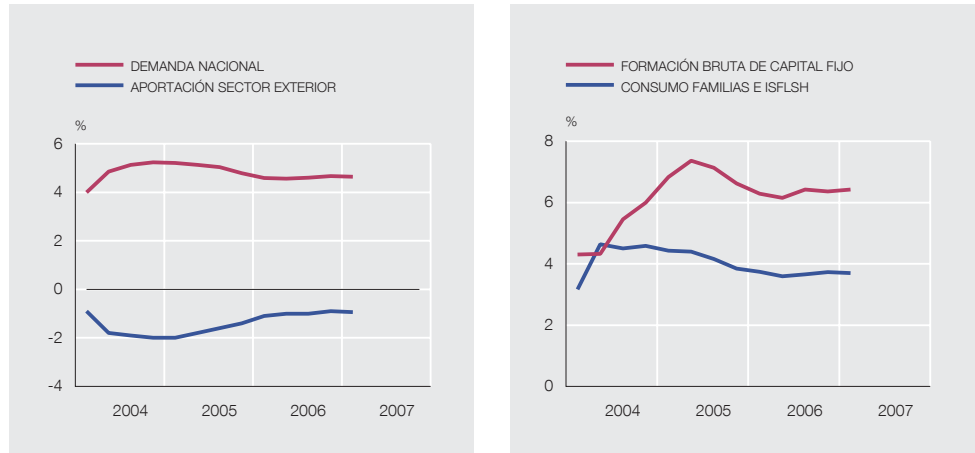
## 4 La economía española

Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2006 ascendió al 4%, dos décimas más que en el trimestre anterior, como consecuencia de la aceleración en una décima de la demanda nacional, hasta alcanzar una tasa del 4,7%, y de la mejora en la misma cuantía de la aportación de la demanda exterior neta, que se situó en -0,9 pp. En términos de la tasa intertrimestral, la expansión del producto fue del 1,2%, la más alta del año. La información disponible apunta a que el ritmo de crecimiento del producto se mantendría en el 4% en el primer trimestre de 2007 —lo que supone un 1% en términos intertrimestrales—, como consecuencia de la estabilidad tanto de la demanda nacional como de la aportación del sector exterior (véase gráfico 15). La evolución de la demanda nacional en este trimestre se habría sustentado, al igual que en el período anterior, en el dinamismo de la inversión en equipo y en la fortaleza del consumo privado, al tiempo que se estima que la inversión en construcción se ha moderado ligeramente. Para este período se proyecta también una desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios en comparación con las tasas observadas a finales de 2006, con lo que la aportación de la demanda exterior neta se mantendría sin cambios.

Desde la óptica del valor añadido, la estabilidad en el ritmo de expansión del producto en los primeros meses del año 2007 se reflejaría, en líneas generales, en todas las ramas de actividad, destacando la consolidación de la recuperación de la rama industrial. En cuanto al empleo, se estima que el número de ocupados ha continuado creciendo a tasas elevadas, en torno al 3%, en el primer trimestre de 2007, de forma que no se habrían producido avances adicionales en la evolución de la productividad aparente del trabajo. Se prevé que los costes laborales unitarios se hayan desacelerado ligeramente como consecuencia de la moderación en la remuneración por asalariado, que refleja un impacto reducido de la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2006, gracias a la menor tasa de inflación con que acabó dicho ejercicio. Por su parte, en los primeros meses del año continuó la desaceleración de la inflación, aunque con menor intensidad que en el trimestre precedente. El IPC redujo su tasa de crecimiento interanual en dos décimas, hasta alcanzar el 2,5% en marzo, debido a la caída de los precios energéticos respecto a los registrados hace un año, mientras que la inflación subyacente se situó en marzo en el mismo nivel que en diciembre de 2006 (2,5%).

### 4.1 Demanda

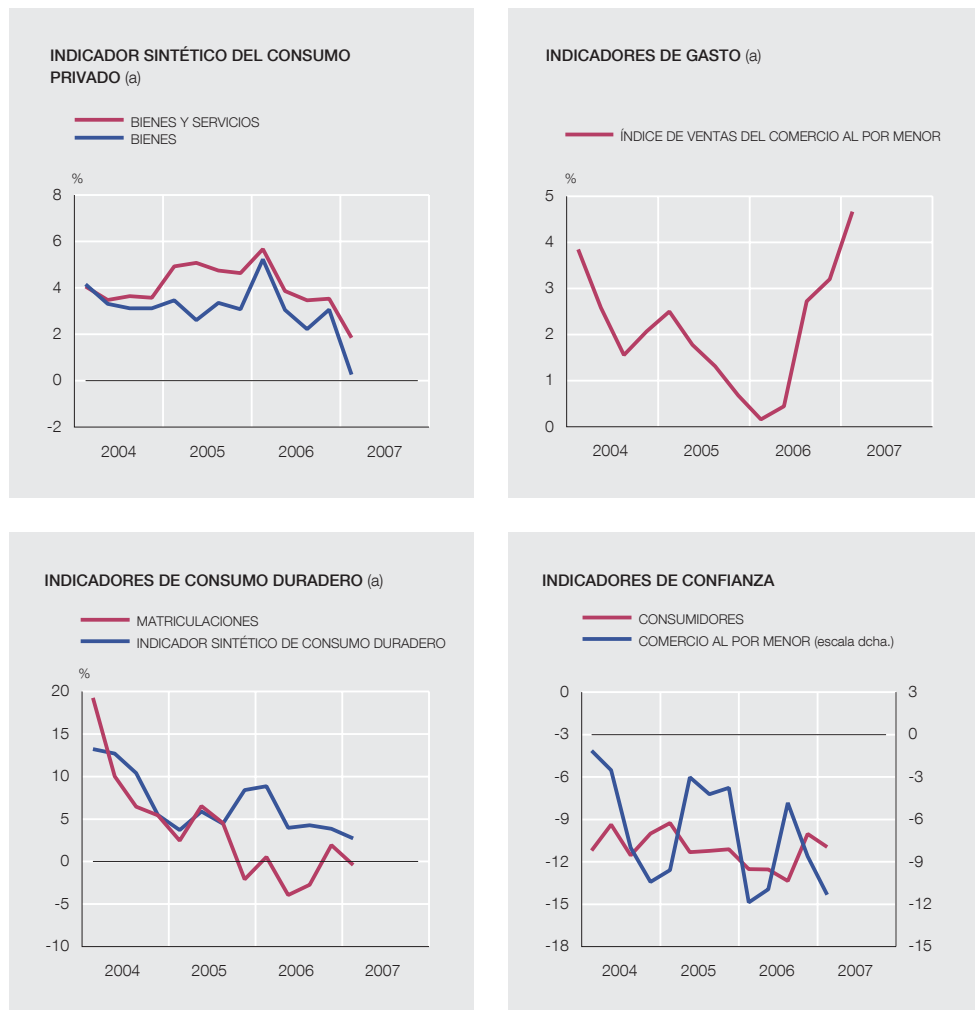
En el cuarto trimestre de 2006, el gasto en consumo final de los hogares mantuvo su tasa de crecimiento en el 3,7% interanual, prolongándose la senda de relativa fortaleza observada durante casi todo el año. La información coyuntural más reciente indica que en el primer trimestre de 2007 el consumo privado podría haber crecido a una tasa similar. El indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios presenta un perfil en los primeros meses de 2007 distorsionado, ya que está afectado por un efecto de base, ligado al volumen extraordinario de importaciones registrado a comienzos de 2006; no obstante, su evolución tendencial apunta hacia una estabilización. En la misma dirección señalan los datos de ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria correspondientes a enero y febrero, con una suave aceleración de los servicios destinados al consumo, y el índice de comercio al por menor, que mostró un significativo aumento en el mismo período. Asimismo, la confianza de los consumidores se mantuvo prácticamente estable en el primer trimestre de 2007, tras la mejora registrada a finales del año anterior. Por su parte, las matriculaciones de automóviles descendieron en los tres primeros meses del año (véase gráfico 16).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

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

Según los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales referidos al cuarto trimestre de 2006, el consumo privado creció en 2006 por encima de su renta disponible, de forma que la tasa de ahorro se redujo de nuevo, hasta situarse en el 10,1%. Para el año en curso, se espera una aceleración de la renta real disponible de los hogares, basada en la moderación de la inflación y en los menores pagos impositivos —como consecuencia de la reforma del IRPF que entró en vigor a principios del año—, que compensarían la detracción que ejercerían los pagos netos por intereses. No obstante, es previsible que en 2007 el consumo no crezca en la misma proporción que la renta y que se recupere la tasa de ahorro, en un contexto de aumentos de los tipos de interés. Por su parte, la riqueza de las familias ha continuado desacelerándose, con un menor empuje de las cotizaciones bursátiles y con una tasa de crecimiento más modesta de la riqueza inmobiliaria, dada la moderación experimentada por el precio de la vivienda, que aumentó a una tasa interanual del 7,2% en el primer trimestre de 2007, frente al 9% del cuarto trimestre de 2006.

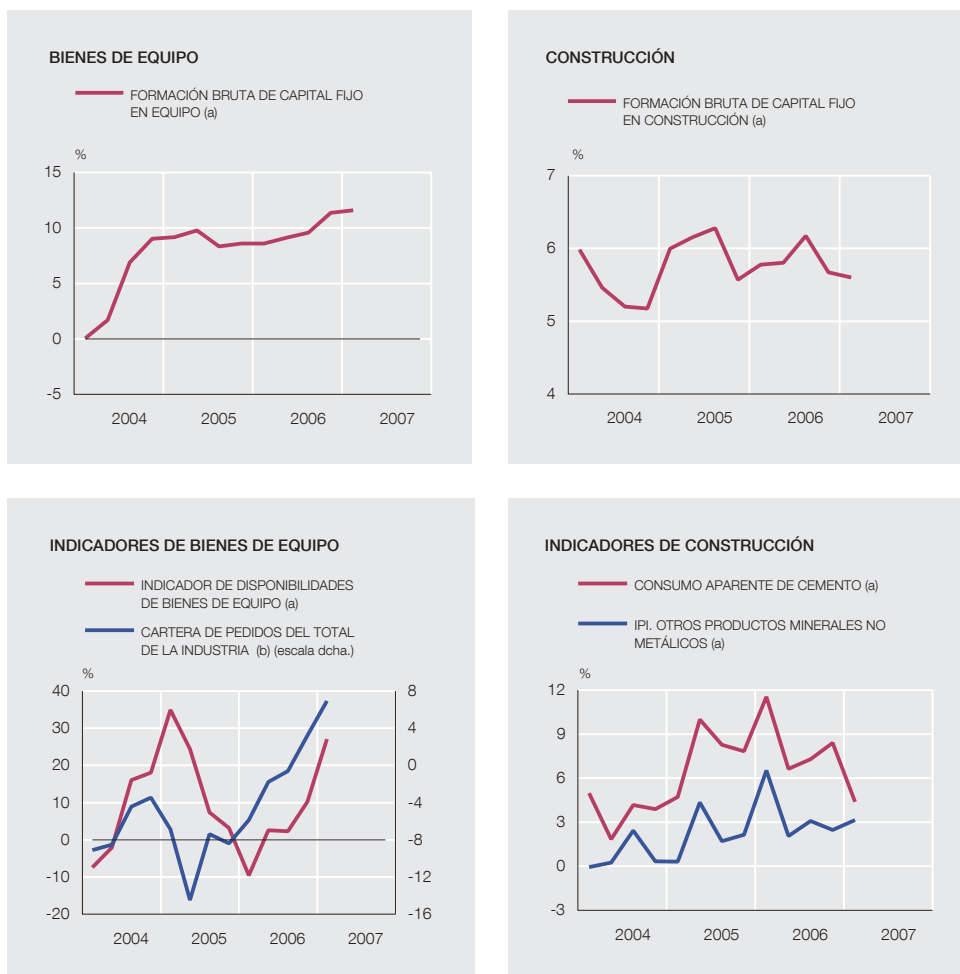
El consumo final de las Administraciones Públicas repuntó siete décimas en el cuarto trimestre de 2006, hasta alcanzar un incremento del 4,9%. Para el primer trimestre de 2007 se prevé una desaceleración de este componente, que se basaría en un menor aumento tanto de la remuneración de asalariados como de las compras netas de bienes y servicios.

La formación bruta de capital fijo mantuvo en el cuarto trimestre de 2006 el notable ritmo de avance registrado el período anterior, un 6,4% interanual. Esta evolución fue el resultado de una aceleración en 1,8 pp de la inversión en bienes de equipo, hasta el 11,4%, y de una menor expansión de la inversión en construcción y en otros productos, que registraron tasas de variación del 5,7% y 1,7%, respectivamente. La información disponible para el primer trimestre apunta hacia un mantenimiento de la fortaleza de la inversión en capital fijo, con un crecimiento por componentes relativamente similar al registrado a finales de 2006.

En efecto, los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo muestran una continuidad del dinamismo de este componente. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos para el primer trimestre de 2007, mantiene un notable ritmo de crecimiento, basado en el vigor de la producción interior de este tipo de bienes. Además, el indicador de confianza del conjunto de la industria registró una mejora en el primer trimestre, acompañada por una positiva evolución de la cartera de pedidos, en concreto, la relativa a la industria de bienes de equipo (véase gráfico 17).

La evolución reciente de la inversión en equipo se sustenta en el dinamismo de la actividad empresarial, favorecida por la fortaleza de la demanda interna y por la recuperación de las exportaciones, que ha contrarrestado el efecto negativo del endurecimiento de las condiciones de financiación. Asimismo, según los datos de las cuentas no financieras trimestrales de los sectores institucionales correspondientes al cuarto trimestre de 2006, los resultados económicos de las sociedades no financieras tuvieron un comportamiento bastante favorable en ese año, con una aceleración del excedente bruto de explotación hasta el 7,5%. No obstante, también se produjo un incremento significativo de la carga financiera y de la ratio de endeudamiento, que se reflejó en un empeoramiento del indicador de presión financiera sobre la inversión en el año 2006.

La inversión en construcción aumentó un 5,7% en el cuarto trimestre de 2006, por debajo del ritmo de crecimiento del trimestre anterior. La información coyuntural disponible apunta a una ligera moderación en el primer trimestre de 2007. La producción de materiales para la construcción mostró en el conjunto de enero y febrero una tasa de expansión similar a la de los meses finales de 2006, mientras que el consumo aparente de cemento registró en ese

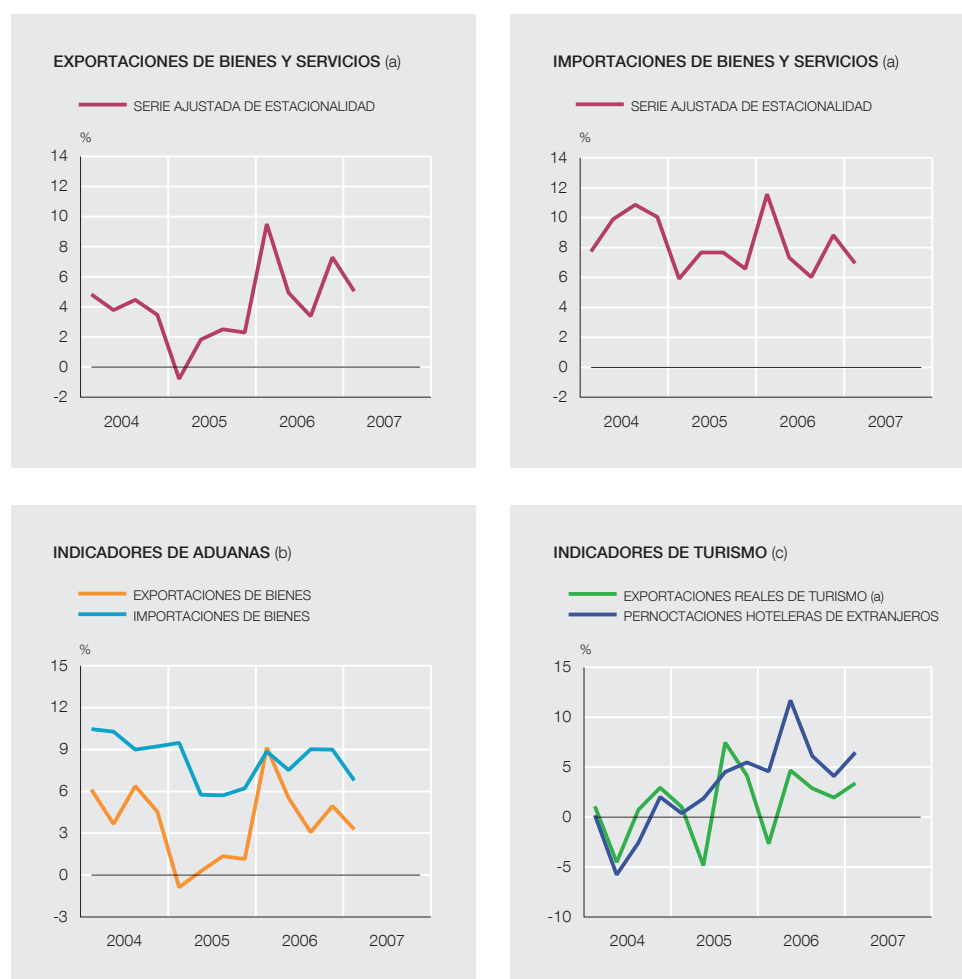


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

período una suave desaceleración (véase gráfico 17). El ritmo de avance de los afiliados a la Seguridad Social del sector se redujo ligeramente en el primer trimestre del año, si bien presentó una magnitud elevada, y el paro registrado cayó a una tasa parecida a la del período anterior. Por último, la confianza de las empresas constructoras se moderó en los primeros meses del año, como consecuencia de un descenso en la demanda esperada para los próximos meses.

Diferenciando por tipo de obra, la vivienda aumentó un 5% en el cuarto trimestre de 2006, claramente por debajo de los trimestres precedentes, mientras que las otras construcciones repuntaron hasta el 6,4%. Según la estadística de visados de obra nueva del Ministerio de Fomento, periodificada de acuerdo con un calendario estimado de ejecución de obra, en el primer trimestre de 2007 todavía se podrían observar ritmos de crecimiento de la construcción residencial en línea con el último trimestre de 2006, aunque existe incertidumbre sobre el ritmo al que pueden ejecutarse los proyectos visados en 2006, que se incrementaron significativamente antes de la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación. Respecto a la edificación no residencial y la obra civil, la información coyuntural, aunque escasa e incierta, señala para los tres primeros meses de 2007 un mantenimiento del vigor del período precedente. En concreto, los datos de licitación oficial apuntan a una cierta estabilidad del creci-



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.

miento de este tipo de obra, coherente con la finalización de algunos proyectos de inversión pública antes de las elecciones del próximo mes de mayo.

Según los últimos datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2006 la demanda exterior neta mejoró una décima su contribución al crecimiento del PIB, hasta situarse en  $-0,9$  pp, prolongando el perfil de corrección que ha mantenido desde mediados de 2005. Esta ligera recuperación de la demanda exterior neta se debió a una recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, hasta una tasa interanual del 7,3%, y a una aceleración de las importaciones totales, hasta el 8,8%. En el conjunto de 2006 el sector exterior detrajo un punto al crecimiento del producto —siete décimas menos que en el ejercicio previo—, en un año en el que ganaron dinamismo los flujos comerciales con el exterior, reflejando una importante recuperación de las exportaciones de bienes y servicios (hasta el 6,2%), que vino acompañada, a su vez, de un repunte de las importaciones (hasta el 8,4%). La información, aún incompleta, correspondiente al primer trimestre de 2007, apunta hacia una suave desaceleración tanto de las ventas al exterior como de las compras, de forma que la aportación de la demanda exterior neta se habría mantenido estable (véase gráfico 18).



En el cuarto trimestre de 2006 las exportaciones reales de bienes incrementaron su ritmo de avance interanual hasta el 5,7%, desde el 3,4% del trimestre previo, aunque sin llegar a alcanzar las tasas de principios de ejercicio. La información más reciente de Aduanas muestra un menor crecimiento de las exportaciones reales en los dos primeros meses del año, con una tasa de variación del 3,8%, frente al 4,7% del último trimestre de 2006. Por áreas geográficas, las ventas reales de bienes a la zona del euro crecieron un 3,5% en el período enero-febrero, cifra ligeramente inferior a la observada a finales de 2006, cuando aumentaron un 4%. Las ventas reales extracomunitarias fueron más pujantes en los dos primeros meses del año, con un ritmo de expansión del 7,5%, similar al del cuarto trimestre de 2006. Por tipos de bienes, en el período enero-febrero, los componentes más dinámicos fueron las ventas de alimentos y de bienes intermedios no energéticos, con unas tasas de crecimiento real del 8,2% y 6,8%, respectivamente.

De acuerdo con la CNTR, en el cuarto trimestre de 2006 las exportaciones reales de servicios turísticos crecieron un 2% en tasa interanual, con lo que se prolongó el perfil de ligera ralentización iniciado a partir del segundo trimestre. Los últimos datos disponibles han apuntado cierta mejora. Así, en el primer trimestre, las pernoctaciones hoteleras de extranjeros elevaron su avance hasta el 6,2% —frente al 2,8% con el que cerraron el año 2006—, mientras que el número de turistas extranjeros se incrementó un 5,3%, por encima del 2,5% del trimestre previo. Los indicadores nominales de gasto turístico también han mostrado una señal más positiva en los dos primeros meses del año, con un avance del 3,6% del gasto total de los turistas, que vino acompañado, no obstante, de un descenso del 0,6% en el gasto medio por turista. Atendiendo a la procedencia de los turistas, en el primer trimestre se produjo un descenso del mercado británico (-1,9%) que se contrarrestó con la evolución positiva de los turistas procedentes de Alemania y Francia (6,1% y 8,2%, respectivamente), al tiempo que el resto del turismo de origen europeo reflejaba, en general, un tono expansivo.

Por otra parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos repuntaron en el cuarto trimestre de 2006, hasta el 21,2%, según los datos de la CNTR, truncando el perfil de ralentización que mostraron en los trimestres centrales del año. En el conjunto de 2006 crecieron un 13,7%, duplicando prácticamente el avance registrado en el ejercicio anterior, gracias al dinamismo de algunas de sus principales partidas, como el transporte de mercancías y de viajeros o los servicios prestados a las empresas. Asimismo, otras rúbricas de menor entidad, como los servicios de construcción, financieros, servicios audiovisuales y royalties, mostraron crecimientos muy abultados.

De acuerdo con la CNTR, las importaciones reales de bienes se aceleraron en el trimestre final de 2006, hasta situar su tasa interanual en el 8,6%, desde el 7% del trimestre anterior. La información de Aduanas disponible para enero y febrero muestra una moderación en las tasas de crecimiento, hasta el 8%. Por productos destaca el dinamismo de las compras exteriores de bienes de equipo (23%, en términos reales), que, en parte, está afectado por una compra extraordinaria de material naval. En este período, continuó la fortaleza de las importaciones reales de bienes intermedios no energéticos (13,3%), por el vigor que mostraron los productos intermedios dirigidos a la industria metalúrgica, de medios de transporte, eléctrica y química. Por el contrario, las importaciones de bienes de consumo retrocedieron en los dos primeros meses del año (-3,3%, en términos reales), acusando un efecto de base, pues en los primeros meses de 2006 se registraron unos volúmenes de importaciones de estos bienes —sobre todo, textiles— anormalmente elevados.

Por último, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios retomaron un comportamiento muy positivo en el último trimestre de 2006, situando su tasa de crecimiento in-

teranual en el 9,8%. Este resultado fue consecuencia del impulso de las importaciones de servicios no turísticos (10,4%), en especial las relativas a servicios prestados a las empresas y al transporte, así como de las importaciones de servicios turísticos, que crecieron un 7,3%, probablemente impulsadas por la fortaleza que adquirió el euro en este período.

## 4.2 Producción y empleo

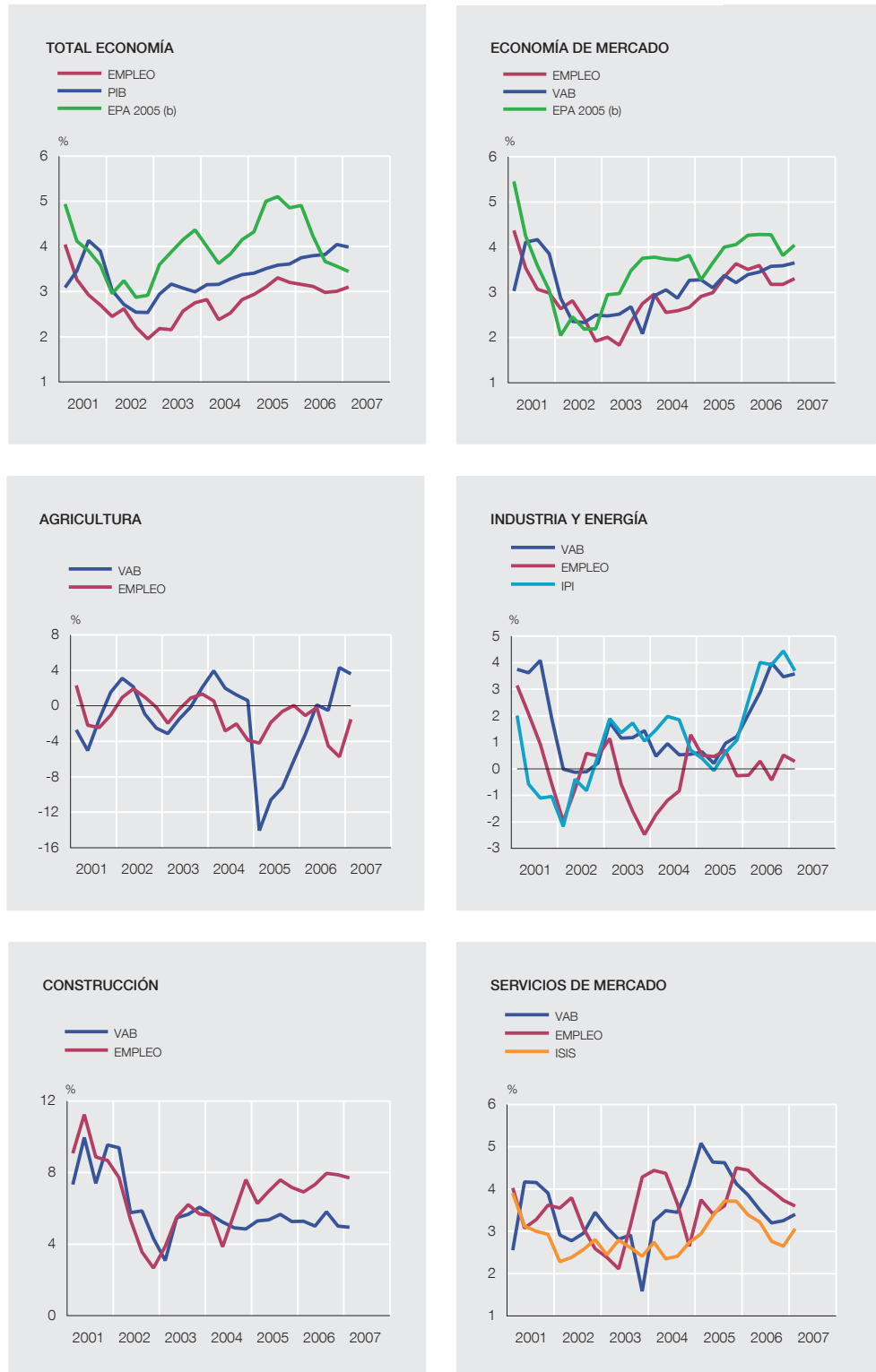
La economía de mercado finalizó el año 2006 con un dinamismo similar al mostrado en el tercer trimestre, de forma que el crecimiento de su valor añadido bruto se mantuvo estable en el 3,6%, según la CNTR. Por ramas productivas, destacó la fortaleza del sector manufacturero y la recuperación de las ramas agraria y pesquera, mientras que la actividad en la construcción redujo su ritmo de expansión. Los indicadores disponibles para el primer trimestre sugieren una continuidad en estas pautas, con lo que el valor añadido podría registrar una tasa de variación anual similar a la del período precedente (véase gráfico 19).

La actividad agraria y pesquera experimentó un incremento apreciable a finales de 2006, tras varios trimestres de crecimiento prácticamente nulo o negativo. Así, según la CNTR, el VAB de esta rama creció un 4,3%, frente a la contracción de 0,5 pp del tercer trimestre. Esta recuperación se debió a unas condiciones climatológicas favorables que impulsaron la producción vegetal. Por el contrario, la producción animal registró una contracción en el conjunto de 2006, tras la recuperación que había registrado en 2005. Las perspectivas para el año 2007 apuntan a una suave desaceleración, en la medida en que el régimen de precipitaciones observado durante el invierno no ha sido abundante, aunque el resultado final dependerá del comportamiento de las lluvias en primavera.

Las ramas energética e industrial registraron una desaceleración en el cuarto trimestre de 2006, con un crecimiento, según la CNTR, del 3,5%, frente al 4% observado tres meses antes. No obstante, esa pérdida de tono vino provocada por la actividad de la rama energética, la cual, ante el menor consumo de energía inducido por las moderadas temperaturas de noviembre y diciembre, se contrajo un 2,1%. Por el contrario, la actividad industrial siguió acelerándose, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 4,4%, 0,4 pp más que en el tercer trimestre del año, gracias al impulso de la demanda de consumos intermedios de la rama de servicios de mercado, las exportaciones y la inversión en bienes de equipo. Según la información disponible, en el primer trimestre de 2007 se mantuvo este vigor de la industria. Así, el componente no energético del índice de producción industrial (IPI) creció a un ritmo interanual del 5,7% en el período enero-febrero —en términos corregidos de calendario— y los índices de cifras de negocios mantuvieron un elevado dinamismo en ese mismo período. Los indicadores de empleo confirman la pujanza de esta rama, con una aceleración de las afiliaciones a la Seguridad Social y una disminución del paro registrado. Respecto a las encuestas de opinión, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea mejoró en el primer trimestre y el índice de directores de compras de las empresas manufactureras (PMI) continuó señalando una expansión del sector en dicho período, aunque con menor intensidad que en los meses anteriores.

Tras el repunte del tercer trimestre de 2006, la actividad constructora se desaceleró al finalizar el año, hasta alcanzar una tasa de variación similar a la del primer semestre, un 5%. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, este menor empuje se concentró en la edificación residencial, mientras que el resto de la construcción —obra civil y edificación no residencial— mantuvo una gran fortaleza. De acuerdo con la información disponible, en el primer trimestre de 2007 esta rama se habría moderado ligeramente.

Las actividades de servicios ganaron vigor en el cuarto trimestre de 2006, con un repunte de 0,2 pp en su tasa interanual, hasta alcanzar un crecimiento del 3,5%. Este avance se produjo



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 periodo disponible dentro del trimestre.

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

de forma más acentuada en los servicios no de mercado, cuya actividad se aceleró en 0,7 pp, hasta el 4,5%. En el caso de los servicios de mercado, el incremento fue mucho más moderado, 0,1 pp, hasta el 3,3%. Según la información coyuntural, este mayor dinamismo podría haber continuado en el primer trimestre de 2007. Las ventas de grandes empresas —con información hasta febrero— y las afiliaciones a la Seguridad Social de esta rama, con información hasta marzo, han incrementado su tasa de crecimiento con respecto al cuarto trimestre de 2006. No obstante, el indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) retrocedieron en el conjunto del primer trimestre de 2007.

En el último trimestre de 2006, según la información de la CNTR, el ritmo de creación de empleo en el total de la economía mantuvo un gran dinamismo, con una tasa de avance interanual estabilizada en torno al 3%. Dado el mayor vigor de la economía en este último trimestre, se produjo una recuperación de la ganancia de productividad aparente del trabajo del total de la economía, que se situó en el 1%, dos décimas más que la alcanzada en el tercero. Los principales indicadores de empleo reflejan un panorama favorable en los primeros meses de 2007, de modo que el nivel de ocupación podría expandirse a una tasa ligeramente superior a la de finales del ejercicio anterior. Las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron un mayor dinamismo en el primer trimestre de 2007, con un crecimiento del 3,5%, 0,3 pp por encima del cuarto trimestre. Por su parte, la contratación, tras el repunte registrado a finales de 2006, retomó la senda de suave desaceleración de dicho año, con un crecimiento en el período enero-marzo de 2007 del 5,3%, 2 pp inferior al del cuarto trimestre de 2006. Finalmente, la información de la EPA del primer trimestre del año apuntó un mantenimiento de un ritmo elevado de creación de empleo, con una tasa interanual de crecimiento del 3,4%, dos décimas por debajo de la observada un trimestre antes.

Por ramas productivas, el último trimestre del año se caracterizó por un mayor dinamismo en la creación de empleo en la industria y en los servicios no de mercado, que compensó la pérdida de vigor del resto de las ramas. De esta forma, en el cuarto trimestre de 2006 la ocupación en el conjunto de ramas de economía de mercado creció al mismo ritmo que en el período precedente, un 3,2%. Como consecuencia de ello, en la economía de mercado no se produjo una ganancia adicional de la productividad aparente del trabajo, que se estabilizó en el 0,4%, tras la significativa recuperación del tercer trimestre. En el primer trimestre de 2007, según la EPA, el empleo habría mostrado una notable recuperación en la agricultura, si bien en las ramas industriales volvió a registrarse una tasa de variación negativa, tras la tímida recuperación del trimestre anterior. Por su parte, la construcción volvió a elevar el ritmo de creación de empleo, hasta el 9,4%, mientras que en las ramas de servicios se desaceleró hasta un 3,5%, frente al 4,3% del último trimestre de 2006.

El empleo asalariado mostró en el cuarto trimestre del año un dinamismo algo mayor que el empleo total, de acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional, con una ligera aceleración tanto en el total de la economía (de dos décimas, hasta el 3,2%) como en la economía de mercado (de una décima, hasta el 3,4%). Los datos de la EPA, referidos al primer trimestre del año, indican una estabilidad en el crecimiento de los asalariados en el 3,9%. Por su parte, la información procedente de las afiliaciones a la Seguridad Social señala un fuerte dinamismo del empleo asalariado, con una tasa de crecimiento del 4,5% en el primer trimestre, mientras que la afiliación realizada por cuenta propia mantuvo la atonía de trimestres anteriores.

Según los datos de la EPA, el número de ocupados extranjeros se incrementó en términos anuales un 15,4%, algo por debajo del aumento registrado en el período previo (18,7%). Por

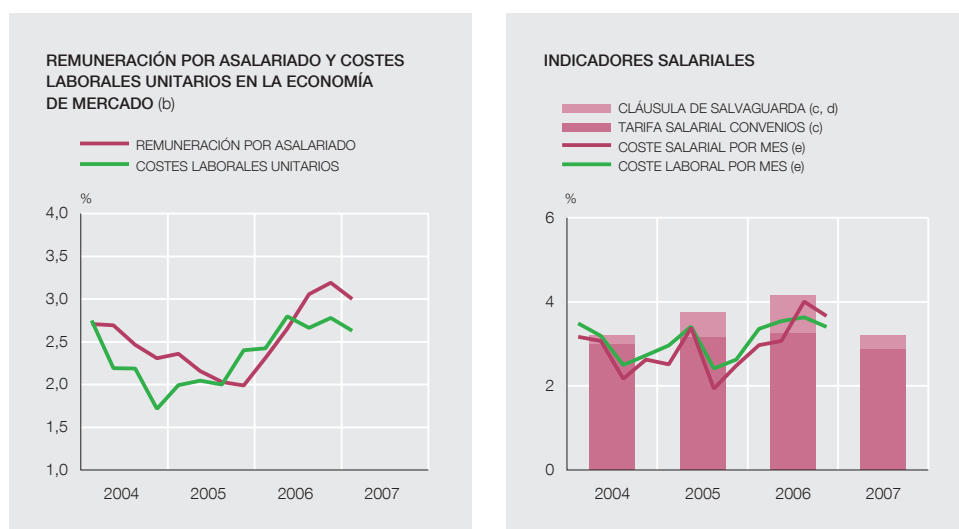
su parte, el número de ocupados nacionales creció un 1,8%, dos décimas más que en los meses finales de 2006. Atendiendo a la duración de los contratos, los asalariados con contrato indefinido mostraron un notable repunte en el primer trimestre de 2007, hasta un crecimiento interanual del 6%, más de 2 pp superior al del trimestre precedente. Mientras, los trabajadores con contrato temporal pasaron a mostrar una tasa de variación negativa (-0,4%), tras los fuertes incrementos de los trimestres pasados. Esta evolución supuso un descenso trimestral de la ratio de temporalidad de casi 2 pp, hasta el 32%, que estaría reflejando el intenso repunte de las conversiones de contratos temporales en indefinidos en los últimos meses de 2006, al amparo del proceso extraordinario de bonificación de dichas conversiones que finalizaba el 31 de diciembre. Según la estadística de contratación del INEM, una vez finalizado este proceso, la contratación indefinida se ha ralentizado, aunque muestra tasas superiores a las de la contratación temporal. Así, en los meses de febrero y marzo el volumen de contratos indefinidos creció un 9,5%, tras un mes de enero en el que todavía se registró un alto crecimiento, cercano al 60%, mientras que los contratos temporales aumentaron un 2,6% en el primer trimestre.

La población activa mantuvo en el primer trimestre un notable dinamismo, si bien se desaceleró ligeramente, al aumentar un 2,8% en tasa interanual, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Esta desaceleración de la oferta de trabajo viene explicada por un aumento algo inferior al de los últimos trimestres de la tasa de actividad, que se situó en el 58,6% —0,6 puntos más elevada que la que se registró en el mismo trimestre del año anterior—, ya que la población mantuvo un ritmo de crecimiento similar al de los últimos trimestres (1,7%). Cuando la tasa de actividad se computa respecto a la población de entre 16 y 64 años, como suele ser habitual en las comparaciones internacionales, alcanza el 72,2%. Por último, en los tres primeros meses de 2007 el número de desempleados aumentó —en torno a 45.500 personas— respecto a finales de 2006, si bien en términos interanuales se produjo un descenso del 4,1%, superior al registrado en el último semestre de 2006. Los datos de paro registrado del INEM indican también una intensificación del ritmo de caída del desempleo, con un descenso del 4,2% en los tres primeros meses de 2007, frente a un descenso del 3,4% a finales de 2006. En el primer trimestre del año, la tasa de paro se situó en el 8,5%, dos décimas por encima de la registrada tres meses antes, pero seis décimas menos que hace un año.

### **4.3 Costes y precios**

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, la remuneración por asalariado prolongó en el cuarto trimestre de 2006 la senda de aceleración que vino mostrando durante el año, al elevar en tres décimas su ritmo de avance en el total de la economía, hasta el 3,9%. Este repunte fue generalizado a todas las ramas de actividad, excepto en la industria, y fue especialmente intenso en los servicios no de mercado. De hecho, la remuneración por asalariado en la economía de mercado tan solo se aceleró una décima, hasta el 3,2%. Para el primer trimestre de 2007, se espera que se frene esta tendencia alcista de los salarios, en parte porque el efecto estimado de la aplicación de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 (0,3 pp) resulta muy inferior a la del ejercicio precedente (0,9 pp), como consecuencia de la menor inflación con que acabó dicho ejercicio (2,7% en diciembre de 2006, un punto por debajo de la del año anterior) (véase gráfico 20).

El inicio de la negociación en 2007 se mantiene dentro de las coordenadas del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC) —cuya prórroga para el presente ejercicio se firmó a principios de febrero—. La información de los convenios colectivos registrados en los tres primeros meses de 2007 recoge un ligero descenso de la tasa de avance de las tarifas salariales, que se sitúa en el 2,9%, cifra, en principio, coherente con las directrices salariales del AINC. Por ramas, los mayores incrementos de tarifas salariales se han firmado en la cons-



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

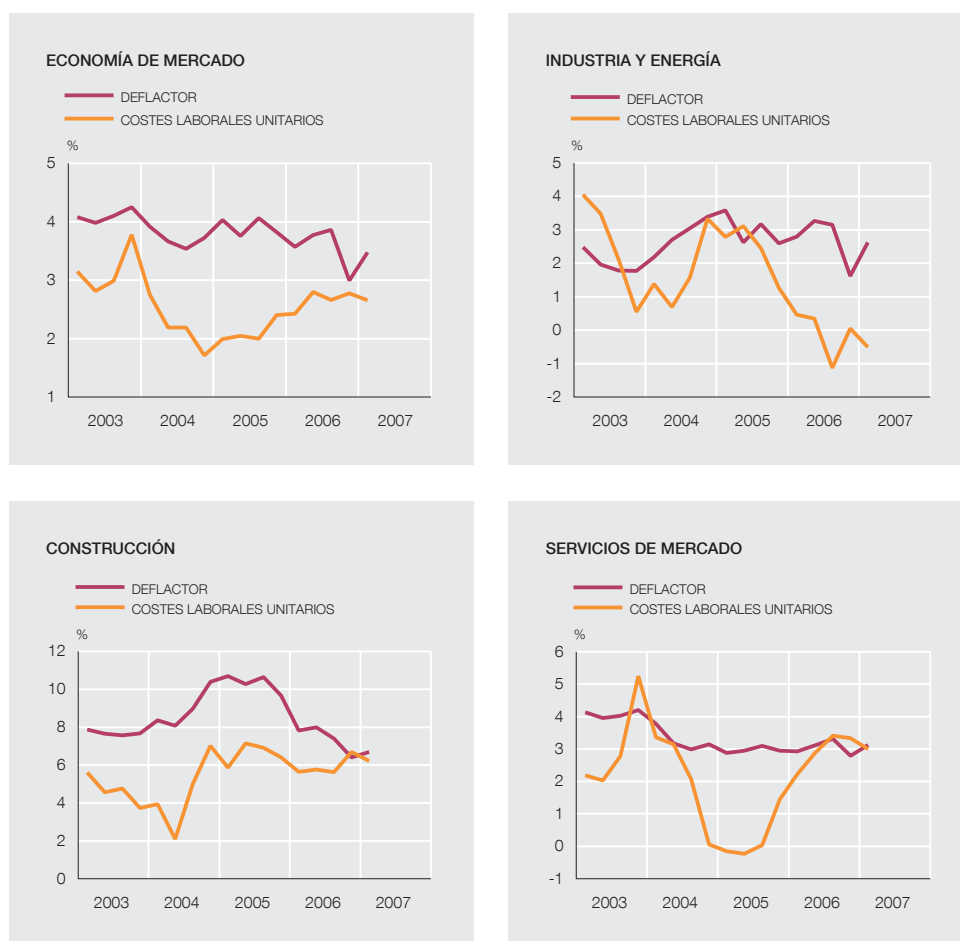
- Tasas de variación interanuales.
- Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- Información de convenios colectivos hasta marzo de 2007.
- Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- ETCL.

trucción (cerca del 4%) y en la agricultura, mientras que en la industria y en los servicios se han desacelerado hasta el 2,8%.

La aceleración de la remuneración por asalariado registrada en el cuarto trimestre de 2006 no fue totalmente compensada por la leve mejora en la productividad aparente del trabajo, de forma que los costes laborales unitarios repuntaron tres décimas, hasta alcanzar un ritmo interanual de crecimiento del 3,2%. El deflactor del valor añadido, en cambio, redujo su tasa de crecimiento en siete décimas, hasta el 3,1%, en tasa interanual, reflejando una cierta estabilidad de los márgenes unitarios. Este mismo comportamiento se observó en la economía de mercado, aunque con menor intensidad (véase gráfico 21). Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2007 apuntan a una expansión más moderada de los costes laborales unitarios en el total de la economía, que podría no reflejarse en una nueva desaceleración del deflactor, sino en una recuperación del crecimiento de los márgenes.

En el cuarto trimestre del pasado año el deflactor de la demanda final redujo tres décimas su ritmo de avance interanual, hasta el 3,5%, como consecuencia de la desaceleración tanto del deflactor de las importaciones, que alcanzó una tasa interanual de 3,2%, como del deflactor del PIB, cuyo ritmo de avance descendió dos décimas, hasta el 3,6%. Desde el punto de vista del gasto, el deflactor del consumo privado redujo cinco décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta alcanzar un 3%, mientras que el IPC se desaceleró con más intensidad.

En efecto, la tasa interanual del IPC disminuyó nueve décimas en el cuarto trimestre del pasado año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,6%. En los tres primeros meses del presente año la desaceleración ha continuado, aunque de forma menos acusada. El crecimiento medio interanual se ha reducido en dos décimas, hasta situarse en el 2,4% en el período enero-marzo. Por componentes, se ha observado una moderación de las tasas de crecimiento de los precios de la energía, manufacturas y alimentos no elaborados, mientras que los componentes de alimentos elaborados y de servicios mostraron un leve repunte. Consecuentemente, el



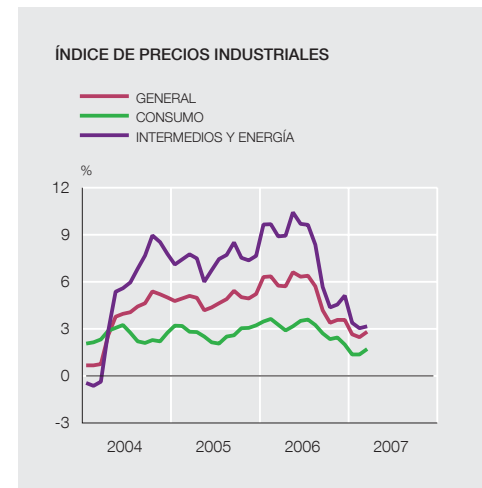
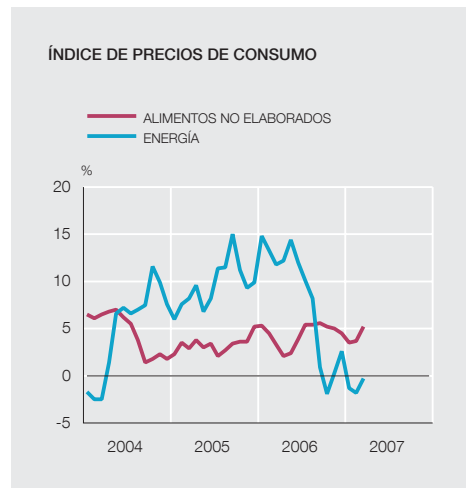
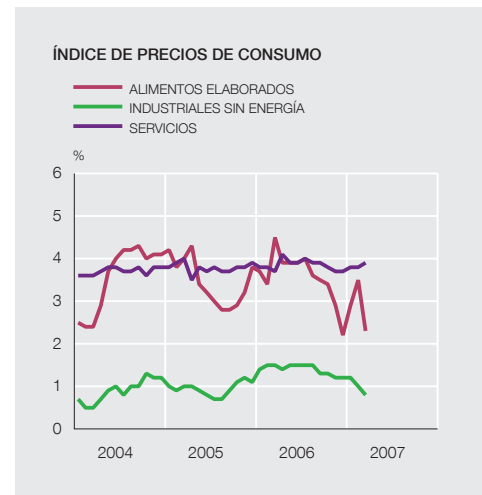
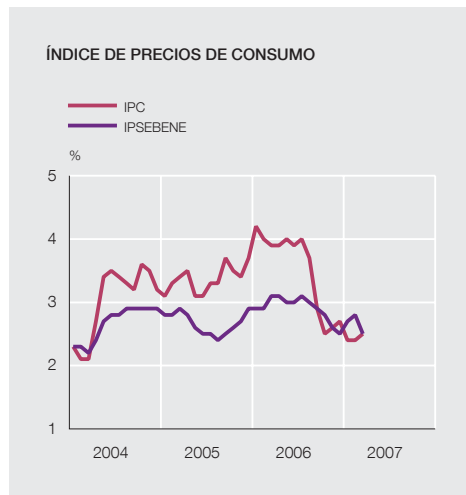
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

IPSEBENE alcanzó un crecimiento medio interanual del 2,7% en los tres primeros meses del año, una décima por encima del registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 22).

El precio del petróleo continuó descendiendo a principios de año, para luego empezar a subir de forma intensa en marzo; no obstante, el precio medio del barril en el primer trimestre de 2007 se ha situado ligeramente por debajo del alcanzado a finales de año. Además, la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar ha contribuido a moderar el crecimiento de la factura energética. Los precios de alimentos no elaborados disminuyeron ocho décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta alcanzar el 4,1% en el período enero-marzo, lo que supuso una desaceleración similar a la registrada en el trimestre anterior. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos volvieron a reducir en dos décimas su crecimiento interanual en el primer trimestre del año, hasta situarlo en el 1%, mientras que los precios de los servicios se han acelerado una décima en el primer trimestre, hasta el 3,8%, como consecuencia del incremento de los precios relacionados con la hostelería y restauración. Por último, los precios de los alimentos elaborados repuntaron dos décimas en el primer trimestre, hasta alcanzar una tasa interanual media del 3%.

La inflación en España, medida por el IAPC, se situó en el primer trimestre del año en un 2,5%, una décima menos que en el período anterior, mientras que en el conjunto de la UEM la inflación aumentó una décima, hasta el 1,9%, de forma que el diferencial volvió a reducirse, hasta situarse en 0,6 pp, una cifra no alcanzada desde el primer trimestre del año 2004 (véase gráfico 23). La



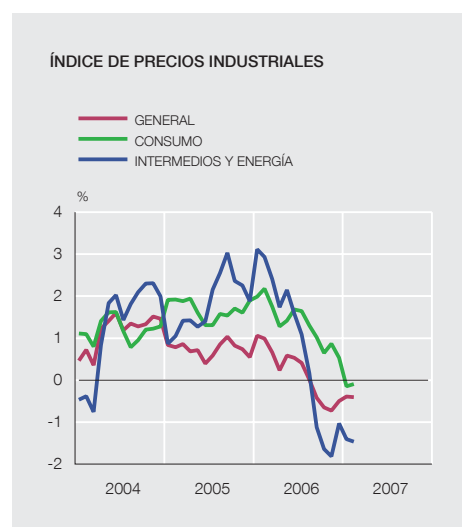
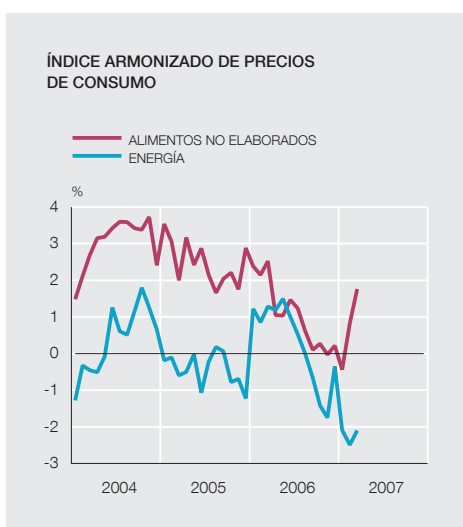
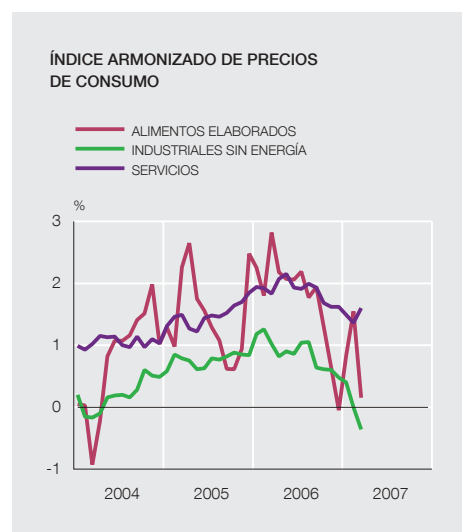
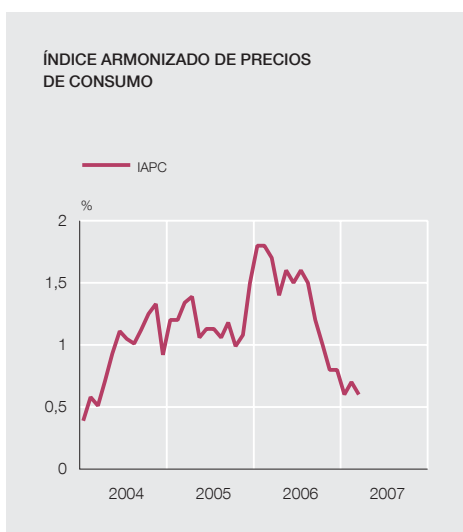
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

mejora del diferencial ha sido generalizada por componentes, con la excepción de los alimentos, y fue especialmente intensa en los precios energéticos. En los servicios, el diferencial disminuyó una décima, por el repunte de tres décimas en la UEM, mientras que en el caso de los precios de los bienes industriales no energéticos de España, el diferencial con la UEM ha desaparecido en el primer trimestre del año 2007. Con todo, hay que tener en cuenta que el recorte del diferencial está, en parte, vinculado al efecto del aumento del IVA en Alemania, que ha incrementado los precios de consumo en ese país, con un efecto apreciable en el conjunto del área.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) se desaceleró de nuevo en el primer trimestre del año, continuando la senda descendente que le ha caracterizado desde el segundo semestre del año pasado. La tasa de crecimiento interanual en los tres primeros meses de 2007 fue del 2,7%, frente al 3,6% con que finalizó el año. En el conjunto de la UEM los precios industriales aumentaron en febrero un 2,9% en términos interanuales, 1,2 pp menos que en el mes de diciembre. La desaceleración del IPRI en España se debe al menor dinamismo de los precios de producción de la energía, cuya tasa de variación interanual se redujo 4 pp entre los meses de diciembre y marzo, alcanzando valores negativos. Asimismo, los precios de producción de los bienes de consumo y bienes intermedios aminoraron su ritmo de crecimiento en





FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

tres y seis décimas, respectivamente, hasta alcanzar en marzo una tasa de crecimiento del 1,7% y 6,2%, respectivamente. Por último, los precios de producción de los bienes de equipo repuntaron al comienzo del año, hasta una tasa de crecimiento del 3,3% en marzo. Los precios percibidos por los agricultores continuaron desacelerándose en los últimos meses del pasado año y los precios hoteleros mantuvieron un crecimiento interanual muy moderado en los dos primeros meses de 2007, cifrado en el 2%.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran una notable mejora del superávit, que pasó de los 4.621 millones de euros (0,5% del PIB) en marzo de 2006 a los 6.857 millones (0,7% del PIB) de este año 2007. Este resultado se debió a un aumento de los recursos de un 13,3%, frente al incremento del 7,6% en los empleos.

En términos de caja, la cuenta del Estado registró un superávit de 2.316 millones de euros en los meses transcurridos de 2007, frente al superávit de 244 millones de euros registrado en el mismo

m€ y %

	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Presupuesto inicial 2007	Variación porcentual 2007/2006	Liquidación		
					2006	2007	Variación
					ENE-MAR	ENE-MAR	porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	141.846	10,1	146.547	3,3	33.260	37.782	13,6
Impuestos directos	81.130	14,8	83.925	3,4	13.717	15.980	16,5
<i>IRPF</i>	41.451	15,3	39.474	-4,8	12.144	13.896	14,4
<i>Sociedades</i>	37.207	14,5	41.641	11,9	896	1.258	40,3
Otros (a)	2.472	11,5	2.810	13,7	678	826	21,9
Impuestos indirectos	48.328	8,3	50.740	5,0	17.012	18.725	10,1
<i>IVA</i>	35.424	10,7	36.538	3,1	13.997	15.393	10,0
<i>Especiales</i>	9.895	1,0	10.961	10,8	2.286	2.559	11,9
Otros (b)	3.009	7,0	3.241	7,7	729	773	6,0
Otros ingresos	12.388	-8,2	11.882	-4,1	2.531	3.077	21,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	130.375	6,2	142.927	9,6	33.017	35.467	7,4
Personal	22.209	7,4	23.686	6,7	4.962	5.223	5,3
Compras	3.799	12,1	3.431	-9,7	861	967	12,3
Intereses	15.619	-12,4	15.946	2,1	6.290	5.701	-9,4
Transferencias corrientes	72.225	11,9	77.338	7,1	17.287	18.981	9,8
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	3.028	...	...	...	...
Inversiones reales	9.037	0,7	9.956	10,2	2.155	2.579	19,6
Transferencias de capital	7.487	2,0	9.541	27,4	1.462	2.016	37,9
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1-2)</b>	11.471	...	3.620	...	244	2.316	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>							
Recursos no financieros	147.205	13,1	146.328	-0,6	33.336	37.755	13,3
Empleos no financieros	140.135	10,6	144.152	2,9	28.715	30.898	7,6
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>							
	7.070	...	2.176	...	4.621	6.857	...
En porcentajes del PIB	0,8	...	0,2	...	0,5	0,7	...

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.

período de 2006 (véase cuadro 3). Las diferencias con los registros de Contabilidad Nacional responden, en gran parte, al distinto criterio de contabilización de los intereses. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas de la evolución presupuestaria del Estado en el resto del año. Esto es especialmente relevante en este año 2007, puesto que las reformas del IRPF y del Impuesto sobre sociedades tendrán un impacto paulatino a lo largo del año, en el sentido de moderar los ingresos.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron en el primer trimestre un 13,6% en comparación con el mismo período del año anterior, por la fortaleza de las principales figuras impositivas (IRPF e IVA). Este resultado contrasta con la previsión presupuestaria de crecimiento débil de los ingresos<sup>1</sup> en el conjunto de 2007 (una tasa de variación del 3,3%), lo que apun-

1. Este comentario se refiere a la comparación de las cifras presupuestarias con la liquidación del año 2006. En cambio, las tasas correspondientes al Estado que se presentan en el recuadro 4 («Los presupuestos de las Comunidades Autónomas para 2007») resultan de la comparación de las cifras presupuestaria iniciales del año 2007 y del año 2006.

ta a que esta previsión podría verse superada al final del año. El dinamismo de la recaudación de los impuestos directos en estos primeros meses se explica, en parte, por los elevados crecimientos de las retenciones sobre capital mobiliario y ganancias en fondos de inversión, que alcanzaron un 39,7%. En las retenciones sobre el trabajo, por el contrario, ya ha comenzado a reflejarse la reforma del IRPF, pues pasaron de un crecimiento interanual del 14,5% en el mes de enero, a un crecimiento del 5,7% en marzo, en comparación con el mismo mes del año anterior. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar el IVA, que registró crecimientos similares a los de 2006, al aumentar un 10%. Los Impuestos especiales, por su parte, mostraron una recuperación, debido a la evolución de la recaudación del Impuesto sobre labores del tabaco. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, registraron un elevado crecimiento, a pesar de que las Tasas y otros ingresos tuvieron tasas negativas de variación, debido al aumento de los ingresos por intereses, por beneficios del Banco de España y al fuerte aumento de las transferencias de capital de la Unión Europea, especialmente del FEDER.

Los pagos de caja, por su parte, registraron un aumento del 7,4%, algo por debajo de la previsión presupuestaria (9,6% en el conjunto del año). Con las excepciones de los gastos de personal y de intereses, los demás capítulos mostraron tasas de crecimiento por encima de las presupuestadas. Cabe destacar, en especial, los fuertes aumentos de los gastos de capital. Por su parte, el capítulo de transferencias corrientes registró un crecimiento por encima del presupuestado, debido, en parte, al crecimiento de los pagos dirigidos a otros sectores distintos de las Administraciones Públicas y al exterior.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, solo se comentan aquellas variables de las que se dispone de información de los primeros meses del año. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 3,6% en el primer trimestre de 2007, cifra inferior al conjunto de 2006, que estuvo marcado por el proceso de regularización. El número de pensiones contributivas aumentó un 1,5% en el primer trimestre de 2007, inferior al crecimiento del 2,3% para el conjunto de 2006, que estuvo afectado por el reconocimiento de la compatibilidad de las pensiones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez (SOVI) con las pensiones de viudedad<sup>2</sup>. El gasto destinado a prestaciones por desempleo, según datos del Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), aumentó un 7% hasta febrero (tasa de crecimiento superior al incremento del 6,7% registrado en el conjunto de 2006), y el número de beneficiarios creció un 2,6% hasta ese mismo mes (frente al 2,7% de crecimiento observado en 2006). Dicha evolución se produjo por la aceleración de la tasa de cobertura efectiva, que alcanzó el 67,8% hasta febrero de 2007 (muy por encima del nivel del 63,6% con que terminó el 2006), y a pesar de la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 4,4% en febrero (frente a la caída del 1,9% en el conjunto del año anterior).

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

En enero de 2007, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 7.320 millones de euros, un 24% superior al contabilizado en igual mes del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 37% en este mes, hasta situarse en 8.622 millones de euros, mientras que mejoró notablemente el superávit por operaciones de capital, que alcanzó la cifra de 1.301 millones de euros. Los principales saldos de la cuenta corriente se deterioraron en enero, a excepción del déficit por servicios no turísticos, que mostró una importante corrección.

En el primer mes de 2007 el déficit de la balanza comercial se incrementó en 572 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo mes del año anterior, hasta alcanzar la cifra de

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

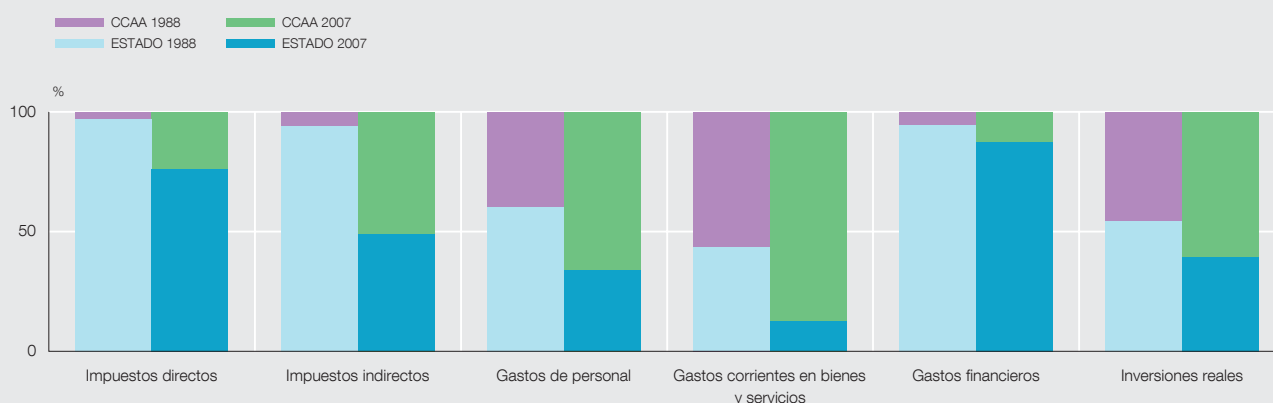
La configuración del Estado de las Autonomías ha supuesto un proceso de descentralización de las competencias presupuestarias hacia las Comunidades Autónomas (CCAA), de manera que estas administraciones han ido ganando participación tanto en la recaudación de impuestos como en la gestión de gastos (véase gráfico adjunto<sup>1</sup>). Por la

parte de los ingresos, cabe destacar que el peso de las CCAA ha llegado a superar ligeramente al del Estado en la recaudación de impuestos indirectos. Respecto a los gastos, la participación del Estado solo es mayoritaria en la partida de los pagos de intereses, mientras que en el resto de capítulos el peso de las CCAA ha pasado a superar ampliamente el 50%, llegando a alcanzar el 88% en el caso de los gastos corrientes en bienes y servicios.

1. A modo de ilustración, en el gráfico se puede observar la variación de los pesos relativos entre Estado y las Comunidades Autónomas en algunos capítulos de ingresos y de gastos entre los años 1988 y 2007, tomando como índice 100 la suma de lo presupuestado por ambas administraciones.

Estas transformaciones subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad de las CCAA para el análisis de las variables fiscales y, en

**PRESUPUESTOS DEL ESTADO Y COMUNIDADES AUTÓNOMAS**



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

**PRESUPUESTOS INICIALES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS**

	Comunidades Autónomas							Estado
	Millones de euros				Tasas de variación			
	2004	2005	2006	2007	05/04	06/05	07/06	
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	115.590	126.475	140.662	154.770	9,4	11,2	10,0	14,0
Ingresos corrientes	107.358	118.147	132.093	145.978	10,0	11,8	10,5	14,0
– Impuestos directos	19.589	21.590	24.396	27.215	10,2	13,0	11,6	16,5
– Impuestos indirectos	38.060	42.753	47.765	54.692	12,3	11,7	14,5	12,0
– Tasas, precios y otros ingresos	3.637	3.723	3.852	4.220	2,4	3,5	9,6	8,2
– Transferencias corrientes	45.629	49.655	55.671	59.454	8,8	12,1	6,8	2,7
– Ingresos patrimoniales	444	425	409	396	-4,3	-3,7	-3,1	5,2
Ingresos de capital	8.232	8.328	8.569	8.792	1,2	2,9	2,6	12,8
– Enejenación de inversiones reales	705	651	678	717	-7,7	4,2	5,7	10,9
– Transferencias de capital	7.527	7.677	7.891	8.075	2,0	2,8	2,3	13,0
<b>PAGOS NO FINANCIEROS</b>	116.040	127.882	141.540	154.891	10,2	10,7	9,4	6,7
Pagos corrientes	94.711	103.301	113.951	124.830	9,1	10,3	9,5	6,2
– Gastos de personal	36.761	40.300	43.576	47.442	9,6	8,1	8,9	7,1
– Gastos corrientes en bienes y servicios	17.452	19.490	22.047	24.834	11,7	13,1	12,6	11,8
– Gastos financieros	2.073	2.171	2.269	2.376	4,7	4,5	4,7	-8,6
– Transferencias corrientes	38.387	41.289	45.910	50.021	7,6	11,2	9,0	8,8
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	38	51	150	157	34,4	194,4	4,6	18,0
Pagos de capital	21.329	24.582	27.589	30.061	15,2	12,2	9,0	10,2
– Inversiones reales	10.742	12.563	13.787	15.337	16,9	9,7	11,2	7,0
– Transferencias de capital	10.587	12.019	13.802	14.724	13,5	14,8	6,7	13,8
<b>SALDO NO FINANCIERO</b>	-451	-1.408	-879	-120	...	...	...	...

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

particular, la importancia de estas administraciones para garantizar el objetivo de mantener unas finanzas públicas saneadas. En este sentido, el 27 de junio de 2006, el Consejo de Política Fiscal y Financiera aprobó el reparto individualizado del objetivo de estabilidad presupuestaria para las CCAA para el trienio 2007-2009. La última actualización del Programa de Estabilidad recogió este acuerdo, que se concreta en una previsión de déficit del 0,1% del PIB para el conjunto de las CCAA tanto para el cierre del año 2006 como de 2007. No obstante, según la primera estimación de cierre de 2006, las CCAA habrían alcanzado un ligero superávit. Por su parte, las cinco Comunidades que presentaron planes de saneamiento podrán registrar déficits<sup>2</sup> en 2007. En términos presupuestarios, todas ellas prevén mejorar sus saldos en 2007 con respecto a 2006.

Las principales cifras derivadas de los presupuestos de las CCAA para 2007 muestran que el conjunto de las CCAA<sup>3</sup> presupuesta una mejora en el saldo agregado cuando se compara con el presupuesto inicial de 2006 (véase cuadro adjunto), que resulta de una previsión de crecimiento de los ingresos superior al de los gastos. En todo caso, y al igual que en los últimos años, ambas partidas muestran elevadas tasas de variación, por encima del crecimiento del PIB nominal observado o previsto.

Los presupuestos de las CCAA prevén un mantenimiento del dinamismo de los ingresos impositivos (directos e indirectos). Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la comparación se efectúa entre presupuestos iniciales y que las previsiones de 2007 ya tienen en cuenta los fuer-

2. Recuérdese que el objetivo se evalúa en términos de Contabilidad Nacional. Las cinco Comunidades son: Baleares, Canarias, Castilla-La Mancha, Cataluña y la Comunidad Valenciana. 3. No se toman en consideración las ciudades de Ceuta y Melilla.

tes incrementos de la recaudación que se registraron en 2006. En el caso de los impuestos indirectos, por ejemplo, la tasa de crecimiento presupuestada por las CCAA se encuentra por encima de la del Estado, lo cual podría deberse a que el Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados, que se encuentra totalmente cedido a las CCAA, tiene un peso muy considerable en estas administraciones y su recaudación creció un 21% en 2006. Respecto al resto de los ingresos, cabe mencionar, por el volumen que representa, la desaceleración que se presupuesta en el capítulo de los ingresos por transferencias corrientes, que se encuentra en línea con lo previsto para el Fondo de suficiencia procedente del Estado. Esto se debe, en parte, al aumento del 98% al 100% en los pagos a cuenta a las CCAA en 2006, lo que exagera la tasa de crecimiento de dicho año.

En relación con las distintas partidas de gasto, la tasa de crecimiento presupuestada para los gastos de personal es superior a la del Estado, confirmando la pauta observada en los últimos años, que se justificaría solo en parte por los sucesivos trasposos de competencias. En el caso de los gastos de compras y de transferencias corrientes, que se encuentran muy ligados en las CCAA a las competencias de sanidad y educación, se han presupuestado crecimientos elevados. Por el contrario, los pagos de intereses crecen moderadamente, aunque su tasa de variación positiva contrasta con la caída presupuestada en el Estado. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la mayor parte de la reducción de la deuda pública observada en los últimos años se ha centrado en el Estado. Finalmente, los gastos de capital registran un fuerte aumento, aunque inferior al presupuestado por el Estado. Además, en las CCAA, el mayor avance de esta partida se centra en las inversiones reales (con un crecimiento del 11,2%, frente al aumento del 6,7% en las transferencias de capital), mientras que en el Estado, el mayor incremento se canaliza a través de las transferencias de capital.

6.452 millones de euros; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 9,7%, prolongando la tónica de deterioro que le ha caracterizado en los últimos ejercicios. La factura energética continuó desacelerándose en este mes, en consonancia con la moderación de los precios del crudo en los mercados internacionales y de la apreciación del euro frente al dólar; sin embargo, el desequilibrio del comercio no energético aumentó su ritmo de ampliación.

La balanza de servicios arrojó en enero de 2007 un superávit de 952 millones de euros, 177 millones superior al contabilizado en igual fecha del año anterior: esta mejora se explica por el descenso que experimentó el déficit de servicios no turísticos, mientras que el superávit turístico reflejó un leve deterioro, situándose en 1.560 millones de euros. Los ingresos turísticos aumentaron un 5,3% en enero, en términos nominales, ligeramente por encima del avance observado en los meses finales del año previo. Los pagos turísticos, por su parte, aumentaron un 15,2% en el primer mes de 2007, superando el incremento medio observado en 2006. En cuanto al resto de servicios, tanto los ingresos como, en menor medida, los pagos mantuvieron un elevado dinamismo en enero (con tasas de crecimiento del 22% y 12%, respectivamente). El saldo negativo de la balanza de rentas registró una notable ampliación en enero, hasta situarse en 1.949 millones de euros, mientras que el saldo de la balanza de transferen-

		ENERO	
		2005	2006
Millones de euros			
INGRESOS	Cuenta corriente	23.230	25.436
	<i>Mercancías</i>	12.957	14.205
	<i>Servicios</i>	5.628	6.434
	— Turismo	2.539	2.673
	— Otros servicios	3.089	3.761
	<i>Rentas</i>	3.786	3.808
	<i>Transferencias corrientes</i>	858	988
	Cuenta de capital	490	1.444
	Cuentas corriente + capital	23.720	26.880
PAGOS	Cuenta corriente	29.516	34.058
	<i>Mercancías</i>	18.837	20.657
	<i>Servicios</i>	4.853	5.483
	— Turismo	967	1.114
	— Otros servicios	3.887	4.369
	<i>Rentas</i>	4.350	5.757
	<i>Transferencias corrientes</i>	1.477	2.160
	Cuenta de capital	124	143
	Cuentas corriente + capital	29.640	34.201
SALDOS	Cuenta corriente	-6.286	-8.622
	<i>Mercancías</i>	-5.879	-6.452
	<i>Servicios</i>	775	952
	— Turismo	1.573	1.560
	— Otros servicios	-798	-608
	<i>Rentas</i>	-563	-1.949
	<i>Transferencias corrientes</i>	-618	-1.172
	Cuenta de capital	366	1.301
	Cuentas corriente + capital	-5.920	-7.320

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

cias corrientes acumuló un déficit de 1.172 millones de euros en enero de 2007, el doble que el registrado en el mismo mes del año precedente. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.301 millones de euros en enero, cifra muy superior a la del mismo mes del año anterior: esta mejora se explica, fundamentalmente, por el comportamiento tan expansivo que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER, que, no obstante, en los primeros meses del año suelen ser muy erráticos.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

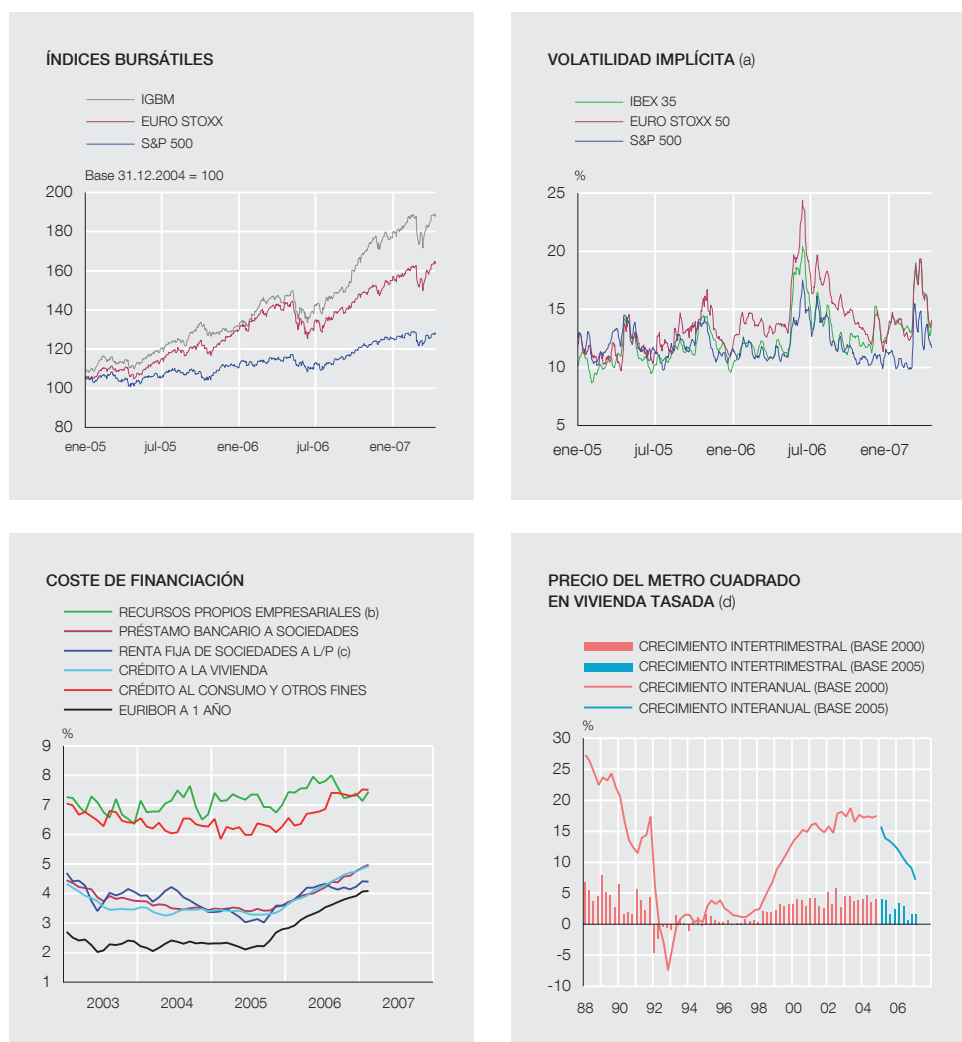
Las condiciones de financiación para hogares y sociedades se volvieron a hacer algo más restrictivas durante los primeros meses de 2007. Así, se elevó el coste del crédito bancario, en consonancia con el aumento de los tipos de interés en los mercados monetarios (el EURIBOR a un año se situó en marzo en el 4,11%, 18 pb por encima del nivel de diciembre de 2006). También avanzó (16 pb) el del recurso a la emisión de renta fija por parte de las empresas. En cambio, el coste de obtención de los recursos propios empresariales se mantuvo relativamente estable (véase gráfico 24).

La evolución de los mercados bursátiles nacionales e internacionales vino marcada por el episodio de inestabilidad que comenzó a finales de febrero y que interrumpió el perfil ascendente de las cotizaciones observado en meses anteriores. Durante este período se produjeron caídas bruscas de los precios negociados, que vinieron acompañadas por un repunte de la volatilidad. Estos desarrollos parecieron reflejar, principalmente, un aumento en la incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos, en un entorno caracterizado, en ese país, por un incremento de la morosidad de los créditos hipotecarios de más alto riesgo. Así, el Índice General de la Bolsa de Madrid llegó a perder en pocos días un 9%, pero posteriormente se recuperó, con lo que en la fecha de cierre del informe acumulaba unas ganancias, en relación con los niveles de finales de 2006, del 6,8%, comportamiento similar al del EURO STOXX de las bolsas de la UEM (7,7%), y algo más favorable que el del S&P 500 de Estados Unidos, que durante el mismo lapso temporal se revalorizó un 3,8%. Posteriormente, en los días de abril ha tenido lugar otro episodio de turbulencia en las bolsas españolas, asociado a la evolución de las cotizaciones de algunas compañías ligadas al sector inmobiliario.

En el mercado de la vivienda, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el primer trimestre de 2007 continuó la desaceleración de los precios. Así, el crecimiento interanual se situó en el 7,2%, lo que supone una reducción de casi 2 pp en relación con el registro de diciembre de 2006. Prosigue, pues, el proceso de normalización gradual de la situación en este mercado.

La desaceleración del precio de la vivienda y el encarecimiento de la financiación han contribuido a moderar el incremento de la deuda de los hogares, aunque sigue avanzando a una tasa elevada. Así, durante el cuarto trimestre del pasado año el ritmo de expansión de los pasivos se redujo en algo más de 1 pp, hasta situarse en el entorno del 19%, tendencia que, de acuerdo con la información provisional disponible, habría continuado en la parte transcurrida de 2007. El detalle por componentes muestra que durante los últimos meses se ha prolongado la pauta de ralentización del crédito para adquisición de vivienda, mientras que la tasa de variación de los fondos para consumo y otros fines no ha experimentado cambios significativos. En el recuadro 5 se analiza la contribución de la población extranjera residente al comportamiento de las deudas familiares en estos últimos años, que, aunque creciente, ha sido menos dinámica que el peso relativo de este segmento en el total de la población.

En el caso de las sociedades, en cambio, la deuda continuó acelerándose durante el cuarto trimestre de 2006, de modo que el ritmo de crecimiento superó el 28%, en términos interanuales. Los datos provisionales de los primeros meses de 2007 apuntan a un descenso significativo de esta tasa, como reflejo, fundamentalmente, de un efecto base, si bien la financiación concedida por las entidades financieras, que no está afectada por este fenómeno, dio



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.  
 b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
 c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
 d. Nueva estadística a partir de 2005.

también algunas señales de moderación. La información más reciente del desglose del crédito bancario por actividades productivas, correspondiente a diciembre del pasado año, evidencia que los fondos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción continuaron liderando la expansión de estos pasivos, si bien se apreció un mayor dinamismo de los recursos captados por la industria y por el resto de servicios.

El todavía elevado ritmo de expansión del crédito a hogares se ha traducido en nuevos aumentos en las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante los últimos meses de 2006 y los primeros de 2007, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda se ha mantenido en valores negativos. No obstante, de acuerdo con las Cuentas Financieras, en el cuarto trimestre del ejercicio anterior sus necesidades de financiación se redujeron en relación con el PIB en términos acumulados anuales. Asimismo, el avance de la riqueza neta de las familias ha seguido contribuyendo a atenuar el impacto sobre la posición financiera del sector de los cambios en los indicadores anteriores, aunque los datos más recientes, corres-



Durante los últimos diez años el flujo de inmigración hacia nuestro país ha avanzado a un ritmo elevado. Así, según la EPA, el número de extranjeros residentes de más de 16 años se multiplicó por diez durante este período, de modo que este colectivo representaba a finales de 2006 el 10,3% de la población en España en ese mismo rango de edades. En este recuadro se analiza el papel de este fenómeno en el curso del crédito concedido por las entidades financieras a las personas físicas. Para ello, se explotan los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIR), un registro que contiene información a nivel individual sobre todos los préstamos vivos que superan los 6.000 euros<sup>1</sup>.

Tal como se aprecia en el gráfico 1, la deuda de los extranjeros residentes ha avanzado a una velocidad muy elevada durante los últimos años, superior al 40% desde 2002, en consonancia con el destacado crecimiento de este grupo de población. Se aprecia, asimismo,

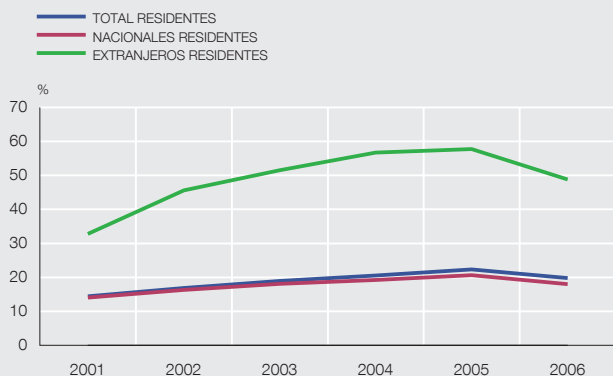
1. Dada esta característica, los datos de crédito que se muestran en este recuadro no coinciden exactamente con los que se obtienen de la información regular que publica el Banco de España, aunque la discrepancia entre ambas fuentes es muy pequeña.

cómo el perfil temporal de esta tasa es similar al que se observa para los residentes nacionales. Así, entre 2001 y 2005 se produjo una pauta de aceleración, mientras que en 2006 se redujo el ritmo de expansión de estos pasivos. Este notable dinamismo de los fondos obtenidos se ha traducido en un ascenso sostenido de su contribución al avance del crédito (véase gráfico 2), hasta representar casi 3 pp del mismo el pasado año.

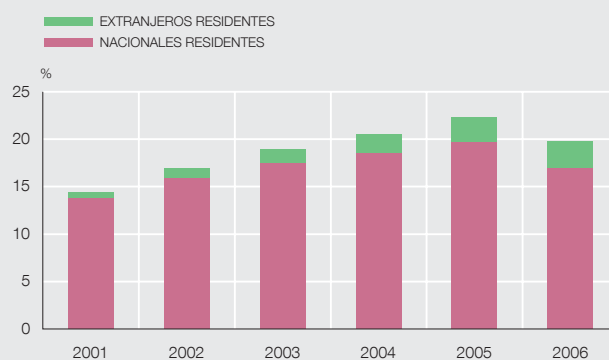
No obstante, la proporción de los extranjeros residentes que recurren a la financiación ajena, aunque ha aumentado en los últimos años, es todavía muy inferior a la de los nacionales (véase gráfico 3). El saldo medio de sus deudas pendientes, sin embargo, es algo superior, lo que seguramente responda al hecho de que el peso relativo de los préstamos hipotecarios es más elevado entre la población de origen foráneo.

En términos de saldos, los extranjeros residentes acumulaban, en diciembre de 2006, el 7,1% del total de la deuda de la población española, y el 7,4% de la respaldada con garantía hipotecaria. En todo caso, debe tenerse en cuenta que estas cifras incluyen los pasivos asociados a dos tipos distintos de prestamistas con ca-

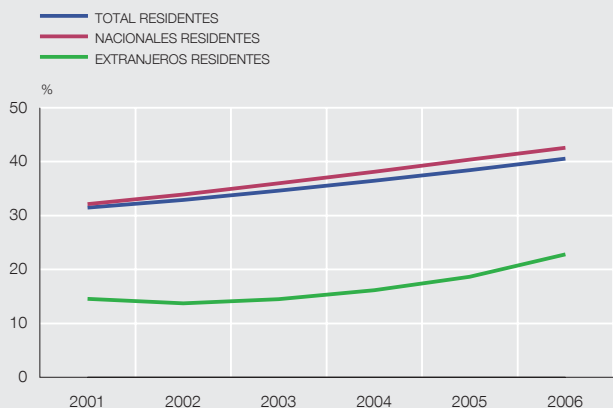
1 CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS



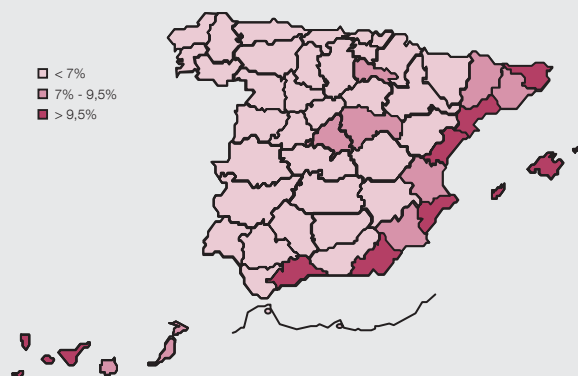
2 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS



3 PROPORCIÓN DE PERSONAS FÍSICAS CON DEUDAS (a)



4 PESO DEL CRÉDITO A EXTRANJEROS RESIDENTES SOBRE EL TOTAL DEL CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS (2006)



FUENTES: Banco de España (CIR) e INE (EPA).

a. Población mayor de 16 años.

racterísticas diferenciadas. Por una parte, recogen los créditos solicitados por trabajadores inmigrantes y, por otra, los destinados a la adquisición de viviendas en la costa, ligados al turismo residencial, fundamentalmente de ciudadanos del norte de Europa. Aunque con la información disponible no es posible separar entre ambas modalidades, la distribución geográfica de la proporción de los préstamos vivos en manos de personas físicas de origen foráneo puede ser útil para aproximar la importancia relativa de cada una de ellas. En este sentido, el gráfico 4 ilustra cómo los porcentajes más elevados de este indicador se obtienen en la zona del arco mediterráneo y en las islas, circunstancia que sugiere que la

segunda finalidad tiene un impacto no despreciable en los datos agregados.

En definitiva, los extranjeros residentes están teniendo un papel creciente en el avance del crédito de los hogares, como cabría esperar habida cuenta de la continuada expansión de este grupo de población. Su propensión a endeudarse, sin embargo, es inferior a la de las familias españolas, sus pasivos están, comparativamente, más respaldados por garantías reales, y una parte significativa de los mismos está ligada a la adquisición de inmuebles, previsiblemente asociada al turismo residencial, en provincias costeras.

pondientes a diciembre del pasado año, evidencian un crecimiento más moderado de esta variable, en consonancia con la desaceleración del precio de la vivienda.

En el caso de las sociedades no financieras, los ratios agregadas de endeudamiento y de carga financiera también mantuvieron una trayectoria ascendente durante los últimos tres meses de 2006 y los primeros de 2007. Por otra parte, el ascenso de los pagos por intereses está restando dinamismo al avance de los resultados económicos, lo que se ha reflejado en un cierto retroceso de la rentabilidad de los recursos propios. La información de la Central de Balances Trimestral (CBT) también evidencia que entre septiembre y diciembre del pasado ejercicio se produjo un ascenso de la proporción de los beneficios que se destina a cubrir los gastos financieros. Sin embargo, la ratio de endeudamiento para esta muestra se redujo ligeramente, desarrollo que estuvo condicionado por el comportamiento de los grandes grupos, ya que para el resto de compañías se observó un incremento en esta variable. Esta evolución, junto con el comportamiento de la rentabilidad de estas empresas, que continuó en valores elevados, determinó un ligero descenso de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, las necesidades netas de recursos de la nación volvieron a aumentar durante el cuarto trimestre del pasado año, hasta situarse en el 7,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, evolución que resultó del nuevo incremento en el déficit de fondos de las sociedades y de una reducción del superávit financiero de las AAPP, que no fueron compensados por la recuperación del ahorro de los hogares (véase cuadro 5). Las instituciones financieras han continuado canalizando el grueso de la captación de fondos del resto mundo, fundamentalmente a través de la emisión de valores de renta fija, para cubrir tanto la diferencia entre el gasto y la renta de la economía española como las inversiones en el exterior de los otros sectores residentes.

En definitiva, el todavía elevado dinamismo de la deuda y el ascenso de los tipos de interés están contribuyendo a moderar el incremento de las rentas, especialmente en el caso de las sociedades, y han seguido elevando la exposición del sector privado a cambios adversos en el contexto macroeconómico o en el coste de financiación. Por tanto, aunque ni las empresas ni las familias se encuentran en una situación de debilidad financiera, durante el último trimestre no se han producido avances significativos en la contención de los riesgos de naturaleza financiera sobre las perspectivas de crecimiento económico a medio plazo, comentados en anteriores informes.

% del PIB	2001	2002	2003	2004	2005		2006		
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
					Economía nacional	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-4,2	-3,5	-3,9	-5,3	-8,4	-9,3	-10,0	-10,6	-10,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-5,2	-4,2	-4,1	-4,6	-7,0	-7,7	-7,8	-8,5	-8,9
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,1	0,7	0,1	-0,6	-1,3	-1,6	-2,2	-2,0	-1,5
Instituciones financieras	1,2	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Administraciones Públicas	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	1,1	1,7	2,1	2,2	1,8
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-9,9	-8,6	-8,3	-8,9	-11,3	-14,0	-14,7	-15,8	-15,9

FUENTE: Banco de España.

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

## 5.2 El sector hogares

Durante el primer trimestre de 2007 continuó reduciéndose la holgura de las condiciones de financiación a los hogares. Así, entre diciembre y febrero, los tipos de interés aplicados por las entidades en las nuevas operaciones se incrementaron 18 pb, en el caso del crédito para vivienda, y 20 pb, en el de los destinados a consumo y otros fines, siendo la subida acumulada desde los niveles mínimos alcanzados en octubre de 2005 de 161 pb y 124 pb, respectivamente. Por otra parte, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades anticipaban para los primeros meses del año en curso un ligero tensionamiento de las condiciones generales de oferta de los préstamos.

Estos cambios, junto con la desaceleración del precio de la vivienda, están contribuyendo a moderar el incremento de la tasa de crecimiento de la deuda de las familias, que se redujo en más de un punto porcentual entre septiembre y diciembre de 2006. De acuerdo con la información provisional disponible, esta trayectoria habría continuado durante los primeros meses de 2007. No obstante, la velocidad a la que se expanden estos pasivos continúa siendo elevada (por encima del 18%). El desglose por finalidades evidencia que durante este período continuó el descenso del ritmo de avance del crédito para la adquisición de vivienda, que se situó en febrero en el 19%, mientras que el correspondiente a los destinados a consumo y otros fines ha mostrado cierta tendencia a estabilizarse, tras el perfil ascendente que se observó hasta finales del verano.

Por su parte, la adquisición de activos financieros alcanzó en el cuarto trimestre del pasado año un importe equivalente al 11,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,7 pp por encima del registro de septiembre (véase cuadro 6). Por instrumentos, los de menor riesgo (efectivo y depósitos) se mantuvieron como el principal componente de la inversión financiera. Dentro de estos, destacaron los depósitos a plazo, incluidos en la rúbrica de otros depósitos y valores de renta fija, que volvieron a acelerarse, de modo que sus flujos asociados representaron un 5,2% del PIB. Nuevamente, este desarrollo parece reflejar una mayor preferencia por estos productos, en detrimento de las participaciones en fondos de inversión, cuyas suscripciones netas siguieron reduciéndose, hasta suponer en 2006 solamente el 0,2% del PIB. Por su parte, los hogares siguieron vendiendo acciones en términos netos, al tiempo que el ahorro materializado en reservas técnicas de seguros se situó en niveles similares a los de tres meses antes.

% del PIB	2003	2004	2005	2006		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,7	9,6	10,2	10,2	10,7	11,4
Medios de pago	4,1	3,9	4,0	3,4	3,2	3,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	1,9	3,4	4,7	6,0
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	0,5	0,0	-0,3	-0,4	-0,8
Fondos de inversión	2,3	1,5	1,9	1,7	0,8	0,2
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,8	1,9	1,5	1,5	1,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6
<i>De jubilación</i>	0,9	0,8	1,0	0,8	0,7	0,8
Resto	0,2	0,6	0,4	0,4	0,8	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	8,5	10,2	11,6	12,3	12,7	12,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,2	10,8	12,3	13,3	13,2	12,9
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	7,0	8,7	10,3	10,5	10,2	9,7
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	2,1	2,2	2,8	3,0	3,2
Resto	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,5	0,0
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	12,1	12,3	17,0	18,4	21,8	22,9
Medios de pago	0,9	1,0	2,3	2,1	2,5	2,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,3	1,0	1,1	2,6	3,3
Acciones y otras participaciones	7,4	6,4	7,1	10,3	10,7	10,2
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,5	3,8	3,9	6,8	7,4	6,9
Resto	2,6	4,6	6,6	5,0	6,0	7,2
Operaciones financieras (pasivos)	16,2	16,9	24,0	26,2	30,4	31,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,1	8,3	12,9	14,4	16,5	18,0
Préstamos exteriores	2,6	0,7	2,1	3,2	3,5	3,3
Valores de renta fija (d)	-0,2	0,0	0,3	1,3	1,6	1,8
Acciones y otras participaciones	5,1	4,6	3,2	3,2	3,3	2,3
Resto	2,5	3,3	5,5	4,1	5,5	6,3
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	15,8	16,3	21,2	22,9	24,3	24,2
Hogares e ISFLSH	19,1	20,2	20,9	21,0	20,6	19,3
Sociedades no financieras	13,4	13,2	21,4	24,4	27,4	28,2

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.
- 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.

El elevado dinamismo del crédito, junto con el ascenso de los costes de financiación, continuaron alimentando la trayectoria ascendente de los ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares, que se situaron, al cierre del pasado ejercicio, en torno al 125% y 16% de la RBD del sector, respectivamente (véase gráfico 25). De acuerdo con la información provisional disponible, esta tendencia se habría prolongado al comienzo de 2007. No obstante, la recuperación del ahorro bruto durante el cuarto trimestre de 2006 permitió que, a pesar de la expansión de los pasivos, el sector mantuviera estable su capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones financieras. Asimismo, según las Cuentas Financieras, durante el mismo período se redujeron las necesidades de financiación de las familias, situándose en el 1,5% del



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulizado 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.

PIB, en términos acumulados anuales. Por otra parte, el aumento de la riqueza neta siguió contribuyendo a reforzar la solidez de su posición financiera, aunque el avance de esta variable se está moderando, en consonancia con la desaceleración del precio de la vivienda.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también fueron algo más restrictivas durante el primer trimestre de 2007. Así, el indicador sintético que aproxima el coste marginal de los nuevos fondos recibidos<sup>3</sup> aumentó 25 pb hasta febrero (último dato disponible). Esta subida fue, fundamentalmente, consecuencia de la elevación de los tipos de interés bancarios en 21 pb (156 pb por encima de los mínimos de septiembre de 2005). Este incremento refleja,

3. El método de cálculo de este indicador sintético puede verse en el artículo «Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas», del *Boletín Económico* de diciembre de 2006.

probablemente, no solo el curso de las rentabilidades de mercado, sino también un cierto avance de los márgenes, como evidencia la EPB. En el caso de los valores de renta fija, también se produjo un ascenso, tanto a largo como a corto plazo (en torno a 16 pb), mientras que el coste de los recursos propios creció más moderadamente (6 pb).

El aumento del coste de financiación no impidió un notable dinamismo de la deuda, que, entre septiembre y diciembre, volvió a acelerarse hasta alcanzar su ritmo de avance a niveles superiores al 28%. Los datos provisionales de los primeros meses de 2007 apuntan a un descenso de más de 4 pp en esta tasa, como reflejo, fundamentalmente, de un efecto base ligado a un flujo excepcionalmente elevado en el mismo período del ejercicio precedente (asociado a la financiación de una adquisición corporativa de gran tamaño). En todo caso, el crédito concedido por las entidades financieras, que no está afectado por este fenómeno, dio también señales de una ligera moderación.

La información más reciente del desglose del crédito por actividades productivas, correspondiente a diciembre de 2006, muestra que los sectores más expansivos en la demanda de fondos fueron nuevamente los servicios inmobiliarios y la construcción, con tasas de crecimiento del 50% y el 33%, respectivamente. Por su parte, los recursos captados por la industria y por el resto de servicios se aceleraron, de modo que su ritmo de avance se situó en el 14% y 21%, respectivamente.

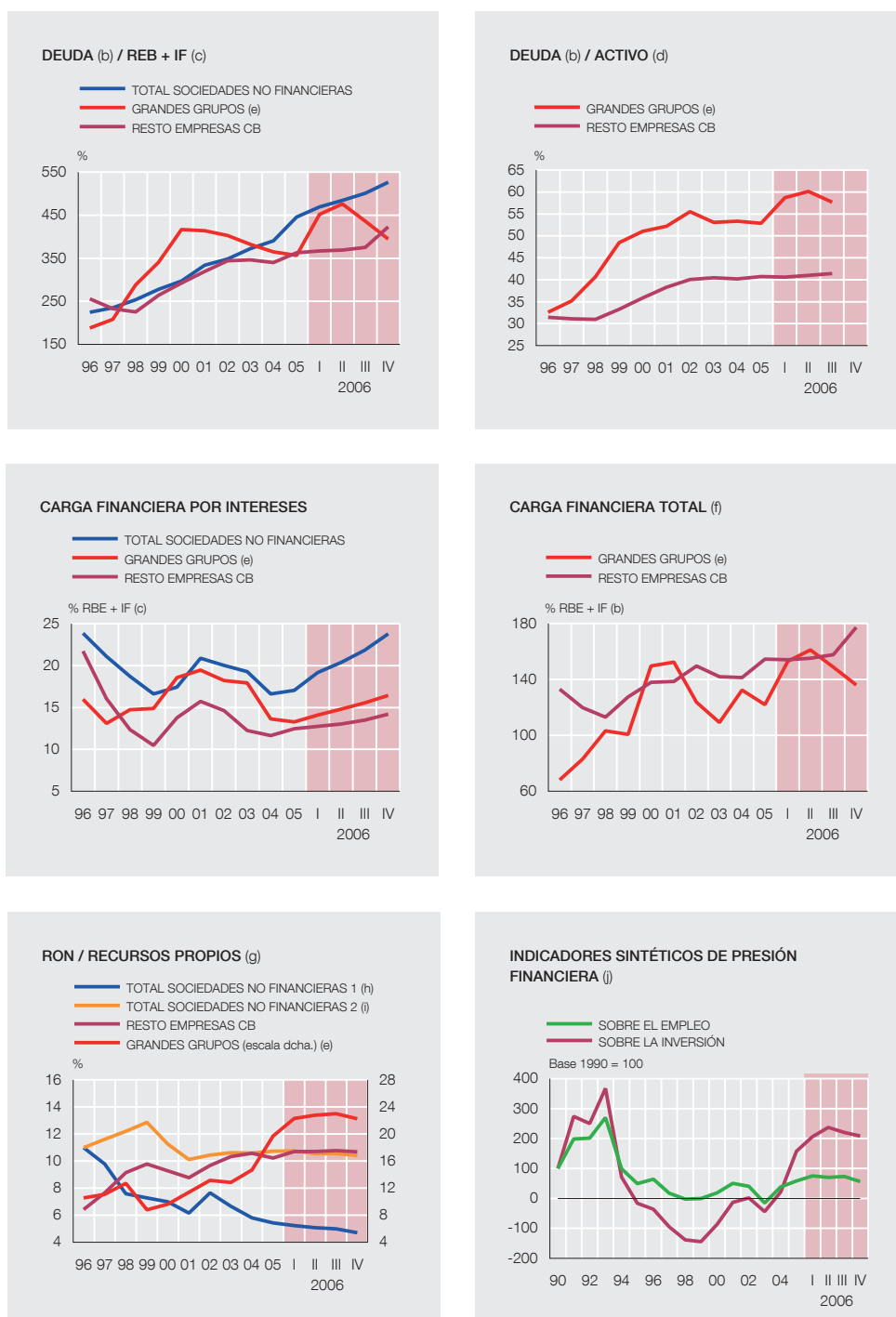
En contraste con la expansión de la financiación ajena, las sociedades redujeron la emisión de acciones y otras participaciones, de tal forma que en diciembre esta representaba el 2,3% del PIB, en términos acumulados anuales, lo que supone 1 pp menos que en el trimestre precedente.

Por su parte, el volumen de las operaciones de activo de las sociedades creció nuevamente, alcanzando, en diciembre de 2006, un importe próximo al 23% del PIB (1 pp más que en el trimestre anterior). Por instrumentos, el grueso de las adquisiciones continuó dirigiéndose a valores de renta variable, aunque siguió aumentando la importancia relativa de las inversiones netas materializadas en tesorería y deuda.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al cuarto trimestre de 2006, muestra un nuevo aumento de las necesidades de financiación de las sociedades, que se situaron cerca del 9% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, también se incrementó, aunque en menor medida, hasta alcanzar prácticamente el 16% del PIB (véase cuadro 5).

El aumento del recurso a los fondos ajenos y su encarecimiento se tradujeron en nuevas elevaciones de los ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con los resultados generados, tendencia que se habría prolongado durante los primeros meses de 2007 (véase gráfico 26). El ascenso de los pagos por intereses limitó el avance del resultado ordinario neto, que en 2006 se mantuvo, de hecho, en el mismo nivel del año precedente, lo que determinó un ligero descenso de la rentabilidad de los recursos propios.

Para las empresas colaboradoras con la CBT, en la que tienen un peso elevado las sociedades grandes, la última información disponible, correspondiente al cuarto trimestre de 2006, muestra también un ascenso de la proporción de los ingresos que se destinan al pago de intereses. Por el contrario, la ratio de endeudamiento para este conjunto de empresas descendió, como consecuencia del comportamiento de los grandes grupos, porque para el resto de



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). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

e. 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.

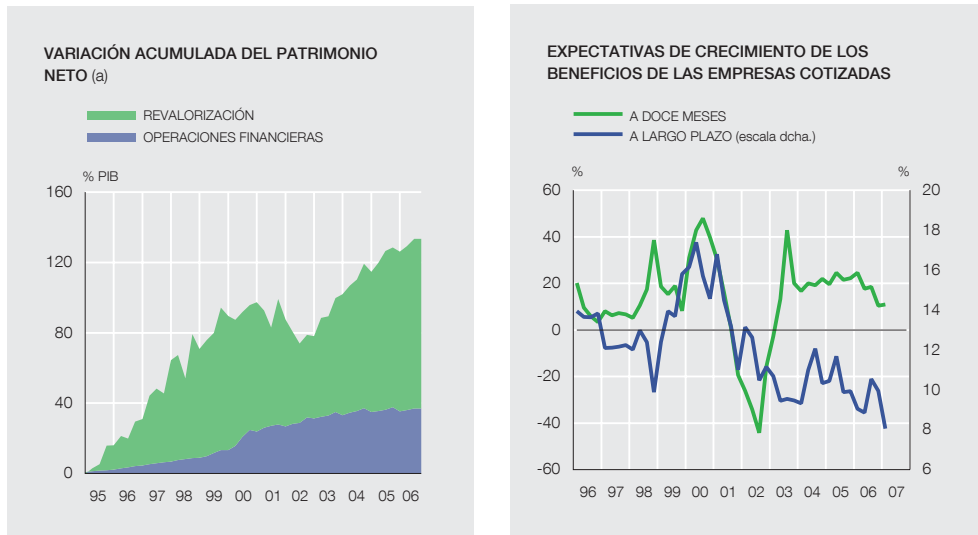
f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

g. Para el total de las sociedades no financieras RON = EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – 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.

compañías se observó un incremento apreciable de esta variable. Por su parte, la rentabilidad de los recursos propios se mantuvo en niveles elevados (14%). Por sectores, la rama industrial registró el mayor aumento de los beneficios, lo que contribuyó a reducir su ratio de endeudamiento. Como resultado conjunto de todos estos cambios, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo se redujeron ligeramente.

Por último, las previsiones de los analistas sobre el crecimiento a largo plazo de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas descendieron al 8% en el primer trimestre de 2007 (10% a finales de 2006), mientras que las expectativas de avance a corto plazo experimentaron escasas variaciones y se situaron en el entorno del 10% (véase gráfico 27).

**5.4 Las Administraciones Públicas**

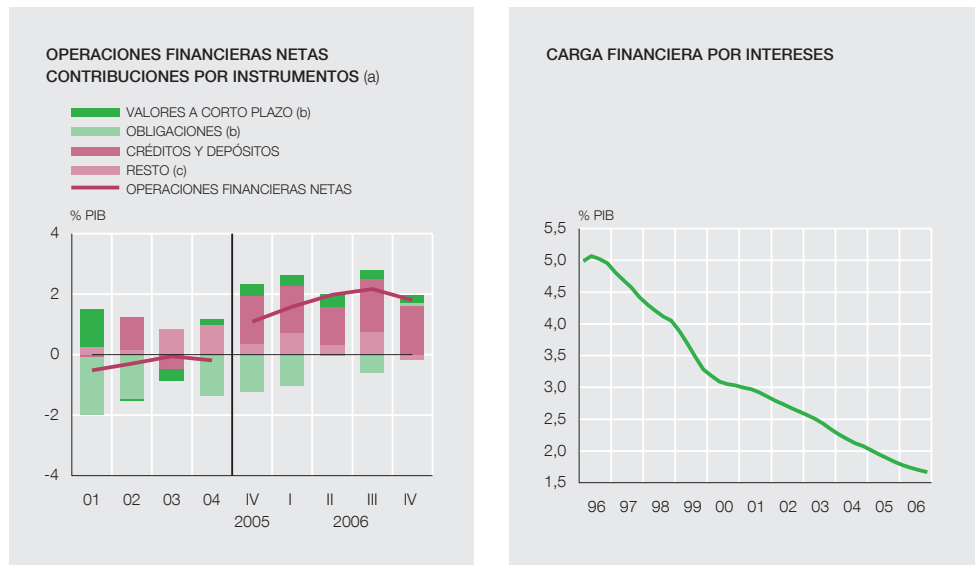
La capacidad de financiación de las AAPP se situó al cierre de 2006, en términos acumulados de doce meses, en el 1,8% del PIB, cifra que, no obstante, es inferior al 2,2% registrado en el tercer trimestre del año (véase gráfico 28). Por instrumentos, el sector realizó amortizaciones netas de títulos tanto a corto como, a diferencia de lo ocurrido en la primera parte del ejercicio, a largo plazo, aunque por un importe reducido, por lo que el saldo de depósitos, neto de crédito, continuó aumentando. La disminución de la ratio de endeudamiento determinó que, en un contexto de subidas de los costes de financiación, continuara la reducción de los pagos por intereses en relación con el PIB, hasta alcanzar el 1,7%.

**5.5 La posición financiera frente al exterior**

En los últimos meses de 2006, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó aumentando, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 7,8% del PIB, frente al 7,6% observado en septiembre. Por sectores, las mayores necesidades de fondos resultaron del aumento del déficit de las sociedades y del menor superávit financiero de las AAPP, que no fueron compensados por la recuperación del ahorro de los hogares.

Las instituciones financieras (excluidos los inversores institucionales) han seguido canalizando el grueso de los fondos procedentes del exterior, y en particular, las distintas de las entidades de crédito (los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras espe-

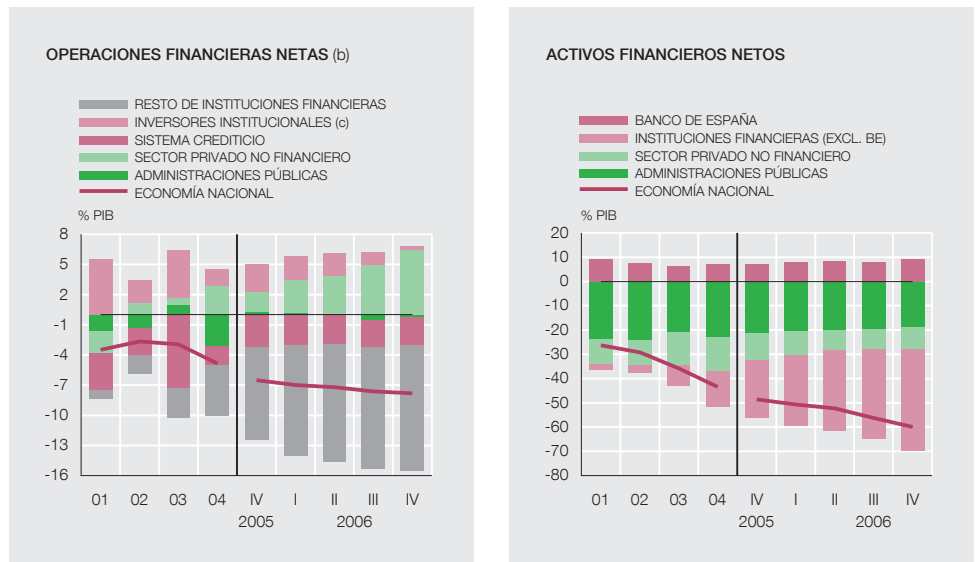




FUENTE: Banco de España.

- 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.

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



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 seguro e instituciones de inversión colectiva.

% del PIB	2003	2004	2005	2006		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-7,2	-7,6	-7,8
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,1	13,3	18,2	20,2	19,0	16,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,2	4,3	4,8	5,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,2	2,6	3,5	3,4
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,8	3,5	0,8	-1,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	1,9	-0,3	-2,0
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,5	0,3	2,0	1,3	0,7	0,4
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	5,2	9,7	10,2	9,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,5	3,8	3,9	6,8	7,4	6,9
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,1	0,8	0,9	1,8	1,7	1,2
Préstamos	0,3	0,8	1,1	1,6	1,7	2,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,0	18,2	24,8	27,4	26,6	24,6
Depósitos	6,9	1,7	5,7	2,6	0,8	0,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	2,8	1,3	0,6
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,8	20,0	21,7	21,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,0	2,7	0,2	0,8	1,6	1,3
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	7,5	8,1	7,8
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	2,8	5,1	9,3	11,7	12,0	12,4
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,7	1,2	0,2	-0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,3	1,7	0,8	1,0	0,2	-1,3
Préstamos	2,8	1,3	2,3	3,4	3,7	3,5
Otros neto (c)	-0,9	-0,6	-0,7	-1,0	-1,3	-0,8
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,3	5,8	3,4	5,9	6,3	6,3
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,0	1,9	1,8	1,4

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.

cializadas en la emisión de valores). En conjunto, los nuevos pasivos netos captados por este sector supusieron el 17% del PIB, 2,1 pp más que en septiembre de 2006 (véase gráfico 29).

A pesar de ello, se redujeron las entradas de capital por segundo trimestre consecutivo, situándose a finales de 2006 en el 24,6% del PIB (en términos acumulados de doce meses, véase cuadro 7). El grueso de estos fondos continuó materializándose en valores distintos de acciones, de modo que estos títulos y, en concreto, los emitidos por las instituciones financieras, se mantuvieron como la principal vía por la que se canaliza el ahorro del exterior necesario para cubrir las necesidades de recursos de nuestra economía. La variación más destacable fue el descenso de las adquisiciones de acciones y participaciones por parte de los no

residentes, cuyo flujo alcanzó un valor ligeramente negativo, que resultó, en parte, de la reducción en la inversión directa del exterior en España. Asimismo, se contrajo la financiación captada a través del mercado interbancario, de manera que se mantuvo un signo neto acreedor.

La adquisición de activos exteriores también se redujo, aunque en menor medida, y supuso el 16,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, las variaciones más significativas fueron los descensos de los importes asociados a las compras netas de valores de renta fija, cuyo flujo fue negativo, y de acciones y participaciones. Esta evolución fue, no obstante, compatible con el mantenimiento del volumen de fondos materializado en forma de inversión directa en el resto del mundo en los mismos niveles del trimestre anterior.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la economía continuó acumulando pasivos netos frente al exterior (véase gráfico 29). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia del aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluidos los inversores institucionales), que en el último año ha pasado del 24% al 42% del PIB, lo que confirma el protagonismo creciente de este sector en la canalización del ahorro del resto del mundo hacia nuestra economía.

27.4.2007

LA RESPUESTA A LA CONSULTA DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA  
EN CUMPLIMIENTO DEL ARTÍCULO 8.2 DE LA LEY GENERAL DE ESTABILIDAD  
PRESUPUESTARIA Y LA DIFUSIÓN DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS  
DEL BANCO DE ESPAÑA

## La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España

El Banco de España publicó en su sitio web de Internet el pasado 30 de marzo una breve nota sobre la situación actual y las perspectivas de la economía española en respuesta al artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria (Ley15/2006), que entró en vigor a principios de este año, y que afectará a los presupuestos correspondientes a 2008. En él se establece que el Ministerio de Economía y Hacienda ha de consultar al Banco de España sobre la situación de la economía española previamente a la elaboración por el propio Ministerio del informe que acompañará la propuesta del objetivo de estabilidad presupuestaria.

Dicha Ley define la estabilidad presupuestaria para el Estado, las Comunidades Autónomas y los grandes ayuntamientos como la situación de equilibrio o de superávit presupuestario computado a lo largo del ciclo, si bien para la Seguridad Social y los ayuntamientos de dimensiones reducidas el cumplimiento de este requisito debe efectuarse con carácter anual, independientemente del ciclo. La propuesta de fijación del objetivo de estabilidad presupuestaria por parte del Gobierno debe tener en cuenta, por tanto, la evolución económica que se prevé para los tres años que comprende el horizonte temporal del citado objetivo. En el marco así definido, la valoración de las perspectivas de la economía es muy relevante, porque constituye la base para que se determinen los objetivos presupuestarios de los tres próximos años en los distintos niveles de gobierno de las AAPP, según el criterio de estabilidad definido por la Ley.

En respuesta a esta consulta, el Banco de España confeccionó la nota que se reproduce en el recuadro adjunto, fechada el 26 de febrero y elaborada a partir de los resultados del ejercicio interno de previsión que se realizó en enero, que incluía proyecciones de las principales variables macroeconómicas hasta el año 2008. Estas proyecciones habían sido utilizadas en la elaboración del «Informe trimestral de la economía española» referido al cuarto trimestre de 2006, que se publicó en el *Boletín Económico* de enero, siguiendo las técnicas habituales de análisis de coyuntura que emplea el Servicio de Estudios. Las proyecciones que realiza regularmente el Banco, en determinados momentos del año de forma coordinada con el resto de bancos centrales del Eurosistema y con el BCE, constituyen una pieza fundamental en el diagnóstico y evaluación de las perspectivas de la economía española. De hecho, una parte muy considerable del trabajo analítico que ha venido desarrollando el Servicio de Estudios en los últimos años se ha dirigido a perfeccionar las herramientas de modelización y de previsión macroeconómica, como se da nutrida cuenta en el libro *El análisis de la economía española*, publicado en 2005.

Los ejercicios de análisis de coyuntura y las proyecciones que se realizan toman como marco principal de referencia los agregados de las Cuentas Nacionales, pero también tienen en cuenta otra información relevante. La elaboración de las proyecciones parte de la información coyuntural disponible en el momento de su realización y de un conjunto de supuestos sobre las principales variables exógenas al ejercicio, como la evolución prevista de los mercados y precios exteriores, el tipo de cambio, y algunas variables financieras y fiscales, entre otras. Esta información permite obtener, mediante la utilización de diversas herramientas estadísticas y modelos econométricos, y la necesaria interpretación de sus resultados por los analistas especializados, proyecciones para las variables fundamentales de las cuentas nacionales. Como resultado, se obtienen sendas de evolución futura para los principales agregados macroeconómicos (PIB, consumo, inversión, exportaciones e importaciones), el empleo, las va-

riables de precios y costes, y la cuenta de renta y de capital de los distintos sectores institucionales y del conjunto de la nación. Con todo, las proyecciones resultantes están sometidas a un grado de incertidumbre que, como es habitual, es creciente conforme se amplía el horizonte temporal de la proyección. Las proyecciones alcanzadas definen un escenario central rodeado por un margen de incertidumbre y sometido a riesgos de desviación de diverso signo e intensidad.

En la nota de respuesta a la consulta del Ministerio, incluida en el recuadro, se comenta el escenario central de las proyecciones de las que disponía el Banco en el momento de su realización y se complementa con el análisis de los riesgos que podrían derivarse de escenarios alternativos. El escenario central apunta al mantenimiento de unas tasas de crecimiento relativamente elevadas en 2007 y 2008, si bien dentro de una senda de gradual desaceleración de la economía española. La menor holgura de las condiciones monetarias y la ralentización del proceso de revalorización de la riqueza financiera de los agentes —en especial, por el ajuste suave que se espera en el mercado inmobiliario— son los dos factores principales que conducirían a un menor empuje de la actividad en 2007 y, más claramente, en 2008. No obstante, la situación cíclica de la economía española mantendría un tono positivo durante el horizonte de previsión, con la producción observada manteniéndose por encima de su nivel potencial.

Al considerar la forma de atender adecuadamente los requerimientos legales que establece el artículo 8.2 y, sobre todo, la conveniencia de reforzar la transparencia sobre el diagnóstico de la situación y las perspectivas de la economía española, el Banco de España ha tomado la decisión de publicar de forma regular proyecciones macroeconómicas, en línea también con las prácticas de otros bancos centrales del Eurosistema. Por ello, de cara a próximos ejercicios, será necesario definir previamente cuestiones como la frecuencia de publicación, el horizonte de previsión, el conjunto de variables sobre las que se van a difundir las proyecciones, la concreción de estas en forma de estimaciones puntuales o de intervalos, etc. Dada la complejidad técnica que rodea algunas de estas cuestiones, en los próximos meses se estudiará con profundidad la forma que adoptará en el futuro la difusión de estas proyecciones, con el objetivo de iniciar su publicación a partir del año 2008.

20.4.2007.

**Nota de respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en relación con el artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria****Introducción**

La Ley General de Estabilidad Presupuestaria establece en su artículo 8.2 que el Ministerio de Economía y Hacienda debe consultar al Banco de España y al Instituto Nacional de Estadística para elaborar el informe que ha de acompañar la propuesta de objetivos de estabilidad presupuestaria. La presente nota constituye la respuesta del Banco de España a esa consulta.

Esta respuesta se ha orientado siguiendo el enfoque que se deriva de las funciones que el Banco de España tiene encomendadas institucionalmente y descansa en el dispositivo analítico que ha desarrollado para desempeñarlas. Además, parte de la consideración de que dentro de la UEM la política fiscal debe seguir, de acuerdo con la filosofía recogida en las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, una pauta de equilibrio a medio y largo plazo y que en su concreción ha de tener en cuenta los efectos del tono de la política monetaria común en la situación económica específica del país. En particular, dada la trayectoria seguida por la economía española desde su integración en la UEM, tiene gran importancia para el diseño de la política presupuestaria considerar los efectos que el grado de holgura de las condiciones monetarias puede tener sobre el comportamiento del diferencial de precios, la competitividad, el desequilibrio exterior y el endeudamiento de empresas y familias.

En consecuencia, en el segundo apartado de esta nota se valoran los rasgos de la situación actual y de las perspectivas de la economía española que son más relevantes para la definición de la política presupuestaria, a partir del análisis del cuadro macroeconómico y de su presumible evolución en un horizonte de dos años, según los ejercicios de previsión que realiza regularmente el Banco de España, en el marco de los calendarios y las prácticas establecidas por el Eurosistema. Finalmente, se comentan algunos aspectos técnicos de las previsiones empleadas, como los supuestos externos utilizados, el horizonte temporal que alcanzan, los límites en la capacidad de previsión y los riesgos más relevantes que se detectan en el escenario central planteado.

**Caracterización de la situación de la economía española**

El crecimiento del producto mundial mantuvo en 2006 tasas de crecimiento muy elevadas por tercer año consecutivo. Lo más relevante desde el punto de vista de la economía española es que se consolidó la recuperación de la actividad en el área del euro, superando, así, una larga etapa de reducido dinamismo. El afianzamiento de esta fase de crecimiento económico más robusto, junto con la aparición de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios, ha determinado la necesidad de ajustar el carácter notablemente expansivo de las condiciones monetarias que el BCE había mantenido durante el prolongado período de atonía. Con todo, los tipos de interés en el área del euro, tanto en términos reales como nominales, se han mantenido en niveles bajos en todos los plazos, con lo que las condiciones monetarias han continuado siendo relativamente holgadas y, por tanto, han seguido impulsando la prolongación de la etapa expansiva de la economía española.

La mayor fortaleza de la economía de la zona del euro y la menor holgura de las condiciones monetarias condujeron en 2006 a una moderada desaceleración de la demanda nacional en España, pero también a una mejora, de mayor magnitud, de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, de manera que el crecimiento del PIB se aceleró durante 2006, hasta el 3,9%. Por tanto, y a diferencia de lo ocurrido en 2004 y 2005, la expansión más intensa de la actividad fue compatible con un cierto reequilibrio de sus determinantes por el lado de la demanda. Junto con los factores antes señalados, el impulso demográfico procedente de los flujos de inmigrantes y las buenas perspectivas de los agentes han sostenido el crecimiento económico, sobre el que, además, el encarecimiento del petróleo solo ha tenido un impacto moderado.

La mejora de la demanda exterior neta en 2006 se debió a la fuerte recuperación de las exportaciones, mientras que continuó una intensa filtración de gasto hacia el exterior a través de las importaciones. En 2006, sin embargo, continuó aumentando el déficit exterior, de manera que las necesidades de financiación de la nación se situaron en el 7,8% del PIB.

El consumo de los hogares flexionó algo a la baja en 2006, aunque continuó aumentando a un ritmo superior al de la renta disponible, con lo que la tasa de ahorro de las familias siguió descendiendo. Como, a su vez, la inversión en vivienda ha mantenido una fuerte expansión, las necesidades de financiación del sector se incrementaron en 2006 y el endeudamiento de las familias alcanzó cotas todavía más elevadas. Las empresas acometieron en 2006 la realización de importantes planes de inversión en bienes de equipo, en un contexto de recuperación de la actividad exportadora y de pujanza del sector industrial. La inversión en equipo, que había mostrado una cierta atonía en los primeros años de la presente década, presentó, así, un renovado vigor, en línea con lo observado en 2005, lo que indica el predominio de las expectativas favorables entre las empresas. La actividad inversora de las empresas se financió, como en el caso de los hogares, con un recurso creciente al endeudamiento, lo que condujo a una trayectoria ascendente tanto en la ratio de endeudamiento como en la carga financiera de las sociedades.

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas registraron un gran dinamismo, excepto la agraria y pesquera, que no obstante experimentó una notable recuperación a lo largo del año. Cabe destacar la marcada expansión del sector industrial en 2006 y la fortaleza del sector de la construcción, que ha mantenido tasas de crecimiento prácticamente iguales a las del año precedente. La coyuntura de la actividad industrial en la zona del euro no es ajena a la expansión de este sector en España; de hecho, las buenas perspectivas europeas han contribuido a afianzar el crecimiento industrial español. También ha proseguido la pujanza en la generación de empleo, con lo que los incrementos agregados de la productividad en la economía de mercado continuaron siendo moderados, aunque con una tendencia a la recuperación en la segunda parte del año. A nivel sectorial cabe destacar las ganancias de productividad que se están produciendo en las actividades manufactureras.

La favorable capacidad de respuesta que mostró la oferta en el transcurso de 2006 no fue suficiente para contrarrestar la presión del gasto, lo que se reflejó en la evolución de los costes y los precios de la economía en su conjunto. La remuneración por asalariado de la economía de mercado experimentó en 2006 un repunte, con una tasa media anual del 2,8%, frente al 2,1% del año precedente, que se trasladó casi íntegramente a los costes unitarios del trabajo, debido al escaso avance de la productividad. Hay que mencionar, no obstante, el buen comportamiento de los costes unitarios de las manufacturas, que experimentaron un descenso en 2006. La elevación de los costes laborales, junto con las alzas de los precios del petróleo, muy intensas en la primera parte del año, y la continuación en el proceso de ampliación de márgenes, determinaron que en el promedio de 2006 no se produjeran avances sustanciales en el recorte de la inflación de la economía española y que, por el contrario, se anotaran deterioros adicionales en los índices de competitividad precio. Sin embargo, la información más reciente sobre precios muestra una acusada desaceleración del índice general de precios de consumo y también, aunque más moderada, de la inflación subyacente, por lo que se configura un escenario algo más favorable de cara a los procesos de formación de precios y costes que se inician en 2007.

Los datos de cierre de 2006 de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) que el INE acaba de publicar dibujan un escenario de creci-

miento sólido y suavemente acelerado en los últimos meses del año pasado, que puede prolongarse en la primera parte de este año. De este modo, la propia inercia del gasto –y el efecto de la reforma de la imposición directa– compensaría, en la primera parte de 2007, el carácter menos expansivo de la mayoría de sus determinantes, entre los que cabe mencionar unos mercados de exportación menos pujantes, unos tipos de interés al alza y unos procesos de revalorización de activos menos intensos que los de los últimos años. En el segundo semestre debería observarse una moderación más clara de la expansión del producto, merced a la previsible pérdida de dinamismo del gasto de las familias en consumo e inversión residencial en respuesta a la evolución de sus principales determinantes.

En conjunto, es probable que la actividad siga creciendo en 2007 a un ritmo similar al del año precedente (véase cuadro 1) y que solo en 2008 se produzca una desaceleración del PIB más marcada, en la medida en que no se percibe que, en un entorno de condiciones financieras menos holgadas, haya otros factores que puedan impulsar la inversión residencial con la intensidad que lo han hecho en los últimos años. Con todo, el producto todavía crecería en 2008 a tasas superiores al 3%. Para ello es también fundamental que las exportaciones mantengan el tono más favorable de 2006, aunque nuestros mercados de exportación sean menos dinámicos, y que las compras del exterior se moderen en línea con la demanda nacional. Este com-

## 1 PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS

### Variaciones en volumen

Tasas de variación

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. GASTO EN CONSUMO FINAL NACIONAL	3,3	4,7	4,3	3,9	3,6	3,2
1.1. Gasto en consumo final nacional de los hogares e ISFLSH	2,8	4,2	4,2	3,7	3,4	3,0
1.2. Gasto en consumo final de las AAPP	4,8	6,3	4,8	4,4	4,1	3,9
2. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	5,3	5,1	6,9	6,5	6,2	3,8
3. DEMANDA NACIONAL (1 + 2)	3,8	4,8	5,0	4,6	4,3	3,4
4. EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	3,7	4,1	1,5	6,2	5,3	5,5
5. DEMANDA FINAL (3 + 4)	3,8	4,7	4,3	4,9	4,5	3,8
6. IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	6,2	9,6	7,0	8,4	7,2	6,0
Aportación de la demanda exterior neta (a)	-0,8	-1,7	-1,7	-1,0	-0,9	-0,5
7. PRODUCTO INTERIOR BRUTO (5 – 6)	3,0	3,2	3,5	3,9	3,7	3,1
PRO MEMORIA						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (% PIB)	-2,9	-4,8	-6,5	-7,8	-8,8	-9,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AAPP (% PIB) (b)	0,0	-0,2	1,1	1,6	1,3	1,1
Deflactor del consumo privado	3,1	3,5	3,4	3,6	2,2	2,7
Deflactor del PIB	4,1	4,0	4,1	3,8	3,2	3,0
Empleo total (puestos de trabajo equivalente)	2,4	2,6	3,1	3,1	3,0	2,4
Coste laboral unitario	3,0	2,5	2,2	2,7	2,7	2,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Aportaciones al crecimiento del PIB.

b. Definición acorde con el Protocolo de Déficit Excesivo.



portamiento del sector exterior pasa, por tanto, por una mejora de las condiciones competitivas de la economía española tanto en términos de precios relativos como de otros factores, como son la calidad, la diferenciación de productos, la ampliación de mercados, etc.

El escenario central de las previsiones disponibles para 2007 y 2008 se ha elaborado sobre la base de unos supuestos que se detallan en el apartado siguiente y proporciona unas proyecciones específicas que deben ser interpretadas con cautela, dada la incertidumbre inherente a las técnicas de previsión económica utilizadas. En ese escenario central se dibuja un panorama de suave desaceleración del PIB y de reequilibrio entre la contribución de la demanda interna y de la demanda exterior neta a su crecimiento. Este escenario se fundamenta, de una parte, en unas condiciones monetarias y financieras menos expansivas y en un ajuste suave del mercado inmobiliario y, de otra, en una mejora de las condiciones competitivas de la

economía española. En este escenario central, la brecha de producción, definida como la desviación de los niveles de producción observados en relación con el nivel potencial, se mantendría en niveles positivos hasta 2008, indicando la persistencia de una posición cíclica alcista durante todo el horizonte de previsión (véanse cuadros 2 y 3 y gráfico 1). Es importante resaltar, no obstante, que la estimación del producto potencial está sujeta a un elevado grado de incertidumbre, pues requiere un conjunto muy amplio de información y la realización de un número apreciable de supuestos simplificadores<sup>1</sup>. Por ese motivo, es preferible efectuar el diagnóstico sobre la evolución previsible de la brecha de producción a partir de una horquilla de estimaciones, como se hace en el cuadro 3.

1. Para mayor detalle puede consultarse: «Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española», *Boletín Económico*, enero 2007, Banco de España.

## 2 TASA DE CRECIMIENTO POTENCIAL

Porcentaje

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO POTENCIAL (a)									
NAIRU BP	3,9	3,6	3,6	3,6	3,3	3,3	3,6	3,5	3,3
NAIRU VAR	3,8	2,7	2,3	3,0	3,3	3,9	3,9	3,5	3,3
NAIRU Cphil	3,6	3,4	3,4	3,6	3,4	3,5	3,7	3,6	3,4

a. A partir de tres estimaciones alternativas de la NAIRU: un filtro estadístico (BP), un modelo VAR estructural que incluye PIB, inflación no energética y desempleo y un modelo del tipo curva de Philips que relaciona la inflación salarial con la brecha entre el desempleo observado y la Nairu.

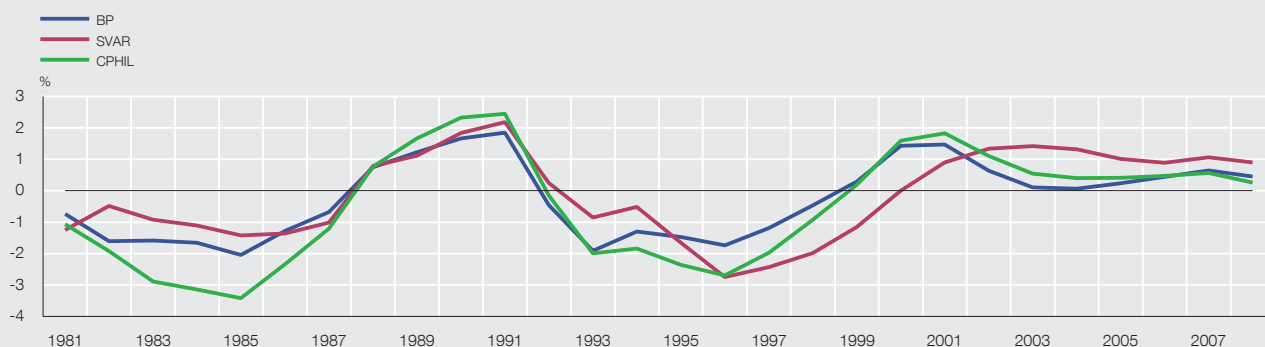
## 3 BRECHA DEL NIVEL DE PRODUCCIÓN (a) DIFERENCIA PORCENTUAL ENTRE EL NIVEL DEL PIB OBSERVADO Y EL POTENCIAL

Porcentaje

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NAIRU BP	1,4	1,5	0,6	0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5
NAIRU VAR	0,0	0,9	1,3	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1	0,9
NAIRU Cphil	1,6	1,8	1,1	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,3

a. Véase nota del cuadro 2.

## 1 BRECHA DE PRODUCCIÓN. ESTIMACIONES (a)



a. Véase nota del cuadro 2.

En esta caracterización del escenario central de la economía española de continuidad del crecimiento con un progresivo reequilibrio entre sus factores impulsores, existen, sin embargo, algunas incertidumbres, relacionadas con el alcance de los desequilibrios que se han ido acumulando en esta larga fase expansiva y sobre el ritmo y la forma en la que pueden ser reabsorbidos. Esto plantea algunos riesgos para la proyección a medio plazo, que deben ser adecuadamente considerados en el diseño de las políticas económicas.

En el terreno del desequilibrio exterior, es previsible que el déficit siga aumentando en el horizonte de previsión, debido al incremento del déficit comercial y, sobre todo, al deterioro de otras rúbricas de la balanza de pagos que tradicionalmente han compensado aquel, como las rentas netas que han de satisfacerse por la creciente deuda externa acumulada y las transferencias corrientes al exterior, especialmente por el mayor protagonismo de las remesas de inmigrantes. Dentro de la Unión Monetaria, la financiación del déficit no presenta dificultades. Sin embargo, su tendencia ascendente refleja la persistencia de un crecimiento del gasto de los residentes por encima de la expansión de las rentas generadas en el interior de la economía, lo que supone un recurso creciente de los agentes, hogares y empresas no financieras al endeudamiento, que no puede aumentar indefinidamente al ritmo actual. Desde esta perspectiva, el déficit exterior representa, ante todo, una señal de las dificultades que pueden encontrar los agentes internos para mantener un patrón de gasto que permita sostener el impulso interno al crecimiento a medio plazo.

En el caso de los hogares, la información reciente apunta a una ligera desaceleración de su recurso a la financiación, pero las tasas de crecimiento siguen siendo muy elevadas y la ratio de endeudamiento continúa aumentando. La mayor restricción de las condiciones financieras se está traduciendo en una creciente carga financiera, que puede afectar a los planes de gasto de las familias endeudadas. Además, el nivel más alto de los tipos de interés podrá impulsar una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que en los últimos años ha experimentado descensos continuados. Todo ello converge hacia la materialización de un proceso de ajuste suave hacia ritmos de gasto y de endeudamiento más moderados y sostenibles. En esta misma línea apuntaría la desaceleración de los precios de la vivienda que ha comenzado a observarse.

El recurso de las empresas a la financiación ajena, en cambio, refleja una fuerte aceleración, que, si bien se corresponde con el dinamismo de la inversión y con las estrategias de expansión empresarial en el marco de dinamismo actual, puede representar algún riesgo para el escenario de ajuste suave si la evolución económica resulta menos favorable de lo que las perspectivas empresariales parecen descontar.

El diagnóstico de la economía española realizado en los párrafos anteriores, junto con el hecho de que las condiciones monetarias presumiblemente continuarán siendo holgadas para los requerimientos internos y la necesidad de evitar que los riesgos descritos en términos de pérdida de competitividad y de endeudamiento de familias y

empresas se materialicen, aconseja que la política fiscal siga contribuyendo a la contención y al reequilibrio de la demanda interna. Con este objetivo, la política presupuestaria debería orientarse a prolongar durante todo el horizonte de previsión la senda de superávit de la cuenta de las AAPP de los dos últimos años.

Las proyecciones fiscales que resultan coherentes con el escenario macroeconómico descrito, realizadas bajo el supuesto de que la política fiscal no se modifica en el horizonte de previsión, apuntan a que la cuenta de las AAPP alcanzaría en 2007 y 2008 superávits ligeramente superiores a los que presenta la última Actualización del Programa de Estabilidad de España. Según estas previsiones, la orientación de la política fiscal sería moderadamente expansiva en ambos años (véase cuadro 4), apuntando, por lo tanto, a la existencia de un margen para establecer objetivos algo más ambiciosos.

Es importante tener en cuenta que los buenos resultados fiscales registrados en los últimos años, además de reflejar el esfuerzo de consolidación fiscal realizado, también han sido consecuencia de fenómenos extraordinarios y de procesos que pueden perder intensidad, como es el caso de los efectos recaudatorios del *boom* inmobiliario, cuyo carácter transitorio debe ser tenido en cuenta por la programación presupuestaria para los próximos ejercicios. En esta misma línea, debe considerarse que el potencial de descenso en la carga de intereses está prácticamente agotado en el horizonte de previsión, no pudiéndose descartar el inicio de una trayectoria ascendente de los gastos financieros. No cabe esperar, por tanto, que el comportamiento de los gastos financieros ofrezca la posibilidad de incrementar otras partidas de gasto público sin que aumente, en paralelo, el gasto total. Asimismo, de confirmarse el escenario macroeconómico descrito, tampoco es previsible que continúen produciéndose incrementos en la ratio de ingresos públicos en relación con el PIB de magnitud similar a los de los últimos años.

Por todo ello, la programación presupuestaria para los próximos ejercicios debería tender a evitar deslizamientos en el nivel del gasto primario del conjunto de las AAPP en relación con el PIB y promover, al mismo tiempo, ganancias de eficacia en la gestión de determinados servicios públicos, porque ahí radica la posibilidad de obtener recursos adicionales para impulsar mejoras en la calidad de los mismos. Por su parte, en caso de que se produjeran excesos de recaudación sobre lo programado (lo que puede ocurrir con gran probabilidad en 2007, dado el mejor cierre de las cuentas en 2006 y el mayor dinamismo económico que muestra la evolución reciente), deberían destinarse a alcanzar superávits más elevados, de manera que se acelerara la trayectoria de reducción de la ratio de deuda pública en relación con el PIB. Si, más allá de las consideraciones cíclicas en el contexto de la UEM que han guiado la formulación de las recomendaciones anteriores, el horizonte de proyección y de análisis se extendiera, de manera que se tuviera en cuenta la presión sobre el gasto público que puede representar el envejecimiento de la población, los presupuestos de los próximos años deberían programarse para alcanzar objetivos incluso más ambiciosos que los planteados anteriormente.

**4 ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (BASE 2000).  
SALDO AJUSTADO DE CICLO E INDICADOR DE IMPULSO FISCAL.  
ESTIMACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA CON LA METODOLOGÍA DE LA COMISIÓN (a)**

% del PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (b)	2007 (b)	2008 (b)
Saldo de las AAPP (c)	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	0,5	1,1	1,6	1,3	1,1
Saldo primario	2,3	2,5	2,4	2,3	2,5	2,9	3,2	2,8	2,5
Pagos de intereses	3,2	3,0	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4
Crecimiento PIB real	5,0	3,6	2,7	3,0	3,2	3,5	3,9	3,7	3,1
<b>A. OUTPUT GAP SEGÚN NAIRU BP (d)</b>									
Impulso fiscal primario (e)	1,4	1,5	0,6	0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5
Impulso fiscal primario (e)	0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	0,2
<b>B. OUTPUT GAP SEGÚN NAIRU SVAR (d)</b>									
Impulso fiscal primario (e)	0,0	0,9	1,3	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1	0,9
Impulso fiscal primario (e)	0,4	0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,5	0,2
<b>C. OUTPUT GAP SEGÚN NAIRU Cphil (d)</b>									
Impulso fiscal primario (e)	1,6	1,8	1,1	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,3
Impulso fiscal primario (e)	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,4	0,2

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

a. Metodología de la Comisión Europea: el impacto del ciclo sobre el saldo presupuestario se obtiene aplicando una elasticidad de 0,4 respecto al *output gap*.

b. Previsiones.

c. Cifras para las Administraciones Públicas, según el SEC 95, corregidas de RENFE en 2004.

d. *Output Gap* = (PIB – PIB pot.) / PIB (%) en términos reales.

e. Un signo positivo denota una orientación expansiva de la política fiscal.

**Características técnicas de las previsiones**

LA NATURALEZA DE LAS PREVISIONES QUE REALIZA EL BANCO

El Servicio de Estudios del Banco de España realiza cuatro veces al año previsiones macroeconómicas trimestrales a un horizonte temporal que depende del trimestre de partida de las previsiones. Comprende el año corriente y el siguiente (en enero y abril) o el año corriente y los dos años siguientes (en julio y octubre). Este horizonte temporal —que, como se ha visto, abarca como mucho dos años por delante— se considera el más adecuado para conciliar la necesidad de incorporar la información más actualizada, que maximice la capacidad predictiva del futuro más inmediato, con la obtención de un escenario de medio plazo. Por otra parte, este es el horizonte óptimo para asegurar una calidad aceptable en las previsiones realizadas con el conjunto de instrumentos y técnicas disponibles, como también muestra la práctica en otros bancos centrales. Dos veces al año, en abril y octubre, las previsiones macroeconómicas de la economía española se realizan de forma coordinada con el resto de bancos centrales, obteniéndose por agregación un cuadro relativamente completo de las perspectivas de crecimiento e inflación a dos años vista de la zona del euro.

El conjunto de previsiones constituye una pieza de información fundamental para efectuar el diagnóstico y para evaluar las perspectivas de la economía española y está en la base de los análisis que con distinto cometido realiza el Banco: informe trimestral sobre perspectivas a corto plazo de la economía española, análisis de políticas económicas, contribución al debate europeo sobre perspectivas econó-

micas, etc. La fecha de elaboración de las previsiones que se presentan en esta nota es enero de 2007 y su horizonte temporal se extiende hasta el cuarto trimestre de 2008.

SUPUESTOS EXTERNOS DE LAS PREVISIONES

Las previsiones realizadas por el Servicio de Estudios del Banco de España descansan en determinados supuestos que tratan de reflejar la senda más probable de las principales variables exógenas, pues estas constituyen unos determinantes fundamentales del gasto interno y de la formación de costes y precios. Se supone asimismo que no hay cambios de política económica a lo largo del horizonte de previsión, más allá de los que estén aprobados en cada momento. La fecha de cierre de los datos para la elaboración de las previsiones que se presentan en esta nota fue el pasado mes de enero, por lo que, en algunos casos, la evolución de las últimas semanas ha podido marcar pequeños cambios en la senda prevista.

Como ya se ha mencionado, las proyecciones fiscales que subyacen al escenario descrito presuponen que el superávit de las Administraciones Públicas se mantendría en España por encima del 1% del PIB en 2007 y 2008, aunque por debajo del superávit que se alcanzó en 2006, de modo que prevalecería un tono moderadamente expansivo de la política fiscal.

Entre los condicionantes monetarios y financieros, las previsiones toman como referencia el nivel de los tipos de interés implícitos en

las curvas del mercado monetario a lo largo del horizonte de proyección. Según esta información, los tipos de interés a corto plazo se elevarían en el promedio de 2007 hasta el 3,9% (3,1% en 2006) y permanecerían estabilizados en ese nivel en 2008 (véase cuadro 5). Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, no se moverían a lo largo del horizonte de previsión, manteniéndose en el 3,8% desde 2006. En cuanto al tipo de cambio del euro, la hipótesis que se establece es que esta variable permanecería constante respecto a los niveles observados en las primeras semanas de enero, lo que supone una cierta apreciación en el promedio de 2007. Esto contribuye, por un lado, a moderar las presiones inflacionistas procedentes del exterior y, por otro, acentúa la pérdida de competitividad precio de las exportaciones en los mercados no pertenecientes a la zona del euro. En cuanto a los precios de la vivienda, que constituyen un determinante esencial de la riqueza real de las familias y del coste de uso de las viviendas, la previsión se basa en el mantenimiento de una senda de ajuste gradual a lo largo del ejercicio de previsión.

En el contexto internacional, en 2006 la actividad y el comercio mundial volvieron a mostrar ritmos de avance elevados, sustentados, en buena medida, por la fortaleza de la demanda de las economías emergentes. No obstante, desde la perspectiva española, el rasgo más favorable fue el progresivo afianzamiento de la recuperación de la zona del euro. De acuerdo con los supuestos externos —coherentes con las proyecciones más recientes de algunos organismos internacionales—, la expansión del comercio mundial y de los mercados de exportación de España podría ralentizarse en la primera mitad del 2007, debido, entre otros factores, a los efectos derivados del aumento del IVA en Alemania y a la continuidad de la desaceleración en Estados Unidos, cobrando posteriormente una mayor pujanza, aunque sin alcanzar los ritmos de avance estimados para 2006.

Por su parte, los precios de exportación de manufacturas vigentes en los mercados internacionales apuntan a una continuidad del escenario de contención de la inflación que ha prevalecido en la mayoría de los países desarrollados a lo largo de 2006, a pesar del aumento del precio de la energía. Finalmente, los supuestos sobre el precio del petróleo y de otras materias primas se elaboran a partir de la información procedente de las cotizaciones en los mercados de futuro observadas en las primeras semanas de enero. En este sentido, las expectativas sobre los precios del petróleo que se observan en los mercados de futuros muestran una ligera flexión al alza de esta variable a lo largo del horizonte de proyección respecto a los niveles actuales, hasta alcanzar niveles en torno a los 60 dólares por barril. En cambio, las expectativas de mercado sobre los precios de las materias primas apuntan a una moderación gradual en los próximos años.

#### RIESGOS AL ESCENARIO CENTRAL

Los principales riesgos al escenario central provienen, en el entorno exterior, de un comportamiento más alcista de los precios del petróleo o de un tono menos expansivo de la economía mundial. Ello podría producirse como consecuencia de una desaceleración más intensa de la economía norteamericana —ante un ajuste de mayor magnitud del sector inmobiliario o en respuesta a una eventual corrección de los desequilibrios globales que se han ido acumulando en los últimos años—, o por una evolución más titubeante de la economía europea, que se podría ver más afectada por las medidas fiscales que se van a acometer a lo largo de 2007. Un escenario de menor crecimiento de la economía mundial y, en particular, de la zona del euro incidiría negativamente sobre la demanda exterior neta de la economía española. En el ámbito interno, el principal riesgo se centra en un ajuste menos gradual del sector inmobiliario que pudiera afectar al crecimiento del empleo, a las expectativas de renta, al precio de la vivienda y, en consecuencia, a los planes de consumo y de inversión residencial de los agentes.

## 5 CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS, Y SUPUESTOS EXTERNOS

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS</b>						
Tipos de interés a corto plazo	2,3	2,1	2,2	3,1	3,9	3,9
Tipos de interés a largo plazo	4,1	4,1	3,4	3,8	3,8	3,8
Tipos de cambio dólar/euro	1,13	1,24	1,24	1,26	1,30	1,30
<b>ENTORNO INTERNACIONAL</b>						
Crecimiento del mercado mundial	5,2	10,8	7,3	9,0	7,4	7,5
Mercado de exportación de España	3,8	8,2	6,3	8,6	6,4	6,4
Precios de exportación de la OCDE en euros	-3,9	0,0	2,4	2,2	0,9	1,4
Precios de las materias primas en euros	-5,6	7,3	6,0	27,6	11,1	3,7
Precios del petróleo (dólares/barril)	28,9	38,3	54,4	65,5	56,9	59,8

LA SITUACIÓN LABORAL EN LAS EDADES PRÓXIMAS A LA JUBILACIÓN.  
UNA EXPLOTACIÓN DE LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES

## La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales

Este artículo ha sido elaborado por Isabel Argimón, Clara Isabel González y Raquel Vegas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

El progresivo envejecimiento de la población que caracteriza la evolución demográfica de la mayoría de economías occidentales ha suscitado un creciente interés en el estudio de las decisiones económicas de los mayores. Entre ellas destacan las vinculadas a su actividad laboral y, en particular, al acceso a la jubilación. A ello se añade la tendencia generalizada a acortar las vidas laborales por la prolongación del período formativo y el adelanto en la edad de jubilación, lo que ha generado una preocupación creciente por la sostenibilidad de los sistemas de pensiones de reparto. El debate se ha centrado, principalmente, en el papel que pueden desempeñar las políticas públicas para hacer frente a este reto y en qué medida el marco regulatorio vigente en materia de pensiones y de incentivos a la contratación de los mayores es un determinante de lo que se observa que ocurre con este colectivo.

La situación laboral en la que se encuentra una persona en las edades próximas a la jubilación puede ser un factor que incide a la hora de adoptar la decisión de jubilarse. Por otro lado, la legislación puede establecer vías de acceso a la jubilación, en función de la situación laboral —como es el caso de la jubilación anticipada desde el desempleo— o del estado de salud —como en el de la jubilación procedente de una incapacidad—. Analizar las modificaciones que se producen en la situación laboral de los individuos que están próximos a jubilarse permite conocer el contexto en el que esta decisión se adopta y aportar algo de luz sobre los posibles factores, relacionados con la situación laboral, que pueden influir en la decisión de jubilarse anticipadamente.

En este artículo, utilizando la información proveniente de la ola de 2004 de la Muestra Continua de Vidas Laborales, se describe la situación laboral de los individuos cuando tenían entre 59 y 70 años de edad (excluyendo a los que estaban percibiendo una pensión de jubilación procedente de incapacidad), con el objetivo de conocer las distintas pautas observadas de acceso a la pensión de jubilación.

En el siguiente apartado se presentan someramente los datos utilizados. En el apartado tercero se describen los cambios que se observan en la situación laboral de las personas entre los 59 y los 70 años de edad, de manera que se sigue su trayectoria laboral hasta el momento de su jubilación. El cuarto apartado se centra en describir la situación laboral en los años inmediatamente anteriores a la jubilación. Como ilustración de los factores que pueden influir sobre las pautas observadas de acceso a la jubilación a las distintas edades, se incluye un apartado en el que se distinguen patrones de comportamiento por nivel de estudios. En el último apartado se concluye. El artículo incorpora un anejo legislativo, en el que se resumen brevemente las grandes líneas del marco normativo que establece las condiciones de acceso a las pensiones de jubilación y su cuantía, y otras regulaciones y políticas públicas asociadas al marco regulatorio empresarial y laboral que pueden influir sobre la participación de los mayores en el mercado de trabajo.

### **Descripción de la población objeto de estudio**

La ola de 2004 de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCLV-2004) está constituida por todas aquellas personas que, en algún momento del año 2004, habían mantenido algún tipo de relación con la Seguridad Social porque estuvieran, bien cotizando, bien percibiendo algún tipo de prestación contributiva.

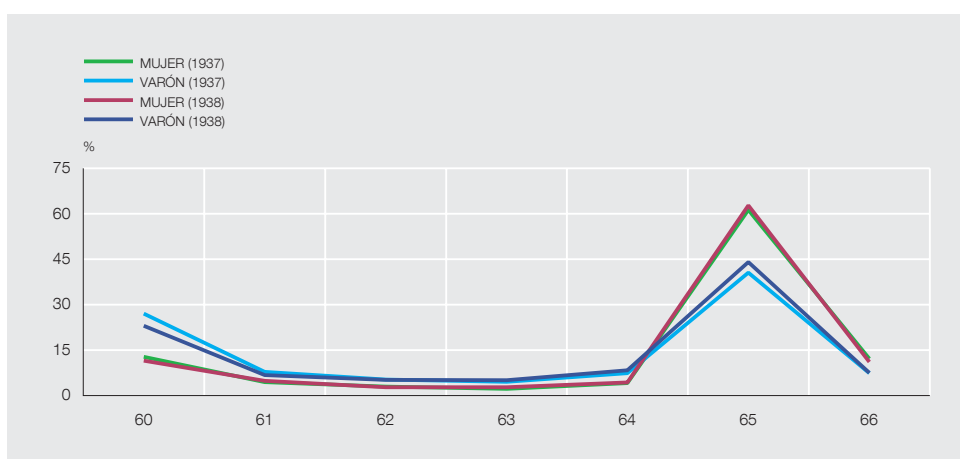
Este artículo se centra, en concreto, en el estudio del colectivo de individuos de la MCVL-2004 que habían nacido entre 1934 y 1939, por lo que en 2004, momento de la obtención de la MCLV, tenían entre 65 y 70 años<sup>1</sup>. Para cada uno de ellos se dispone de todo su historial de cotizaciones y pensiones contributivas. Se ha exigido, además, que en algún momento del tiempo hubieran tenido la condición de cotizante<sup>2</sup> y que en ningún caso su transición a la situación de jubilado se hubiera producido antes de 1997, ya que la información sobre pensiones solo está disponible desde 1996<sup>3</sup>. La exigencia de que hubieran cotizado en algún momento del tiempo se justifica por el hecho de que este requisito constituye una condición necesaria, pero en ningún caso suficiente, para garantizar el derecho a percibir una pensión de jubilación. Entre el colectivo que cumple esta condición habrá muchas personas, sobre todo mujeres, cuya actividad como cotizante sea de escasa duración o haya tenido lugar en una edad muy joven, lo que lleva a que el peso de las mujeres en el colectivo de análisis sea ligeramente superior al que se observa en un momento dado del tiempo<sup>4</sup>. Tampoco se han incluido en la submuestra los trabajadores que han pasado a percibir una pensión de jubilación procedente de incapacidad, ya que, en este caso, los condicionantes sobre la situación laboral se subsumen en su situación de salud<sup>5</sup>.

El patrón de entrada a la jubilación de los individuos de esta muestra responde a un modelo bimodal. Tal como se observa en el gráfico 1, donde se presenta el porcentaje de hombres y mujeres nacidos exclusivamente en 1937 y 1938 que se jubilan entre los 60 y los 66 años, se producen dos picos. El primero se materializa a los 60 años, cuando los trabajadores del Régimen General pueden empezar a acceder a la jubilación anticipada; y el segundo, a los 65, fecha de acceso a la jubilación ordinaria (véase anejo). Entre ambas edades, el flujo de acceso a la percepción de una pensión de jubilación, aunque constante, es relativamente reducido, no superando el 10% de los hombres ni el 6% de las mujeres en cada edad.

Por otra parte, se observa (véase gráfico 1) que la proporción de mujeres de entre 60 y 66 años que se jubilan antes de los 65 años es inferior a la de los hombres. En concreto, mientras que un 26,1% de los hombres que se jubilan entre estas edades elige los 60 años para hacerlo, este porcentaje es tan solo del 13,6% en el caso de las mujeres, de manera que para ellas el pico de la distribución a los 60 no se observa con tanta nitidez. En cualquier caso, en la submuestra, más de un 50% de los hombres se han jubilado antes de los 65 años, frente a menos de un 40% de las mujeres. Parece, por lo tanto, que la trayectoria laboral de hombres y mujeres difiere, tendiendo estas a jubilarse más tarde, lo que puede deberse, por una parte, a que pocas mujeres (por debajo del 9%) iniciaron sus carreras contributivas antes de 1967, requerimiento que la legislación vigente exige para tener derecho a jubilación anticipada a los 60 y, por otra, a que en promedio tienen carreras laborales más cortas<sup>6</sup>.

---

1. En cualquier caso, la mayor parte del análisis se limita a los nacidos entre 1937 y 1939, ya que son los únicos para los que se puede disponer de su historial laboral o de pensiones entre los 60 y los 65 años de edad. Para una descripción de las características de la muestra, véase I. Argimón y C. I. González, «La Muestra Continua de Vidas Laborales de la Seguridad Social», *Boletín Económico*, mayo 2006, Banco de España. 2. Cabe pensar que muchas de las mujeres incluidas en la muestra lo han sido porque en 2004 estaban cobrando una pensión y, por lo tanto, que, o bien no habían cotizado nunca, o bien sus períodos de cotización habían tenido lugar en el pasado. En concreto, más de una cuarta parte de las mujeres de la submuestra utilizada en este artículo (25,9%) ni cotizaban ni estaban percibiendo una pensión de jubilación en 2004, frente al 11,7% de los hombres. 3. Además, en 1997 se introduce una significativa reforma del sistema de pensiones (Ley 24/1997, de 15 de julio), que es de nuevo modificado en 2002 (Ley 35/2002, de 12 de junio) y posteriormente en julio 2006 con el Acuerdo sobre Medidas en Materia de Seguridad Social. 4. En este colectivo, el 34% son mujeres, porcentaje que está solo ligeramente por encima del peso que, según los datos disponibles de la EPA para el año 2004, las mujeres activas de 55 o más años tienen sobre el total de población activa a esta edad (31,7%). 5. Este colectivo representa el 7,9% del total de personas de la MCVL-2004, nacidas entre 1934 y 1944. Además, para estas personas no se puede distinguir la edad en la que se produce la jubilación, ya que administrativamente se produce un cambio en la denominación de las prestaciones de incapacidad cuando la persona cumple los 65 años, pasando a considerarse pensiones de jubilación procedente de incapacidad, sin que se haya producido ningún cambio en la situación laboral del trabajador. 6. Una primera estimación muestra que el número medio de años cotizados por las mujeres de la muestra utilizada es aproximadamente un 58% inferior al calculado para los hombres. Además, mientras que el 64% de los años cotizados por las mujeres se concentra a partir de los 50 años, este porcentaje es solo del 42% en el caso de los hombres.



FUENTE: Banco de España, a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004).

### ***Evolución de la situación laboral desde los 59 a los 70 años***

Las situaciones laborales que se contemplan para clasificar el estado de partida de las personas son esencialmente tres: estar cotizando, estar jubilado y estar inactivo, pero no jubilado. Dentro del grupo de personas que están cotizando, se distingue entre las que están ocupadas, las receptoras de una prestación de desempleo (para el cual el Servicio Público de Empleo Estatal, antiguo INEM, está cotizando) y las suscriptoras de un convenio especial con la Seguridad Social (por el que la persona cotiza sin estar trabajando, para generar un derecho futuro a una pensión). Dentro de la situación de ocupado se distingue, a su vez, entre trabajo a tiempo parcial y trabajo a tiempo completo, para determinar si se observan pautas distintas entre los dos colectivos. Los individuos que no cotizan necesariamente estarán sin trabajar, mientras que en los jubilados se incluyen tanto los jubilados a tiempo completo como los que se han acogido a una jubilación parcial.

En el cuadro 1 se presenta, para el subgrupo de los nacidos entre 1937 y 1939, su situación de partida para cada una de las edades que van desde los 59 a los 65 años y su situación a los 65 años. Tal como se observa, solo un 66,2% de los individuos de la MCVL-2004, nacidos entre 1937 y 1939 que habían cotizado en algún momento, aunque hubiera sido por muy poco tiempo, está trabajando a los 59 años. Del resto, un 23% no estaba ocupado pero sí cotizando (19,5% por desempleo y 2,5% por convenio) y un 11,8% no cotizaba a esa edad. Por su parte, casi un 70% de los que se encontraban ocupados a los 59 años estaba jubilado a los 65 años, frente a más de un 90% de aquellos cuya situación de partida era de receptor de desempleo o suscriptor de convenio. Solo un 36,2% de aquellos que no cotizaban a los 59 años estaba jubilado a los 65.

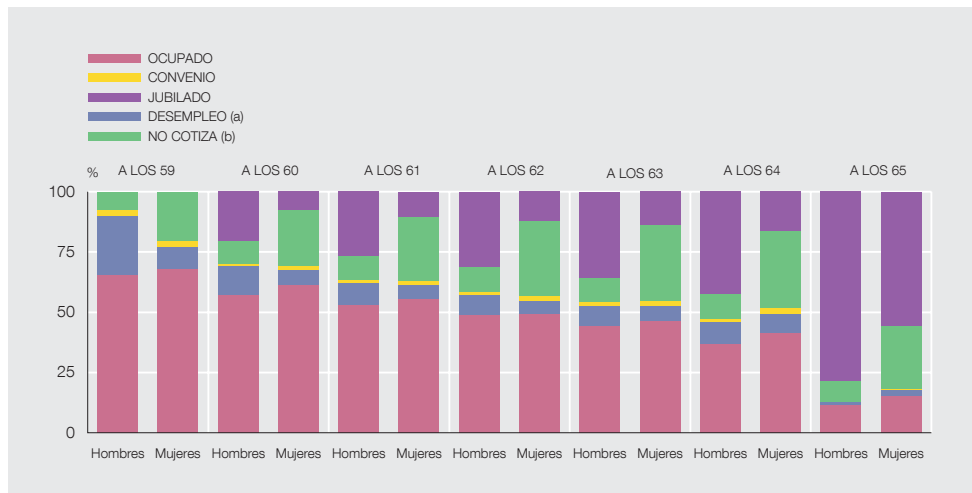
La información que se presenta en el cuadro 1 muestra que la persistencia en una determinada situación laboral (entendida como el mantenimiento de dicha situación a los 65 años, frente a la situación de partida en cada edad) es creciente con la edad para la mayoría de las situaciones laborales. La persistencia caracteriza de manera muy acusada a las personas que no cotizan, a medida que se les observa en edades más maduras, lo que determina que la proporción de personas en esta situación aumente con la edad. Por el contrario, los receptores de prestación de desempleo muestran escasa persistencia, seguramente como consecuencia del marco regulatorio, que permite su paso a la jubilación anticipada, reflejándose en que solo el 2,2% de los trabajadores que estaban en esta situación a los 59 años seguía estando desempleado a los 65. No obstante, también en este caso, la persistencia aumenta a medida



		NÚMERO	% (b)	SITUACIÓN A LOS 65 AÑOS (%) (a)				
				JUBILADO	OCUPADO	NO COTIZA (c)	DESEMPLEO (d)	CONVENIO
TOTAL		22.424	100,0					
A LOS 59 AÑOS	Ocupado	14.842	66,2	69,7	16,2	12,4	1,5	0,3
	<i>Jornada parcial</i>	1.029	4,6	61,8	25,6	7,3	5,1	0,2
	No cotiza (c)	2.655	11,8	36,2	13,5	47,6	2,4	0,2
	Desempleo (d)	4.375	19,5	92,5	2,4	2,9	2,2	0,0
	Convenio	552	2,5	92,8	1,1	2,7	0,0	3,4
A LOS 60 AÑOS	Ocupado	13.140	58,6	70,5	18,6	8,9	1,7	0,3
	<i>Jornada parcial</i>	1.013	4,5	60,8	26,7	7,0	5,3	0,2
	No cotiza (c)	3.087	13,8	24,1	10,4	63,5	1,9	0,2
	Desempleo (d)	2.283	10,2	70,5	18,6	8,9	1,7	0,3
	Convenio	303	1,4	85,8	1,3	5,0	0,7	7,3
	Jubilado	3.611	16,1					
A LOS 61 AÑOS	Ocupado	12.081	53,9	70,9	21,0	6,0	1,9	0,2
	<i>Jornada parcial</i>	979	4,4	58,8	30,4	4,8	5,7	0,2
	No cotiza (c)	3.509	15,7	21,7	7,3	69,5	1,4	0,1
	Desempleo (d)	1.816	8,1	86,0	4,4	3,7	5,8	0,1
	Convenio	297	1,3	84,5	2,0	3,4	0,3	9,8
	Jubilado	4.721	21,1					
A LOS 62 AÑOS	Ocupado	11.017	49,1	71,6	23,5	2,5	2,1	0,2
	<i>Jornada parcial</i>	887	4,0	55,4	34,2	3,7	6,5	0,2
	No cotiza (c)	3.890	17,4	18,7	5,6	74,7	0,9	0,2
	Desempleo (d)	1.657	7,4	86,2	3,9	3,0	6,9	0,0
	Convenio	325	1,5	85,2	7,7	4,0	1,5	1,5
	Jubilado	5.535	24,7					
A LOS 63 AÑOS	Ocupado	10.086	45,0	69,6	26,4	1,8	2,0	0,2
	<i>Jornada parcial</i>	776	3,5	50,1	41,1	2,3	6,3	0,1
	No cotiza (c)	3.892	17,4	17,9	3,9	77,5	0,6	0,1
	Desempleo (d)	1.759	7,8	85,0	3,5	2,2	8,9	0,5
	Convenio	352	1,6	86,1	0,9	2,0	0,0	11,1
	Jubilado	6.335	28,3					
A LOS 64 AÑOS	Ocupado	8.652	38,6	65,8	31,6	1,0	1,5	0,1
	<i>Jornada parcial</i>	688	3,1	45,3	48,5	1,7	4,4	—
	No cotiza (c)	3.950	17,6	18,1	2,2	79,4	0,3	0,1
	Desempleo (d)	1.915	8,5	84,0	2,6	1,2	12,2	0,1
	Convenio	396	1,8	86,4	1,0	0,5	0,0	12,1
	Jubilado	7.511	33,5					
A LOS 65 AÑOS	Ocupado	2.876	12,8	—	100,0	—	—	—
	<i>Jornada parcial</i>	372	1,7					
	No cotiza (c)	3.245	14,5	—	—	100,0	—	—
	Desempleo (d)	379	1,7	—	—	—	100,0	—
	Convenio	64	0,3	—	—	—	—	100,0
	Jubilado	15.860	70,7	100,0	—	—	—	—

FUENTE: Banco de España, a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004).

- a. Porcentaje de personas a los 65 años de edad sobre el total en cada situación laboral de partida.  
b. Porcentaje de personas sobre el total a cada edad de partida.  
c. Inactivo no jubilado.  
d. Perceptor de prestación o subsidio de desempleo.



FUENTE: Banco de España, a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004).

- a. Perceptores de prestación o subsidio de desempleo.
- b. Inactivo no jubilado.

que se observa a las personas a edades más avanzadas. Así, un 12,2% de las personas que se encontraban desempleadas a los 64 años sigue estándolo a los 65. Por último, para aquellos individuos que están ocupados en cada una de las distintas edades, la proporción de los que siguen trabajando más allá de los 65 años aumenta con la edad. En concreto, mientras que, tal como ya se ha indicado, a los 65 años está jubilado prácticamente el 70% de los individuos que trabajaban a los 59 años, esta proporción es del 65,8% para aquellos que estaban trabajando a los 64 años, ya que el 31,6% de ellos se sigue manteniendo ocupado a los 65 años.

De los que trabajan a los 59 años, un 4,6% lo hace a tiempo parcial; y, de ellos, a los 65 años sigue trabajando a tiempo parcial más de una cuarta parte<sup>7</sup> y un 61,8% se ha jubilado. Se observa que la persistencia caracteriza también a los trabajadores a tiempo parcial, aunque en menor medida que en el caso de los trabajadores a tiempo completo.

La trayectoria laboral de hombres y mujeres de la muestra parece presentar un patrón de comportamiento relativamente diferente entre los 59 y los 65 años (véase gráfico 2), que se empieza a percibir ya en la situación de partida a los 59 años. A esa edad, sobre el colectivo de los que han cotizado alguna vez, aunque sea por un período reducido, se observa, por una parte, un mayor porcentaje de mujeres trabajando que de hombres, aunque también un porcentaje superior de mujeres que no cotizan. Por otra parte, mientras que uno de cada cuatro varones está percibiendo una prestación de desempleo a los 59 años, solo una mujer de cada diez está en esta situación. En cambio, el recurso a los convenios no parece que difiera entre uno y otro sexo.

Estas diferencias a los 59 años entre ambos sexos se mantienen y agudizan a medida que se observa a las personas a edades más avanzadas. Por una parte, el porcentaje de mujeres que, habiendo cotizado alguna vez, está trabajando entre los 60 y los 65 años es mayor que el de hombres (siempre en relación con el grupo estudiado), en todas y cada una de las edades,

7. No se observa a ningún individuo que, habiendo estado entre los 59 y los 65 con un contrato a tiempo parcial, a una edad posterior hubiera tenido un contrato a tiempo completo.

%		JUBILADO	OCUPADO	NO COTIZA (b)	DESEMPLEO (c)	CONVENIO	TOTAL
A. HOMBRES	A los 65 años	0,0	75,7	18,6	5,1	0,7	100
	A los 66 años	46,1	37,5	15,2	1,1	0,1	100
	A los 67 años	56,6	30,6	11,2	1,4	0,1	100
	A los 68 años	65,1	25,6	7,7	1,6	0,0	100
	A los 69 años	72,1	21,1	5,8	1,0	0,1	100
	A los 70 años	81,8	13,0	3,8	1,1	0,3	100
	Total personas	598	95	28	8	2	731
B. MUJERES	A los 65 años	0,0	33,9	61,7	2,5	2,0	100
	A los 66 años	17,4	18,8	61,8	1,1	0,9	100
	A los 67 años	22,6	14,6	61,3	0,9	0,6	100
	A los 68 años	27,5	12,5	58,8	0,7	0,5	100
	A los 69 años	30,1	9,9	58,7	1,0	0,3	100
	A los 70 años	32,2	7,6	59,0	1,1	0,2	100
	Total personas	417	98	764	14	3	1.296

FUENTE: Banco de España, a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004).

a. Nacidos en 1934 que no estaban jubilados a los 65 años de edad.

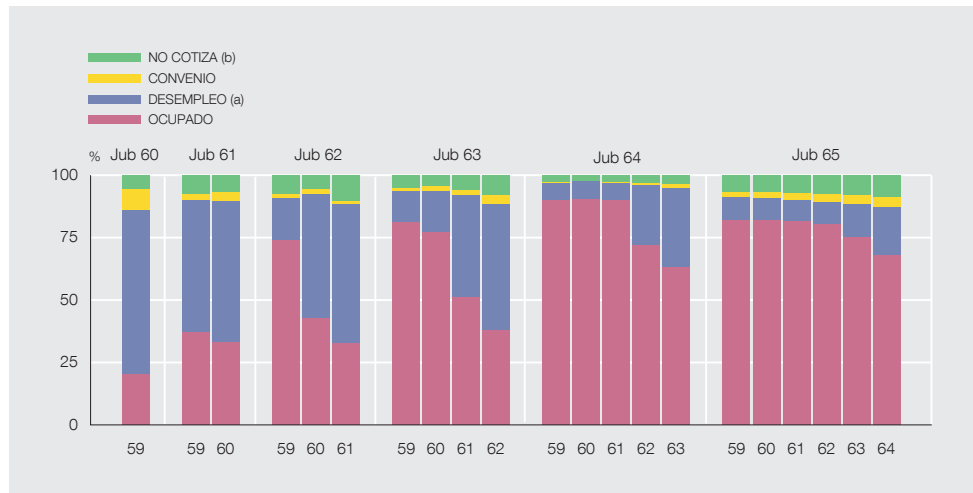
b. Inactivo no jubilado.

c. Perceptor de prestación o subsidio de desempleo.

sin que la diferencia entre ambos colectivos se acreciente con la edad. Asimismo, el peso de las mujeres que no cotizan a ninguna de estas edades es muy superior al de los hombres, llegando a responder de la situación laboral de más de una cuarta parte de las mujeres a los 65 años, frente al 1,9% de los varones, reflejando la mayor proporción de mujeres que han sido expulsadas o han abandonado el mercado de trabajo a edades tempranas. El peso de los perceptores de desempleo, en cambio, parece que va convergiendo entre ambos sexos con la edad, aunque, con la excepción de los 65 años, hay mayor proporción de hombres que de mujeres en esta situación en todas las edades, probablemente como consecuencia de carreras laborales más cortas entre las mujeres, lo que puede generar menores derechos a percibir prestación de desempleo. A los 65 años, la situación que caracteriza a ambos sexos es la de jubilación. Sin embargo, el elevado peso de las mujeres que no trabajan ni se encuentran jubiladas también es un rasgo característico de la situación de este colectivo a esta edad.

Además, cabe destacar que, tal como se desprende del cuadro 1, aunque el número de personas que están en situación de no cotizante es creciente con la edad, las entradas y salidas de esta situación entre los 59 y los 65 años son relativamente frecuentes. Es decir, personas que no están cotizando a una determinada edad pasan a cotizar a una edad más tardía. En realidad, solo un 5% de los nacidos entre 1937 y 1939 no cotiza en ningún momento entre los 59 y los 65 años de edad, siendo más de la mitad mujeres (61,1%).

Por último, sorprende el elevado porcentaje de personas que, habiendo cotizado alguna vez, siguen estando ocupadas a los 65 años (12,8%), dado que el marco regulatorio no parece favorecer la jubilación a una edad más tardía. Si se sigue la trayectoria laboral hasta los 70 años de las personas nacidas en 1934 que no están en situación de jubilado a los 65 años (véase cuadro 2), se observa que a los 70 años ha alcanzado la jubilación el 81,8% de los



FUENTE: Banco de España, a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004).

a. Perceptor de prestación o subsidio de desempleo.  
 b. Inactivo no jubilado.

varones, pero solo el 32,2% de las mujeres que no lo habían hecho a los 65 años. Cabe pensar que muchas de estas mujeres que no se jubilaron han tenido un historial de cotizaciones muy reducido o abandonaron o fueron expulsadas del mercado de trabajo a una edad temprana, por lo que no han generado un derecho a percibir una pensión de jubilación. Merece la pena destacar que un 7,6% de las mujeres y un 13% de los hombres que no se habían jubilado a los 65 siguen cotizando a los 70 años de edad<sup>8</sup>.

**Edad y vías de acceso a la jubilación**

De forma alternativa, y centrándose exclusivamente en el acceso a una pensión de jubilación, en esta sección se propone analizar si las pautas de entrada y salida de las distintas situaciones laborales difieren de forma clara dependiendo de si la persona opta por jubilarse anticipadamente o por hacerlo a los 65 años. La situación de desempleo o de no cotizante debería dominar en las edades anteriores a la de jubilación, si esta se produce de forma anticipada, ya que la legislación exige que para acceder a la jubilación anticipada (excepto para los mutualistas) se debe ser demandante de empleo durante al menos seis meses antes y haber cesado en el trabajo por causa ajena al trabajador (véase anejo legislativo). Esto es precisamente lo que se observa con los datos disponibles (véase gráfico 3). Un 65,5% de los individuos que se jubilaron a los 60 años y un 56,8% de los que lo hacen a los 61 estaban percibiendo una prestación de desempleo un año antes de acceder a esta situación, frente a un 19,3% de las personas que se jubilaron a los 65 años.

La proporción de personas que accede a la jubilación desde una situación de ocupado aumenta con la edad de jubilación, de manera que, si solo un 20,6% de las personas que se jubilaron a los 60 están ocupados un año antes, este porcentaje es del 38,1% para los que se jubilaron a los 63 (véase el bloque central del gráfico 3) y del 68,1% de los que se jubilaron a los 65 (véase el último bloque del gráfico). Por lo tanto, parece que el tránsito desde una situación de ocupado a una de jubilación es más directo a medida que aumenta la edad de las personas que acceden a la jubilación. Sin embargo, para un colectivo importante de personas, el

8. En cualquier caso, prácticamente la totalidad de las personas incluidas en la submuestra objeto de análisis y que no perciben pensión de jubilación a los 70 años, están recibiendo otra pensión contributiva, la mayoría de las cuales son de viudedad, dominando las mujeres en esta situación.

acceso a la situación de jubilación a los 65 años se realiza habiendo pasado por situaciones laborales distintas a la de ocupado en los cinco años anteriores. Por ejemplo, mientras que, de las personas que se jubilan a los 65, más del 80% están ocupadas hasta los 62 años, esta proporción cae cinco puntos a los 63 años y se reduce hasta el 68,1% a los 64 años.

El paso por la situación de perceptor de prestación por desempleo precede a la jubilación, en unas edades en las que la legislación no exige estar en esta situación para acceder a la pensión. En concreto, para aquellos que se jubilan a los 64 años, un 7% estaba percibiendo desempleo a los 61 años, frente al 23,8% a los 62 y al 31,6% a los 63.

La situación de no cotizante muestra una pauta más uniforme. De forma sistemática se encuentra que menos de un 10% de las personas que se jubilan a cada una de las edades no estaba cotizando un año antes. Para aquellos que se jubilan a los 64, este porcentaje es solo del 3,5%, frente al 8,5% de los que lo hacen a los 65 años. Cabe pensar que, en estos casos, los coeficientes reductores por jubilación anticipada incentivan la espera hasta la edad de jubilación ordinaria.

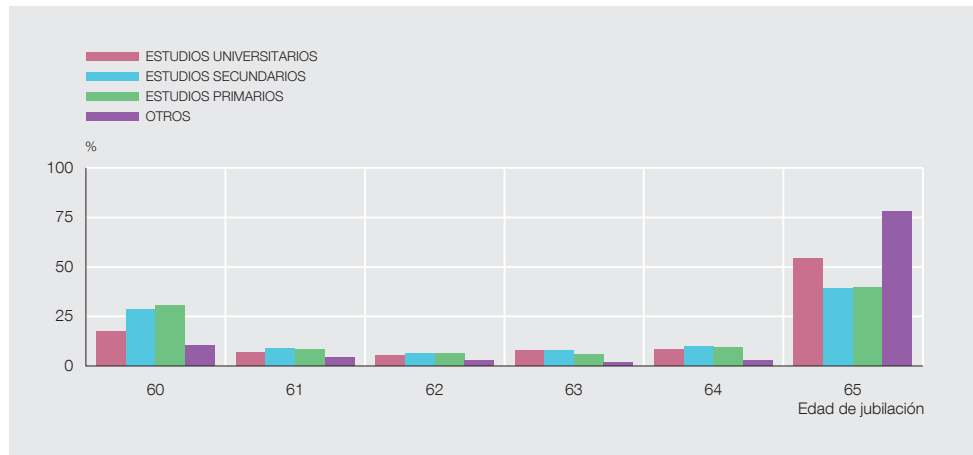
Los suscriptores de convenio, por su parte, parecen tener un comportamiento distinto, dependiendo de a qué edad llegan a esa situación. Aunque esta información no se recoge en los cuadros presentados, una mayoría de las personas que tienen suscrito un convenio a los 59 años se jubila a los 60. En cambio, la mayoría de aquellas personas que tienen un convenio a partir de los 60 años se jubila a los 65 años.

Parece, por lo tanto, que las distintas edades de jubilación presentan pautas distintas de acceso a esta situación. En las jubilaciones efectuadas antes de los 63 años, la situación de perceptor de desempleo caracteriza la situación laboral previa a la jubilación de más del 50% de las personas que se jubilan a esas edades, reflejando los requerimientos legales para acceder a una pensión. Esto contrasta con la pauta de los que se jubilan a los 64 o 65 años, edades en las que domina la situación laboral de ocupado en el año anterior.

### **Cambios entre los 59 y los 70 años: el papel que desempeña la educación**

Muchos factores de índole personal, además del sexo, pueden influir en las decisiones de jubilación, y entre ellos la educación. Una *proxy* del nivel educativo puede ser el grupo de cotización al que contribuye cada persona a la Seguridad Social, y que distingue, por ejemplo, entre subalternos y licenciados o ingenieros. Así, se agrupan los individuos de la muestra en cuatro colectivos según su grupo de cotización y se asimilan a nivel de estudios alcanzados, distinguiendo entre superiores, medios, primarios y otros<sup>9</sup>, teniendo este último un carácter residual. Para el subgrupo de los nacidos entre 1937 y 1939 que acceden a una pensión de jubilación, parece observarse una relación directa entre el nivel de estudios y la edad de jubilación (véase gráfico 4), en el sentido de que, a mayor nivel educativo, más elevada es la proporción de jubilaciones a los 65 años. Las jubilaciones anticipadas parecen caracterizar a las personas con estudios secundarios y primarios, de manera que menos del 40% de las jubilaciones de estos dos colectivos se produce a los 65 años. En cambio, más de la mitad de las personas con estudios superiores de este colectivo se jubila a los 65<sup>10</sup>.

9. La clasificación se ha hecho a partir del grupo de cotización más alto que se ha encontrado en el historial laboral de cada persona. Estudios superiores corresponde al grupo 1 (ingenieros, licenciados); estudios medios, a los grupos 2, 3, 4 y 5 (ingenieros técnicos, jefes administrativos, ayudantes no titulados, oficiales administrativos); estudios primarios, a los grupos 7, 8 y 9 (auxiliares administrativos, oficiales de 1.ª, 2.ª y 3.ª), y «otros» para el resto de grupos y para los trabajadores de regímenes especiales, incluyendo los no clasificados. Los pesos respectivos de estos grupos son 6,5%, 18,9%, 36,9% y 37,7%. 10. El grupo clasificado como «otros» parece mostrar una clara preferencia por las jubilaciones a los 65 años. Parte de este comportamiento refleja, principalmente, la práctica imposibilidad de acceso a la jubilación anticipada por parte de los regímenes especiales, que se concentran de forma mayoritaria en esta categoría residual.



FUENTE: Banco de España, a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004).

La situación laboral en la que se encuentran los distintos colectivos educativos a las distintas edades puede explicar parte de estas diferencias observadas. Si bien más de un 50% de los nacidos entre 1937 y 1939 clasificados en cada uno de los niveles educativos estaba trabajando a los 59 años, las diferencias entre ellos son considerables (véase cuadro 3). Un 76,4% de los que tienen estudios superiores está ocupado a los 59 años, frente a solo el 56,8% de aquellos con estudios primarios. En contraposición, casi un tercio de los que tienen estudios primarios está percibiendo desempleo, frente al 14,1% de los que tienen estudios superiores<sup>11</sup>.

La evolución a las distintas edades difiere por niveles educativos: a los 63 años, el 23,9 % de los que tienen estudios superiores se ha jubilado, frente al 40,2% de aquellos que tienen estudios secundarios y del 40% de los que los tienen primarios. A los 65 años, las proporciones son 64,1%, 79% y 78,6%, respectivamente.

## Conclusiones

Los resultados que se presentan en este artículo se obtienen a partir de una submuestra de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004), que solo incluye a aquellas personas que, habiendo nacido entre 1934 y 1939, habían cotizado alguna vez. En realidad, la mayor parte de los resultados se refiere a los individuos nacidos entre 1937 y 1939, únicos para los que se puede disponer de su historial laboral o de pensiones entre los 60 y los 65 años de edad. Por lo tanto, el análisis que de ellos se deriva debe tomarse con cautela.

El patrón de edad de acceso a la jubilación en el colectivo analizado tiene carácter bimodal, con un pico a los 60 años y otro, más marcado, que coincide con la edad de la jubilación ordinaria, a los 65 años. Ambas son edades en las que la Ley establece requisitos específicos sobre los derechos de pensión que, de cumplirse las condiciones exigidas para su percepción, no incentivan la permanencia en el mercado de trabajo. En el caso de las mujeres de la muestra, este patrón bimodal no es tan claro, concentrándose la jubilación a los 65 años de edad, probablemente porque las carreras contributivas del colectivo femenino analizado son

<sup>11</sup>. Se observa una pauta muy similar entre los clasificados con estudios superiores y los clasificados dentro del grupo residual de «otros». La diferencia más marcada entre ambos colectivos a los 59 años de edad se centra en el peso de los que cotizan sin estar trabajando (convenio y desempleo), situación que caracteriza al 18% de los que tiene estudios superiores, frente a solo el 7,3% de los clasificados en otros estudios. De nuevo, la acumulación de personas adscritas a los regímenes especiales dentro del grupo clasificado como «otros» puede explicar esta distinta situación, que necesariamente presenta una gran heterogeneidad.

		A LOS 59 AÑOS		SITUACIÓN A LOS 63 AÑOS (%) (a)					SITUACIÓN A LOS 65 AÑOS (%) (a)				
		NÚM.	%	JUBI-LADO	OCU-PADO	NO COTIZA (b)	DESEM-PLEO (c)	CON-VENIO	JUBI-LADO	OCU-PADO	NO COTIZA (b)	DESEM-PLEO (c)	CON-VENIO
ESTUDIOS SUPERIORES	Ocupado	1.120	76,4	13,1	74,1	3,8	7,1	1,9	59,9	35,5	3,7	1,0	0,0
	No cotiza (b)	83	5,7	14,5	37,4	44,6	3,6	0,0	38,6	44,6	15,7	1,2	0,0
	Desempleo (c)	207	14,1	70,0	15,0	1,9	12,6	0,5	88,9	6,3	2,4	2,4	0,0
	Convenio	57	3,9	80,7	1,8	0,0	0,0	17,5	94,7	0,0	0,0	0,0	5,3
	TOTAL	1.467	100	23,9	60,9	5,7	7,4	2,2	64,1	30,5	4,0	1,2	0,2
ESTUDIOS MEDIOS	Ocupado	2.706	64,0	23,2	57,9	6,3	11,4	1,3	74,8	17,6	5,9	1,4	0,2
	No cotiza (b)	273	6,5	28,9	20,5	48,7	1,8	0,0	50,5	16,1	30,4	2,9	0,0
	Desempleo (c)	1.041	24,6	78,0	8,8	1,9	10,8	0,5	93,7	2,9	1,3	2,0	0,1
	Convenio	211	5,0	86,7	1,0	1,9	0,0	10,4	96,7	0,5	1,9	0,0	1,0
	TOTAL	4.231	100	40,2	40,6	7,7	10,0	1,5	79,0	13,0	6,2	1,6	0,2
ESTUDIOS PRIMARIOS	Ocupado	4.695	56,8	22,4	53,6	12,3	11,2	0,5	75,5	11,1	11,8	1,5	0,1
	No cotiza (b)	785	9,5	21,8	14,8	61,0	2,3	0,1	42,7	11,1	42,8	3,2	0,3
	Desempleo (c)	2.695	32,6	74,6	7,6	4,0	13,6	0,2	93,8	1,6	2,9	1,6	0,0
	Convenio	96	1,2	76,0	5,2	8,3	2,1	8,3	91,7	3,1	5,2	0,0	0,0
	TOTAL	8.271	100	40,0	34,4	14,2	11,1	0,4	78,6	7,9	11,8	1,6	0,1
OTROS	Ocupado	6.321	74,8	9,3	69,1	17,4	2,4	1,8	64,8	16,0	17,2	1,6	0,4
	No cotiza (b)	1.514	17,9	7,5	13,9	76,4	1,9	0,3	30,2	12,6	55,0	2,0	0,3
	Desempleo (c)	432	5,1	51,2	9,5	8,1	30,6	0,7	82,9	3,9	6,5	6,7	0,0
	Convenio	188	2,2	30,9	5,9	9,6	0,5	53,2	88,3	1,1	3,2	0,0	7,5
	TOTAL	8.455	100	11,6	54,8	27,3	3,7	2,6	60,1	14,4	23,1	1,9	0,5

FUENTE: Banco de España, a partir de la Muestra Continua de Vidas Laborales (2004).

- a. Porcentaje de personas a los 63 y a los 65 años de edad sobre el total en cada situación laboral de partida dentro de cada nivel educativo.  
b. Inactivo no jubilado.  
c. Perceptores de prestación o subsidio de desempleo.

más cortas, por lo que es más difícil que satisfagan los criterios de elegibilidad exigidos para acceder a la jubilación anticipada.

Se observa, además, que los cambios de situación laboral son relativamente frecuentes entre los 60 y los 66 años, edad a partir de la cual se producen escasas variaciones, ya que una mayoría de personas que han cotizado alguna vez se encuentra percibiendo una pensión de jubilación (en torno a un 80%). En el caso de las mujeres, esta proporción (64%) es mucho menor que en el caso de los hombres (90%), reflejando, de nuevo, una vida laboral con menos años cotizados, por lo que no han podido generar un derecho a percibir una pensión de jubilación.

Las pautas de acceso a la pensión de jubilación observadas dentro de la muestra varían con la edad. Mientras que para los que se jubilan entre los 60 y 63 años es relativamente común acceder a la misma desde la situación de no ocupado, de manera que la salida efectiva del mercado de trabajo es anterior a la propia jubilación, en los individuos que se jubilan a los 64 o 65 años domina la situación laboral de ocupado en el año anterior.

La distinción por niveles educativos sugiere que las personas con estudios superiores tienden a jubilarse más tarde que aquellos con estudios primarios o secundarios. No obstante, la situación laboral en la que se encuentran parece también ser relevante para determinar su pauta de acceso a la pensión de jubilación: por ejemplo, los ocupados con estudios superiores tienden a jubilarse anticipadamente en menor proporción que aquellos que no lo están. Sin embargo, no se observan diferencias entre los distintos niveles de estudio para los perceptores de una prestación de desempleo.

Por último, se ha observado que una cuarta parte de las personas que tienen contratos de jornada parcial entre los 59 y los 64 años de edad se mantiene ocupada a los 65 años en la misma situación de parcialidad. Esta proporción es muy inferior en el caso de los contratos a tiempo total, lo que parece sugerir que facilitar la contratación a tiempo parcial en las edades maduras puede prolongar la participación de los mayores.

En cualquier caso, estos patrones de acceso a la jubilación no solo se ven influidos por el reglamento que configura las condiciones de acceso a una pensión de jubilación. Los mecanismos de protección al desempleo que incorporan derechos vinculados a la edad, así como la existencia de contratos bonificados para los mayores o los contratos de relevo o especiales de sustitución de trabajadores mayores, necesariamente desempeñan un papel en las pautas observadas. Por este motivo, analizar la interacción de estos factores mejoraría el conocimiento de los incentivos que las distintas políticas ejercen sobre la decisión de los mayores en relación con el mercado de trabajo.

19.4.2007.

**ANEJO LEGISLATIVO**  
**Breve repaso al marco regulatorio sobre pensiones de jubilación y sobre contratos a los mayores**

Se repasa brevemente la legislación sobre pensiones, excluidas las vinculadas a incapacidad, para después referirse a los contratos incentivados según la edad y, finalmente, a la cobertura de desempleo para los mayores.

En el marco legal vigente, la jubilación ordinaria es la que se produce a los 65 años, considerándose como excepciones aquellas que se producen a otra edad. En concreto, para poder tener derecho al cobro de una pensión de jubilación, los trabajadores incluidos en el Régimen General, deben tener cumplidos los 65 años de edad, teniendo un período mínimo de cotización de 15 años, siendo dos de ellos dentro de los 15 años inmediatamente anteriores al momento de acceso a la jubilación. La cuantía de la pensión se determina aplicando a la base reguladora el porcentaje que corresponda en función de los años cotizados, siendo el mínimo el 50%, en el caso de que se tengan únicamente 15 años de cotización, y el máximo el 100% de la base reguladora, si el período de cotización es de 35 o más años<sup>12</sup>.

Los afiliados a Mutualidades Laborales de trabajadores por cuenta ajena antes del 1 de enero de 1967 pueden jubilarse a los 60 años cumpliendo el requisito de carencia exigido para la jubilación ordinaria. La cuantía de la pensión se ve penalizada en un 8% por cada año que le falte al trabajador para cumplir la edad de 65 años<sup>13</sup>. En el caso de los no mutualistas, podrán acceder a la jubilación anticipada aquellos trabajadores del Régimen General y del Régimen Especial de la Minería del Carbón, a partir de los 61 años con 30 de cotización, que sean

---

<sup>12</sup>. El Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez (SOVI), a extinguir, es una excepción a este principio. Para la percepción de esta pensión se exige tener cubiertos 1.800 días de cotización a este seguro entre 1940 y 1966 o haber estado afiliado con anterioridad a 1940 al Régimen de Retiro Obrero. <sup>13</sup>. Esta reducción será inferior para los trabajadores que además acrediten más de 30 años completos de cotización.



demandantes de empleo durante al menos seis meses antes y hayan cesado en el trabajo por causa ajena al trabajador. Para el cálculo de su pensión se aplican coeficientes reductores por cada año que le falte al trabajador para cumplir los 65 y en función de los años cotizados. Cumpliendo estos requisitos, también podrán acceder a la jubilación anticipada los beneficiarios de la prestación de desempleo, los beneficiarios del subsidio de desempleo cuando se les haya agotado dicha prestación, o los mayores de 52 años que no puedan acceder al subsidio de desempleo una vez agotada la prestación.

Pueden acogerse a la jubilación especial a los 64 años aquellos trabajadores por cuenta ajena que cumplen los requisitos para acceder a la jubilación ordinaria si, además, la empresa lo sustituye por otro trabajador inscrito como demandante de empleo mediante un contrato de un año de duración, como mínimo. Es decir, la regla exige un contrato de sustitución, por lo que se hace necesario el acuerdo de la empresa para que esta jubilación tenga lugar.

La jubilación parcial a la que pueden acogerse los trabajadores a partir de los 60 años cumplidos permite simultanear la prestación con el trabajo. En concreto, se exige que el trabajador reduzca su jornada laboral y su salario entre un 25% y un 85%, y que de forma simultánea el resto de la jornada sea cubierto por un contrato de relevo a tiempo parcial, con un trabajador en situación de desempleo. En el supuesto de que se acceda a la jubilación parcial con 65 años de edad, no será preciso que se celebre simultáneamente un contrato de relevo.

Los contratos de relevo y los de sustitución deben cumplir ciertas condiciones, relativas a la duración de los mismos, a las características del tipo de trabajador relevista contratado y a la duración de su jornada laboral<sup>14</sup>. El incentivo que tienen los empresarios a realizar este tipo de contratos se materializa en las bonificaciones a la que está sujeta la contratación de desempleados.

En el Régimen Especial Agrario (REA), en el de Autónomos y en el de Empleados del Hogar, no es posible acceder a la jubilación anticipada sin tener condición de mutualista, ni a la jubilación especial a los 64 años<sup>15</sup>. En los casos del Régimen Especial de la Minería del Carbón y Régimen Especial de los Trabajadores del Mar, la Ley establece coeficientes reductores que permiten adelantar la jubilación respecto a la edad ordinaria de 65 años. Solo el Régimen Especial del Mar permite a los trabajadores por cuenta ajena acceder a la jubilación anticipada en las mismas condiciones que los trabajadores del Régimen General<sup>16</sup>.

Tanto la prestación de desempleo, de carácter contributivo, como el subsidio de desempleo, de carácter no contributivo, tienen requisitos de acceso, cuantía y duración definidos en función de la edad. Para acceder a la prestación contributiva se exige tener cubierto un período mínimo<sup>17</sup> de cotización dentro de los seis años anteriores a la situación legal de desempleo y no haber cumplido la edad ordinaria de acceso a la jubilación, salvo que, habiendo sobrepasado los 65 años, el trabajador no pudiera acceder a la jubilación por carecer del período de cotización necesario para ello. En el caso del subsidio de desempleo para mayores de 52 años, es necesario estar desempleado con 52 o más años, carecer de rentas de cualquier

---

**14.** El contrato de relevo debe tener una duración indefinida o igual al número de años que le queden al trabajador jubilado parcialmente para llegar a la edad de jubilación ordinaria. En caso de que el trabajador sustituido tuviera una edad superior a los 65 años, la duración mínima del contrato de relevo ha de ser un año. **15.** La jubilación parcial en el REA y en el Régimen de Autónomos está pendiente de desarrollo reglamentario. **16.** No obstante, si el trabajador ha cotizado en otros regímenes podrá acceder a la jubilación anticipada si cumple los requisitos de acceso necesarios de cotización en cualquiera de ellos. **17.** El período máximo en el que se puede disfrutar de esta prestación es de 720 días en caso de acreditar 2.160 días de cotización en los seis últimos años y el período mínimo es de 120 días, para el que es necesario acreditar al menos 360 días de cotización en los últimos seis años.

naturaleza superiores al 75% de Salario Mínimo Interprofesional, haber cotizado por desempleo un mínimo de seis años a lo largo de la vida laboral y cumplir todos los requisitos para acceder a la jubilación ordinaria, salvo el de la edad<sup>18</sup>.

Por último, la legislación vigente incentiva tanto la contratación de mujeres como la de hombres mayores de 45 años, siendo las bonificaciones de mayor cuantía en el caso de las mujeres, e incrementándose en función de su edad y en el caso de que la situación laboral del trabajador contratado fuera de desempleo.

---

**18.** En el caso del Régimen Especial Agrario (REA), la protección frente al desempleo es ligeramente diferente para los trabajadores eventuales o fijos discontinuos, ya que en este caso se benefician de otras prestaciones asistenciales: el subsidio por desempleo para trabajadores eventuales incluidos en el REA y Renta Agraria.

EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA. EVOLUCIÓN RECIENTE Y COMPARACIÓN  
INTERNACIONAL

## El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional

Este artículo ha sido elaborado por Gabriela Álvarez Puga y José Manuel Marqués Sevillano, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

Las entidades de capital riesgo son instituciones especializadas en invertir los fondos de un conjunto de partícipes en el capital de compañías. Tradicionalmente, las empresas adquiridas se caracterizan por presentar problemas de acceso a otras fuentes de financiación alternativas, bien por su estado de desarrollo, o bien por la naturaleza de su negocio, aunque recientemente han cobrado un creciente protagonismo las operaciones centradas en sociedades maduras que, por esta vía, terminan siendo reestructuradas. En líneas generales, este tipo de operaciones propicia un mayor dinamismo del tejido empresarial de la economía y, potencialmente al menos, favorece la aparición de innovaciones tecnológicas y el avance de la productividad.

Aunque estas inversiones tienen una larga tradición en los países anglosajones, estando muchas veces vinculadas a la iniciativa pública para proporcionar financiación a las pequeñas y medianas empresas, fue a finales de la década de los noventa cuando comenzaron a expandirse de modo generalizado, gracias a una serie de reformas fiscales y legales en varios países y a la participación creciente de los inversores institucionales. En España, el desarrollo de esta industria ha sido más tardío, si bien en los últimos tres años su actividad ha crecido notablemente.

En este contexto, el presente artículo analiza la situación y el desarrollo de la industria del capital riesgo en España. Tras esta introducción, en la segunda sección se describen las principales características de estos instrumentos; en la tercera se comenta la evolución reciente en nuestro país y se relaciona con la del resto de Europa y con la de Estados Unidos; y en la última se resumen las principales conclusiones.

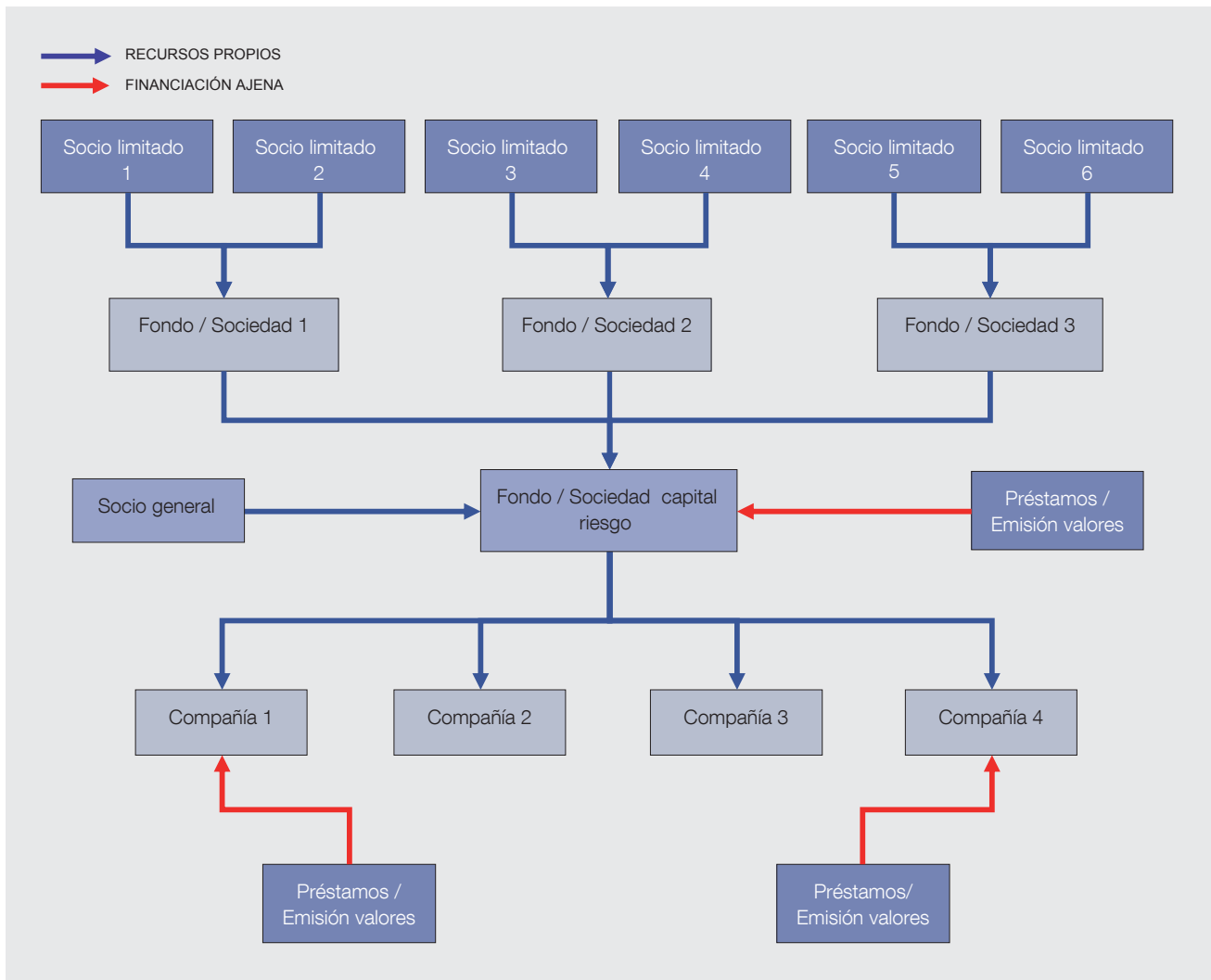
### **Principales características del capital riesgo**

Bajo el nombre de operaciones de capital riesgo se engloban aquellas transacciones por las que un grupo de inversores proporciona financiación en forma de capital a determinadas compañías mediante un proceso de negociación privado (es decir, al margen de los mercados bursátiles). En general, estas operaciones se realizan a través de fondos o sociedades no cotizadas (en adelante, entidades) que son gestionadas por instituciones especializadas. Estas, además, deciden qué empresas deben recibir los recursos y participan de forma directa o indirecta en su gestión.

Las adquisiciones que llevan a cabo las entidades de capital riesgo tienen un carácter temporal, ya que, pasado un cierto período, se realizan ventas de las acciones compradas. No obstante, el plazo medio de mantenimiento de las inversiones suele ser habitualmente bastante dilatado.

Tradicionalmente, el capital riesgo se ha centrado en la financiación de empresas en fase de lanzamiento o expansión, que cuentan con escasos fondos internos y que se caracterizan por un alto grado de incertidumbre sobre la evolución futura de su negocio, lo que les dificulta el acceso a fuentes alternativas de recursos. No obstante, recientemente se ha observado un incremento significativo de operaciones dirigidas a compañías maduras, transacciones que están generalmente asociadas a procesos de reestructuración y que en algunas ocasiones implican la exclusión del mercado bursátil de la empresa adquirida<sup>1</sup>. Esta modalidad de inver-

1. Este tipo de operaciones se conoce con el acrónimo PtoP (*Public to Private*).



sión se ha utilizado también en sociedades familiares en las que han surgido divergencias entre los accionistas sobre el mejor modo de gestionarlas.

En el esquema 1 se representa la estructura típica de las operaciones de capital riesgo, destacándose, en particular, los canales a través de los cuales se materializan los flujos de financiación desde los inversores hacia las compañías objetivo. Como puede observarse, existen dos tipos de inversores. Los primeros, denominados socios limitados (más conocidos por su nomenclatura inglesa *limited partners*), aportan recursos en forma de capital y no suelen tomar parte ni en la selección de las adquisiciones que se realizan ni en la gestión de las empresas compradas. Resulta habitual que estos agentes se agrupen en distintas sociedades o fondos interpuestos, diseñados para aprovechar las ventajas fiscales de cada país y lograr un régimen de tributación más favorable<sup>2</sup>.

Entre los socios limitados predominan los de carácter institucional (como los fondos de pensiones o las empresas de seguros) y las entidades de crédito, que utilizan estos productos

2. En general, la forma jurídica de estas sociedades interpuestas se determina de modo que se mantenga la transparencia fiscal para los inversores, es decir, que su tributación sea equivalente a la que se tendría en el caso de participar directamente en el capital de las compañías.

para diversificar su cartera. Debe tenerse en cuenta que la reducida liquidez de las inversiones, dado el largo período que dista entre la compra y la venta de la compañía objetivo (recuérdese que estos títulos no cotizan en mercado organizado alguno), junto con el hecho de que la inversión mínima requerida suele ser bastante elevada, limita el atractivo del capital riesgo para inversores individuales, como los hogares.

El segundo tipo de participante son los socios generales (denominados habitualmente *general partners*), que son los gestores de la entidad de capital riesgo. Su principal objetivo es seleccionar las compañías objetivo y participar o asesorar en la gestión de las mismas. Estos agentes obtienen comisiones por los servicios que prestan y en algunos casos realizan, además, aportaciones minoritarias, por lo que se benefician también de la rentabilidad de las inversiones.

Por último, como puede apreciarse en el esquema, en estas operaciones se puede también recurrir a fondos ajenos (préstamos bancarios y/o emisiones de valores de renta fija) para financiar las inversiones. En estos casos generalmente se utilizan los activos adquiridos como garantía de la deuda.

Existen varios tipos de clasificaciones de la actividad del capital riesgo en función de las características de las adquisiciones. La más habitual es la que distingue entre las inversiones en sociedades en fase de expansión con alto potencial de crecimiento y las destinadas a empresas más maduras. El primer grupo de operaciones se conoce con el nombre de *venture capital* y las compañías compradas se caracterizan por tener dificultades para obtener financiación, debido a la incertidumbre sobre su capacidad para generar recursos, la falta de activos susceptibles de ser usados como garantías y la importancia de los problemas de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios. El capital riesgo mitiga en cierto modo estas limitaciones, al participar directa o indirectamente en su gestión.

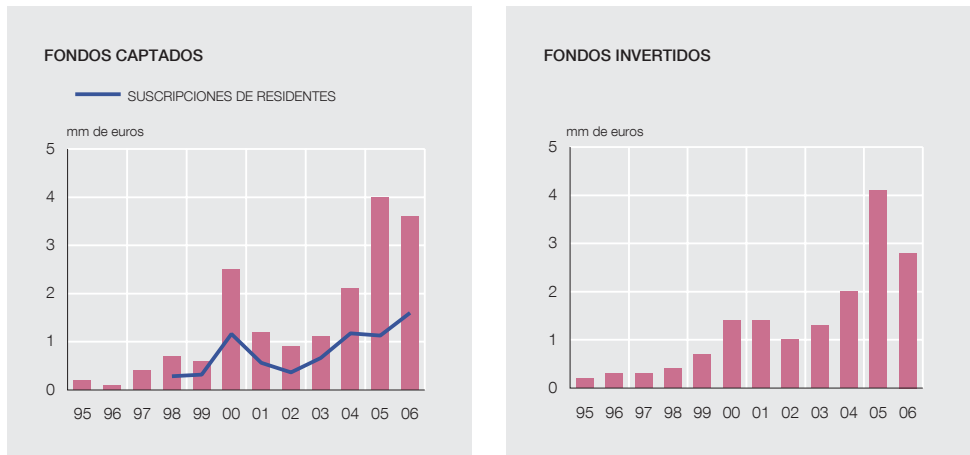
En el segundo grupo, denominado *buy-out*, se adquieren compañías maduras, en muchas ocasiones cotizadas, en las que se generan importantes flujos de caja y en las que se considera que se puede obtener una mayor rentabilidad mediante la reducción de los costes operativos, la reestructuración del balance o cambios en la gestión. Dentro de esta modalidad han adquirido una importancia creciente las operaciones apalancadas (más conocidas por su denominación inglesa, *leveraged buy outs* o LBO), que combinan los fondos aportados por el capital riesgo con un recurso elevado a la deuda por parte de la entidad de capital riesgo. Conviene aclarar, no obstante, que este último tipo de transacciones se utiliza en otros procesos de adquisición no vinculados con esta industria.

### ***Evolución de la industria de capital riesgo en España y comparación internacional***

En España, el nacimiento de la industria de capital riesgo se remonta a mediados de la década de los setenta, si bien hasta el año 2000 no se alcanzó un volumen significativo. En sus inicios, la actividad estuvo ligada a las Administraciones Públicas, pero en la actualidad el mayor dinamismo de estas operaciones corresponde al sector privado. Así, la participación del sector público ha ido reduciéndose progresivamente, de modo que en 2005 tan solo el 18% de los operadores (sociedades y gestoras de fondos) registrados en nuestro país era de este tipo<sup>3</sup>.

Durante los últimos años, esta industria ha experimentado un notable desarrollo. Así, el número de operadores registrados en España pasó de 96 a 140 entre 2003 y 2006. En términos de actividad, la información disponible apunta también a un elevado dinamismo en el

3. Véase Ruiz Martín (2006).



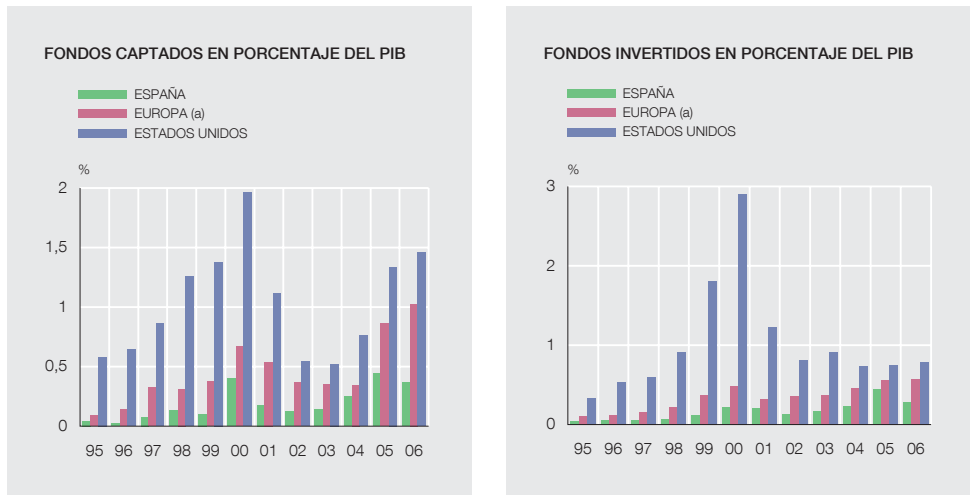
FUENTE: ASCRI.

período reciente. Así, tal como se aprecia en el gráfico 1, de acuerdo con los datos proporcionados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), tanto los volúmenes atraídos por los agentes que operan en nuestro país (suscripciones brutas de los partícipes o socios) como los invertidos (incluyendo solo las adquisiciones de empresas residentes) han avanzado rápidamente durante los últimos años. A la hora de valorar el primer indicador, conviene tener en cuenta, no obstante, que, al no disponerse del detalle de las suscripciones realizadas en oficinas en nuestro país por parte de las entidades paneuropeas, ASCRI realiza una estimación basada en la nacionalidad de la compañía adquirida<sup>4</sup>, por lo que estos datos deben tomarse con cautela. En todo caso, las compras de residentes presentaron una evolución similar, aunque por un volumen sustancialmente inferior, especialmente en 2005.

Varios factores, tanto globales como específicos, han podido contribuir al desarrollo de la industria de capital riesgo en España durante los últimos años. Entre los primeros cabe mencionar la demanda creciente de este tipo de producto por parte de inversores institucionales y los procesos de reestructuración empresarial, que se han visto impulsados por la globalización y, en el caso de Europa, por el mercado único. Entre los segundos se encuentra la introducción de un nuevo marco regulador para estas entidades a finales de 2005 (Ley 25/2005), que supuso la agilización del régimen administrativo, la flexibilización de las reglas de inversión y la posibilidad de crear nuevos productos (fondos de fondos)<sup>5</sup>.

Tal como se aprecia en el gráfico 2, a pesar del avance del capital riesgo en España, su importancia en relación con el PIB continúa siendo inferior a la que se observa en el conjunto de los países europeos y en Estados Unidos, tanto en términos de los fondos captados como de los invertidos<sup>6</sup>. La evolución temporal muestra en las tres áreas un perfil similar. Así, entre 1995 y 2000 se produjo una trayectoria creciente del negocio, asociada principalmente con la adquisición de empresas tecnológicas. Posteriormente se inició una etapa de menor actividad, y durante los últimos tres años se ha vuelto a experimentar un renovado auge, vinculado con operaciones apalancadas.

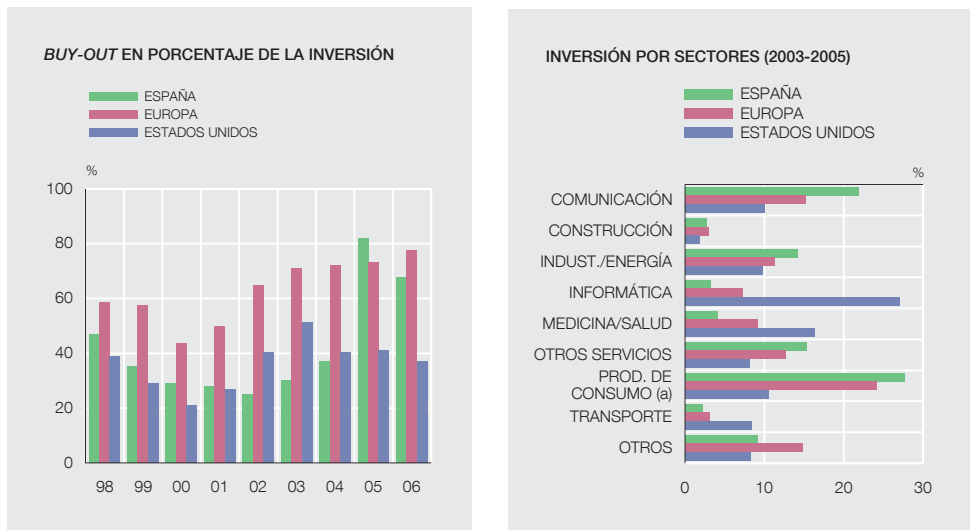
4. Se estima que en 2005 alrededor del 75% del volumen de fondos captados publicados por ASCRI era atribuible a fondos paneuropeos, mientras que en 2006 esa proporción se redujo al 30%. 5. Véase Banco de España (2006). 6. En el caso de Europa, se incluye el Reino Unido, donde esta industria tiene un peso mucho más elevado que en el resto de países.



FUENTES: ASCRI, EVCA, Thomson Financial y DataStream.

a. Se utiliza el PIB agregado de Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia, que representaban el 93% de fondos captados en Europa en 2005.

LA INVERSIÓN REALIZADA POR EL CAPITAL RIESGO



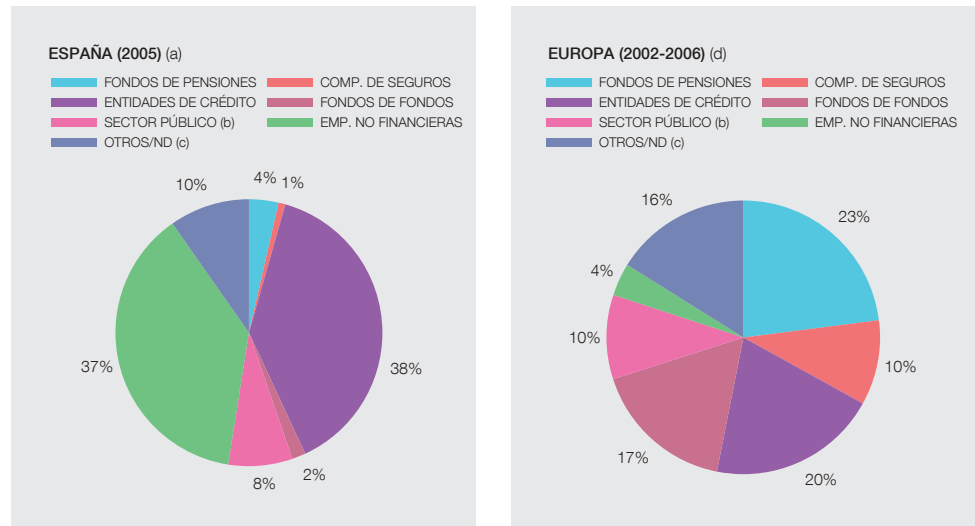
FUENTES: ASCRI, EVCA y Thomson Financial.

a. Incluye ocio y hostelería.

En cuanto al desglose entre *venture capital* y *buy-out*, en el panel izquierdo del gráfico 3 se observa cómo en los últimos años el primer tipo de operaciones ha ido ganando importancia en todas las áreas, especialmente en los países europeos, donde esta modalidad es actualmente mayoritaria. Esto contrasta con la situación en Estados Unidos, donde los fondos han continuado dirigiéndose mayoritariamente hacia las empresas en etapas de desarrollo. Asimismo, otro elemento diferenciador a nivel geográfico es el distinto peso de las operaciones apalancadas en las adquisiciones de *buy-out*. En concreto, mientras en la economía americana esta cifra se aproxima a la mitad del volumen de las inversiones, en compañías maduras en España representa prácticamente la totalidad de las mismas.

El detalle del destino de los fondos por sectores, que aparece en panel derecho del gráfico 3, muestra cómo en los últimos años en Estados Unidos, en línea con el mayor protagonismo del





FUENTE: EVCA.

- a. Excluye fondos captados por operadores transnacionales.  
 b. Incluye agencias gubernamentales e instituciones académicas.  
 c. Incluye hogares.  
 d. Dato provisional para 2006.

*venture capital* en ese país, las industrias típicamente relacionadas con la innovación (como las de informática o medicina y salud) acapararon los mayores porcentajes de recursos. Por el contrario, en España y en Europa la mayor parte de las inversiones se dirigió hacia las empresas de comunicación y de consumo (donde se incluyen las relacionadas con el ocio y la hostelería).

El panel izquierdo del gráfico 4 muestra cómo las entidades de crédito y las sociedades no financieras fueron los principales inversores (en productos comercializados por operadores nacionales en 2005), concentrando entre ambos el 75% del total, mientras que el peso de las compañías de seguros y los fondos de pensiones era bastante residual. Esto último contrasta con la situación en el conjunto de Europa, donde entre 2002 y 2006 este tipo de agentes explicaba un tercio del importe global. Las estimaciones disponibles para Estados Unidos apuntan a que la importancia relativa de estas instituciones es incluso superior.

El reducido peso de las instituciones de capital riesgo en la cartera de las compañías de seguros y los fondos de pensiones en nuestro país se explica, al menos parcialmente, por las restricciones legales a las adquisiciones de estos productos por parte de dichos inversores. No obstante, esta situación podrá cambiar durante los próximos años, tras la reciente entrada en vigor del Reglamento de la Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, que permite de forma explícita que estas instituciones inviertan en sociedades de capital riesgo, y previsiblemente con la futura aprobación del nuevo Reglamento de los Fondos de Pensiones, en trámite legislativo, cuyo borrador actual amplía las posibilidades de participar en dichos mercados.

## Conclusiones

La industria de capital riesgo ha experimentado recientemente en España un notable dinamismo, que ha discurrido en paralelo con lo que se ha observado en otros países europeos y en Estados Unidos. No obstante, a pesar de su expansión, el desarrollo de esta modalidad de inversión sigue siendo en nuestro país inferior al de las otras dos áreas, se concentra menos que en el caso americano en operaciones de *venture capital* y conlleva un mayor grado de

apalancamiento. De cara al futuro, las reformas recientes y las que se avecinan en el ámbito de los fondos de pensiones es probable que supongan un factor adicional de impulso de estos productos.

Para las empresas, las operaciones de capital riesgo constituyen una fuente de recursos adicional a los canales tradicionales, como los préstamos bancarios o la emisión de valores, que resulta especialmente útil para aquellas que por su fase temprana de desarrollo o sus necesidades de reestructuración encuentran dificultades en el acceso a este último tipo de fondos. Además, el asesoramiento especializado de los socios generales y su vinculación con la gestión de las compañías pueden fomentar mejoras de eficiencia. A través de estas dos vías, el desarrollo de este mercado puede contribuir favorablemente a dinamizar el tejido productivo, la innovación tecnológica y la productividad, y, por tanto, a sostener un mayor nivel de crecimiento económico.

Desde el punto de vista de los suscriptores de estos productos, el desarrollo del capital riesgo puede contribuir a aumentar la diversificación de las carteras, en la medida en que se incrementa el conjunto de posibilidades de inversión, aunque a costa de reducir el grado de liquidez de la misma.

Sin embargo, el auge del capital riesgo puede también llevar asociados algunos riesgos. En este sentido, varios organismos han expresado algunas preocupaciones con ciertos rasgos de su evolución reciente, como, por ejemplo, el incremento del endeudamiento que conllevan normalmente las operaciones apalancadas, que aumenta la exposición del sector a perturbaciones adversas, o la posible existencia de conflictos de interés, manipulación de precios e información privilegiada, ligados a la limitada transparencia de estas transacciones<sup>7</sup>, que discurrir, como se ha comentado, al margen de los mercados financieros convencionales.

16.4.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ASCRI (2006). *Informe Anual*.
- BANCO DE ESPAÑA (2006). «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero.
- DEWAR, S. (2007). «Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement», *BBA Private Equity Briefing*.
- FMI (2007). *Global Financial Stability Report*, abril.
- FSA (2006). *Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement*, Discussion Paper n.º 06/6.
- KALRA, R., A. DUNETZ y R. HRVATIN (2006). «Going public with private equity CFOs», *Derivative Fitch Report*.
- RUIZ MARTÍN, M. (2006). *Actividad de las entidades de capital riesgo en España*, CNMV.

---

7. Véanse, por ejemplo, FSA (2006) y FMI (2007).

NUEVO PROCEDIMIENTO DE ESTIMACIÓN DE LOS INGRESOS POR TURISMO  
Y VIAJES EN LA BALANZA DE PAGOS

## Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos

Este artículo ha sido elaborado por Javier Álvarez, Máximo Camacho, Gabriel Pérez-Quirós y Patrocinio Tello, de la Dirección General del Servicio de Estudios. Máximo Camacho pertenece también a la Universidad de Murcia.

### Introducción

La creciente globalización e integración de las economías y mercados ha impulsado el interés por las estadísticas del sector exterior y, al mismo tiempo, ha complicado la medición de las transacciones entre los residentes de diferentes economías. La frecuencia y diversificación de las operaciones transfronterizas y los cambios acaecidos en el marco en el que se llevan a cabo dichas operaciones, especialmente en el contexto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), han cuestionado la bondad de los procedimientos utilizados tradicionalmente por los países para medirlas y han puesto en marcha la búsqueda de métodos alternativos. Aunque esta situación no es específica de los países de la zona del euro, se ha manifestado en ellos con mayor intensidad y ha afectado de forma distinta a cada una de las rúbricas de la Balanza de Pagos. Concretamente, la puesta en circulación en 2002 de los billetes y monedas denominadas en euros y la pérdida de la información relativa al cambio de billetes inhabilitó el método que se venía empleando hasta ese momento en España y en muchos otros países para la medición del gasto de los viajeros y, por tanto, requirió la búsqueda de un procedimiento más acorde con el nuevo contexto.

La medición correcta de los ingresos por turismo cobra especial relevancia en el caso de España. Según datos de la Organización Mundial del Turismo para el año 2005, España fue uno de los principales destinos turísticos mundiales, al ocupar el segundo puesto tanto en términos de llegadas de turistas como de ingresos por turismo. Esta situación se refleja en la importancia significativa que el sector turístico tiene en la economía española, y en el papel crucial que el superávit turístico desempeña, equilibrando parcialmente el déficit exterior<sup>1</sup>. Efectivamente, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, el superávit turístico (2,9% del PIB en 2005 y 2,8% del PIB en 2006) permite compensar una parte significativa del desequilibrio exterior de la economía española, al representar un 38,5% y un 34,2% del déficit comercial en 2005 y 2006, respectivamente.

En este marco, el procedimiento de medición de los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos ha experimentado sucesivas mejoras en los últimos años, como resultado de los trabajos desarrollados conjuntamente por el Instituto de Estudios Turísticos (IET), el Instituto Nacional de Estadística (INE) y el Banco de España. Además de sustituir al procedimiento utilizado antes de 2002, estas modificaciones intentan recoger los cambios estructurales que han afectado a la oferta y a la demanda turística en los últimos años, para lo que se han venido utilizando las diversas estadísticas disponibles, entre las que ha desempeñado un papel primordial la encuesta EGATUR. Dentro de este proceso, coincidiendo con la difusión de los datos de la Balanza de Pagos de enero de 2007 y la revisión de los correspondientes a los años 2005 y 2006, se ha introducido un nuevo método de estimación de los ingresos que utiliza la información de un conjunto más amplio de los principales indicadores turísticos y modifica el procedimiento de su combinación. En definitiva, se trata de un método estadístico factorial, que define las ponderaciones para los indicadores teniendo en cuenta la evolución dinámica conjunta de los ingresos reales de turismo y de los indicadores.

---

1. El sector turístico español supuso en 2005 alrededor del 11% del PIB nominal, de acuerdo con los datos avance de la Cuenta Satélite de Turismo, destacando la relevancia del turismo receptor, es decir, el ligado con los no residentes, que representó en 2005 el 4,9% del PIB.

Este artículo describe las características básicas del nuevo procedimiento de estimación de los ingresos de turismo. En la sección 2 se presenta el marco conceptual del turismo en la Balanza de Pagos y en otras estadísticas relacionadas, así como los problemas que suscita su correcta medición, desde un punto de vista práctico. En la sección 3 se exponen los detalles relativos al nuevo método de estimación, así como los resultados de la nueva serie de ingresos de turismo obtenida con el nuevo procedimiento para el período 2005-2006. Finalmente, en la sección 4 se presentan las principales conclusiones del análisis.

**Marco conceptual  
y medición de los ingresos  
por Turismo y viajes en la  
Balanza de Pagos**

ASPECTOS METODOLÓGICOS  
Y PRÁCTICOS<sup>2</sup>

A diferencia de otros sectores, la demanda (o actividad) asociada al sector turístico presenta la singularidad de que no se asocia a un conjunto predefinido de bienes y servicios (o ramas de actividad), sino que viene determinada por la demanda de un tipo específico de consumidores, los turistas. Por tanto, los ingresos del sector turístico están vinculados a la mayor o menor fortaleza de la demanda turística de los residentes de una economía y de los no residentes, siendo estos últimos los que se registran en la rúbrica de Turismo y viajes de la Balanza de Pagos. Según los manuales metodológicos de referencia<sup>3</sup>, en la rúbrica de Turismo y viajes de la Balanza de Pagos se recoge el valor de los bienes y servicios adquiridos en un país por los viajeros<sup>4</sup> durante visitas hechas a él por menos de un año<sup>5</sup>, excluyendo el transporte internacional de viajeros<sup>6</sup>.

La Balanza de Pagos, por su rápida disponibilidad y su frecuencia mensual, viene siendo la estadística básica para el análisis del turismo emisor y receptor, en un marco integrado con el resto de las transacciones con el exterior, siendo su aportación especialmente relevante en España en el caso del turismo receptor<sup>7</sup>.

Desde un punto de vista práctico, la dificultad para la correcta medición del turismo se deriva no solo de la singularidad mencionada, asociada a su falta de vinculación a un único sector o rama de actividad, sino también de los cambios estructurales que han afectado a la oferta y a la demanda turística en los últimos años. Dentro de estos cambios cabe mencionar la mayor presión competitiva que enfrenta el sector turístico español por el desarrollo de destinos alter-

---

2. En este artículo se hace referencia a los datos del turismo en la Balanza de Pagos, pero conviene tener en cuenta que la Cuenta del Resto del Mundo de la Contabilidad Nacional coincide prácticamente con la Balanza de Pagos, por lo que, las referencias que se hacen al turismo de esta última estadística pueden aplicarse a los correspondientes conceptos de consumo final de no residentes en España (empleos) y de residentes en el extranjero (recursos) de la Cuenta del Resto del Mundo. En el caso del turismo, los datos incluidos en ambas estadísticas son coherentes y las revisiones que se describen en este artículo se han incorporado a los datos de la Cuenta del Resto del Mundo. Igualmente, debe tenerse presente que, si bien en España, por la importancia de la actividad puramente turística (viajes de ocio y vacaciones) nos referimos al fenómeno con el término «turismo», la Balanza de Pagos recoge el gasto de otros viajeros que no son estrictamente turistas, por lo que la rúbrica se denomina «Turismo y viajes». En esta nota se utilizan indistintamente los términos «Turismo» y «Turismo y viajes». 3. La quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* (BPM5) del FMI (1993), el Sistema de Cuentas Nacionales [SNA93, ONU (1993)] y el Manual de Estadísticas de Comercio Internacional de Servicios [MSITS, ONU (2002)] contienen definiciones coherentes con la de la Balanza de Pagos. 4. Se define como viajero a la persona que permanece menos de un año en un país del que no es residente, con cualquier fin que no sea: (i) permanecer destinado en una base militar o en el desempeño de un empleo de un organismo de su gobierno; (ii) acompañar a una persona mencionada en el punto anterior, estando a cargo de ella, o (iii) desarrollar una actividad productiva directamente al servicio de una entidad residente en ese país. Los gastos de las personas incluidas en los puntos (i) y (ii) se registran en la rúbrica de Servicios Gubernamentales de la Balanza de Pagos. 5. El plazo de un año no se aplica a los estudiantes ni a los pacientes que reciben tratamiento médico en el extranjero, que se siguen considerando residentes de sus países de origen, aunque la duración de la estancia en el otro país sea superior. 6. Los bienes y servicios adquiridos en España por los no residentes en sus viajes a España suponen una exportación de servicios y se registran en la Cuenta del Resto del Mundo como un empleo en la rúbrica de Consumo final de no residentes, y en la Balanza de Pagos se registran como un ingreso en la rúbrica de Turismo y viajes. Por su parte, los bienes y servicios adquiridos por los viajeros residentes en España en sus viajes al exterior se registran como un recurso en la Cuenta del Resto del Mundo y como un pago en la rúbrica de Turismo y viajes de la Balanza de Pagos. 7. Adicionalmente, con el objeto de analizar en detalle todos los aspectos de la demanda de bienes y servicios que pueden relacionarse con el turismo dentro de la economía, para observar su vinculación operativa con la oferta y describir las relaciones de esa oferta con las demás actividades económicas, el Sistema de Cuentas Nacionales propone el uso de la Cuenta Satélite de Turismo, anexa al núcleo de las Cuentas Nacionales. Véase SNA93, capítulo XXI.

nativos para el turista internacional con ventajas competitivas en precios, y el cambio en el perfil del turista influenciado por distintos factores, como la expansión de las líneas aéreas de bajo coste, la utilización de segundas residencias, es decir, inmuebles propiedad de no residentes, o las nuevas formas de contratación vía Internet<sup>8</sup>.

A los problemas asociados a la medición de los ingresos por turismo en un momento de cambios estructurales importantes se ha unido la caducidad del procedimiento de estimación de los ingresos por turismo empleado hasta la puesta en circulación de los billetes y monedas denominados en euros. La pérdida de información crucial sobre el cambio de billetes utilizada hasta este momento en España —y en otros países de la UEM— para la estimación de los ingresos por turismo ha requerido la búsqueda de un procedimiento adecuado al nuevo contexto. Además, el aumento del grado de heterogeneidad entre los turistas recomendaba que el nuevo procedimiento empleara la mayor parte de los indicadores disponibles sobre las características del turista y el tipo de gasto asociado, si se deseaba recoger en toda su magnitud el cambio estructural al que apuntaban la mayoría de los indicadores parciales del sector turístico.

En España, hasta la puesta en circulación de los billetes denominados en euros, en enero de 2002, el sistema general de información sobre cobros y pagos entre residentes y no residentes constituyó la principal fuente de información para la estimación del turismo en la Balanza de Pagos. El sistema utilizaba la información disponible sobre todos los cobros y pagos relacionados con el turismo, ya se materializaran mediante transferencias bancarias, operaciones de cambio de moneda, liquidaciones de tarjetas de crédito o compras y ventas de billetes entre las entidades de crédito residentes y sus corresponsales extranjeros. Este procedimiento, si bien había permitido aproximar de forma fiable los ingresos por Turismo y viajes de la Balanza de Pagos, dejó de ser válido a partir del mes de enero de 2002. Desde ese momento, y en un ámbito de cooperación interinstitucional entre el IET, el INE y el Banco de España, se han ido introduciendo mejoras continuadas en el procedimiento de cálculo de los ingresos por turismo, con el objetivo de adaptarlo al nuevo contexto y de obtener en cada momento la mejor estimación posible sujeta al conjunto de información disponible.

En este contexto, a finales de los años noventa, el IET, el INE y el Banco de España acordaron el desarrollo de una nueva operación estadística para la estimación de los ingresos por turismo: la Encuesta de Gasto en Frontera, conocida como EGATUR<sup>9</sup>. No obstante, ante la imposibilidad de utilizar los resultados de EGATUR en el momento en que se produjo la desaparición de la mayor parte de las operaciones de cambio de billetes, los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos se estimaron combinando la información facilitada por los indicadores disponibles del comportamiento del gasto de los no residentes<sup>10</sup>. A partir del año 2003 se introdujeron los resultados de la encuesta EGATUR, junto con el resto de los indicadores utilizados hasta ese momento. Los resultados obtenidos con esta me-

---

8. Los cambios en las características del fenómeno que se ha de cuantificar, que han tenido lugar en los últimos años, han motivado nuevas demandas de información por parte de los usuarios de las estadísticas. Específicamente, se pueden mencionar los cambios en las formas de contratación del viaje, en la duración de la estancia, en el gasto realizado, en el tipo de producto adquirido y en el motivo del viaje, entre otros. 9. Las encuestas que, como EGATUR, intentan medir directamente el gasto de los viajeros no residentes permiten obtener detalles de variables relacionadas directamente con el gasto turístico (por ejemplo, gasto medio por nacionalidad del turista, por CCAA de destino, por forma de contratación del viaje, etc.). Sin embargo, estas encuestas suelen presentar problemas como la infravaloración del gasto a consecuencia del denominado «efecto olvido», la dificultad para alcanzar las elevadas cuotas de muestreo que serían necesarias para cubrir la tipología completa de los viajeros y la excesiva volatilidad de los datos obtenidos, especialmente los mensuales. 10. El sistema de estimación combinaba las fuentes de información por el lado de la oferta procedentes de la Encuesta de Ocupación Hotelera con la información proporcionada por el gasto EGATUR en alojamiento reglado y no reglado.

metodología se incorporaron plenamente a partir del año 2005, coincidiendo con la revisión de la serie histórica de Balanza de Pagos, y de forma coordinada con la publicación por parte del INE de los datos del PIB en el marco de la nueva base 2000 de la Contabilidad Nacional de España<sup>11</sup>.

Desde que el cálculo de los ingresos por Turismo y viajes se realiza teniendo en cuenta la información contenida en un conjunto de indicadores representativos del gasto turístico, tanto dichos indicadores como las ponderaciones de cada uno de ellos en la estimación del dato final de ingresos por turismo son objeto de un análisis exhaustivo y continuo, a fin de detectar posibles inconsistencias entre la evolución de los indicadores y la de los ingresos por turismo, para garantizar en todo momento la calidad del dato estimado e identificar posibles líneas de mejora. En este proceso deben enmarcarse tanto la revisión de la metodología de la encuesta EGATUR en 2006<sup>12</sup>, que condujo a la revisión de sus datos en el período 2004-2006, como el nuevo procedimiento para calcular las ponderaciones de los indicadores parciales que se consideran en la estimación de los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos, que se presenta más adelante.

#### EVOLUCIÓN RECIENTE

El análisis conjunto de la evolución de los indicadores referidos al gasto de los no residentes y de la estimación que se venía obteniendo para esta variable en los años 2005 y 2006 puso de manifiesto la existencia de algunas limitaciones en el procedimiento de estimación utilizado en ese período. Por un lado, se observaba una pérdida de correlación entre la serie de ingresos por turismo y los principales indicadores reales de turismo, que mostraban tradicionalmente alta correlación con la serie de ingresos de turismo. Y, por otro lado, se detectó un cambio en el perfil estacional de la serie.

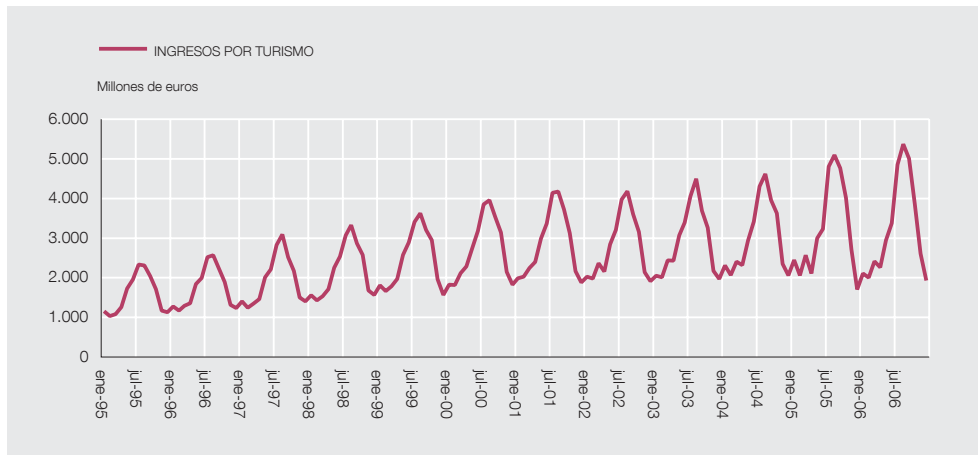
En el gráfico 1 se representa la serie de ingresos nominales de la rúbrica de Turismo y viajes en niveles para el período enero 1995-diciembre 2006, anterior a su revisión con el nuevo procedimiento. La serie muestra un claro perfil estacional, con un valor máximo en el mes de agosto de cada año del período, seguido de un segundo valor en importancia en el mes de julio. El perfil estacional de la serie asociado a los meses de verano se acentúa en el período 2005-2006, con un cierto cambio en el perfil del último año, de tal forma que el segundo valor en importancia de la serie en 2006 se registra en el mes de septiembre, en lugar de en el mes de julio, como ocurre para el resto de años del período considerado.

En el gráfico 2 se representan las tasas de variación interanual de esta serie de ingresos por turismo, tanto en términos nominales como reales<sup>13</sup>, para el período enero 1996-diciembre 2006. Se observa un incremento importante de la volatilidad de las tasas de variación interanual, tanto en términos nominales como reales, para el período 2005-2006, y especialmente en el año 2006<sup>14</sup>.

Para confirmar este hecho estadísticamente, se realiza un contraste de cambio estructural en la media y en la varianza de las tasas de variación interanual. En particular, se supone que las

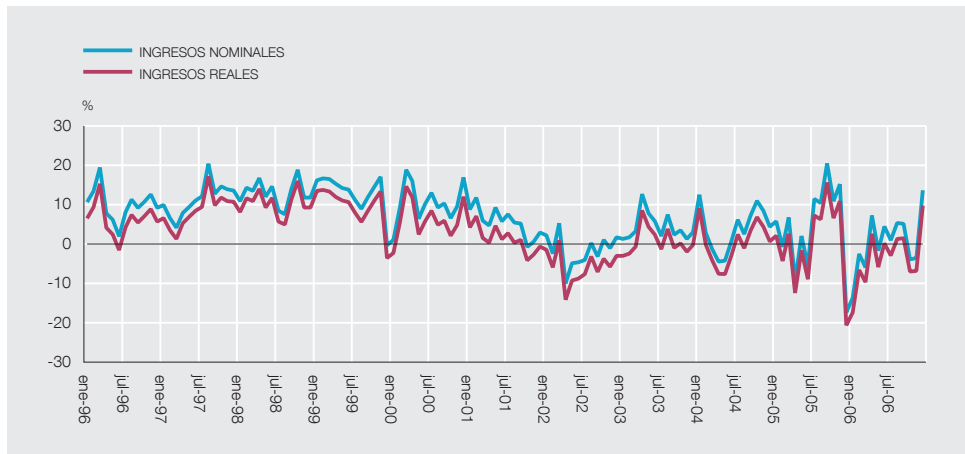
---

11. Para una descripción de la revisión en la serie histórica, véase *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España*, Banco de España (2004). 12. Los cambios en la metodología de la encuesta, que afectaron básicamente al método de elaboración e imputación de la misma, tenían como objetivo, además de hacer frente a las nuevas demandas de información que la revisión de los manuales de referencia suponía, potenciar su capacidad como herramienta de medición del gasto turístico. 13. El índice de precios usado para obtener los ingresos reales es una media ponderada de los índices de precios de consumo para grupos COICOP con ponderaciones obtenidas usando la información contenida en la Cuenta Satélite del Turismo. 14. En particular, la desviación estándar de las tasas de variación anual de los ingresos nominales de turismo para el período enero 1996-diciembre 2004 es del 6,3% (6,5% en el caso de las tasas de variación de los ingresos reales), frente al 9,2% para el período enero 2005-diciembre 2006 (8,9% en el caso de las tasas de variación de los ingresos reales).



FUENTE: Banco de España.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE SERIES DE INGRESOS DE TURISMO NOMINALES Y REALES



FUENTE: Banco de España.

tasas de variación interanual de los ingresos reales denotadas por  $y_t$  siguen un proceso autorregresivo:

$$y_t = \sum_{i=1}^p a_i y_{t-i} + \varepsilon_t \tag{1}$$

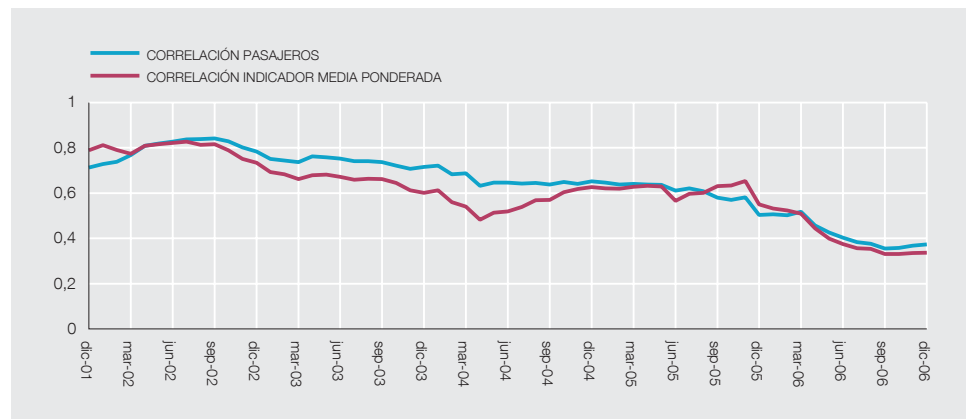
donde  $\varepsilon_t$  es una secuencia de variables aleatorias que se distribuyen como una normal de media  $\mu_1 + \mu_2 I_t$  y varianza  $\sigma_1^2 + \sigma_2^2 I_t$ , donde  $I_t$  es una variable ficticia que toma valor 1 a partir de enero de 2005 y 0 con anterioridad<sup>15</sup>. El contraste de ausencia de cambio estructural en la media de tasas (contraste de hipótesis nula  $H_0 : \mu_2 = 0$ ) no rechaza dicha hipótesis (p-valor de 0,90 para la hipótesis). Sin embargo, el contraste de cambio estructural en la varianza de las tasas de variación interanual (contraste de la hipótesis nula) presenta un p-valor de 0,00, por lo que, para cualquier nivel de confianza razonable, se rechaza la hipótesis nula de ausencia de cambio estructural en la volatilidad de las tasas de variación en la primera parte de la mues-

15. El valor de p elegido mediante el criterio de Schwartz en la realización de los contrastes es igual a 2.



**CORRELACIÓN DINÁMICA ENTRE LAS TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE INGRESOS DE TURISMO REALES Y LAS TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE INDICADOR DE PASAJEROS EN VUELOS INTERNACIONALES E INDICADOR DE MEDIA PONDERADA**

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

tra enero 1995-diciembre 2004, respecto de la segunda parte enero 2005-diciembre 2006.

Por otra parte, como ya se ha indicado, el cambio estructural en la volatilidad de las tasas de variación de la serie en el período enero 2005-diciembre 2006 ha coincidido con una progresiva pérdida de correlación entre la serie de ingresos de turismo y los indicadores reales del sector turístico. Para ilustrar este efecto, en el gráfico se muestra la evolución de la correlación dinámica<sup>16</sup> entre las tasas de variación interanual de la serie de ingresos de turismo considerada con anterioridad y las tasas de variación interanual de un indicador turístico disponible para un período amplio y con alta correlación con los ingresos de turismo a nivel histórico tanto en niveles (correlación de 0,88 en el período enero 1995-diciembre 2006) como en tasas de variación interanual (correlación de 0,57 en el período enero 1996-diciembre 2006): la serie de pasajeros en vuelos internacionales (regulares y no regulares) publicada por el Ministerio de Fomento. Por otra parte, también se muestra la correlación dinámica entre las tasas de variación interanual de los ingresos reales de turismo y las tasas de variación interanual de un indicador calculado como la media ponderada de los indicadores más correlacionados con los ingresos de turismo y convertidos a base 100 en enero de 1997<sup>17</sup>. Como se puede observar en el gráfico, en los dos últimos años de la muestra, y especialmente en el año 2006, se ha producido una pérdida de la correlación que existía entre las tasas de variación de los ingresos reales de turismo y de los indicadores, tanto en el caso de la variable de pasajeros en vuelos internacionales como en el indicador de media ponderada de indicadores turísticos.

Los rasgos de la serie durante el período 2005-2006, en términos de cambio en el perfil estacional, incremento en la volatilidad y pérdida de correlación con los indicadores reales, sugirieron que existía cierto margen de mejora en el procedimiento de estimación empleado para calcular los ingresos de la rúbrica de Turismo de la Balanza de Pagos. Por ello, se ha desarrollado un nuevo método estadístico para estimar los ingresos de turismo, cuyas características técnicas se describen en el apartado tercero de este artículo.

**16.** Correlaciones calculadas de forma recursiva para grupos de 48 observaciones. **17.** Los indicadores que entran en esa media ponderada son los de «viajeros residentes en el extranjero alojados en hoteles y pernoctaciones de residentes en el extranjero» de la Encuesta de Ocupación Hotelera, «turistas y excursionistas que entran por fronteras» de la Encuesta de Movimientos Turísticos en Fronteras, «pasajeros en vuelos internacionales (regulares y no regulares)» del Ministerio de Fomento, «personal empleado en establecimientos hoteleros de CCAA de mayor importancia en términos de turistas que entran por fronteras» procedente de la Encuesta de Ocupación Hotelera, y «afiliados a la Seguridad Social en el sector de hostelería» del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales. Las ponderaciones se construyeron usando las correlaciones entre cada serie y los ingresos de turismo reales en niveles para el período enero 1995-diciembre 2004.

Se pueden señalar dos ventajas principales de este método, frente a las aproximaciones usadas en el pasado para combinar los indicadores de turismo en la estimación. En primer lugar, el nuevo método integra un conjunto más amplio de indicadores. En segundo lugar, el nuevo método define las ponderaciones con las que entran los indicadores en la estimación de acuerdo con un criterio estadístico objetivo. En particular, el método factorial explica la evolución conjunta de los ingresos de turismo y los indicadores en términos de un factor común y unos factores idiosincrásicos asociados a cada variable. Las ponderaciones de los indicadores en la estimación son función del peso de cada indicador en el factor común estimado. El nuevo procedimiento, además de aplicarse a la estimación de los datos de ingresos de turismo a partir de enero de 2007, se ha aplicado a la revisión de la serie de ingresos de turismo en el período 2005-2006, años para los que se había detectado un cambio estructural y para los que el procedimiento utilizado con anterioridad no reflejaba correctamente el comportamiento de esta variable.

### **Estimación de ingresos de turismo basada en el método factorial**

#### DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO DE ESTIMACIÓN

Como se ha comentado con anterioridad, el nuevo método de estimación de los ingresos por turismo es un método estadístico que combina la información contenida en un conjunto de indicadores que se consideran relevantes para evaluar la situación del sector turístico en España, y en particular del relacionado con el turismo receptor. A continuación se presenta una descripción detallada del procedimiento empleado para la selección de los indicadores y del método de agregación propuesto.

#### Selección de indicadores de turismo

En una primera etapa, se seleccionan los indicadores que muestran una relación significativa, directa o indirecta, con los ingresos de turismo. A partir de una lista exhaustiva de indicadores, se seleccionaron aquellos que verificaron ciertas propiedades estadísticas deseables, como su elevada correlación con los ingresos de turismo, su disponibilidad en un período histórico amplio, su rapidez en la disponibilidad de los datos y su alta frecuencia, así como su significatividad y capacidad explicativa en términos del modelo estimado. Los indicadores finalmente considerados se pueden agrupar en las siguientes categorías:

- a) Indicadores relacionados con el gasto de turistas en alojamiento reglado. Se consideran los indicadores de viajeros no residentes alojados en hoteles, pernoctaciones de no residentes alojados en hoteles, y personal empleado en hoteles de establecimientos correspondientes a las Comunidades Autónomas de mayor relevancia en términos de viajeros no residentes, correspondientes a la Encuesta de Movimiento de Viajeros en Establecimientos Hoteleros (hasta diciembre de 1998) y a la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH) (desde enero de 1999)<sup>18</sup>. Por otra parte, se consideran los indicadores del número de viajeros no residentes alojados en establecimientos hoteleros, de la Encuesta de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR), y el índice de precios hoteleros.
- b) Indicadores relacionados con el gasto de turistas en alojamiento no reglado. Se consideran el indicador de viajeros no residentes alojados en establecimientos no hoteleros, de la encuesta de FRONTUR, y el *stock* de inversión extranjera en bienes inmuebles<sup>19</sup>.

<sup>18</sup>. La Encuesta de Movimiento de Viajeros en Establecimientos Hoteleros experimentó un cambio metodológico en el año 1999 que produjo un incremento en el número de entrantes, el número de pernoctaciones y el número de empleados en establecimientos hoteleros. En la estimación se usan series que controlan previamente dicho efecto. <sup>19</sup>. El *stock* de inversión directa en inmuebles se construye agregando los flujos nominales de inversión extranjera directa en bienes inmuebles realizada por no residentes de la Balanza de Pagos deflactados por el precio medio por metro cuadrado en la costa de vivienda nueva y usada.

- c) Indicadores asociados al gasto de excursionistas<sup>20</sup> no residentes. Se considera el número de excursionistas que entran por fronteras, de FRONTUR.
- d) Indicadores relacionados con el gasto de viajeros alojados en establecimientos reglados y no reglados, así como con el gasto de excursionistas: indicador de pasajeros en vuelos internacionales (regulares y no regulares), del Ministerio de Fomento; indicador de gasto total (turistas y excursionistas) sin incluir el transporte internacional, de EGATUR, e indicador de comercio al por menor (ICM) a precios constantes y ajustado por días hábiles.

Especificación del modelo  
dinámico factorial

Una vez seleccionados los indicadores considerados, y antes de especificar el modelo, es necesario llevar a cabo una serie de transformaciones tanto en los ingresos nominales de turismo como en los indicadores considerados. En primer lugar, dado que la mayor parte de los indicadores son indicadores reales, se ha considerado como variable objetivo del análisis la variable de ingresos por turismo en términos reales. Esta variable se ha obtenido deflactando los ingresos nominales mediante un índice de precios representativo del turismo de no residentes, calculado como media ponderada de índices de precios de consumo para grupos COICOP, con ponderaciones representativas del gasto de no residentes obtenidas a partir de la información de la Cuenta Satélite del Turismo.

Por otra parte, tanto los ingresos de turismo como los indicadores de turismo muestran un fuerte componente estacional y no estacionario, que puede dar lugar a que los métodos de estimación encuentren relaciones espurias entre los mismos. Con el objetivo de obtener relaciones estables entre las variables, se han transformado las series originales, aplicado diferencias anuales logarítmicas para eliminar la estacionalidad y primeras diferencias de las series resultantes para evitar la presencia de raíces unitarias<sup>21</sup>. El cuadro A.1 del anejo A muestra las correlaciones entre las series de indicadores y las series de ingresos reales así transformados. Para calcular las correlaciones entre cada par de series de indicadores se utiliza la muestra disponible común a ambas series, mientras que para calcular las correlaciones de los ingresos de turismo reales con los indicadores de turismo solo se utiliza la información de la serie hasta diciembre de 2004. Como se puede observar, las máximas correlaciones entre los ingresos por turismo, en términos reales, y los indicadores de turismo se producen para las variables de pernoctaciones de residentes en el extranjero (de la EOH), turistas que entran por fronteras alojados en hoteles (de FRONTUR) y pasajeros en vuelos internacionales (del Ministerio de Fomento). Al mismo tiempo, estas series muestran altas correlaciones entre sí y con algunos otros indicadores de turismo considerados.

Parece obvio que el método estadístico elegido para combinar la información de los distintos indicadores y los ingresos de turismo debería tener en cuenta la evidencia empírica aportada por estas correlaciones, y asignar una mayor ponderación a los indicadores más correlacionados con los ingresos de turismo. Un método que asigna ponderaciones de acuerdo con este criterio es el método de componentes principales, que define estos como aquellas combinaciones lineales, mutuamente ortogonales, de indicadores que maximizan la correlación conjunta de los indicadores transformados y estandarizados. Sin embargo, dicho método presenta el inconveniente de que ignora la dinámica presente en las correlaciones de las series, rasgo que puede ser muy relevante en el caso que se analiza. Por esta razón, en este trabajo se opta por especificar un modelo factorial que sí tiene en cuenta la naturaleza diná-

<sup>20</sup>. El gasto de los excursionistas no residentes, es decir, aquellos viajeros que no pernoctan, se incluye en la rúbrica de Turismo y viajes de la Balanza de Pagos. <sup>21</sup>. En el caso de la serie de índice de ventas de grandes superficies, no se han utilizado diferencias logarítmicas anuales, sino diferencias anuales del índice.

mica de las correlaciones, en lugar de utilizar el método tradicional de componentes principales de naturaleza estática. No obstante, de cara a contrastar la robustez de los resultados, en el anejo B se desarrolla el método de componentes principales, con el que se obtienen unos resultados compatibles con los derivados a partir del uso del método factorial.

El modelo factorial considerado es una adaptación del modelo desarrollado en otro contexto por Mariano y Murasawa (2003). Denotando por  $x_t$  la serie transformada de ingresos de turismo, y  $z_t$  el vector integrado por los  $k$  indicadores de turismo transformados  $z_{i,t}$ , el modelo de factores dinámicos puede representarse del siguiente modo:

$$\begin{pmatrix} x_t \\ z_t \end{pmatrix} = \lambda f_t + \begin{pmatrix} u_{xt} \\ u_{zt} \end{pmatrix} \quad [2]$$

donde  $f_t$  representa el factor común que afecta a la dinámica tanto de los ingresos de turismo como de los indicadores, y  $u_{xt}$  y  $u_{zt} = (u_{1t}, \dots, u_{kt})$  recogen los componentes idiosincrásicos aleatorios que afectan a los ingresos de turismo y a los indicadores, respectivamente. El vector  $\lambda$  es un vector  $[(k + 1) \times 1]$  de coeficientes denominados factores de carga, que recogen el peso con el que entra el factor en la ecuación de cada variable. A su vez, tanto el factor común como los componentes idiosincrásicos incorporan una dinámica en sus procesos:

$$\phi_f(L) f_t = v_{ft} \quad [3]$$

$$\Phi_x(L) u_{xt} = v_{xt} \quad [4]$$

$$\Phi_i(L) u_{it} = v_{it}, \quad i = 1, \dots, k \quad [5]$$

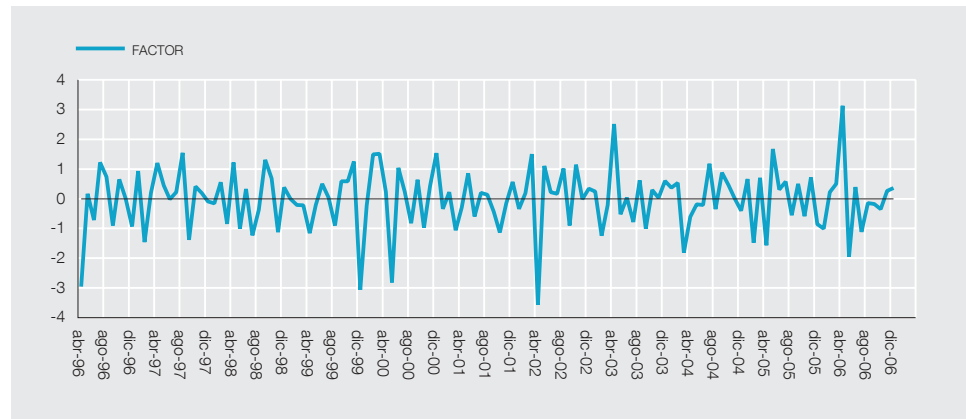
donde  $\phi_f(L)$  es un polinomio de orden  $p$  en el operador de retardos, y  $\Phi_x(L)$  y  $\Phi_i(L)$  denotan los polinomios de orden  $q_x$  y  $q_i$  asociados a los ingresos reales transformados y al indicador  $i$ -ésimo transformado. Además, los términos de perturbación siguen la siguiente distribución:

$$\begin{pmatrix} v_{ft} \\ v_{xt} \\ v_t \end{pmatrix} = \text{NID} \left( 0, \begin{bmatrix} \sigma_f & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_x & 0 \\ 0 & 0 & \Omega \end{bmatrix} \right) \quad [6]$$

donde  $v_t$  es el vector de términos de error  $v_{it}$  y  $\Omega$  denota su matriz de varianzas y covarianzas.

Cuando las variables son observadas en todo el período muestral, un modelo como el definido por las ecuaciones [2]-[6] constituye el procedimiento óptimo para extraer un indicador común representado por el factor que resume la información de los comovimientos del conjunto de indicadores seleccionados y de los ingresos de turismo en términos reales, siendo este un indicador coincidente del sector.

Sin embargo, en la práctica suelen existir series para las que no existen observaciones para todo el período muestral considerado, bien porque su primera observación aparece con posterioridad al inicio de la muestra (como es el caso del gasto EGATUR), o bien porque su último dato aparece antes del final de la muestra (como el caso de series como el *stock* de inversión extranjera directa en bienes inmuebles, cuyo último dato se publica con cierto retraso). En estos casos, una opción sería la de ignorar las series para las que no se dispone de toda la información en el momento de realizar la estimación. Sin embargo, estas series pueden aportar información muy valiosa sobre la serie que se quiere estimar, con lo que, al ignorarlas, se



FUENTE: Banco de España.

estaría perdiendo una información relevante. El modelo dinámico de factores propuesto por Mariano y Murasawa (2003) es especialmente útil en estos casos, porque permite no solo usar la información de series que están incompletas en el momento de realizar las estimaciones, sino que, además, el propio método permite generar estimaciones de los valores de la serie en períodos en los que algún dato no es observado. De esta forma, el modelo definido por las ecuaciones [2]-[6] puede extenderse para incluir la posibilidad de series no observables y admite una representación en el espacio de los estados. A partir de dicha representación, es posible estimar el modelo mediante el método de máxima verosimilitud usando el filtro de Kalman (véase el anejo C para una descripción de la formulación y estimación del modelo).

El procedimiento de estimación descrito se utiliza para estimar la nueva serie de ingresos de turismo en el período enero 2005-diciembre 2006. Para la obtención de dicha serie, se estima el modelo usando toda la información disponible acerca de los indicadores hasta diciembre de 2006, y la información de la serie de ingresos de turismo en el período enero 1995-diciembre 2004. A partir de las estimaciones del factor derivadas del modelo y la relación estimada entre los ingresos reales y el factor, es posible construir una serie revisada de ingresos de turismo en el período enero 2005-diciembre 2006.

RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DEL MODELO FACTORIAL Y NUEVA SERIE DE INGRESOS DE TURISMO PARA EL PERÍODO 2005-2006

El modelo factorial especificado por las ecuaciones [2]-[6] y extendido para tener en cuenta el problema de no observación en algunas series es estimado para el período enero 1995-diciembre 2006. En el gráfico 4 se representa el factor estimado usando dicho modelo, mientras que en el cuadro 1 se presentan las estimaciones de los factores de carga (con sus errores estándar entre paréntesis) y el porcentaje de varianza de cada variable explicada por el factor común. Se puede observar que las variables para las que el factor de carga estimado es mayor en magnitud y para las que el factor explica un porcentaje superior de su variabilidad en el período considerado son las de viajeros residentes en el extranjero alojados en hoteles, pernoctaciones de residentes en el extranjero alojados en hoteles y la variable de ingresos reales de Balanza de Pagos. La variable de gasto EGATUR sin transporte internacional, aunque solo está disponible para un período relativamente corto (desde enero de 2004), también aparece con un factor de carga elevado, reflejando su poder explicativo como indicador directo del gasto de los no residentes.

Como se explicaba en la descripción del método, a partir de las estimaciones del modelo factorial para el período enero 1995-diciembre 2006 es posible obtener estimaciones de la variable de ingresos reales transformados para el período enero 2005-diciembre 2006. Los

**FACTORES DE CARGA Y PORCENTAJE DE VARIABILIDAD EXPLICADA  
POR EL FACTOR COMÚN EN LA ECUACIÓN DE CADA VARIABLE**

CUADRO 1

Variable	Factor de carga (a)	% variabilidad explicada
Ingresos reales de Balanza de Pagos	0,77 (0,11)	68,4
Viajeros EOH	0,76 (0,09)	64,2
Pernoctaciones EOH	0,81 (0,12)	71,6
Turistas FRONTUR hotelero	0,50 (0,13)	27,9
Turistas FRONTUR no hotelero	0,32 (0,14)	10,2
Excursionistas FRONTUR	0,32 (0,15)	10,3
Pasajeros en vuelos internacionales	0,57 (0,08)	39,9
Personal EOH	0,38 (0,10)	14,3
ICM grandes superficies	0,12 (0,12)	1,2
IPH	0,44 (0,16)	21,6
EGATUR gasto sin transporte	0,62 (0,31)	49,1
Stock de inversión extranjera directa	0,02 (0,09)	2,9

FUENTE: Banco de España.

a. Errores estándar del factor de carga entre paréntesis.

**PESOS DE LAS VARIABLES EN ESTIMACIÓN DE INGRESOS DE  
TURISMO 2005-2006 (a)**

CUADRO 2

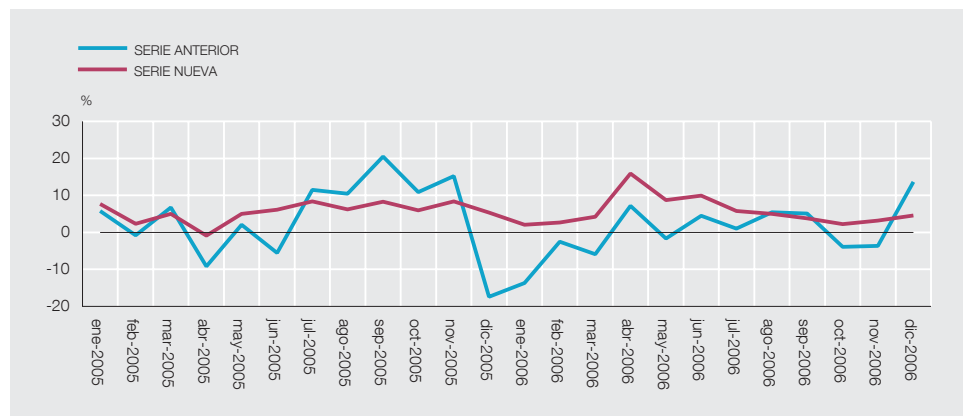
Variable	Peso en estimación (a)
Viajeros EOH	19,0
Pernoctaciones EOH	23,2
Turistas FRONTUR hotelero	9,7
Turistas FRONTUR no hotelero	3,6
Excursionistas FRONTUR	3,3
Pasajeros en vuelos internacionales	18,0
Personal EOH	3,3
ICM grandes superficies	1,5
IPH	5,1
EGATUR gasto sin transporte	13,2
Stock de inversión extranjera directa	0,1
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>

FUENTE: Banco de España.

a. Los pesos representan la ponderación estandarizada (suma de pesos igual a 100) con la que entra cada variable en la estimación de los ingresos de turismo transformados en el período 2005-2006.

pesos (ponderaciones estandarizadas para sumar 100) con los que entran las variables en la estimación de los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos (véase anejo C para una descripción de cómo se definen estos pesos) en dicho período aparecen recogidos en el cuadro 2. Los indicadores parciales que contribuyen en mayor medida a la estimación final de los ingresos por turismo son las variables de viajeros alojados en hoteles y pernoctaciones de no residentes en hoteles de la EOH, pasajeros en vuelos internacionales y la variable de gasto EGATUR sin transporte internacional.

Una vez obtenidas las estimaciones para la variable de ingresos reales transformada, es posible deshacer la transformación realizada y obtener una nueva serie en niveles para el período enero 2005-diciembre 2006. A partir del deflactor de precios usado para convertir los ingresos



FUENTE: Banco de España.

nominales de turismo en reales, se obtendría una nueva serie de ingresos de turismo en términos nominales para dicho período.

En el gráfico 5 se presenta la comparación de las tasas de variación de la serie de ingresos por turismo anterior a la implementación del procedimiento y de la serie obtenida con el nuevo procedimiento, para el período enero 2005-diciembre 2006. Como se puede observar en el gráfico, las tasas de variación de la serie nueva presentan un perfil más suave que el de la serie anteriormente calculada<sup>22</sup>. La nueva serie muestra una tasa de crecimiento más elevada que la serie anterior en el mes de abril de 2006, coincidiendo con la Semana Santa. Este hecho tiene su reflejo en las tasas de variación interanual del segundo trimestre de 2006 (véase cuadro 3), el cual muestra un crecimiento más marcado cuando se considera la serie nueva. Por otra parte, mientras que el tercer trimestre de 2005 presenta una tasa de variación anual inferior a la de la serie nueva, tanto el cuarto trimestre de 2005 como el primer trimestre de 2006 presentan tasas de crecimiento más positivas que la serie anterior, en línea con la evolución de la mayor parte de los indicadores turísticos en dicho período. Al considerar las tasas de variación interanual para los años 2005 y 2006, se observa que mientras que con la serie nueva el nivel del año 2005 es similar al de la serie anterior, el nivel de 2006 de la serie nueva es sustancialmente superior. La tasa de variación de la serie nueva en 2006 es del 5,6% en términos nominales (1,5% en términos reales), frente a un crecimiento del 0,7% en términos nominales (-3,3% en términos reales) de la serie anterior.

El análisis de las propiedades estadísticas de la serie nueva de ingresos de turismo confirma que presenta unas propiedades estadísticas más en consonancia con las observadas en el pasado. En primer lugar, se trata de una serie menos volátil, conclusión que se obtiene repitiendo el contraste de ausencia de cambio estructural sobre las tasas de variación de la serie nueva sobre la base de la ecuación [1]<sup>23</sup>. En segundo lugar, el descenso en la correlación dinámica entre las tasas de variación interanual de los ingresos reales y de los indicadores en los últimos años es menos pronunciado (véase gráfico A.1 en el anexo A, donde se representan las correlaciones dinámicas entre las tasas de variación de los ingresos reales y de los indicadores de pasajeros y del indicador construi-

<sup>22</sup> La desviación estándar de las tasas de variación anual para la serie nueva en el período 2005-2006 es del 3,4%, frente al 9,2% para la serie anterior. La volatilidad de las tasas de variación es cercana a la que se observa en el período 1996-2000, período previo al cambio en el sistema de información que se siguió a raíz de la introducción de los billetes denominados en euros. <sup>23</sup> En particular, el contraste de la hipótesis nula de ausencia de cambio estructural en la variabilidad de las tasas ( $H_0 : \sigma^2 = 0$ ) tiene un p-valor de 0,63, no rechazándose la hipótesis nula. En este caso, tampoco se rechaza la hipótesis nula de ausencia de cambio estructural en la media de las tasas ( $H_0 : \mu_2 = 0$ ) siendo el p-valor de la hipótesis igual a 0,9.

	Nivel serie anterior (a)	Tasa %	Nivel serie nueva (a)	Tasa %
2005 I TR	7.071,3	4,1	7.135,6	5,1
2005 II TR	8.331,1	-3,9	9.009,3	3,9
2005 III TR	14.664,8	13,9	13.856,1	7,6
2005 IV TR	8.427,5	4,9	8.557,3	6,5
2006 I TR	6.532,7	-7,6	7.349,7	3,0
2006 II TR	8.577,1	3,0	10.004,2	11,0
2006 III TR	15.231,1	3,9	14.532,4	4,9
2006 IV TR	8.404,7	-0,3	8.823,6	3,1
Año 2005	38.494,7	5,8	38.558,3	6,0
Año 2006	38.745,6	0,7	40.709,9	5,6

FUENTE: Banco de España.

a. Millones de euros.

do como media ponderada de indicadores de turismo). Finalmente, la nueva serie también presenta un perfil estacional más coherente con el observado en la serie histórica.

## Conclusiones

En este artículo se ha llevado a cabo una descripción del nuevo procedimiento de estimación de la rúbrica de ingresos de turismo de la Balanza de Pagos. La aplicación de este nuevo procedimiento debe considerarse como un paso más en el proceso de mejora continua de la medición de la rúbrica llevado a cabo desde el año 2002, momento a partir del cual el método utilizado para estimar los ingresos por turismo de no residentes perdió su validez, en el marco de colaboración entre el Instituto Nacional de Estadística, el Instituto de Estudios Turísticos y el Banco de España.

El nuevo procedimiento aplica una metodología estadística factorial que combina la información de los ingresos de turismo de no residentes y de un conjunto de indicadores de la actividad y del gasto asociado al sector turístico. La principal ventaja del método es la asignación de ponderaciones a los distintos indicadores, de acuerdo con un criterio estadístico que tiene en cuenta la evolución dinámica conjunta de los ingresos de turismo y de los indicadores.

Los resultados del nuevo método se han aplicado a la serie de ingresos de turismo en el período 2005-2006, años para los que el análisis de los datos obtenidos con el procedimiento anterior apuntaba una pérdida de fiabilidad del procedimiento seguido. En términos absolutos, comparando la serie anterior con la serie obtenida con el nuevo procedimiento, la revisión conlleva un incremento del 2,6% de los ingresos de la rúbrica Turismo y viajes de la Balanza de Pagos en los dos años del período 2005-2006, siendo especialmente significativo en el último año (incremento del 5,1%, debido a que la tasa de variación interanual estimada en 2006 pasa del 0,7% en términos nominales con la serie anterior al 5,6% con la serie nueva). La evolución de la nueva serie de ingresos de turismo es, de este modo, más coherente con la de los principales indicadores turísticos en el período considerado, y además muestra unas propiedades estadísticas más en línea con sus propiedades históricas, tanto en términos de volatilidad en las tasas de variación como de correlación con los principales indicadores turísticos y de perfil estacional.

18.4.2007.



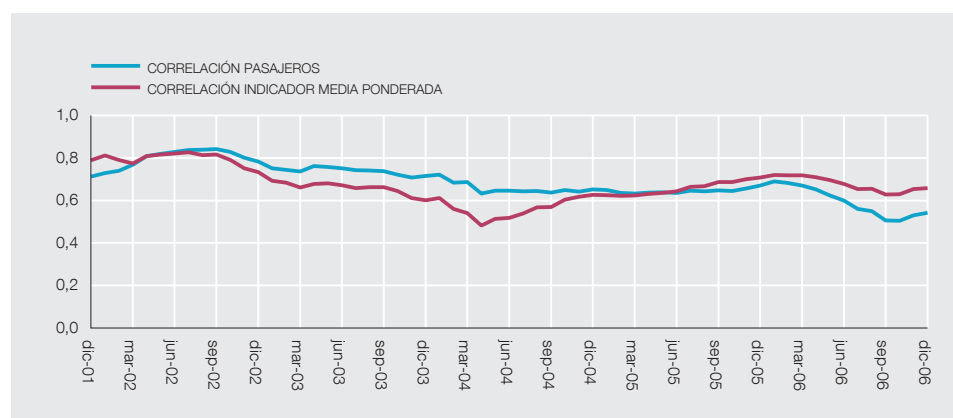
## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2004). «Nota metodológica», *La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España*, cap. 5, pp. 155-159.
- FMI (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.
- MARIANO, R., y Y. MURASAWA (2003). «A new coincident index of Business cycles based on Monthly and Quarterly series», *Journal of Applied Econometrics*, 18, pp. 427-443.
- ONU (1993). *Manual del Sistema Nacional de Cuentas Nacionales, SNA93*.
- (2002). *Manual de Estadísticas de Comercio Internacional de Servicios*.
- STOCK, J., y M. WATSON (2002). «Macroeconomic Forecasting using Diffusion Indexes», *Journal of Business and Economic Statistics*, 20, pp. 147-162.

## ANEJO A

### CORRELACIÓN DINÁMICA ENTRE LAS TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE SERIE NUEVA DE INGRESOS DE TURISMO REALES Y LAS TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE INDICADOR DE PASAJEROS EN VUELOS INTERNACIONALES E INDICADOR DE MEDIA PONDERADA

GRÁFICO A.1



FUENTE: Banco de España.

## CORRELACIONES DE INDICADORES TRANSFORMADOS E INGRESOS DE TURISMO REALES

CUADRO A.1

	IBPreal	ViajEOH	PtEOH	PerEOH	ICM	FHOT	FNHOT	FEXC	IPH	PAS	EGA	SIED
IBPreal	1,00	0,42	0,54	0,16	0,21	0,54	0,19	0,24	0,45	0,51	NA	-0,03
ViajEOH	0,42	1,00	0,87	0,68	0,21	0,29	0,34	0,22	0,31	0,49	0,55	-0,01
PtEOH	0,54	0,87	1,00	0,72	0,17	0,25	0,21	0,15	0,35	0,42	0,53	-0,04
PerEOH	0,16	0,68	0,72	1,00	0,12	0,17	0,18	0,13	0,57	0,36	0,80	-0,07
ICM	0,21	0,21	0,17	0,12	1,00	0,18	0,31	0,22	-0,11	0,28	-0,25	-0,05
FHOT	0,54	0,29	0,25	0,17	0,18	1,00	0,31	0,35	0,48	0,75	0,64	-0,08
FNHOT	0,19	0,34	0,21	0,18	0,31	0,31	1,00	0,25	0,35	0,55	0,60	-0,11
FEXC	0,24	0,22	0,15	0,13	0,22	0,35	0,25	1,00	0,21	0,47	0,41	-0,12
IPH	0,45	0,31	0,35	0,57	-0,11	0,48	0,35	0,21	1,00	0,55	0,71	-0,18
PAS	0,51	0,49	0,42	0,36	0,28	0,75	0,55	0,47	0,55	1,00	0,77	-0,13
EGA	NA	0,55	0,53	0,80	-0,25	0,64	0,60	0,41	0,71	0,77	1,00	-0,06
SIED	-0,03	-0,01	-0,04	-0,07	-0,05	-0,08	-0,11	-0,12	-0,18	-0,13	-0,06	1,00

FUENTE: Banco de España.

Nota: El cuadro muestra las correlaciones de las series de indicadores y de los ingresos de turismo reales en primeras diferencias de las diferencias anuales logarítmicas. Para calcular las correlaciones entre cada par de indicadores se utiliza la muestra disponible común a ambas series, mientras que para calcular las correlaciones de los ingresos de turismo reales con los indicadores solo se utiliza la muestra hasta diciembre de 2004 usada en la estimación del modelo. IBPreal denota la variable de ingresos de turismo reales de Balanza de Pagos, ViajEOH denota la variable de viajeros residentes en el extranjero alojados en hoteles de la EOH, PtEOH denota la variable de pernoctaciones de residentes alojados en el extranjero alojados en hoteles de la EOH, PerEOH denota la variable de personal empleado de establecimientos hoteleros en Comunidades Autónomas de mayor relevancia en términos de turistas que entran por fronteras, ICM denota el índice de comercio al por menor en grandes superficies a precios constantes y ajustado por días hábiles, FHOT denota la variable de turistas que se alojan en hoteles de FRONTUR, FNHOT denota la variable de turistas que se alojan en otro alojamiento distinto del hotelero de FRONTUR, FEXC denota la variable de excursionistas de FRONTUR, IPH denota el índice de precios hoteleros, PAS es pasajeros en vuelos internacionales, EGA es gasto EGATUR real sin incluir transporte internacional, SIED es stock de inversión extranjera directa en bienes inmuebles.

**ANEJO B**  
**Estimación de serie**  
**de ingresos de turismo**  
**basada en el método**  
**de componentes**  
**principales**

Con el objetivo de contrastar la robustez de los resultados obtenidos con el método factorial, en esta sección se presenta la estimación de componentes principales que propusieron Stock y Watson (2002), así como la serie nueva de ingresos de turismo obtenida usando dicha metodología. En este modelo se supone que las  $k$  variables que hemos usado como indicadores incluidos en el vector  $z_t$  pueden ser representadas como la suma de dos componentes no observables:

$$z_t = Ag_t + e_t \quad [B.1]$$

Donde  $g_t$  denota un vector ( $r \times 1$ ) de factores comunes denominados componentes principales (con  $r < k$ ). El segundo componente hace referencia al componente idiosincrásico de cada una de las series de indicadores. La matriz  $A$  con  $k$  filas y  $r$  columnas establece la relación entre los factores comunes y las series de referencia.

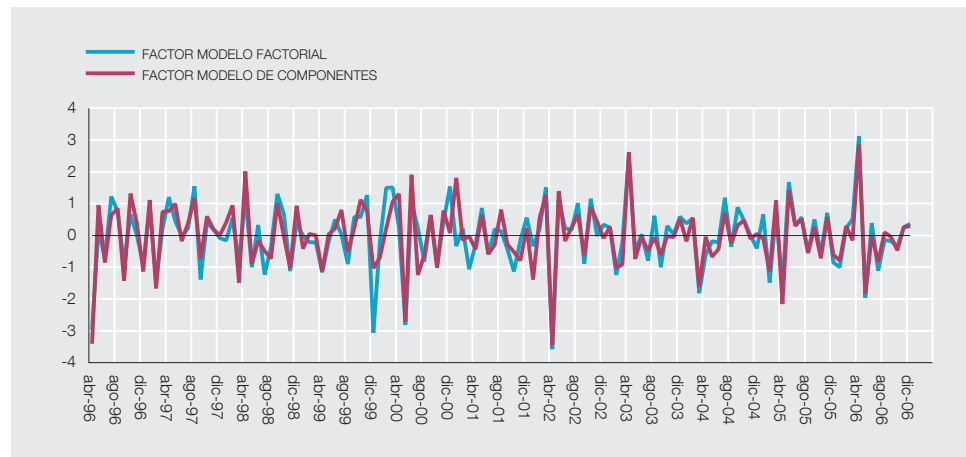
Esta especificación presenta la ventaja de que se puede estimar de forma sencilla usando el método estándar de componentes principales. Supongamos que no existen problemas de observaciones ausentes en ninguna de las variables que hemos usado como indicadores. En este caso, si llamamos  $Z$  a la matriz de dimensión ( $T \times k$ ) de observaciones de los indicadores y  $G$  a la matriz de dimensión ( $T \times r$ ) de los factores, los factores estimados se obtienen a partir de la expresión  $\hat{G} = Z\hat{A}/k$ , donde  $\hat{A}$  es la matriz definida por  $k^{1/2}$  multiplicado por los  $r$  vectores propios asociados a los  $r$  mayores valores propios de la matriz  $Z'Z$ . Los componentes principales se definen a partir de la matriz de correlaciones entre las variables.

En el ejercicio que se realiza en este trabajo, donde hay series con observaciones ausentes, se puede aplicar un algoritmo basado en los siguientes pasos:

1. Se obtiene una estimación inicial de la matriz  $A$  y de los factores comunes usando los indicadores para los que no hay problema de observaciones ausentes.
2. Con esos factores preliminares obtenemos una estimación de los datos ausentes para las series incompletas.
3. Usando las series completas y las series que se han completado en la etapa anterior mediante predicciones, obtenemos una nueva estimación de los factores comunes.

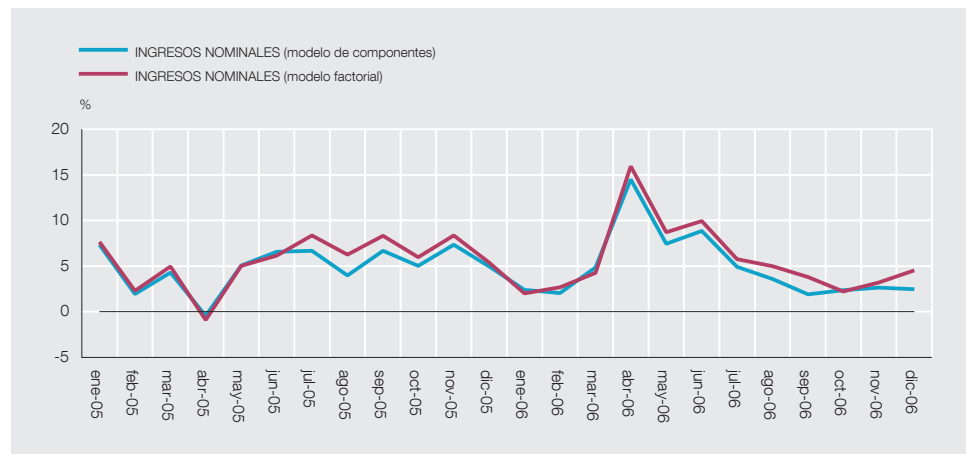
El algoritmo definido por los pasos 1-3 se repite hasta que la diferencia entre los valores propios de las iteraciones es suficientemente pequeña. El método de estimación empleado para obtener los factores presenta la desventaja, con respecto al método factorial, de que no supone dinámica ni en el factor ni en los términos idiosincrásicos. Por otra parte, a diferencia del método factorial, que establece una relación entre los ingresos por turismo y los factores a través de la estimación del modelo, en el caso del método de componentes principales se necesita especificar una función de transferencia que relacione la variable de ingresos reales de turismo con los factores comunes estimados.

En nuestro caso, en primer lugar se ha estimado el modelo de componentes principales definido por la ecuación [B.1]. En el gráfico B.1 se compara el primer factor obtenido del modelo de componentes principales que explica un porcentaje mayor de la variabilidad conjunta con el factor que se obtenía en el modelo factorial. Como se puede observar, el perfil de los factores estimados usando ambos modelos es similar.



FUENTE: Banco de España.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE INGRESOS DE TURISMO NOMINALES SERIES NUEVAS DEL MODELO FACTORIAL Y DEL MODELO DE COMPONENTES



FUENTE: Banco de España.

A continuación, usando cuatro factores (que explican aproximadamente un 90% de la variabilidad), se estima la siguiente función de transferencia para el período 1995-2004 sobre la transformación estacionaria de los ingresos reales:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha'g_t + e_t \quad [B.2]$$

donde  $e_t = b_0u_t + b_2u_{t-1}$ , y  $u_t \sim iid(0, \sigma^2)$ . A partir de esta función de transferencia y proyectando los valores de los factores en 2005-2006, se obtiene una estimación de los ingresos de turismo reales transformados en dicho período. Una vez que se deshace la transformación de la variable de ingresos reales, se convierten estos a términos nominales, obteniéndose una estimación de los ingresos nominales de turismo en el período 2005-2006. En el gráfico B.2 se comparan las tasas de variación interanual para la serie nuevas de ingresos nominales de turismo obtenidas con el modelo de componentes principales y con el modelo factorial. Como se puede observar, el perfil de las tasas de variación interanual de los ingresos nominales estimadas con los dos métodos es bastante similar, siendo ligeramente superiores las tasas obtenidas a partir del método factorial.

**ANEJO C**

**Formulación del modelo factorial dinámico en términos del espacio de los estados y filtro de Kalman**

El modelo factorial descrito por las ecuaciones [2]-[6] en el texto tiene una representación estándar en el espacio de los estados definida por las siguientes ecuaciones:

$$Y_t = H\beta_t \tag{C.1}$$

$$\beta_t = F\beta_{t-1} + v_t \quad v_t \sim N(0, Q) \tag{C.2}$$

que, en nuestro caso, implica<sup>24</sup>:

$$Y_t = (x_t \quad z_t), \beta_t = (f_t \quad f_{t-1} \quad u_{xt} \quad u_{xt-1} \quad u_{1t} \quad u_{1t-1} \quad u_{2t} \quad u_{2t-1} \dots u_{kt} \quad u_{kt-1}),$$

$$H = \begin{pmatrix} \lambda_x & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ \lambda_1 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ \lambda_2 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \lambda_k & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 1 & 0 \end{pmatrix} \tag{C.3}$$

$$F = \begin{pmatrix} \phi_{f1} & \phi_{f2} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \phi_{x1} & \phi_{x2} & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \phi_{11} & \phi_{12} & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \phi_{21} & \phi_{22} & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & \phi_{k1} & \phi_{k2} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 1 & 0 \end{pmatrix} \tag{C.4}$$

$$v_t = (v_{ft} \quad 0 \quad v_{xt} \quad 0 \quad v_{1t} \quad 0 \quad v_{2t} \quad 0 \dots v_{kt} \quad 0) \tag{C.5}$$

$$Q = \begin{pmatrix} \sigma_f & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \sigma_x & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \sigma_1 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \sigma_2 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & \sigma_k & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & 0 \end{pmatrix} \tag{C.6}$$

La formulación del espacio de los estados definida por las ecuaciones [C.1]-[C.2] se puede adaptar al caso en el que hay valores ausentes de algunas series. Supongamos que para una serie  $y_t$  (puede ser la serie transformada de ingresos por turismo o cualquiera de los indicadores) hay un problema de datos no observados. Para los períodos para los que la serie se observa, denotados por  $\tau$ , se usa la serie temporal original. Sin embargo, para los períodos para los que no se observa la serie, denotados por  $\upsilon$ , se supone que el dato es la realización de

24. Suponemos dos retardos para todas las variables para captar de forma parsimoniosa la mayor variedad posible de dinámicas cíclicas.

una variable aleatoria que no depende de los parámetros a estimar del modelo. Es decir, que para dicha serie se tiene:

$$y_t^+ = \begin{cases} y_t & \text{si } t = \tau \\ w_t & \text{si } t = \nu \end{cases} \quad [\text{C.7}]$$

donde, por simplicidad, se supone que  $w_t \sim N(0, 1)$ . Es importante destacar que  $y_t^+$  es una serie observada para el período muestral completo. Sin pérdida de generalidad, supongamos que la única variable para la que hay problemas de valores no observados de las variables en algún período de la muestra sea la de ingresos de turismo. En este caso, podemos escribir el modelo para los períodos para los que la variable de ingresos se observa como:

$$\begin{pmatrix} x_\tau \\ z_\tau \end{pmatrix} = \lambda f_\tau + \begin{pmatrix} u_{x\tau} \\ u_{z\tau} \end{pmatrix} \quad [\text{C.8}]$$

y para los períodos para los que no se observa como:

$$\begin{pmatrix} x_\nu \\ z_\nu \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ \lambda_z f_\nu \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 0 \\ u_{z\nu} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} w_\nu \\ 0 \end{pmatrix} \quad [\text{C.9}]$$

donde  $\lambda_z = (\lambda_1, \dots, \lambda_k)$ .

El sistema de ecuaciones [C.8]-[C.9] admite una representación en el espacio de los estados. En particular, denotando por  $H_1$  el vector  $[1 \times (2k + 4)]$  que recoge la primera fila de la matriz  $H$  y por  $H_2$  la matriz  $[k \times (2k + 4)]$  que recoge las  $k$  filas restantes de la matriz  $H$ , se tiene la representación:

$$Y_t^+ = H_t \beta_t + w_{1t} \quad [\text{C.10}]$$

$$\beta_t = F \beta_{t-1} + v_t \quad v_t \sim N(0, Q) \quad [\text{C.11}]$$

donde  $Y_t^+ = (x_t^+ z_t^+)$  con  $x_t^+ = x_t$  en períodos en los que la variable de ingresos es observable y  $x_t^+ = w_t$  en otro caso,  $H_t = \begin{pmatrix} H_{1t} \\ H_2 \end{pmatrix}$ , con  $H_{1t} = H_1$  en períodos en los que la variable de ingresos es observable y un vector de ceros en otro caso, y  $w_{1t} = (\omega_t, 0)'$ , siendo  $\omega_t$  igual a 0 si la variable de ingresos es observable, e igual a  $w_t$  si la variable de ingresos no es observable.

A partir del sistema de ecuaciones [C.10]-[C.11] se puede escribir la función de verosimilitud de la muestra completa  $Y_t^+$ . Esto es posible debido a que la distribución de la variable  $w_t$  no depende de los parámetros del modelo y, por consiguiente, la verosimilitud conjunta de la muestra completa es equivalente a la de la muestra incompleta, excepto por un factor de escala [véase Mariano y Murasawa (2003)]. Los momentos que entran en la función de verosimilitud dependen de la media y varianza condicional de  $\beta_t$  con información hasta  $t - 1$ , denotados por  $\beta_{t/t-1}$  y  $P_{t/t-1}$ .

Supóngase que en un momento determinado del tiempo  $t$  partimos de unos valores iniciales de  $\beta_{t/t}$  y de su matriz de varianzas y covarianzas  $P_{t/t}$ . El filtro de Kalman permite actualizar el valor de la media y la varianza usando las ecuaciones de predicción  $\beta_{t+1/t} = F \beta_{t/t}$  y  $P_{t+1/t} = F P_{t/t} F' + Q$ .

A partir de esos valores se puede calcular la predicción de las variables del vector  $Y^+$  en  $t+1$  con información hasta  $t$   $Y_{t+1/t}^+ = H_{t+1}\beta_{t+1/t}$ , con error de predicción  $n_{t+1/t} = Y_{t+1}^+ - Y_{t+1/t}^+ = Y_{t+1}^+ - H_{t+1}\beta_{t+1/t}$  y su varianza  $\text{vn}_{t+1/t} = H_{t+1}P_{t+1/t}H_{t+1}' + R_{t+1}$ , donde  $R_{t+1}$  es igual a una matriz de ceros en el caso de que los ingresos sean observables, e igual a la matriz  $\begin{bmatrix} 1 & 0_{1 \times k} \\ 0_{k \times 1} & 0_{k \times k} \end{bmatrix}$  en períodos en los que los ingresos no son observables.

Para realizar la estimación por máxima verosimilitud usando un procedimiento recursivo, solo nos falta describir cómo se produce la actualización de los valores de  $\beta_{t+1/t+1}$  y  $P_{t+1/t+1}$  que entran en las ecuaciones de predicción. La actualización de dichos valores se realiza usando las ecuaciones de adaptación del filtro:

$$\beta_{t+1/t+1} = \beta_{t+1/t} + K_{t+1}n_{t+1/t}$$

$$P_{t+1/t+1} = P_{t+1/t} - K_{t+1}H_{t+1}P_{t+1/t}$$

donde la matriz  $K_{t+1} = P_{t+1/t}H_{t+1}'(H_{t+1}'P_{t+1/t}H_{t+1} + R_{t+1})^{-1}$  es la matriz de ganancia de Kalman.

Combinando las ecuaciones de predicción y de adaptación del filtro, se obtiene la serie de momentos  $\beta_{t/t-1}$  y  $P_{t/t-1}$  que entran en la función de verosimilitud para un vector dado de parámetros.

En cuanto al mecanismo automático por el que se obtiene una serie nueva de ingresos de turismo usando el modelo factorial, basta con tener en cuenta que el filtro permite evaluar el valor de  $\beta_\tau$  (donde  $\tau$  es un mes del período enero 2005-diciembre 2006) con información disponible hasta  $\tau$  usando la ecuación de adaptación  $\beta_{\tau/\tau} = \beta_{\tau/\tau-1} + K_\tau n_{\tau/\tau-1}$  y los valores estimados  $\beta_{\tau/\tau-1}$  con información hasta  $\tau - 1$ . Para un valor  $\tau$  suficientemente grande y para series estacionarias se puede demostrar que  $k_\tau$  converge a una matriz constante  $K$  de tal forma que, manipulando dicha expresión, se llega a que  $\beta_{\tau/\tau} = [I - (I - KH)FL]^{-1} KY_\tau^+$  (con  $L$  denotando el operador de retardos,  $I$  denotando la matriz identidad de  $k$  filas y  $k$  columnas, y  $H$  denotando la matriz de constantes definida por  $H_t$  en los períodos en los que los ingresos no son observados), lo que implica que  $\beta_{\tau/\tau}$  se puede escribir como una media ponderada de los valores del vector  $Y_\tau^+$ . Insertando  $\beta_{\tau/\tau}$  en la ecuación [C.10], se obtiene la estimación de los ingresos reales de turismo (transformados) para el período  $\tau$ , que está definida por el primer elemento del vector  $H [I - (I - KH) FL]^{-1} KY_\tau^+$ . Por lo tanto, las ponderaciones de cada indicador en la estimación de los ingresos de turismo en los períodos en los que estos no están disponibles están definidas por los elementos de la primera fila de la matriz  $H [I - (I - KH) FL]^{-1} K$ .

UNA EVALUACIÓN DE LOS LÍMITES A LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS  
EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

## Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

Uno de los fenómenos económicos más notables de los últimos años en la economía global ha sido el insólito proceso de acumulación de reservas por parte de las economías emergentes. En efecto, como se observa el gráfico 1, desde finales de la década de los noventa las tenencias de reservas de divisas se han multiplicado por tres, hasta acercarse a los cinco billones de dólares. La magnitud y generalización del proceso no tiene precedente, y en él es posible distinguir dos fases diferenciadas. En una primera fase, la acumulación de reservas fue liderada por los países asiáticos, especialmente China y Japón. Como se observa en el gráfico 2, a inicios de esta década las reservas crecían a ritmos superiores al 20% anual. En la segunda fase, a partir de 2004, Japón dejó de acumular reservas, manteniéndose el proceso de acumulación por parte del resto de países asiáticos, al tiempo que se iban incorporando con creciente intensidad las economías de América Latina y los países exportadores de petróleo, al hilo, respectivamente, de su recuperación económica y de la bonanza de los precios del crudo. Desde 2002 hasta mediados de 2006, China ha contribuido a un 28% del crecimiento mundial de las reservas —y actualmente posee, con más de un billón de dólares, más del 20% del *stock* mundial—, Japón al 20% y el resto de Asia a un 21%. Las economías emergentes acumulan más de dos tercios de las reservas mundiales, si bien Asia sigue siendo la principal protagonista del proceso. Además, aparte de las reservas, otros activos del sector público en moneda extranjera están adquiriendo una creciente importancia en algunas economías emergentes, en particular los fondos de estabilización y los fondos de inversión segregados de las reservas.

En este contexto, se ha dedicado una atención creciente al análisis de los determinantes y de las implicaciones globales del proceso de acumulación de reservas. Una de las razones que ha contribuido al interés por la acumulación de reservas internacionales en las discusiones de política económica internacional es su posible relación con la persistencia de los desequilibrios globales —y, más concretamente, con el creciente déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos—. La inversión de las reservas acumuladas en títulos del Tesoro estadounidense, en particular, en el caso de China, habría incrementado su demanda y contribuido a reducir el coste de financiación del desequilibrio fiscal y externo de Estados Unidos. Esta circunstancia ha sido señalada como un factor explicativo del llamado *conundrum* de los tipos de interés (nivel anormalmente bajo de los tipos a largo plazo en Estados Unidos, no justificado, dadas fortaleza de la economía y las expectativas macroeconómicas)<sup>2</sup>. Hay autores [Dooley et al. (2005)] que han subrayado el carácter mutuamente beneficioso de la acumulación de reservas tanto para los países asiáticos (que pueden mantener tipos de cambio competitivos) como para Estados Unidos (que se financia a bajo coste), por lo que el proceso podría prolongarse por bastante tiempo.

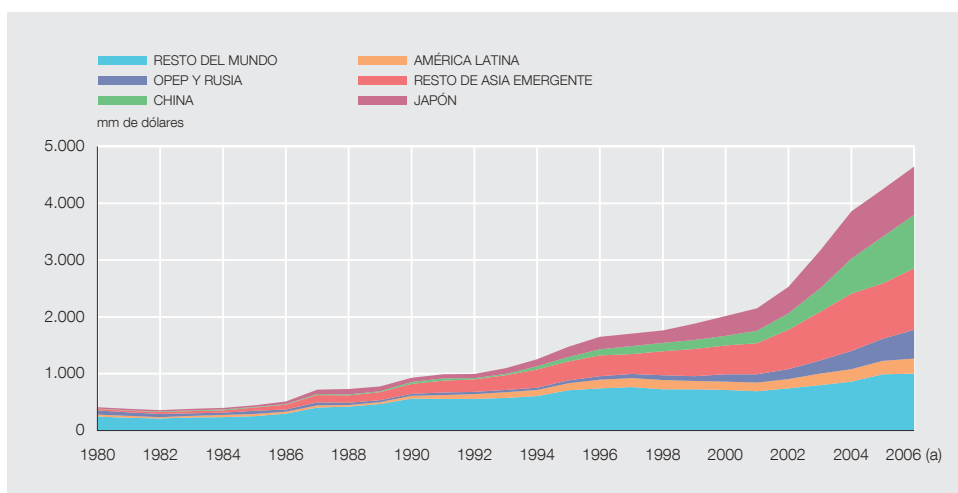
Además, se ha argumentado que la política de inversión de los bancos centrales y la magnitud de los recursos que manejan han podido influir en las estrategias de inversión de los agentes

1. Este artículo está basado en *Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in Emerging Economies*, Documentos de Trabajo, n.º 0706, Banco de España, de los mismos autores. 2. Véanse, por ejemplo, Gavilá y González-Mota, en BCE (2006), y BCE (2006), *The Accumulation of Foreign Reserves*, Occasional Paper Series, n.º 43.



## ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

GRÁFICO 1

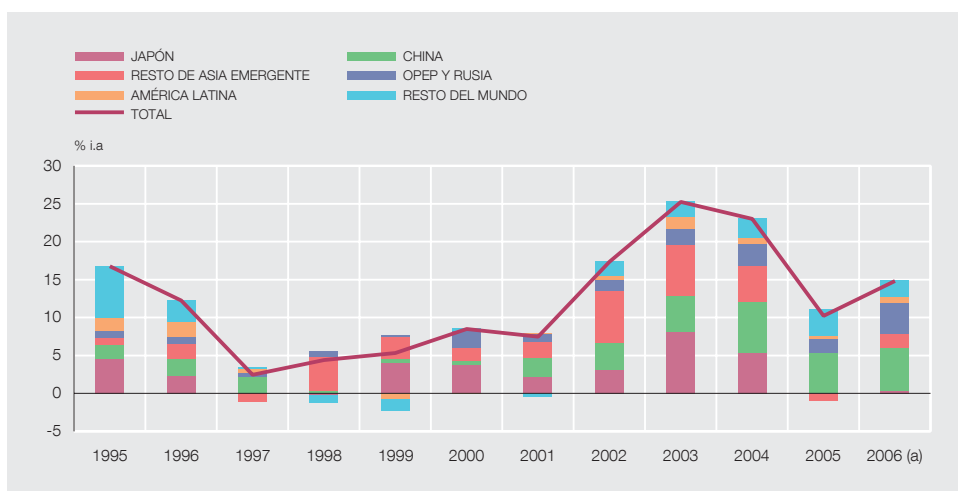


FUENTE: Fondo Monetario Internacional (*International Financial Statistics*).

a. Los datos de 2006 corresponden al segundo trimestre.

## APORTACIONES AL CRECIMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

GRÁFICO 2

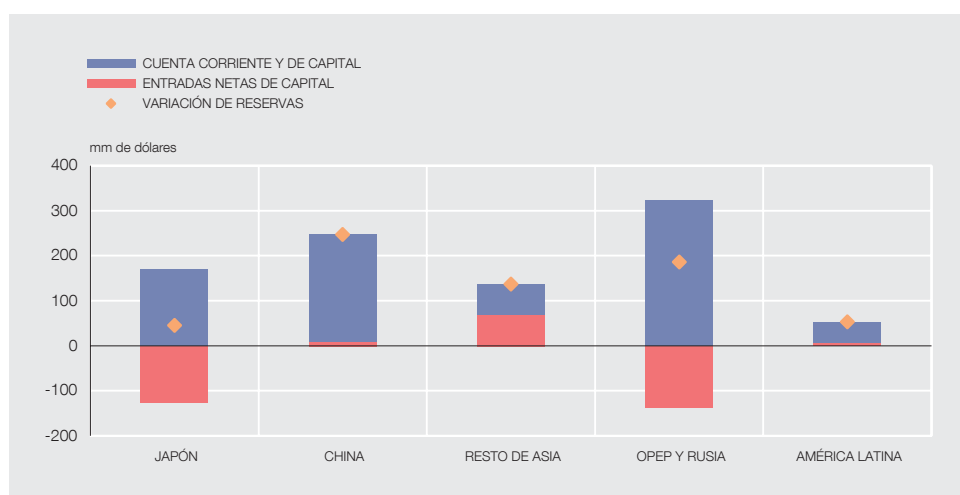


FUENTE: Fondo Monetario Internacional (*International Financial Statistics*).

a. Los datos de 2006 corresponden al segundo trimestre.

privados (por ejemplo, sesgando las inversiones hacia activos de mayor riesgo, en busca de rentabilidad, ante las bajas tasas de retorno de la renta fija). Más recientemente, se ha suscitado el debate sobre las implicaciones que tiene para la estabilidad financiera global la concentración de las reservas en manos de unos pocos bancos centrales. Esta preocupación está asociada al hecho de que algunos bancos centrales se han convertido en participantes de peso sustancial en los mercados financieros internacionales y que su comportamiento singular —al no orientar sus estrategias necesariamente bajo los mismos criterios de riesgo y rentabilidad que otros agentes— puede distorsionar el mercado y hacerlo muy sensible a sus cambios de estrategia [Alberola y Fernández de Lis (2007)].

Estas implicaciones externas suscitan la cuestión de la continuidad y sostenibilidad del proceso de acumulación de reservas. Dado que los países acumuladores tienen pocos incentivos para preocuparse por las externalidades negativas derivadas de esa acumulación, la clave



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*).

para analizar la sostenibilidad descansa en el balance entre costes y beneficios internos. Los beneficios han sido analizados ampliamente, pero se ha prestado menor atención a los costes internos, sobre todo desde el punto de vista empírico. Generalmente se considera que los bancos centrales protagonistas disfrutaban de los beneficios, pero que los costes o riesgos del proceso repercuten fundamentalmente sobre el resto de países. Sin embargo, la acumulación de reservas también genera costes internos (en el ámbito fiscal y, sobre todo, en el de la gestión de la política monetaria) que eventualmente podrían superar a los beneficios y constituir un límite efectivo a la acumulación.

El objetivo de este artículo es explorar la naturaleza de los costes internos del proceso de acumulación de reservas internacionales, y valorar si, efectivamente, pudieran acabar interrumpiéndolo. Para ello, en la sección 2 se exploran los beneficios del mismo, en la sección 3 se describen los costes internos y en la sección 4 se presenta un marco de análisis para evaluar los límites desde un punto de vista empírico. Las conclusiones de este análisis apuntan a que, si bien los costes de acumulación son percibidos como crecientes y afectan, de modo marginal, al ritmo de acumulación, están lejos de imponer un límite al proceso. La razón estriba en que los beneficios, que se asocian de un modo cada vez más evidente al mantenimiento del tipo de cambio más que a la reducción de la vulnerabilidad, siguen siendo percibidos por los países acumuladores como sustancialmente más elevados que los costes.

### Los beneficios

El proceso de fuerte acumulación de reservas por parte de economías emergentes puede explicarse a través de la balanza de pagos del país, tal y como pone de relieve el gráfico 3. La suma del saldo por cuenta corriente y de los flujos financieros netos determina aproximadamente —una vez se tiene en cuenta el saldo de la cuenta de capital, normalmente de magnitud menor— la variación de reservas en cada periodo. La coexistencia de saldos por cuenta corriente positivos y entradas de flujos financieros en China o América Latina explica la fuerte acumulación en ambas zonas; en el resto de Asia y en los países exportadores de petróleo, la acumulación se deriva de unos saldos exteriores muy superiores a las salidas netas de flujos financieros, mientras que en los nuevos miembros de la UE, por el contrario, las entradas de flujos financieros más que compensan los déficits por cuenta corriente, generando incrementos de reservas. Este doble origen de las reservas indica también los dos motivos principales por los que los bancos centrales las acumulan en la coyuntura actual: el mantenimiento del tipo de cambio en torno a un nivel o senda deseados y la protección ante una eventual

reversión de los flujos financieros; es decir, el motivo cambiario (o mercantilista) y el motivo precautorio, respectivamente.

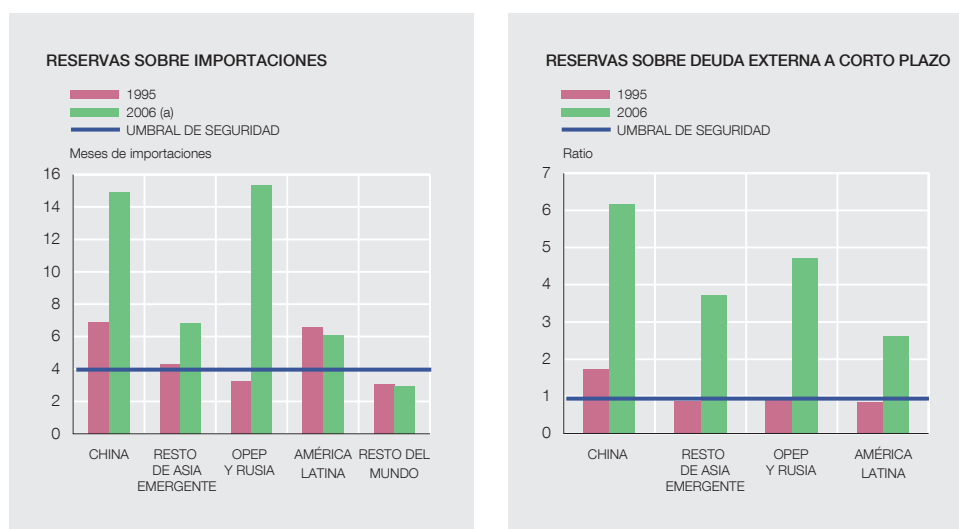
El argumento mercantilista señala que la acumulación de reservas es consecuencia de una política de tipo de cambio orientada al mantenimiento de la competitividad de las exportaciones. Por el contrario, el argumento precautorio apunta a que el origen de la acumulación de reservas está en el riesgo de que se produzcan crisis financieras como las de finales de la pasada década y comienzos de la presente, que conllevaron una importante reducción de las reservas internacionales en Asia, en América Latina y en otras áreas emergentes. La virulencia de estas crisis —que demostraron, además, que en un mundo con una creciente integración financiera, las reservas necesarias pueden ser más elevadas que en el pasado— habría predispuesto a las autoridades a acumular reservas internacionales, con objeto de reducir la vulnerabilidad externa.

No es fácil discernir desde un punto de vista empírico entre ambas explicaciones, dado que la instrumentación del proceso es la misma, y solo el fin es diferente. En efecto, tanto si el objetivo es el tipo de cambio (nominal o real) como si lo es la reducción de la vulnerabilidad, el proceso se materializa en la adquisición de activos exteriores. Además, en los países exportadores de materias primas —que han disfrutado de una mejora muy notoria de sus términos de intercambio en esta fase expansiva—, el objetivo de las intervenciones puede ser el evitar apreciaciones excesivas del tipo de cambio ante alteraciones, tal vez transitorias, de los precios de las materias primas, así como los efectos perniciosos que dicha apreciación podría generar en otros sectores de la economía, fenómeno que es conocido en la literatura como «enfermedad holandesa». En estos casos, las relaciones entre superávit comercial, tipo de cambio y acumulación de reservas son análogas a aquellos otros en los que se busca estimular directamente al sector exportador, pero la causalidad es distinta: cuando las intervenciones están orientadas a estimular las exportaciones, el superávit comercial es el resultado buscado —y no causa— de la política de tipo de cambio. Por el contrario, cuando las intervenciones responden a un intento de evitar la apreciación excesiva por una perturbación transitoria, es el superávit comercial —inducido por la mejora de los términos de intercambio— la causa de la intervención.

Por otra parte, las motivaciones para la acumulación de reservas varían dependiendo de las características singulares de cada economía. La acumulación de reservas por parte de China ha sido atribuida tanto a la necesidad de adquirir recursos financieros antes de la liberalización de los controles de capitales como a una estrategia de crecimiento para estimular las exportaciones. De igual manera, existe un cierto debate acerca de si la acumulación de reservas por parte de los países del sureste asiático y, en menor medida, de América Latina se justifica por el motivo mercantilista o si, por el contrario, predomina el deseo de reducir las vulnerabilidades externas.

Para evaluar la vulnerabilidad se han propuesto distintos indicadores, que miden la cobertura que proveen las reservas ante una posible reversión de los flujos financieros [Wijnholds, De Beaufort y Kapteyn (2001)]. En el gráfico 4 se presentan dos de estas medidas: los meses de importaciones que cubren las reservas y la ratio de reservas sobre los pagos de la deuda externa a corto plazo. Los niveles habitualmente recomendados para estos indicadores son de cuatro meses en el caso del primero, y la unidad, en el segundo. Como se observa, en Asia o en los países exportadores de petróleo estos valores se superaban ya en 2005 de modo muy holgado, mientras que en América Latina el margen de seguridad es menor.

Esta evidencia sugiere que las reservas en China y en el sureste asiático han alcanzado niveles que no se justifican únicamente por motivos precautorios, y apuntaría (junto con indicios



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (*International Financial Statistics*) e Institute of International Finance.

a. Estimación propia.

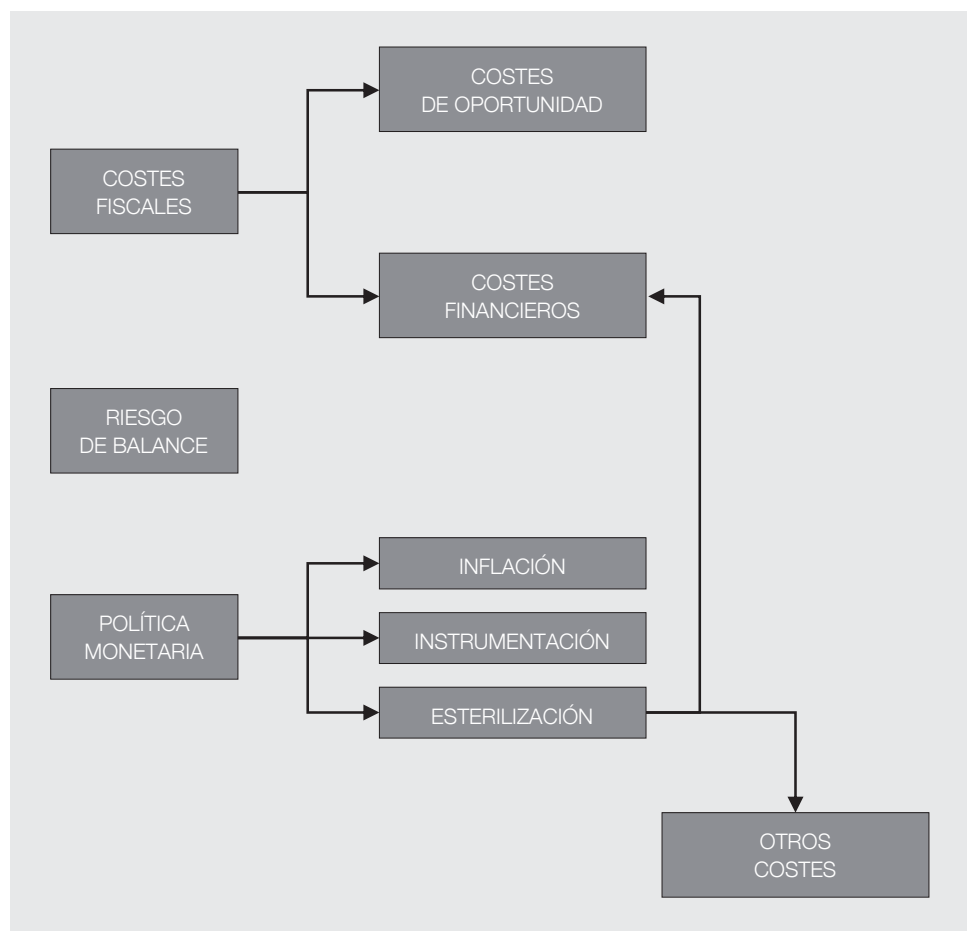
adicionales, como la rigidez de los tipos de cambio) a que la acumulación está determinada en gran medida por el deseo de controlar el tipo de cambio. Esta conclusión viene apoyada también por estimaciones más sofisticadas del nivel óptimo de reservas [véase al respecto Jeanne y Rancière (2006)]. En los países exportadores de petróleo, el motivo de tipo de cambio también sería dominante. Más difícil de identificar es el caso de los países latinoamericanos, pues el motivo precautorio sigue desempeñando un papel relevante. Sin embargo, el hecho de que el ritmo de acumulación no haya bajado conforme las reservas aumentaban, sugiere que el motivo tipo de cambio tiene una importancia creciente también en esta región. En definitiva, a pesar de que en un principio la conveniencia de incrementar la resistencia ante la volatilidad financiera pudo ser el motivo fundamental de acumulación, en la actualidad el proceso parece responder de forma creciente al deseo de mantener el tipo de cambio.

### Los costes internos

Si la acumulación de reservas no acarrearía costes para los países que las acumulan, se prolongaría indefinidamente, pues no habría incentivo alguno para abandonar esta política, a no ser por presiones externas, como, por ejemplo, la amenaza de medidas proteccionistas. No obstante, existen costes internos de la acumulación de reservas que podrían, eventualmente, limitar este proceso [Mohanty y Turner (2006)]. Su importancia ha sido ampliamente estudiada, aunque el análisis se ha concentrado en determinados tipos de costes, como los fiscales y los riesgos de balance, dejando de lado los relacionados con la gestión de la política monetaria. El cuadro 1 expone los costes de la acumulación de reservas.

Los llamados costes fiscales<sup>3</sup> se derivan del coste de oportunidad de mantener un elevado nivel de reservas y del coste financiero de la esterilización, que será descrito más abajo. La inversión de los activos exteriores en instrumentos de reducida rentabilidad y elevada liquidez, en lugar de en inversiones alternativas potencialmente más rentables, genera costes de oportunidad, cuya medida vendría dada por la rentabilidad de las alternativas factibles de inversión, concepto de difícil medición. En general, se tiende a considerar que en las economías emergentes existen numerosas necesidades de capital (por ejemplo, en materia de infraes-

3. Estos costes, a diferencia de los otros, pueden ser cuantificados en términos de dinero.



estructura, solvencia del sistema bancario o de otra naturaleza) y que, en consecuencia, el no emplear las reservas internacionales para cubrir dichas necesidades tiene costes de oportunidad elevados. Por otro lado, existen estrategias de inversión financiera que pueden aportar mayor rentabilidad que la estrategia de inversión tradicional (subordinada a la obtención de liquidez). A este respecto, existe evidencia creciente de que estos costes de oportunidad están siendo significativos. Sin embargo, esta percepción no está llevando a replantearse el proceso de acumulación, sino a incrementar las presiones e incentivos en numerosos países hacia inversiones alternativas a las reservas. El creciente número de fondos de inversión segregados de las reservas internacionales, o los cambios en la estrategia de inversión, en busca de la obtención de una mayor rentabilidad, son un reflejo claro de estos desarrollos [véase al respecto Carver y Pringle (2006)].

Otro tipo de costes que están recibiendo una creciente atención son los riesgos de balance del banco central. Una apreciación del tipo de cambio frente al dólar (moneda en que se mantiene la mayoría de las reservas internacionales) tendrá efectos negativos sobre el balance del banco central, al reducir el valor del activo (en dólares) medido en moneda local. Este descalce de divisa del balance (es decir, la diferente composición de activos y pasivos por divisa) permanece latente mientras no se aprecie la moneda y genera incentivos a seguir acumulando reservas —y a contener así la apreciación—, para evitar la materialización de la pérdida.

Por otra parte, la acumulación de reservas tiene un impacto sobre la gestión de la política monetaria que puede llevar aparejados importantes costes. Es conveniente recordar que el balance del banco central se reduce, simplificando, a la siguiente identidad:

Política monetaria		Coordinación con autoridad fiscal
Mercado	No mercado	
Emisión títulos del banco central		Depósitos de superávit fiscal
Venta de títulos del gobierno por parte del banco central	Coefficientes de caja	del gobierno en el banco central
Intervenciones interbancario	Límites al crédito	Depósitos de fondos públicos
Otras operaciones de corto plazo	del sistema bancario	en el banco central

FUENTE: Banco de España.

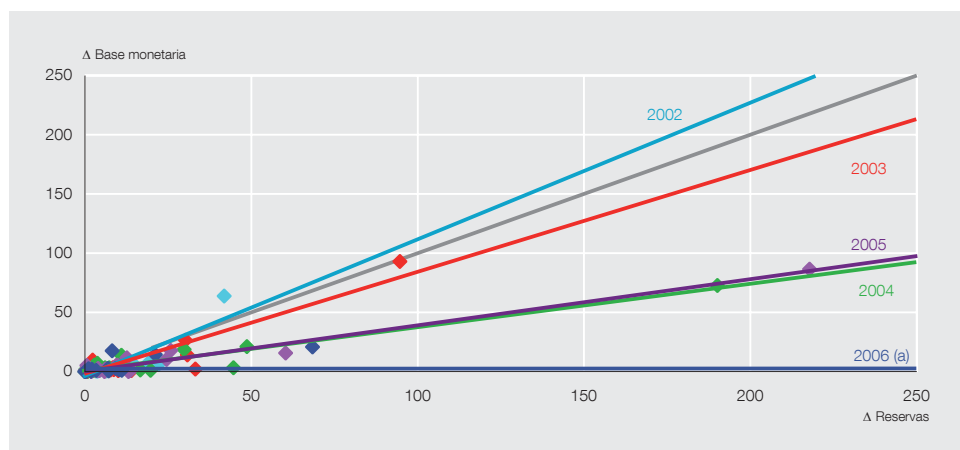
$$\text{Reservas exteriores} + \text{Activos financieros} = \text{Efectivo en circulación} + \text{Depósitos bancarios} + \text{Otros pasivos financieros}$$

donde las reservas son activos en moneda extranjera y el resto del balance está en moneda local. La base monetaria está constituida por el efectivo en circulación y los depósitos bancarios. La acumulación de reservas genera, *ceteris paribus*, una expansión del efectivo en circulación y, a través del multiplicador monetario, de la oferta monetaria. Salvo que exista una demanda paralela de saldos reales, este aumento de la liquidez tenderá a alimentar presiones inflacionistas y el crecimiento del crédito interno. Esta expansión automática puede amenazar los objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera que guían a la autoridad monetaria, con los consiguientes problemas en términos de inflación e instrumentación de la política monetaria.

Los bancos centrales pueden, no obstante, evitar o frenar la expansión monetaria derivada de la acumulación, si esta es mayor de lo deseable de acuerdo con sus objetivos, mediante la esterilización —total o parcial— de los incrementos de reservas. La esterilización implica la reducción paralela de otras partidas del balance, que se reflejan en una reducción de los activos domésticos netos.

Existen numerosas y variadas maneras de esterilizar (véase cuadro 2), que implican, bien un incremento de los pasivos, bien una disminución de los activos. Generalmente, la esterilización se lleva a cabo empleando instrumentos monetarios, dentro de los cuales tiene particular importancia la negociación de bonos del sector público (del banco central o del gobierno) en operaciones de mercado abierto. Las subidas del coeficiente de caja, que suponen un incremento de los depósitos obligatorios del sistema bancario en el banco central (las reservas bancarias), son otro instrumento de esterilización. Este mecanismo no implica una contracción de la base monetaria, sino que actúa a través del multiplicador monetario para reducir la oferta de dinero, de modo equivalente. Otra manera de esterilizar —menos utilizada— es la reducción en la posición acreedora neta del banco central respecto a la banca comercial —cancelación de crédito existente de períodos anteriores (por ejemplo, como ha ocurrido en Argentina con la línea de redescuento bancario), es decir, una reducción de activos—. Finalmente, cabe mencionar la coordinación con las autoridades fiscales para esterilizar mediante el depósito de los superávits fiscales del gobierno en el banco central, como pasivo de este frente al gobierno. Este procedimiento, en un contexto de elevados precios de las materias primas y del petróleo, que inducen amplios excedentes fiscales, está adquiriendo una importancia creciente.

La capacidad de la economía interna para acumular reservas sin esterilizar y sin generar presiones sobre la inflación depende de diversos factores, como el incremento de la demanda de



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (*International Financial Statistics*).

a. Incremento de reservas y esterilización a lo largo del primer semestre de 2006.

saldos reales —que puede ser muy elevado en un contexto de intenso crecimiento económico—, de su tolerancia a la inflación o a la expansión del crédito. En cualquier caso, la esterilización se presenta como el primer y principal recurso para reducir los efectos monetarios negativos de la acumulación de reservas y, de esta manera, facilitar la continuidad del proceso.

En el gráfico 5 se representa la relación entre expansión de la base monetaria y crecimiento de las reservas para las economías emergentes incluidas en el análisis, durante los años 2002-2006. Los puntos sobre el eje de las reservas implican que la base monetaria no se incrementa, lo que es indicativo de una esterilización completa, mientras que puntos entre ese eje y la línea de 45 grados suponen una esterilización parcial. Las líneas de regresión dibujadas muestran de un modo muy gráfico cómo los bancos centrales están esterilizando cada vez mayores proporciones de los incrementos de reservas. En el período considerado, los bancos centrales analizados han pasado, en promedio, de no esterilizar nada a esterilizar completamente el incremento de reservas. Este cambio se debe a la percepción por parte de los bancos centrales de los problemas monetarios asociados a la acumulación de reservas.

La esterilización puede mitigar los costes inflacionarios de la acumulación de reservas, pero, a su vez, da lugar a otros costes de naturaleza diversa, que difieren en función del instrumento empleado.

Respecto a la esterilización realizada mediante operaciones de mercado abierto, la literatura se ha centrado tradicionalmente en los costes financieros, que se añaden a los costes de oportunidad ya mencionados al inicio de esta sección. Estos costes (rendimientos) financieros de la esterilización se derivan de la diferencia entre el rendimiento obtenido en las reservas y el tipo de interés del bono de esterilización; si el segundo es mayor que el primero, existe un coste financiero para el banco central. Además, el propio incremento de la oferta de bonos necesarios para esterilizar puede presionar al alza su tipo de interés, aunque este efecto puede ser mitigado por la reducción de los diferenciales soberanos que la mayor acumulación de reservas (facilitada por la esterilización) induce, al reducir la vulnerabilidad financiera [Hauer (2005)]. Un problema añadido de la esterilización mediante la negociación de títulos de deuda es el riesgo de vencimiento: la renovación de los títulos a su vencimiento puede ser progresivamente más difícil para el banco central, pues la demanda marginal de títulos tenderá a reducirse.

La esterilización mediante subidas de coeficientes de caja impone costes sobre la intermediación bancaria, que se traducen en incrementos de los márgenes entre el tipo de interés de los depósitos y el de los préstamos bancarios<sup>4</sup>. El recurso a este instrumento puede generar importantes distorsiones sobre el sistema bancario y la asignación de crédito, particularmente relevantes en el caso de existencia de no linealidades en el mercado de crédito (por ejemplo, derivadas de problemas de selección adversa). La naturaleza de estos costes, unida a la incertidumbre acerca de su efectividad como herramienta para evitar la expansión excesiva del crédito, puede haber contribuido a que este instrumento haya sido poco empleado en la coyuntura actual, con la notable excepción de China. Por su parte, la reducción de la posición acreedora del banco central frente al sistema bancario puede reducir su autoridad en el ámbito de la supervisión financiera. El recurso a este instrumento acaba generando, de manera inexorable, el agotamiento del mismo como fuente de esterilización. Por último, la esterilización mediante operaciones de coordinación con la política fiscal, como los depósitos del gobierno en el banco central, no introduce distorsiones aparentes; sin embargo, no está exenta de problemas, siendo el más evidente de ellos la dependencia que crea del banco central con respecto al gobierno, que puede reducir su credibilidad en el ámbito de la política monetaria. Además, los depósitos del gobierno pueden ser retirados, en principio, a discreción de este, lo cual podría generar súbitas expansiones de la masa monetaria.

Con independencia de los problemas específicos de cada método de esterilización, todos ellos tienen su reflejo en una reducción de la posición acreedora neta del banco central y puede distorsionar la estructura de su balance. Este problema se añade a la cuestión del descalce de divisa comentado anteriormente. Los problemas que tiene un banco central con un balance descompensado han sido ampliamente estudiados en la literatura [pueden verse al respecto Martínez-Resano (2004) o Ize (2005)]. En definitiva, la esterilización a gran escala puede generar problemas en términos de ampliación del desequilibrio del balance del banco central y, en consecuencia, de reducción de su independencia, credibilidad y autonomía.

**¿Constituyen los costes internos un límite efectivo a la acumulación de reservas?**

La descripción de los costes de acumulación de reservas pone en evidencia que estos son de muy diversa naturaleza. En particular, existen dos tipos de costes que los bancos centrales pueden tener que afrontar para cumplir sus objetivos de política económica. Por un lado, los costes inflacionarios de la expansión monetaria, en caso de que no se esterilice la acumulación y, en caso de hacerlo, los propios costes de la esterilización. Estos costes son alternativos y secuenciales, pues la opción de esterilizar se utiliza para evitar un incremento excesivo de la base monetaria y su importancia relativa puede ir evolucionando conforme avanza el proceso.

Esta configuración —dinámica y compleja— de los costes supone un importante reto a la hora de abordar el análisis empírico. El contraste de la hipótesis de que los crecientes costes pueden imponer en algún momento un límite a la acumulación de reservas debe tener en cuenta la interacción y secuenciación entre el crecimiento de las reservas, el de la base monetaria —y sus implicaciones inflacionistas— y el de los activos financieros netos del banco central, que son los que reflejan el grado de esterilización. Antes de afrontar este problema desde un enfoque econométrico, conviene repasar qué elementos son percibidos, en la coyuntura actual, como potenciales limitadores internos a la continuación del proceso de acumulación de reservas.

Respecto a los costes fiscales, los reducidos diferenciales de rendimiento que se observan entre los tipos de interés en moneda local y extranjera de la mayoría de los países emergentes

4. Diversos factores determinarán si el coste se traslada en tipos de interés de depósitos o de préstamos. Véase al respecto Reinhart y Reinhart (1999).



y los bonos del Tesoro de Estados Unidos sugieren que este tipo de coste fiscal no tiene gran relevancia en la actualidad.

Por otro lado, los costes monetarios, en términos de presiones inflacionistas, tampoco resultan, en general, elevados, pues la evolución de la inflación en la mayoría de las economías emergentes acumuladoras de reservas ha tendido a ser favorable, salvo algunas excepciones. En parte, esto es debido a que el fuerte dinamismo económico de muchas de estas economías ha incrementado la demanda de dinero, haciéndola compatible con fuertes aumentos de la base monetaria. En este contexto, resulta revelador que los países que más reservas han acumulado en el reciente episodio estuvieran en fases expansivas del ciclo y que disfrutaran de un diferencial positivo en el retorno de sus activos en relación con los pasivos. Todo ello no quiere decir que los costes monetarios de la acumulación de reservas no esterilizada son irrelevantes. El fuerte crecimiento del crédito es causa de preocupación por parte de las autoridades económicas en muchos de estos países, y, en casos concretos, como Argentina o Venezuela, existen problemas de estabilidad de precios que han tendido a ser abordados con medidas administrativas y controles de precios, ante las dificultades de moderar el incremento de los agregados monetarios.

Más relevantes parecen ser los otros problemas asociados a la esterilización. Como se exponía en la sección anterior, los bancos centrales han tendido a incrementar el grado de esterilización de los incrementos de reservas en los últimos años. Al hilo de este aumento, existen signos cada vez más numerosos de las dificultades que la esterilización está generando.

El análisis econométrico se enfoca fundamentalmente hacia dos consideraciones que, en general, han sido escasamente tomadas en cuenta por las aproximaciones empíricas a esta cuestión: la interacción entre reservas, oferta monetaria y esterilización, y el énfasis en este último elemento como potencial factor generador de costes que limiten la acumulación.

La muestra utilizada en el ejercicio empírico incluye datos para veintinueve economías emergentes, principalmente asiáticas y latinoamericanas, durante el período 1999-2005. La estrategia de análisis propuesta en el trabajo es la siguiente. En primer lugar, se construye un modelo básico de acumulación de reservas, en el que se toman en consideración sus principales determinantes. A partir de este modelo se introducen los costes, no solo los fiscales, como se hace habitualmente, sino también los monetarios, a los que se presta especial atención en la modelización. En particular, se contrasta en qué medida la esterilización es la respuesta a la existencia de costes derivados del incremento de la liquidez, para pasar después a evaluar si los problemas monetarios (entendiendo por tales tanto los costes de esterilización como los inflacionarios) determinan —y acaban limitando— la acumulación de reservas.

El modelo empírico de acumulación de reservas, cuya variable dependiente es su incremento anual, incluye como variables explicativas factores de escala (nivel de reservas previo, PIB), variables relacionadas con los motivos precautorios (deuda externa a corto plazo e importaciones) y con los motivos de gestión de tipo de cambio (volatilidad del tipo de cambio, tipo de cambio real efectivo). La estimación de este modelo empírico muestra que resultan significativas tanto variables relacionadas con motivos precautorios (deuda externa a corto plazo) como de intervención sobre el tipo de cambio (tipo de cambio real efectivo), aunque este enfoque no sirve para determinar cuál es el factor dominante en el proceso de acumulación.

Para determinar si las condiciones monetarias de la economía (derivadas de la acumulación de reservas) influyen sobre la esterilización se contrasta la hipótesis de si esta depende positivamente de la coexistencia de elevados incrementos de reservas y tensiones monetarias (bien in-

flación, bien fuerte crecimiento de agregados monetarios). Los resultados econométricos apuntan a que, efectivamente, la esterilización depende positivamente de la existencia de tensiones monetarias, aportando evidencia a favor de que se trata del recurso principal que emplean los bancos centrales para afrontar los problemas derivados de la acumulación de reservas.

Por último, se contrasta si los costes de acumular reservas limitan el proceso, utilizando para ello una serie de variables que aproximen los costes que genera la esterilización. Como consecuencia de la existencia de diversos métodos de esterilización, resulta difícil encontrar variables que aproximen de manera adecuada los problemas de la esterilización para un grupo heterogéneo de economías emergentes. Sin embargo, como se ha expuesto, la esterilización reduce el volumen total de activos domésticos netos del banco central, de modo que el remanente de activos netos puede aproximar la capacidad futura de esterilización, siendo de esperar que la capacidad de esterilización estuviera positivamente relacionada con el incremento de reservas.

Los resultados empíricos muestran, en primer lugar, que los costes fiscales resultan significativos, pero que dejan de serlo si se incluye el resto de variables. En segundo lugar, el nivel previo de activos domésticos netos es positivo y significativo en todas las especificaciones, sugiriendo que la capacidad de esterilización es un factor importante para determinar la acumulación de reservas y, por lo tanto, que la reducción de tal capacidad puede ser un factor limitativo. Por último, la inclusión de variables que aproximan la esterilización reciente a gran escala sugiere que la esterilización está positivamente relacionada con futuros incrementos de reservas. Además, cabe destacar que, a pesar de la significatividad de los parámetros, el valor explicativo adicional de estas variables es muy escaso.

¿Qué revelan, en definitiva, estos resultados sobre el papel de los costes de la acumulación de reservas como posibles limitadores del proceso? En su conjunto, todo apunta a que los costes pudieran tener algún impacto en reducir el ritmo de la acumulación de reservas, pero que este impacto es muy marginal y, en todo caso, está lejos —por el momento— de constituir un límite efectivo a la acumulación de reservas.

La falta de robustez y lo poco concluyente de los resultados puede residir en que, como ya se ha mencionado, los métodos empleados para esterilizar, y los costes de este proceso, difieren mucho entre países, lo que hace difícil obtener evidencia econométrica sólida al respecto. Más allá de estos problemas de especificación y econométricos, la explicación más probable es que los costes, percibidos o efectivos, de la acumulación de reservas, aunque crecientes, son todavía reducidos en relación con sus beneficios. Esta explicación vendría avalada por el hecho de que, aunque el proceso de acumulación no haya reducido su ritmo, la esterilización se haya hecho más acusada en el tiempo (siendo China el caso paradigmático) o que la gestión de reservas esté siendo modificada con el fin de obtener una mayor rentabilidad financiera.

## **Conclusiones**

Los países que están protagonizando el proceso de acumulación de reservas continúan incrementando sus tenencias a un ritmo elevado y el ejercicio empírico propuesto sugiere que los costes del proceso no han constituido, hasta ahora, un límite efectivo al mismo. En efecto, por una parte, los costes fiscales no resultan relevantes, circunstancia a la que puede haber contribuido una gestión de reservas más activa por parte de los bancos centrales, en busca de mayor rentabilidad. Por otra parte, el análisis de los costes monetarios —que plantea importantes retos desde el punto de vista econométrico— muestra que la abundancia de liquidez y las presiones inflacionistas determinan el grado de esterilización, lo cual confirma la percepción de que la acumulación genera costes monetarios y problemas que suscitan una respues-

ta por parte del banco central. Sin embargo, la evidencia también apunta a que estos problemas no constituyen un obstáculo relevante al proceso de acumulación. Por el contrario, los bancos centrales son capaces de gestionar la expansión de liquidez mediante el recurso creciente a la esterilización; los costes que la esterilización genera no constituyen tampoco —al menos, de momento— un límite efectivo a la acumulación de reservas.

En consecuencia, los bancos centrales están siendo capaces de contener o asumir los costes monetarios de la acumulación de reservas sin alterar su política de acumulación. La causa reside, probablemente, en que el objetivo final de la acumulación de reservas (cada vez más identificado con la gestión del tipo de cambio) sigue dominando al resto de consideraciones, de manera que, antes que suspender el proceso, se emplea un amplio abanico de medidas (esterilización, cambio en las estrategias de inversión, e incluso en algunos casos, se recurre a medidas administrativas que pueden tener importantes efectos distorsionantes sobre la economía, como controles de capitales, controles de precios, o restricciones al crédito).

Dado el amplio margen que se percibe para gestionar las reservas, no cabe esperar un cambio drástico en estas políticas, sino, en todo caso, un cambio gradual, por lo que esta cuestión y sus consecuencias perdurarán en los debates de política económica global en los próximos años.

23.4.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y S. FERNÁNDEZ DE LIS. «El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riesgos para la estabilidad financiera internacional», *Estabilidad Financiera*, próxima publicación.
- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA (2006). *Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in Emerging Economics*, Documento de Trabajo, n.º 0706, Banco de España, de próxima publicación en *Moneda y Crédito*.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2006). *The Accumulation of Foreign Reserves*, ECB Occasional Paper Series, n.º 43.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (BIS) (2005). *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Paper n.º 24.
- CARVER, N., y R. PRINGLE (eds.) (2006). *RBS Reserve Management Trends*, Central Banking Publications.
- DOOLEY, M., D. FOLKERTS-LANDAU y P. GARBER (2005). *International Financial Stability*, Deutsche Bank Global Market Research.
- GAVILÁ, S., y E. GONZÁLEZ-MOTA (2006). «La acumulación de reservas de divisas por parte de los bancos asiáticos y su impacto sobre los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- HAUNER, D. (2005). *A Fiscal Price Tag for International Reserves*, IMF Working Paper n.º 05/81.
- IZE, A. (2005). *Capitalizing Central Banks: A Net Worth Approach*, IMF Working Paper n.º 05/15.
- JEANNE, O., y R. RANCIÈRE (2006). *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications*, IMF Working Paper 06/229.
- MARTÍNEZ-RESANO, J. R. (2004). *Central Bank Financial Independence*, Documentos Ocasionales, n.º 0401, Banco de España.
- MOHANTY, M. S., y P. TURNER (2006). «Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?», *BIS Quarterly Review*.
- REINHART, C., y V. REINHART (1999). «On the use of reserve requirements in dealing with capital flow problems», *International Journal of Finance and Economics*, vol. 4 (1), pp. 27-54.
- WIJNHOLDS, J., O. DE BEAUFORT y A. KAPTEYN (2001). *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*, IMF Working Paper n.º 01/143.



## Regulación financiera: primer trimestre de 2007

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La promulgación de nuevas disposiciones de carácter financiero durante el primer trimestre de 2007 ha sido relativamente abundante en relación con el mismo período del año anterior.

En primer lugar, se han publicado las normas básicas de funcionamiento de la Sociedad Española de Sistemas de Pago, Sociedad Anónima (en adelante, SEPA), gestora del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante, SNCE).

En el área de la deuda pública, se han publicado dos normas. La primera actualiza y sistematiza las normas que rigen la contratación en el mercado de deuda pública en anotaciones, y la segunda establece las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2007 y para el mes de enero del año 2008.

En el ámbito de las entidades financieras y, sobre todo, del mercado de valores, la publicación de nueva normativa ha sido muy profusa durante este período. Así, se han modificado la regulación de recursos propios de las entidades financieras, la del régimen jurídico de las empresas de inversión, determinados aspectos de la regulación del mercado hipotecario, y la normativa en materia de abuso de mercado. Asimismo, se ha promulgado un real decreto que desarrolla reglamentariamente lo dispuesto para las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, y otro que modifica el régimen jurídico de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, de la Sociedad de Bolsas y de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, IBERCLEAR). También se han registrado modificaciones en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), y de los fondos de titulización de activos (en adelante, FTA).

En el terreno comunitario, se ha publicado una directiva reguladora de los requisitos de transparencia de la información sobre emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

Por último, se ha promulgado un nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, que desarrolla la última ley que reformó este impuesto. Asimismo, se ha adaptado el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones a las modificaciones introducidas por la norma anterior.

### Desarrollo de la normativa de los sistemas de pago y de liquidación de valores

La Ley 2/2004, de 27 de diciembre<sup>1</sup>, de presupuestos generales del Estado para el año 2005, modificó la Ley 41/1999, de 12 de noviembre<sup>2</sup>, sobre sistemas de pago y de liquidación de valores. En concreto, reguló la SEPA, que sustituyó al *Servicio de Pagos Interbancarios*, *Sociedad Anónima*, y le encomendó la gestión del SNCE. Además, estableció que la supervisión de la SEPA sería ejercida por el Banco de España, al que le correspondería autorizar los estatutos sociales y sus modificaciones, así como las normas básicas de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, sería de aplicación a esta

1. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 116 a 118. 2. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», *Boletín Económico*, enero de 2000, Banco de España, pp. 67 a 69.

sociedad el régimen sancionador establecido en la Ley 26/1988, de 28 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, con las especificaciones que legalmente se determinaran.

En este contexto, se ha publicado la *CBE 1/2007, de 26 de enero* (BOE de 6 de febrero), sobre la información que debe rendir la SEPA y la aprobación de su normativa.

Así, la SEPA someterá a la autorización del Banco de España, antes de su adopción, tanto la modificación de sus estatutos sociales como la normativa básica de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, deberá comunicarle la regulación sobre los servicios complementarios o accesorios y las instrucciones que recojan la operativa de los sistemas y servicios gestionados por ella. Del mismo modo, deberá remitirle las cuentas anuales y el informe de gestión, así como el informe de los auditores externos, dentro del mes siguiente a su aprobación.

El Banco de España podrá recabar de la SEPA información relevante sobre los sistemas y servicios que esta gestione, así como información estadística regular para el seguimiento de su funcionamiento, y, cuando proceda, fijará, mediante *aplicaciones técnicas* que serán comunicadas a la SEPA, los límites de la cuantía de las órdenes de transferencia de fondos que puedan ser cursadas a través de los sistemas que gestione esta. Dicha fijación se hará atendiendo a los riesgos que entrañen en el procesamiento y liquidación de los pagos, estableciendo, en su caso, los cauces adecuados para las mismas.

**Modificación  
de la normativa del  
mercado de deuda  
pública en anotaciones**

El Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado y la organización, dentro del mismo, de una Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España. Posteriormente, la Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>3</sup>, del Mercado de Valores, en su redacción dada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre<sup>4</sup>, de medidas de reforma del sistema financiero, atribuyó la llevanza del registro contable, así como la compensación y liquidación, de los valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública a IBERCLEAR<sup>5</sup>.

Una vez que esta sociedad ha asumido efectivamente las funciones que se le han atribuido (en particular, en cuanto a la gestión del sistema de registro y liquidación de valores admitidos a negociación en el mercado de deuda pública), mediante la *CBE 2/2007, de 26 de enero* (BOE del 14 de febrero), se ha procedido a modificar la normativa hasta ahora vigente, integrando y sistematizando los aspectos relacionados con la negociación y la contratación en el mercado de deuda.

La Circular actualiza y sistematiza las normas que rigen la contratación en el mercado de deuda pública, derogando totalmente once circulares y parcialmente otra. Así, regula las obligaciones de información de los titulares de cuenta y entidades gestoras, que deberán tener a disposición del Banco de España información sobre su situación financiera y medios necesarios a su condición profesional. De igual manera, define y clarifica las operaciones de mercado, todas ellas recogidas en la normativa anterior.

---

3. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 4. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 75 a 89. 5. Con el fin de favorecer la competitividad de nuestro sistema financiero, IBERCLEAR nace de la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE). En dicha sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países.

Se distingue, en primer lugar, las compraventas simples al contado y a plazo, siendo las primeras aquellas que se ejecutan como máximo en un plazo de cinco días, y las segundas, una vez transcurrido dicho período. En segundo lugar, detalla las operaciones dobles en sus diversas modalidades: compraventas con pacto de recompra (o *repos*) y compraventas simultáneas<sup>6</sup>. Respecto a las primeras, las clasifica en *compraventas con pacto de recompra en fecha fija*<sup>7</sup> y *compraventas con pacto de recompra a la vista*<sup>8</sup>.

Como novedad, la Circular prohíbe la formalización de *repos* entre titulares de cuenta, permitiendo solamente las operaciones de compraventa simples (al contado o a plazo) y simultáneas, ya que aquellas, en la práctica, tenían escaso volumen de negociación. No obstante, los titulares de cuenta podrán contratar con terceros todas las operaciones mencionadas, con las siguientes particularidades.

En las operaciones de compraventa a plazo con deuda pública anotada (compraventa simple a plazo o simultáneas), el importe nominal contratado no debe ser inferior a 100.000 euros (antes eran 60.000 euros). Esta operatoria podrá estar amparada por contratos suscritos por el miembro del mercado y el tercero que participen en la contratación. No obstante, podrán realizarse las operaciones por importe inferior, siempre que se formalicen en los contratos tipo recogidos en la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995, que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. La Circular recoge a continuación las operaciones que pueden realizar las entidades gestoras por orden conjunta de las partes contratantes, así como la normativa referente a las operaciones de segregación y reconstitución de los valores de deuda pública.

En lo referente a la transparencia y publicidad en las operaciones con terceros, cuando la entidad actúe ofreciendo contrapartida en nombre propio, deberán ser concretadas y cerradas en el momento de la contratación la totalidad de las condiciones de la operación, quedando obligada a cotizar públicamente en términos de tasa anual equivalente, e incluyendo, en su caso, las comisiones establecidas por las entidades para cada tipo de operaciones. Cuando la entidad actúe como comisionista, las condiciones de la operación se estipularán con el comitente en términos de un precio o tipo de interés de referencia, que podrá referirse a la fecha-valor de la operación, y de la comisión que sobre aquellos se convenga. En este sentido, a partir de la entrada en vigor de la Circular, que fue el pasado 1 de marzo, las entidades deberán entregar al comitente una copia del documento en que se formalice la orden de inversión en deuda pública. Además, la liquidación del efectivo deberá coincidir con la fecha-valor de transmisión de los valores.

**Deuda del Estado:  
condiciones de emisión  
durante el año 2007  
y enero de 2008**

La Ley 42/2006, de 28 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para el año 2007<sup>9</sup>, autorizó al ministro de Economía y Hacienda para que incrementara la deuda del Estado en el año 2007 con la limitación de que el saldo vivo de la misma a 31 de diciembre del año 2007 no superara el correspondiente saldo a 1 de enero de 2007 en más de 10.675 millones de euros.

---

6. Las compraventas simultáneas son aquellas en las que se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de valores de sentido contrario, realizadas ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución. Ambas compraventas podrán ser al contado con diferentes fechas de liquidación, a plazo, o la primera al contado y la segunda a plazo. 7. Las compraventas con pacto de recompra en fecha fija son aquellas en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria. 8. Las compraventas con pacto de recompra a la vista son aquellas en que, en el momento de la contratación, se estipulen el precio y la fecha de transmisión de la compraventa inicial y se fije el período durante el que el comprador-vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones que deberán quedar establecidas en el mismo acto de contratación. 9. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006», *Boletín Económico*, enero de 2007, Banco de España, p. 103.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *Orden EHA/19/2007, de 11 de enero* (BOE del 16 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2007 y enero de 2008, y dos *Resoluciones de 17 de enero de 2007* (BOE de 23 de enero y de 26 de enero, respectivamente), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2007 y el mes de enero de 2008.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores. Así, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas. Se mantienen los sistemas de años anteriores, y en particular los siguientes procedimientos de emisión: mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas) y mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores. La formalización de la deuda pública continuará adoptando las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

#### LETRAS DEL TESORO

Se mantienen, básicamente, los criterios y procedimientos de emisión vigentes en años anteriores, al igual que la obligación de elaborar un calendario anual de subastas, que se acompaña en la Orden. Como novedades, hay que destacar, por un lado, la suspensión de las subastas de letras a dieciocho meses, manteniéndose las de doce meses; y, por otro, el reinicio a partir del mes de agosto de la emisión de las letras a seis meses (suspendidas en 2006), que tendrán periodicidad mensual y vencimiento en los meses impares del primer semestre de 2008, con el fin de reforzar la liquidez de las nuevas referencias con vencimiento en dichos meses. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales a las que se convocan, en las que se pondrían en oferta letras a más corto plazo.

Las subastas tendrán lugar el tercer miércoles de cada mes, pudiendo diferir los plazos de emisión de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación de los vencimientos, que son también mensuales y coincidiendo con las fechas de emisión para facilitar la reinversión a los tenedores. De esta forma, se mantiene la agrupación de emisiones en letras del Tesoro, con el fin de garantizar la liquidez de este instrumento y consolidar su mercado.

En cuanto a la forma de presentar las peticiones en las subastas, se considera conveniente mantener que las mismas tengan lugar en términos de *tipo de interés*, tal como cotizan las letras en los mercados secundarios, facilitándose con ello la presentación de peticiones. Así, en las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente al tipo de interés solicitado o al medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

Las subastas mantienen su configuración actual, pudiendo formularse peticiones competitivas y no competitivas. El importe nominal mínimo de las ofertas competitivas continúa siendo de 1.000 euros, y se formularán, a partir de ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad. Respecto a las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo también se mantiene en 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros, no pudiendo exceder de un millón de euros el importe nominal conjunto de las ofertas no competitivas presentadas por un mismo postor en cada una de las subastas. No obstante, este límite seguirá siendo de 100 millones de euros para ciertas entidades, como son: el Fondo de Ga-



rantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

Por último, a las subastas les seguirá, como en años anteriores, una segunda vuelta, reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de las letras del Tesoro, y que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

## BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

Los criterios y procedimientos de emisión establecidos para bonos y obligaciones del Estado son, básicamente, los vigentes en 2006, manteniéndose, al igual que en las letras, la obligación de elaborar el calendario anual de subastas, que se acompaña en la Orden, en el que se señalan las fechas de las subastas, determinándose el plazo de los bonos y obligaciones a poner en oferta trimestralmente, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. No obstante, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaban, el Tesoro podrá decidir, en la resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que se hubiesen fijado en el calendario trimestral antes citado.

Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán los habituales de tres y cinco años en bonos, y de diez y treinta años en obligaciones, si bien no se descarta la opción de reanudar la emisión a quince años, cuya referencia se alternaría con la de treinta años para compaginar la moderación en el volumen total que se haya de emitir y el incremento de la liquidez de las referencias en proceso de emisión. También se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de completar el volumen necesario para garantizar su liquidez en los mercados secundarios.

Las subastas mantienen su configuración actual, pudiendo formularse peticiones competitivas y no competitivas, siguiendo las mismas características citadas en el apartado anterior. Irán seguidas, como en el caso de las letras, de una segunda vuelta, reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado.

### **Modificaciones de las normativas de recursos propios de las entidades financieras, del régimen jurídico de las empresas de inversión, del mercado hipotecario, y en materia de abuso de mercado**

Se ha publicado el *Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifican cuatro reales decretos de ámbito financiero.

En primer lugar, y en relación con el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre<sup>10</sup>, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, la norma citada vuelve a incluir formalmente, dentro de la composición de los recursos propios de las entidades de crédito, la parte de los resultados del ejercicio que se prevea aplicar a reservas, hasta que tenga lugar la aplicación definitiva de resultados, en las mismas condiciones que se establecieron originariamente<sup>11</sup>.

Asimismo, se modifica el régimen de solvencia de las sociedades gestoras de cartera, con objeto de equipararlo al del resto de empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores). A fin de que las sociedades gestoras de carteras puedan adaptarse a estas

10. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», *Boletín Económico*, enero de 1993, Banco de España, pp. 65 a 71. 11. Nótese que la desaparición de este elemento de recursos propios se debió a un mero error de transcripción en la última modificación legal del artículo afectado.

nuevas exigencias, la entrada en vigor de estas modificaciones se difiere dos meses respecto al resto del Real Decreto, que lo hizo el 18 de marzo.

En segundo lugar, respecto al Real Decreto 867/2001, de 20 de julio<sup>12</sup>, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, se aclaran y se precisan las necesidades de recursos propios de una empresa de servicios de inversión cuando realice, conforme a lo previsto en su programa de actividades, el servicio de gestión discrecional de carteras.

En tercer lugar, y en relación con el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, y en concreto las condiciones de emisión de cédulas hipotecarias de interés variable, se suprime el límite superior a la variación del tipo de interés que estaba en función del rendimiento previsible de los préstamos de cobertura que tienen establecido, dado que dicha limitación había perdido su razón de ser, una vez que los créditos que formaban la cobertura de este tipo de cédulas han pasado de ser de interés fijo a serlo de interés variable.

Por último, se reforma el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre<sup>13</sup>, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, con el objeto de ampliar el ámbito de las personas vinculadas a los administradores y directivos de un emisor que están obligadas a comunicar las transacciones que realicen con valores de dicho emisor. Con ello se persigue una incorporación más fiel del régimen comunitario de abuso de mercado al Derecho español.

**Sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores**

La Ley 12/2006, de 16 de mayo, por la que se modifica el texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, aprobado por el Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, entre otros aspectos, traspuso al ordenamiento jurídico español determinados extremos de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003<sup>14</sup>, sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, y de la Directiva 2004/72/CE, de la Comisión, de 29 de abril de 2004<sup>15</sup>, que desarrolló parcialmente a la anterior Directiva. La Ley 12/2006 modificó determinados artículos de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, con el objeto de dotar de mayor flexibilidad y de aclarar el régimen de las entidades titulares del capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y las que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Recientemente se ha publicado el *Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Los principales cambios pueden ser divididos en dos grupos. Dentro del primero, cabe reseñar el establecimiento de normas especiales para aquellos que posean una participación significativa o de control en las sociedades que administran mercados secundarios y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Conforme a la Ley 24/1988, el Gobierno deberá autorizar la adquisición o la enajenación de una participación de control en dichas sociedades,

12. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2001», *Boletín Económico*, octubre de 2001, Banco de España, pp. 10 a 15. 13. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 129 a 132. 14. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 114 a 118. 15. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2004», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2004, Banco de España, pp. 135 y 136.

siendo este Real Decreto el que concreta la información que se facilitará en el curso de la autorización. Entre otros aspectos, se deberá informar sobre otras participaciones del adquirente en sociedades análogas, sus actividades en los mercados financieros y la estrategia para el mercado en cuestión. Se exige, además, un informe de la entidad o entidades que posean hasta ese momento la participación de control. La finalidad de estas previsiones es proporcionar al Gobierno información suficiente para que pueda fundamentar su decisión sobre la cualificación de la persona o entidad que pretende adquirir la participación de control.

La participación en el capital de este tipo de sociedades estará sujeta a las reglas de las participaciones significativas previstas en la Ley 24/1988 para las empresas de servicios de inversión, con las especialidades que se determinan en este Real Decreto. Así, el ministro de Economía y Hacienda podrá oponerse a la adquisición de una participación significativa cuando el grado o tipo de influencia del adquirente comprometa el buen funcionamiento de los mercados o para evitar distorsiones en los mismos, así como por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente, o de quien controle, directa o indirectamente, al adquirente.

Para la adquisición de una participación significativa igual o superior al 1% —pero inferior al 5%— en el capital de la sociedad, se entenderá que la CNMV no se opone a la misma si no se pronuncia dentro de los diez días hábiles<sup>16</sup> siguientes contados desde aquel en que haya sido informada o desde el momento en que se completó la información adicional que, en su caso, la CNMV hubiera requerido. Asimismo, se faculta a este organismo para pedir la información que considere necesaria sobre el accionariado de estas sociedades, así como de las sociedades que ostenten una participación de control en todas o alguna de las anteriores.

Dentro del segundo grupo de novedades, el Real Decreto establece ciertas reglas para las entidades titulares de participaciones de control en estas sociedades. Así, dichas entidades habrán de respetar determinadas condiciones para la introducción de limitaciones a los derechos que atribuye la participación en su capital. Además, cuando les sean aplicables, deberán cumplir las reglas contenidas en la Ley 24/1988 sobre ofertas públicas de adquisición y comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, sin perjuicio de las obligaciones contenidas en esta norma.

**Modificación del régimen jurídico de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, de la Sociedad de Bolsas y de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR)**

Con el fin de eliminar referencias obsoletas y de actualizar determinados aspectos del régimen jurídico de las sociedades rectoras de las bolsas de valores, de la Sociedad de Bolsas y de IBERCLEAR, se ha publicado el *Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifican el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio<sup>17</sup>, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva, el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre<sup>18</sup>, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero<sup>19</sup>, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

En primer lugar, se clarifican las causas para oponerse al nombramiento de los miembros del consejo de administración de la sociedad rectora de una bolsa de valores, de la Sociedad de Bolsas o de las sociedades rectoras de los mercados de futuros y opciones, que será la no

<sup>16</sup>. El plazo límite establecido en la Ley 24/1988 para que la CNMV se oponga a la adquisición de una participación significativa es de dos meses, entendiéndose aquella cuando se adquiere de forma directa o indirecta, al menos, el 5 % del capital o de los derechos de voto de la empresa. <sup>17</sup>. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1989», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1989, Banco de España, pp. 120 a 122. <sup>18</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1991», *Boletín Económico*, enero de 1992, Banco de España, pp. 63 y 64. <sup>19</sup>. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1992», *Boletín Económico*, abril de 1992, Banco de España, pp. 68 y 69.

concurrancia de los requisitos de honorabilidad profesional y de conocimientos y experiencia que se exigen a los miembros del consejo de administración de una empresa de servicios de inversión en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En segundo lugar, se flexibiliza el régimen económico de las sociedades rectoras de bolsas, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades rectoras de los mercados de futuros y opciones y de IBERCLEAR, puesto que no tendrán que someter su presupuesto anual a la aprobación de la CNMV o, en su caso, de la comunidad autónoma correspondiente, ni el organismo regulador podrá imponer modificaciones en el mismo. No obstante, la CNMV o, en su caso, la comunidad autónoma correspondiente mantienen la potestad de aprobar las tarifas de estas entidades, a las que podrán establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de esos servicios cuando puedan afectar a la solvencia financiera de las sociedades rectoras, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o contrarias a los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros de la Bolsa.

Respecto al Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, se introducen modificaciones en los mecanismos de aseguramiento de la entrega de valores, y, en concreto, en el régimen de los préstamos de valores vinculados de IBERCLEAR, para evitar el efecto de inflación transitoria de títulos que puede darse en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compraventa de valores.

Por otro lado, IBERCLEAR deberá establecer los procedimientos de prevención de demoras en la entrega de aquellos valores cuyas características, número y tipo de operaciones, incidencias surgidas y otras circunstancias relevantes así lo aconsejen. Esos procedimientos podrán incluir plazos y requisitos especiales para la tramitación y liquidación de las operaciones sobre esos valores, registros diferenciados de los valores cuya entrega se haya comprometido y, de ser necesario, los sistemas de resolución de las discrepancias que puedan surgir en la liquidación de las operaciones, incluyendo las prestaciones sustitutorias de las obligaciones incumplidas y las indemnizaciones a las entidades perjudicadas con cargo al efectivo de las operaciones en cuestión y a las penalizaciones que se impongan a las entidades incumplidoras. Igualmente, podrá establecer sistemas diferenciados para asegurar la entrega de los valores que figuren en las cuentas de las entidades participantes en el Registro Central y de aquellos otros anotados en las cuentas de los registros contables de detalle a cargo de tales entidades.

Por último, se actualizan el régimen económico y jurídico de las entidades adheridas a IBERCLEAR y los requisitos de adhesión al sistema, que serán determinados por el ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, por la CNMV.

### **Modificación del Reglamento de las instituciones de inversión colectiva (IIC)**

El Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre<sup>20</sup>, aprobó el desarrollo reglamentario de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre<sup>21</sup>, de IIC, cuyos objetivos básicos son la flexibilización del marco de actuación de las IIC, el incremento de la protección de los inversores y la mejora del régimen de intervención administrativa.

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifica el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en lo que afecta a las IIC

<sup>20</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124 a 129. <sup>21</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82 a 85.

de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre (es decir, el régimen de los *hedge funds* y los fondos de *hedge funds*, respectivamente).

El objeto fundamental de esta reforma es flexibilizar el régimen de estas IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos, para facilitarles un mayor crecimiento e implantación en el mercado. De este modo, se permite a estas IIC establecer un límite máximo del importe que se debe reembolsar en una determinada fecha, debiéndose aplicar reglas de prorrateo cuando las peticiones de reembolsos superen ese límite máximo. Asimismo, estas instituciones pueden establecer períodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes, y un régimen de preavisos para las suscripciones y reembolsos, cualquiera que sea su cuantía, más flexible que el régimen general, aunque ambas circunstancias, deberán constar, en su caso, en el folleto de la institución.

Por otro lado, tienen la posibilidad de no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo, aunque esta flexibilidad se ve compensada con una mayor exigencia de información en el folleto.

Las IIC de inversión libre no podrán realizar actividades de comercialización dirigidas a clientes que no tengan la consideración de cualificados (como son los inversores minoristas), si bien no se prohíbe que estos inversores puedan adquirir acciones y participaciones de IIC de inversión libre.

En relación con las IIC de IIC de inversión libre (fondos de *hedge funds*), se dispone que el uso de las opciones de establecer períodos mínimos de permanencia, el régimen de preavisos y la posibilidad de no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo estén condicionados a que lo exijan las IIC en las que puedan invertir, y, además, se deberá tener en cuenta la política de comercialización de estas instituciones.

### **Fondos de titulización de activos: convenios de promoción (FTPymes)**

El Real Decreto Ley 3/1993, de 26 de febrero, sobre medidas urgentes en materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, y la Ley 3/1994, de 14 de abril<sup>22</sup>, por la que se adaptó a la legislación española la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, en sus disposiciones adicionales, regularon los fondos de titulización hipotecaria (FTH) y las adaptaciones oportunas para la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas, que se instrumentarían a través de los denominados fondos de titulización de activos (FTA). El Real Decreto 926/1998, de 14 mayo<sup>23</sup>, desarrolló los FTA y sus sociedades gestoras, estableciendo el marco de referencia de la titulización de activos en nuestro país. Por su parte, la Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999 estableció el régimen y contenido de los convenios de promoción que podrían suscribir el MEH —a través del Tesoro— con las sociedades gestoras de los FTA, con el objeto de promover la creación de FTA, que, bajo la denominación comercial «FTPymes», pudieran beneficiarse del aval del Estado para garantizar los valores de renta fija que emitan con el fin de favorecer la financiación empresarial.

La experiencia acumulada tras varios años en esta área ha recomendado introducir ciertas modificaciones en el procedimiento administrativo de concesión de los avales y añadir algunos nuevos requisitos en el ámbito de la constitución de los FTA. Todo ello se ha llevado a cabo mediante la *Orden Pre/3/2007, de 10 de enero* (BOE del 12), sobre los convenios de promoción de FTA para favorecer la financiación empresarial.

22. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 92 a 96. 23. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1998, Banco de España, pp. 94 a 96.

**Requisitos de  
transparencia relativos  
a la información sobre  
los emisores cuyos  
valores se admiten  
a negociación en un  
mercado regulado**

En concreto, se modifica el plazo de presentación de las solicitudes de formalización de los convenios (de 15 días a un mes) y se habilita al director general de Política de la Pequeña y Mediana Empresa para que lo modifique cuando las condiciones de emisión en los mercados así lo aconsejen. Asimismo, se introduce la posibilidad de que la CNMV pueda incluir en la propuesta de concesión del aval una comisión a favor del Estado, cuya cuantía se fijaría en función del valor nominal de los valores de renta fija avalados y su calificación crediticia, que deberá satisfacer la sociedad gestora del FTA. Por último, se introducen ciertas mejoras técnicas en el desarrollo del procedimiento.

La Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, estableció los principios generales para armonizar los requisitos de transparencia respecto a la posesión de derechos de voto o de instrumentos financieros que den derecho a adquirir acciones que lleven aparejados derechos de voto.

Recientemente, la *Directiva 2007/14/CE, de la Comisión, de 8 de marzo de 2007* (DOUE del 9), ha establecido disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE.

La Directiva tiene la finalidad de asegurar que, mediante la divulgación de información exacta, completa y puntual sobre los emisores de valores, se fomente y se mantenga la confianza del inversor. Asimismo, se obliga a los emisores a estar informados de los movimientos que afecten a participaciones importantes en las empresas y, a su vez, mantener informado al público. Las normas de aplicación de las prescripciones deberán elaborarse de manera que aseguren un elevado nivel de protección de los inversores, fortalezcan la eficiencia del mercado y se apliquen de manera uniforme.

El contenido mínimo del resumen de los estados financieros semestrales, cuando no haya sido preparado de conformidad con las normas internacionales de contabilidad, deberá evitar una imagen engañosa de los activos, de los pasivos, de la situación financiera y de los resultados del emisor. Asimismo, el contenido de los informes semestrales deberá asegurar una transparencia adecuada para los inversores mediante un flujo regular de información sobre los resultados del emisor, presentándose la información de manera que sea fácil de comparar con la proporcionada en el informe de gestión del año anterior. En concreto, se incluirá la siguiente información comparativa: el balance al final de los primeros seis meses del ejercicio en curso, el balance comparativo al final del ejercicio inmediatamente anterior, y la cuenta de pérdidas y ganancias para los primeros seis meses del ejercicio en curso con información comparativa respecto al período comparable del ejercicio anterior<sup>24</sup>.

Respecto a las operaciones importantes con partes vinculadas, los emisores harán públicas, como mínimo, las siguientes: las operaciones con partes vinculadas que hayan tenido lugar en los seis primeros meses del ejercicio en curso y que hayan afectado sustancialmente a la situación financiera o los resultados de la empresa durante ese período, y cualquier cambio en las operaciones con partes vinculadas descritas en el último informe anual que puedan haber tenido un efecto sustancial en la situación financiera o los resultados de la empresa en los primeros seis meses del ejercicio en curso.

En cuanto a los mecanismos de control de los creadores de mercado por las autoridades competentes, la Directiva precisa el modo en que dicha autoridad pueda verificar si se cum-

24. Esto último, a partir de los dos años siguientes a la entrada en vigor de la Directiva, que fue el pasado 29 de marzo.

plen las condiciones para la exención concedida a los creadores en cuanto a la notificación de información sobre las participaciones importantes. Además, las actividades del creador de mercado se llevarán a cabo con total transparencia, por lo que, cuando la autoridad competente se lo solicite, deberá ser capaz de especificar las actividades realizadas en relación con el emisor en cuestión y, en particular, las acciones o instrumentos de mercado que posea para llevar a cabo actividades de creación de mercado.

Otros apartados de la Directiva contemplan los requisitos para la divulgación de información de los emisores a los medios de comunicación, de manera que lleguen a los inversores de una manera uniforme y transparente, así como asegurarse que los que estén situados en un Estado miembro distinto del Estado miembro del emisor tengan igual acceso a dicha información. Todo ello, sin perjuicio del derecho del Estado miembro de solicitar a los emisores la publicación total o parcial de la información regulada en los medios de comunicación, en su propio sitio web o en otros accesibles a los inversores.

**Nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y modificación del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones**

La Ley 35/2006, de 28 de noviembre<sup>25</sup>, del IRPF y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, abordó una reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) con la que se pretendía, fundamentalmente, disminuir la carga tributaria que soportan las rentas del trabajo, recuperar la igualdad en el tratamiento fiscal de las circunstancias personales y familiares, establecer un trato fiscal neutral entre las distintas colocaciones del ahorro financiero y reordenar los incentivos fiscales destinados a la previsión social para atender tanto a las situaciones de envejecimiento como, por primera vez, a las situaciones de dependencia.

Recientemente, se promulgó el *Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo* (BOE del 31), por el que se aprueba el Reglamento del IRPF, aprobado por la Ley 35/2006, y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero<sup>26</sup>. El Reglamento del IRPF se ajusta a la sistemática de la Ley 35/2006, respetando la estructura del texto normativo, a la vez que deroga el anterior Reglamento del IRPF, aprobado por el Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio. A continuación se reseñan los principales cambios efectuados, sobre todo, en el ámbito financiero.

En lo que se refiere a los rendimientos de capital mobiliario, se adapta la regulación como consecuencia de la no aplicación de la reducción por obtención de rendimientos con período de generación superior a dos años u obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo a aquellos rendimientos que forman parte de la base imponible del ahorro.

Por lo que respecta a las ganancias y pérdidas patrimoniales, a efectos de la aplicación de la exención por transmisión de la vivienda habitual por mayores de sesenta y cinco años o personas en situación de dependencia severa o gran dependencia, así como para la exención por reinversión en vivienda habitual, se permite considerar como vivienda habitual aquella que reúna tal condición en el momento de la venta o hubiera tenido tal consideración hasta cualquier día de los dos años anteriores a la fecha de transmisión. De esta forma, se permite que el contribuyente pueda dejar de residir efectivamente en dicha vivienda, disponiendo de un plazo adicional para su venta sin la pérdida de la correspondiente exención.

<sup>25</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006», *Boletín Económico*, enero de 2007, Banco de España, pp. 98 a 101. <sup>26</sup>. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, p. 92.

En otro orden de cosas, se han incorporado nuevas obligaciones formales de información para las entidades aseguradoras que comercialicen seguros de dependencia, planes de previsión asegurados o planes individuales de ahorro sistemático, y se ha desarrollado la obligación de información a cargo de los contribuyentes que sean titulares de patrimonios protegidos. Además, es relevante la incorporación de una nueva disposición adicional que permite a los tomadores de los planes individuales de ahorro sistemático movilizar su provisión matemática a otro plan individual de ahorro sistemático del que sean tomadores.

Dentro de las disposiciones transitorias, entre otros aspectos, se mantiene el régimen de reinversión de beneficios extraordinarios operando de la misma forma que en la actualidad, y se amplía lo dispuesto en la actual regulación para sociedades transparentes a las sociedades patrimoniales.

Por último, se efectúan las modificaciones pertinentes en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, para adaptarlo a las modificaciones que ha introducido la Ley 35/2006 en el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre<sup>27</sup>. Asimismo, se establece un período transitorio de adaptación de las especificaciones de los planes de pensiones a los cambios introducidos en su normativa reglamentaria, que será de doce meses desde la entrada en vigor de esta norma.

El Real Decreto entró en vigor el pasado 1 de abril, salvo las modificaciones introducidas tanto en el Reglamento del IRPF como en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, relativas a la movilización de la provisión matemática a otros planes de previsión o a otros planes de pensiones, que lo harán el 1 de enero de 2008.

10.4.2007.

---

27. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 89 y 90.



**Novedades**

***Indicador 7.6***

Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen.

Se ha incorporado una columna nueva para recoger, a partir de diciembre de 2006, la posición neta en derivados financieros. Los datos incorporan los *stocks* de derivados financieros correspondientes a los sectores Instituciones financieras monetarias y Administraciones públicas (en este último caso, los correspondientes a la Administración central).

***Indicador 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.

Se han incorporado dos columnas para recoger, a partir de diciembre de 2006, los derivados financieros activos y pasivos. Los datos incorporan los *stocks* de derivados financieros correspondientes a los sectores Instituciones financieras monetarias y Administraciones públicas (en este último caso, los correspondientes a la Administración central).

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

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=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)
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).

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS  
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59\*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60\*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (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 y a los países industrializados 65\*

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

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

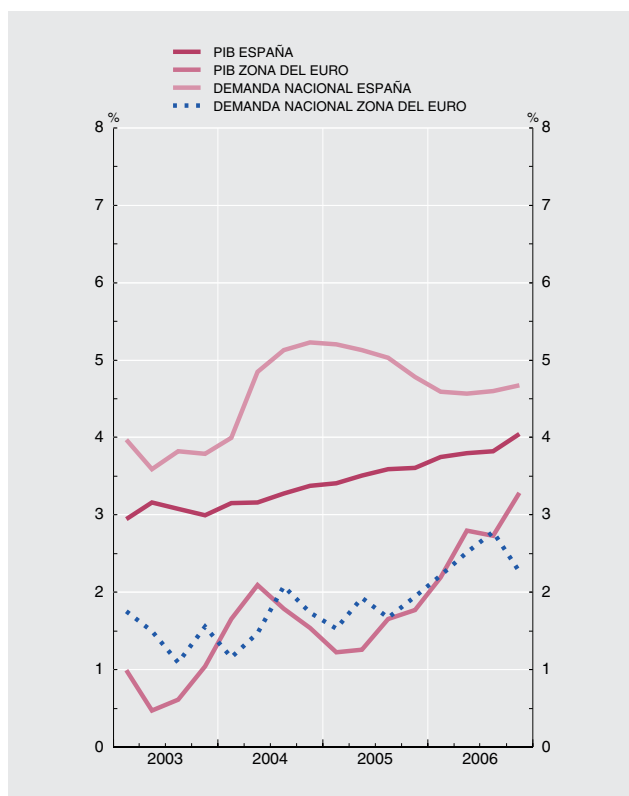
■ Serie representada gráficamente.

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 (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>03</b>	P	3,0	0,8	2,8	1,2	4,8	1,8	5,9	1,0	3,8	1,5	3,7	1,1	6,2	3,1	783	7 461
<b>04</b>	P	3,2	1,8	4,2	1,4	6,3	1,4	5,0	1,7	4,8	1,6	4,1	6,4	9,6	6,2	840	7 738
<b>05</b>	P	3,5	1,5	4,2	1,5	4,8	1,4	7,0	2,7	5,0	1,8	1,5	4,4	7,0	5,4	905	8 000
<b>04 /</b>	P	3,2	1,7	3,2	1,4	5,7	1,8	4,3	1,6	4,0	1,7	4,8	4,6	7,7	3,3	204	1 911
<b>II</b>	P	3,2	2,1	4,6	1,2	6,3	1,5	4,3	1,7	4,9	2,1	3,8	8,0	9,9	6,5	208	1 930
<b>III</b>	P	3,3	1,8	4,5	1,1	6,8	1,3	5,4	1,7	5,1	1,8	4,5	6,7	10,9	7,8	212	1 941
<b>IV</b>	P	3,4	1,5	4,6	1,7	6,2	0,8	6,0	1,8	5,2	1,5	3,5	6,4	10,0	7,3	216	1 956
<b>05 /</b>	P	3,4	1,2	4,4	1,3	5,5	1,2	6,8	1,6	5,2	1,2	-0,8	4,2	5,9	5,3	220	1 973
<b>II</b>	P	3,5	1,3	4,4	1,5	4,3	1,4	7,4	2,5	5,1	1,3	1,8	3,5	7,7	5,6	224	1 987
<b>III</b>	P	3,6	1,7	4,2	2,0	4,5	1,5	7,1	3,4	5,0	1,7	2,5	5,3	7,7	5,6	229	2 010
<b>IV</b>	P	3,6	1,8	3,8	1,2	4,9	1,6	6,6	3,2	4,8	1,8	2,3	4,7	6,6	5,3	233	2 031
<b>06 /</b>	P	3,7	2,2	3,7	1,8	4,3	2,5	6,3	3,6	4,6	2,2	9,5	8,4	11,6	8,7	237	2 049
<b>II</b>	P	3,8	2,8	3,6	1,7	4,4	2,0	6,2	4,7	4,6	2,8	4,9	7,4	7,3	6,8	241	2 079
<b>III</b>	P	3,8	2,7	3,7	1,7	4,2	2,1	6,4	3,9	4,6	2,7	3,4	6,7	6,0	7,0	247	2 101
<b>IV</b>	P	4,0	3,3	3,7	2,1	4,9	2,5	6,4	4,8	4,7	3,3	7,3	9,8	8,8	7,3	251	2 128

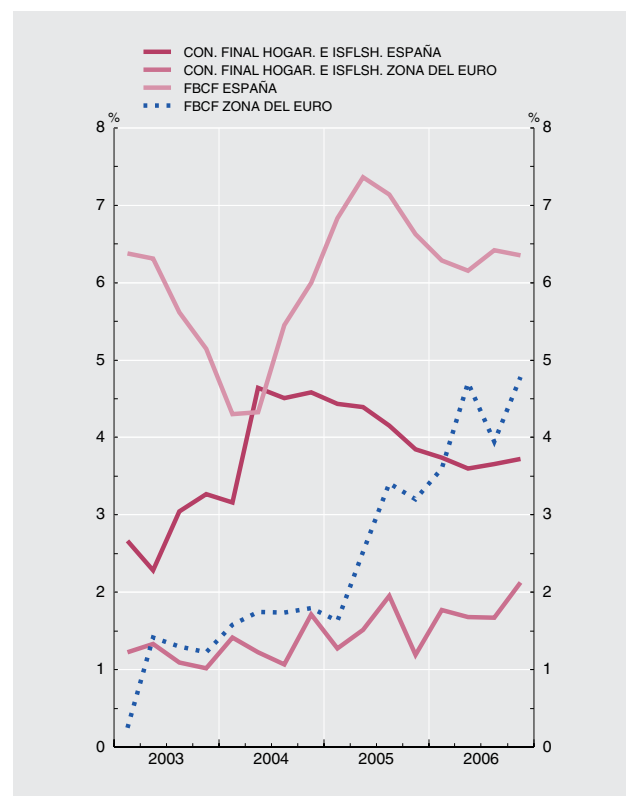
#### PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



#### COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

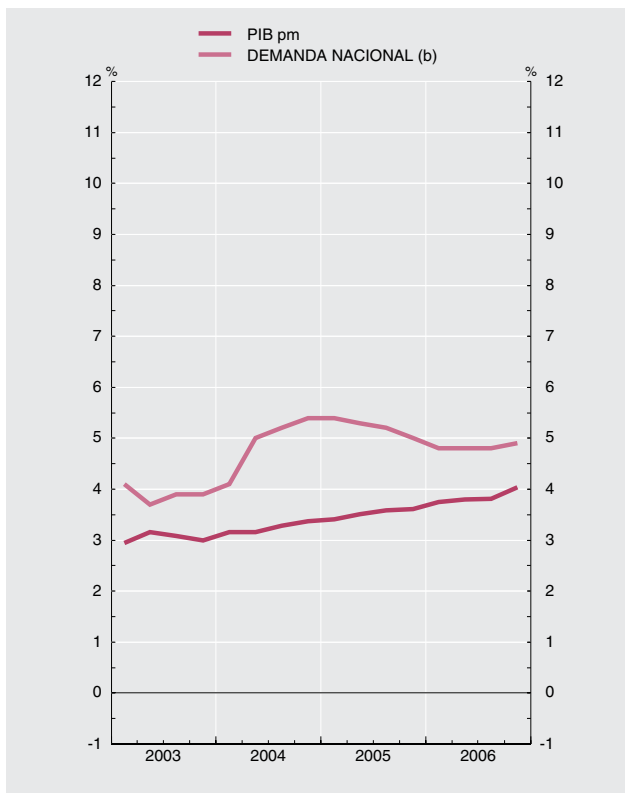
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

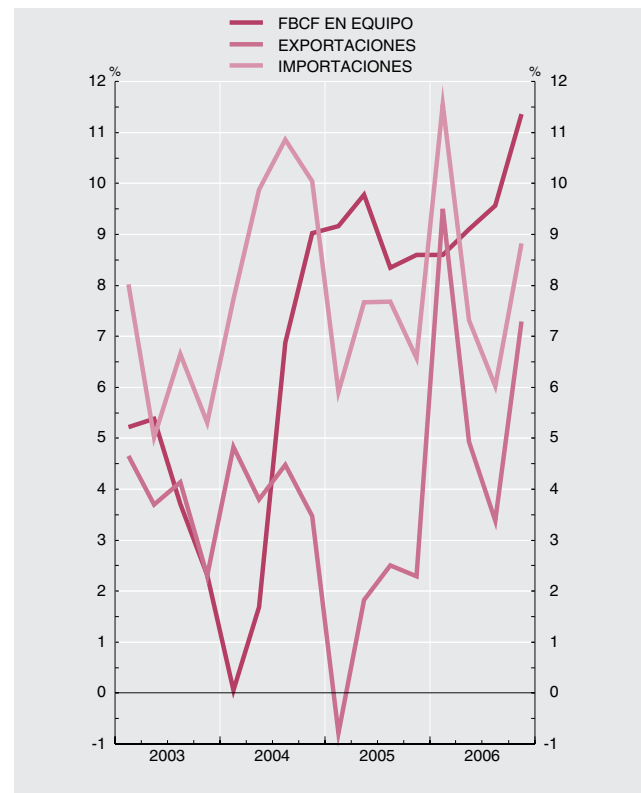
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>03</b>	P	5,9	4,1	6,2	7,2	-0,1	3,7	5,2	0,1	1,2	6,2	6,7	3,2	4,6	3,9	3,0
<b>04</b>	P	5,0	4,4	5,5	4,5	0,0	4,1	5,1	0,0	4,4	9,6	9,7	20,1	7,4	4,9	3,2
<b>05</b>	P	7,0	9,0	6,0	7,5	-0,0	1,5	0,0	2,0	7,3	7,0	6,6	21,4	6,1	5,2	3,5
<b>04 /</b>	P	4,3	0,1	6,0	5,3	0,1	4,8	6,1	1,1	3,3	7,7	7,3	16,8	8,0	4,1	3,2
<b>II</b>	P	4,3	1,7	5,5	4,3	0,0	3,8	5,9	-4,5	3,8	9,9	9,9	19,7	7,9	5,0	3,2
<b>III</b>	P	5,4	6,9	5,2	4,2	-0,0	4,5	5,5	0,7	4,3	10,9	11,3	20,1	7,3	5,2	3,3
<b>IV</b>	P	6,0	9,0	5,2	4,3	-0,0	3,5	3,1	2,9	6,1	10,0	10,3	23,6	6,4	5,4	3,4
<b>05 /</b>	P	6,8	9,2	6,0	6,4	-0,0	-0,8	-2,1	1,0	3,1	5,9	6,9	20,1	-1,2	5,4	3,4
<b>II</b>	P	7,4	9,8	6,2	8,0	-0,0	1,8	2,4	-4,9	6,3	7,7	7,8	22,9	4,0	5,3	3,5
<b>III</b>	P	7,1	8,3	6,3	8,4	0,0	2,5	0,1	7,5	8,0	7,7	6,6	23,2	9,9	5,2	3,6
<b>IV</b>	P	6,6	8,6	5,6	7,4	0,0	2,3	-0,3	4,2	11,9	6,6	5,0	19,4	11,9	5,0	3,6
<b>06 /</b>	P	6,3	8,6	5,8	4,8	0,1	9,5	11,5	-2,7	14,2	11,6	9,8	13,8	20,0	4,8	3,7
<b>II</b>	P	6,2	9,1	5,8	3,3	0,1	4,9	3,4	4,7	12,0	7,3	6,7	3,6	11,4	4,8	3,8
<b>III</b>	P	6,4	9,6	6,2	3,0	0,1	3,4	2,7	2,9	7,0	6,0	7,0	3,7	1,6	4,8	3,8
<b>IV</b>	P	6,4	11,4	5,7	1,7	0,0	7,3	5,3	2,0	21,2	8,8	8,6	7,3	10,4	4,9	4,0

**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.

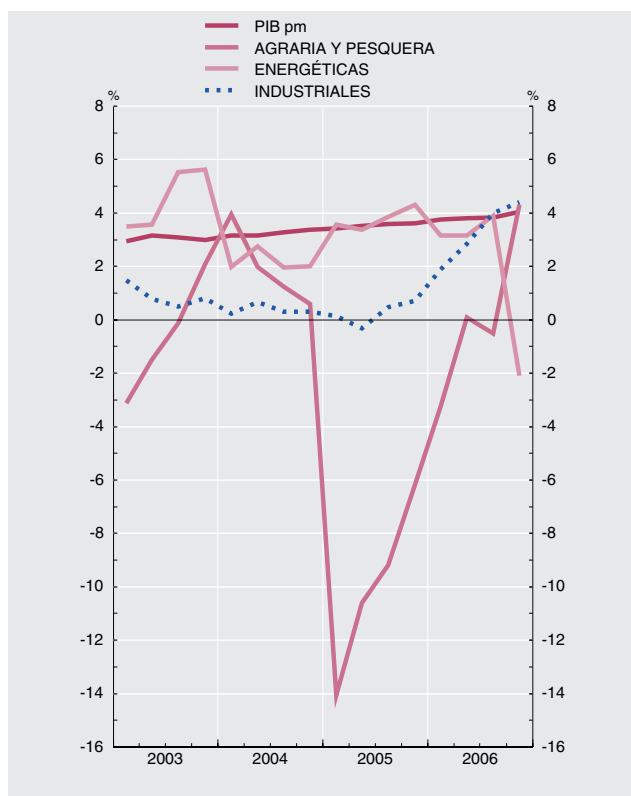
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

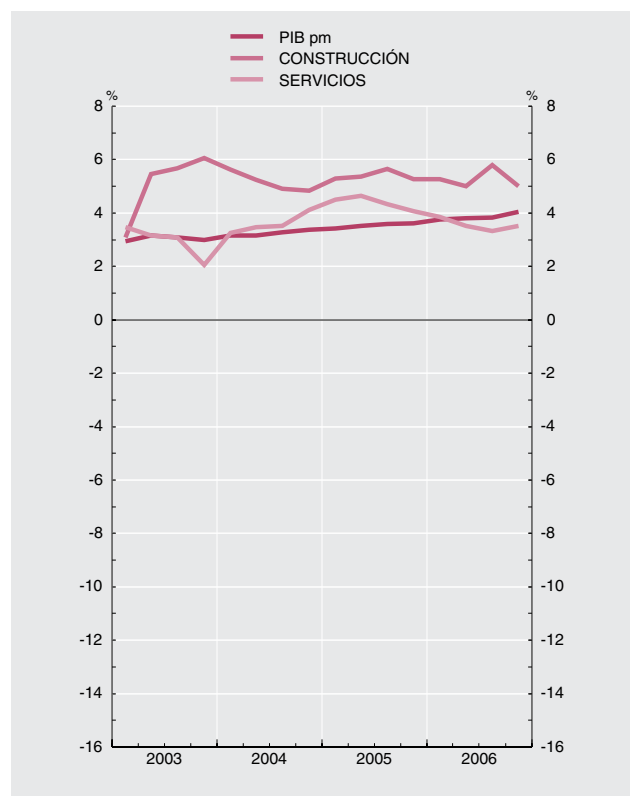
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
03	P	3,0	-0,7	4,5	0,9	5,1	2,9	2,6	4,2	5,1	6,6	9,0
04	P	3,2	1,9	2,2	0,4	5,1	3,6	3,6	3,7	2,6	12,4	7,0
05	P	3,5	-10,0	3,8	0,3	5,4	4,4	4,6	3,5	5,6	4,9	6,0
04	I	3,2	4,0	2,0	0,2	5,6	3,3	3,2	3,4	0,5	12,8	11,8
	II	3,2	2,0	2,7	0,7	5,2	3,5	3,5	3,4	-0,2	13,2	10,0
	III	3,3	1,2	2,0	0,3	4,9	3,5	3,4	3,8	5,8	11,1	5,8
	IV	3,4	0,6	2,0	0,3	4,8	4,1	4,1	4,1	4,5	12,4	0,8
05	I	3,4	-14,1	3,6	0,1	5,3	4,5	5,1	2,4	6,2	11,1	5,0
	II	3,5	-10,6	3,4	-0,3	5,4	4,7	4,6	4,7	8,0	4,6	0,7
	III	3,6	-9,2	3,9	0,5	5,7	4,3	4,6	3,3	4,6	1,8	7,4
	IV	3,6	-6,2	4,3	0,7	5,3	4,1	4,1	3,8	3,6	2,2	11,1
06	I	3,7	-3,2	3,2	1,9	5,3	3,9	3,9	3,9	4,2	5,0	9,4
	II	3,8	0,1	3,2	2,8	5,0	3,5	3,5	3,6	5,5	3,9	8,8
	III	3,8	-0,5	3,9	4,0	5,8	3,3	3,2	3,8	4,0	1,7	8,2
	IV	4,0	4,3	-2,1	4,4	5,0	3,5	3,3	4,5	4,2	1,2	10,9

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

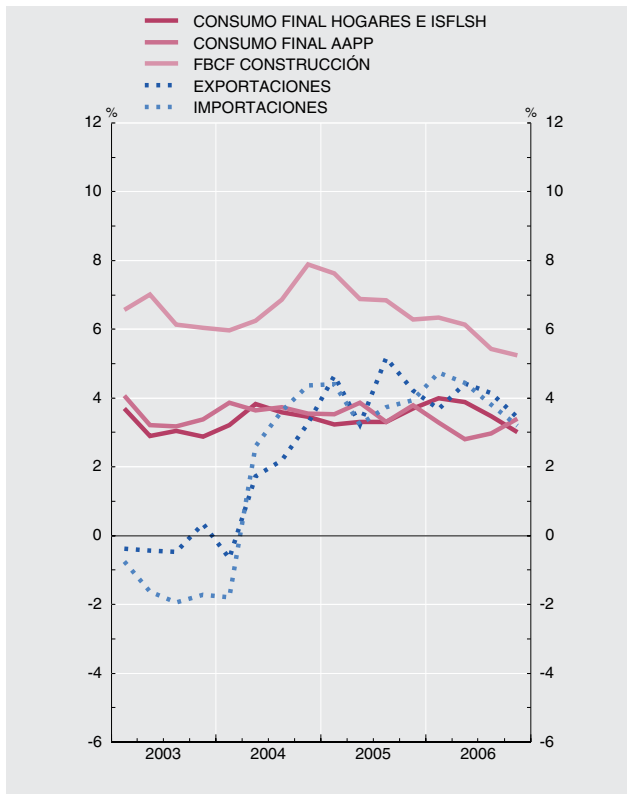
### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

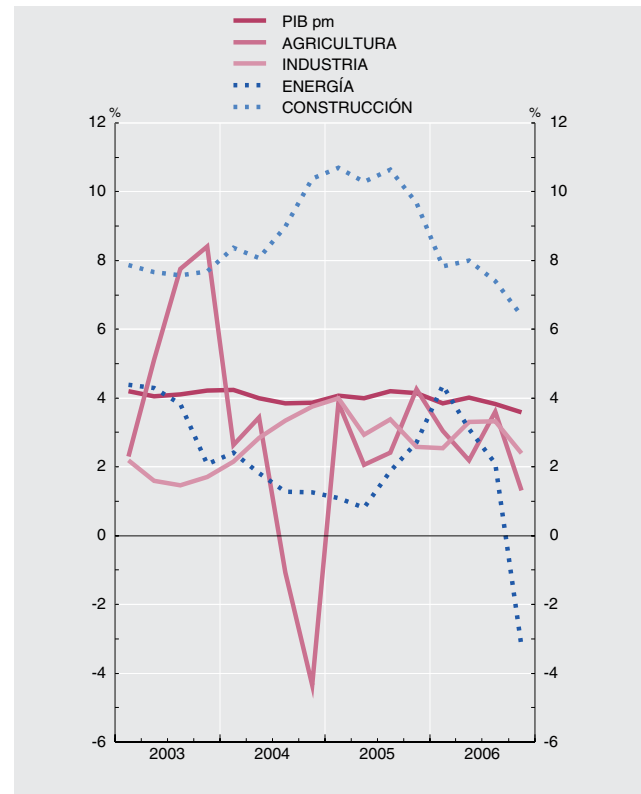
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



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

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

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



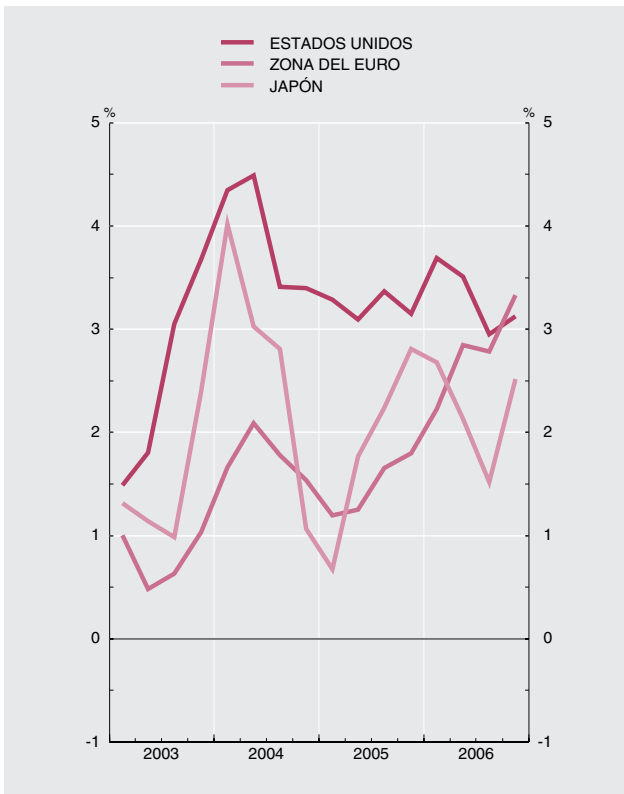
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

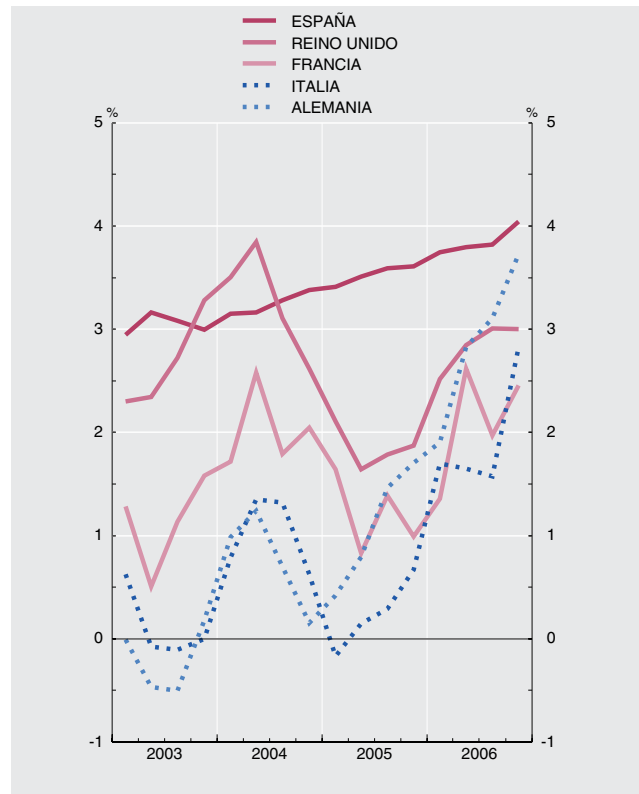
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>04</b>	3,2	2,1	1,8	0,8	3,2	3,9	2,0	1,0	2,7	3,3
<b>05</b>	2,6	1,6	1,5	1,1	3,5	3,2	1,2	0,2	1,9	1,9
<b>06</b>	...	2,9	2,8	2,9	3,9	3,3	2,1	1,9	2,2	2,8
<b>03 IV</b>	2,7	1,5	1,0	0,2	3,0	3,7	1,6	-0,0	2,4	3,3
<b>04 I</b>	3,6	2,0	1,7	1,0	3,2	4,3	1,7	0,8	4,0	3,5
<b>II</b>	3,7	2,5	2,1	1,2	3,2	4,5	2,6	1,3	3,0	3,8
<b>III</b>	3,1	2,1	1,8	0,7	3,3	3,4	1,8	1,3	2,8	3,1
<b>IV</b>	2,6	1,8	1,5	0,2	3,4	3,4	2,0	0,6	1,1	2,6
<b>05 I</b>	2,3	1,4	1,2	0,4	3,4	3,3	1,6	-0,2	0,7	2,1
<b>II</b>	2,4	1,4	1,2	0,8	3,5	3,1	0,8	0,1	1,8	1,6
<b>III</b>	2,8	1,8	1,7	1,5	3,6	3,4	1,4	0,3	2,2	1,8
<b>IV</b>	2,9	1,9	1,8	1,7	3,6	3,1	1,0	0,7	2,8	1,9
<b>06 I</b>	3,3	2,4	2,2	1,9	3,7	3,7	1,4	1,7	2,7	2,5
<b>II</b>	3,3	2,9	2,8	2,8	3,8	3,5	2,6	1,7	2,1	2,8
<b>III</b>	2,9	2,9	2,8	3,1	3,8	3,0	2,0	1,6	1,5	3,0
<b>IV</b>	...	3,3	3,3	3,7	4,0	3,1	2,5	2,8	2,5	3,0

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

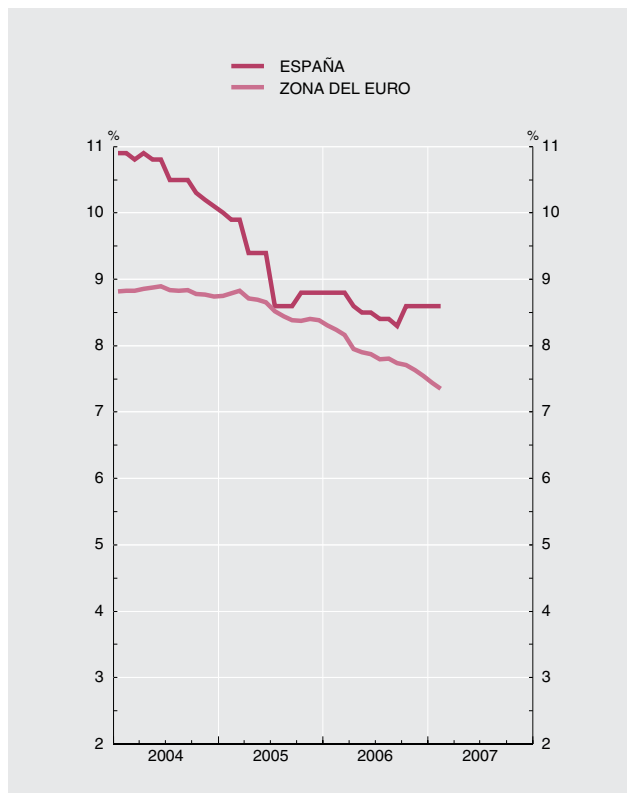
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

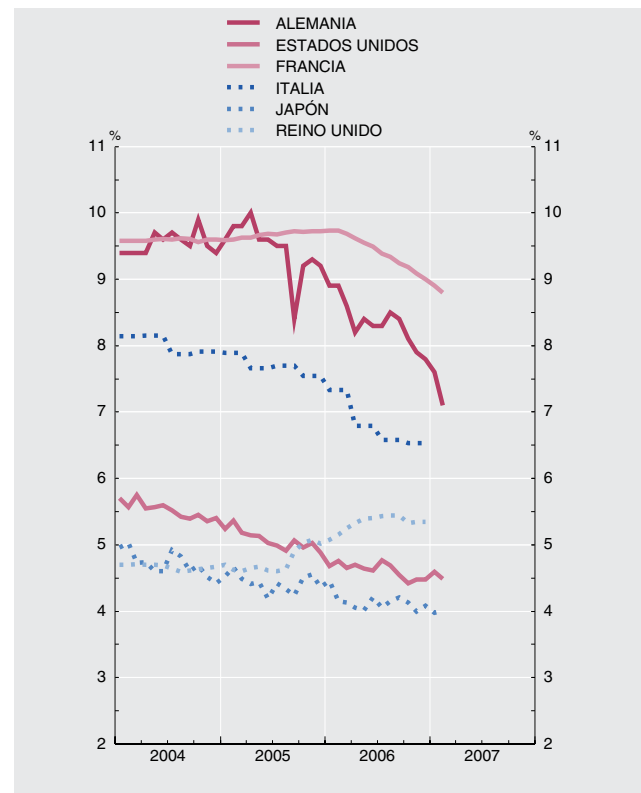
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>04</b>	6,9	8,0	8,8	9,5	10,6	5,5	9,6	8,0	4,7	4,7
<b>05</b>	6,6	7,9	8,6	9,5	9,2	5,1	9,7	7,7	4,4	4,8
<b>06</b>	6,0	7,4	7,9	8,4	8,6	4,6	9,4	6,8	4,1	5,3
<b>05</b>										
Sep	6,5	7,7	8,4	8,4	8,6	5,1	9,7	7,7	4,2	4,9
Oct	6,5	7,8	8,4	9,2	8,8	5,0	9,7	7,5	4,5	5,0
Nov	6,5	7,8	8,4	9,3	8,8	5,0	9,7	7,5	4,6	5,1
Dic	6,4	7,8	8,4	9,2	8,8	4,9	9,7	7,5	4,4	5,0
<b>06</b>										
Ene	6,3	7,7	8,3	8,9	8,8	4,7	9,7	7,3	4,5	5,1
Feb	6,2	7,7	8,2	8,9	8,8	4,8	9,7	7,3	4,2	5,2
Mar	6,2	7,6	8,2	8,6	8,8	4,7	9,7	7,3	4,1	5,3
Abr	6,1	7,5	8,0	8,2	8,6	4,7	9,6	6,8	4,1	5,3
May	6,0	7,4	7,9	8,4	8,5	4,6	9,6	6,8	4,0	5,4
Jun	6,0	7,4	7,9	8,3	8,5	4,6	9,5	6,8	4,2	5,4
Jul	6,0	7,3	7,8	8,3	8,4	4,8	9,4	6,6	4,1	5,4
Ago	6,0	7,3	7,8	8,5	8,4	4,7	9,3	6,6	4,2	5,4
Sep	5,9	7,3	7,7	8,4	8,3	4,6	9,2	6,6	4,2	5,4
Oct	5,8	7,2	7,7	8,1	8,6	4,4	9,2	6,5	4,1	5,3
Nov	5,8	7,2	7,6	7,9	8,6	4,5	9,1	6,5	4,0	5,4
Dic	5,8	7,1	7,5	7,8	8,6	4,5	9,0	6,5	4,1	5,4
<b>07</b>										
Ene	5,7	7,0	7,4	7,6	8,6	4,6	8,9	...	4,0	...
Feb	5,7	7,0	7,3	7,1	8,6	4,5	8,8	...	4,0	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

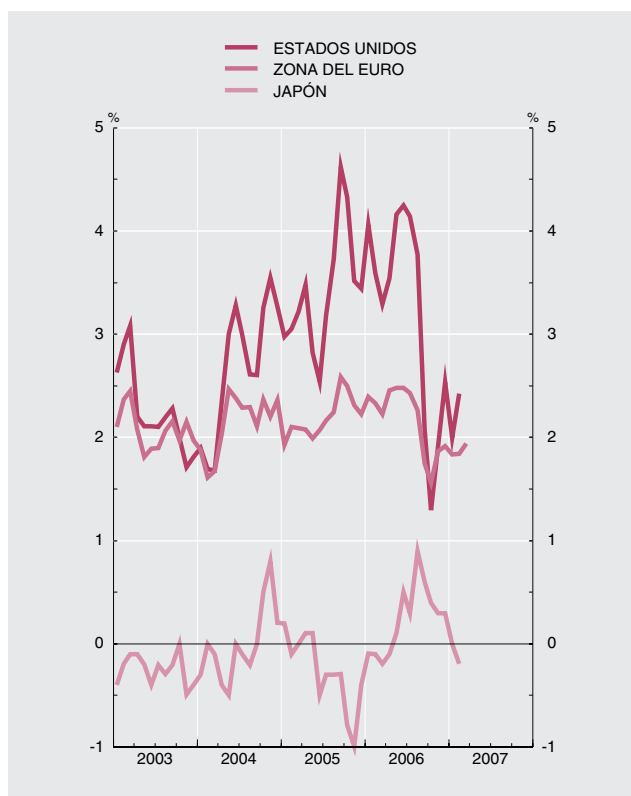
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>03</b>	2,3	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,2	1,4
<b>04</b>	2,3	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
<b>05</b>	2,5	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
<b>06</b>	2,6	2,2	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
<b>05 Oct</b>	2,9	2,4	2,5	2,3	3,5	4,3	2,0	2,6	-0,8	2,3
<b>Nov</b>	2,5	2,3	2,3	2,2	3,4	3,5	1,8	2,4	-1,0	2,1
<b>Dic</b>	2,6	2,2	2,2	2,1	3,7	3,4	1,8	2,1	-0,4	1,9
<b>06 Ene</b>	2,9	2,3	2,4	2,1	4,2	4,1	2,3	2,2	-0,1	1,9
<b>Feb</b>	2,7	2,2	2,3	2,1	4,1	3,6	2,0	2,2	-0,1	2,1
<b>Mar</b>	2,5	2,1	2,2	1,9	3,9	3,3	1,7	2,2	-0,2	1,8
<b>Abr</b>	2,6	2,4	2,5	2,3	3,9	3,5	2,0	2,3	-0,1	2,0
<b>May</b>	3,0	2,4	2,5	2,1	4,1	4,2	2,4	2,3	0,1	2,2
<b>Jun</b>	3,2	2,5	2,5	2,0	4,0	4,2	2,2	2,4	0,5	2,5
<b>Jul</b>	3,0	2,4	2,4	2,1	4,0	4,1	2,2	2,3	0,3	2,4
<b>Ago</b>	2,9	2,3	2,3	1,8	3,8	3,8	2,1	2,3	0,9	2,5
<b>Sep</b>	2,1	1,8	1,7	1,0	2,9	2,1	1,5	2,4	0,6	2,4
<b>Oct</b>	1,7	1,7	1,6	1,1	2,6	1,3	1,2	1,9	0,4	2,5
<b>Nov</b>	2,0	2,0	1,9	1,5	2,7	1,9	1,6	2,0	0,3	2,7
<b>Dic</b>	2,2	2,1	1,9	1,4	2,7	2,5	1,7	2,1	0,3	3,0
<b>07 Ene</b>	1,9	...	1,8	1,8	2,4	2,0	1,4	1,9	-	2,7
<b>Feb</b>	2,1	...	1,8	1,9	2,5	2,4	1,2	2,1	-0,2	2,8
<b>Mar</b>	...	...	1,9	2,0	2,5	...	1,2	2,1	...	3,1

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

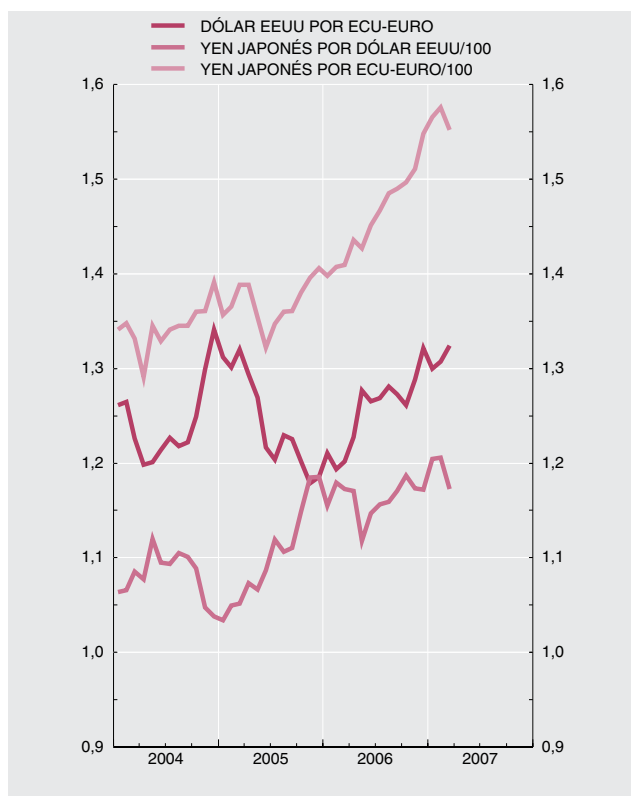
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
<b>05</b>	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,1	94,5	83,4	102,5	96,3	83,5
<b>06</b>	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,4	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
<b>06 E-M</b>	1,2023	140,51	116,87	101,7	89,2	95,2	102,5	97,0	78,4	101,0	98,5	79,4
<b>07 E-M</b>	1,3106	156,43	119,37	105,5	86,5	89,6	106,1	95,1	72,0	104,8	95,1	74,2
<b>06 Ene</b>	1,2103	139,82	115,53	101,8	88,7	95,9	102,7	96,4	79,4	100,8	98,2	80,1
<b>Feb</b>	1,1938	140,77	117,91	101,2	89,5	94,6	102,0	97,3	77,8	100,6	98,5	79,2
<b>Mar</b>	1,2020	140,96	117,27	101,9	89,4	95,0	102,9	97,3	77,9	101,4	98,9	79,0
<b>Abr</b>	1,2271	143,59	117,03	103,0	88,3	94,3	104,0	96,5	76,9	102,5	98,2	78,0
<b>May</b>	1,2770	142,70	111,76	104,0	84,8	96,7	104,9	92,8	78,8	103,3	94,7	80,0
<b>Jun</b>	1,2650	145,11	114,72	104,2	85,8	94,7	104,9	94,1	77,1	103,3	96,5	77,9
<b>Jul</b>	1,2684	146,70	115,66	104,5	86,2	93,9	105,4	95,0	76,1	103,8	95,9	77,5
<b>Ago</b>	1,2811	148,53	115,94	104,6	85,6	93,1	105,4	94,1	75,8	103,8	95,5	77,0
<b>Sep</b>	1,2727	148,99	117,07	104,4	86,0	92,4	105,1	94,2	75,5	103,4	94,7	77,6
<b>Oct</b>	1,2611	149,65	118,67	103,9	86,9	91,6	104,7	94,8	74,9	103,4	95,2	77,1
<b>Nov</b>	1,2881	151,11	117,31	104,5	86,0	91,8	105,2	93,7	74,7	103,9	94,7	77,0
<b>Dic</b>	1,3213	154,82	117,18	105,5	85,3	90,8	106,0	92,9	73,8	104,9	93,8	75,9
<b>07 Ene</b>	1,2999	156,56	120,45	104,9	87,0	89,0	105,5	95,2	72,3	104,2	95,4	74,3
<b>Feb</b>	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	88,8	106,0	95,0	71,6	104,7	94,9	74,0
<b>Mar</b>	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,7	...	...	105,4	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (hasta 1999) y de 1999 a 2001 (a partir de 1999), 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 de cambio real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

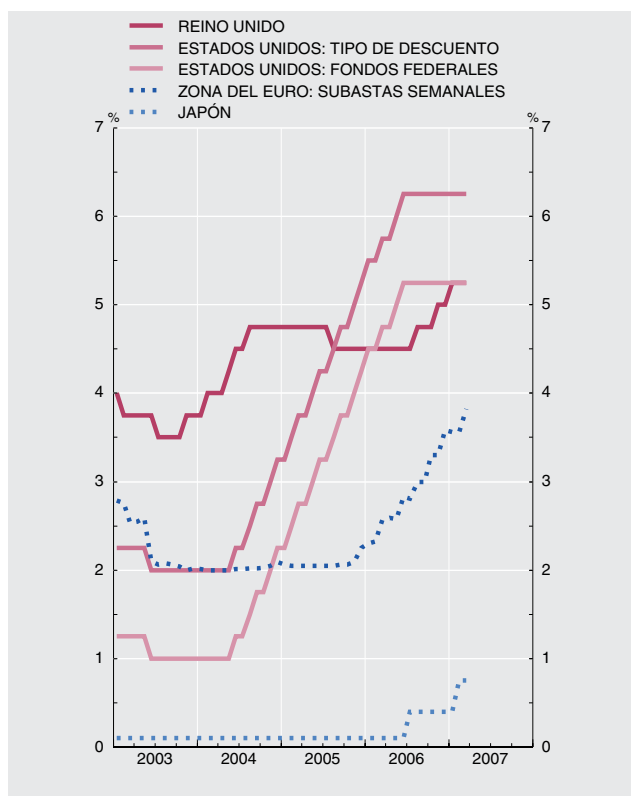
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

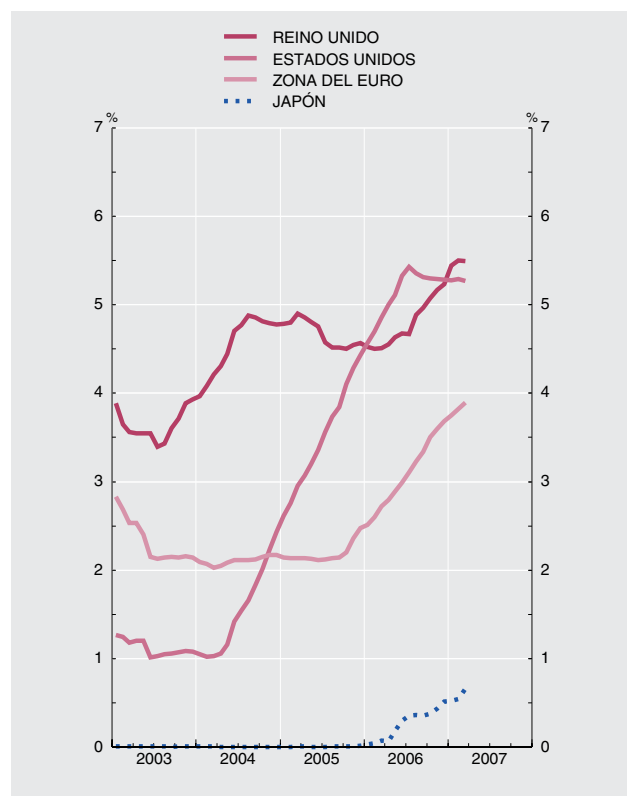
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>04</b>	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
<b>05</b>	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
<b>06</b>	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
<b>05 Oct</b>	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,81	2,53	2,20	-	-	4,10	-	-	0,01	4,50
<b>Nov</b>	2,00	5,00	4,00	0,10	4,50	2,95	2,67	2,36	-	-	4,28	-	-	0,01	4,54
<b>Dic</b>	2,25	5,25	4,25	0,10	4,50	3,05	2,77	2,47	-	-	4,43	-	-	0,01	4,57
<b>06 Ene</b>	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,12	2,80	2,51	-	-	4,57	-	-	0,03	4,52
<b>Feb</b>	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,21	2,87	2,60	-	-	4,70	-	-	0,04	4,50
<b>Mar</b>	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,32	2,98	2,72	-	-	4,86	-	-	0,07	4,51
<b>Abr</b>	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,41	3,05	2,79	-	-	5,00	-	-	0,06	4,55
<b>May</b>	2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
<b>Jun</b>	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
<b>Jul</b>	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
<b>Ago</b>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
<b>Sep</b>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
<b>Oct</b>	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
<b>Nov</b>	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
<b>Dic</b>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
<b>07 Ene</b>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
<b>Feb</b>	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
<b>Mar</b>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

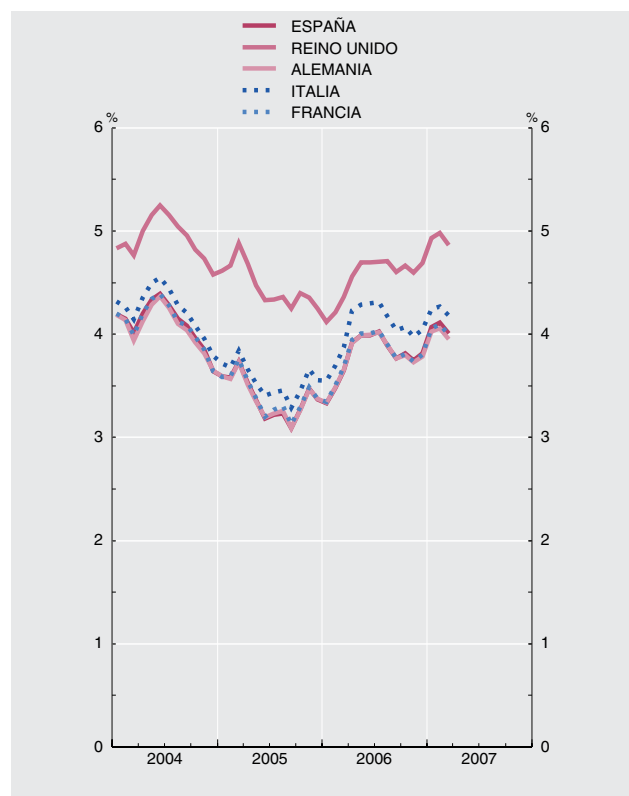
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>04</b>	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93
<b>05</b>	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
<b>06</b>	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
<b>05 Oct</b>	3,62	3,47	3,32	3,26	3,27	4,50	3,29	3,45	1,54	4,40
<b>Nov</b>	3,73	3,64	3,53	3,47	3,48	4,59	3,49	3,66	1,52	4,36
<b>Dic</b>	3,66	3,54	3,41	3,37	3,37	4,52	3,38	3,56	1,54	4,25
<b>06 Ene</b>	3,60	3,50	3,39	3,34	3,33	4,45	3,34	3,55	1,47	4,12
<b>Feb</b>	3,74	3,64	3,55	3,49	3,48	4,61	3,51	3,70	1,57	4,21
<b>Mar</b>	3,89	3,81	3,73	3,66	3,65	4,78	3,68	3,87	1,70	4,36
<b>Abr</b>	4,15	4,08	4,01	3,91	3,92	5,04	3,95	4,23	1,91	4,56
<b>May</b>	4,24	4,15	4,06	3,99	3,99	5,18	4,01	4,29	1,91	4,70
<b>Jun</b>	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70
<b>Jul</b>	4,25	4,18	4,10	4,02	4,02	5,16	4,03	4,31	1,91	4,70
<b>Ago</b>	4,10	4,08	3,97	3,90	3,89	4,95	3,90	4,18	1,81	4,71
<b>Sep</b>	3,95	3,95	3,84	3,76	3,76	4,78	3,77	4,04	1,68	4,60
<b>Oct</b>	3,98	3,99	3,88	3,80	3,81	4,78	3,81	4,07	1,76	4,67
<b>Nov</b>	3,89	3,91	3,80	3,73	3,75	4,66	3,74	3,97	1,70	4,60
<b>Dic</b>	3,88	3,98	3,90	3,79	3,82	4,60	3,80	4,04	1,64	4,69
<b>07 Ene</b>	4,08	4,22	4,10	4,03	4,07	4,81	4,06	4,24	1,71	4,93
<b>Feb</b>	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98
<b>Mar</b>	3,96	4,15	4,02	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

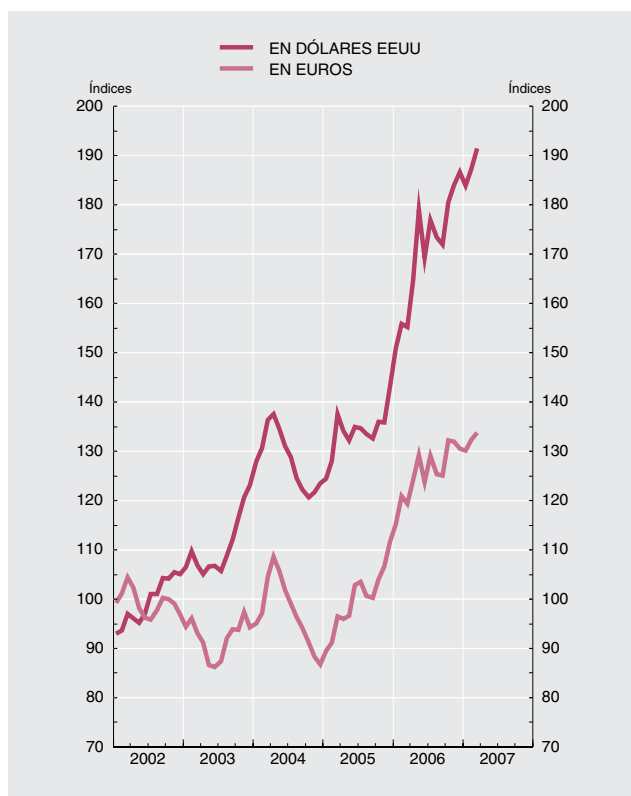
## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

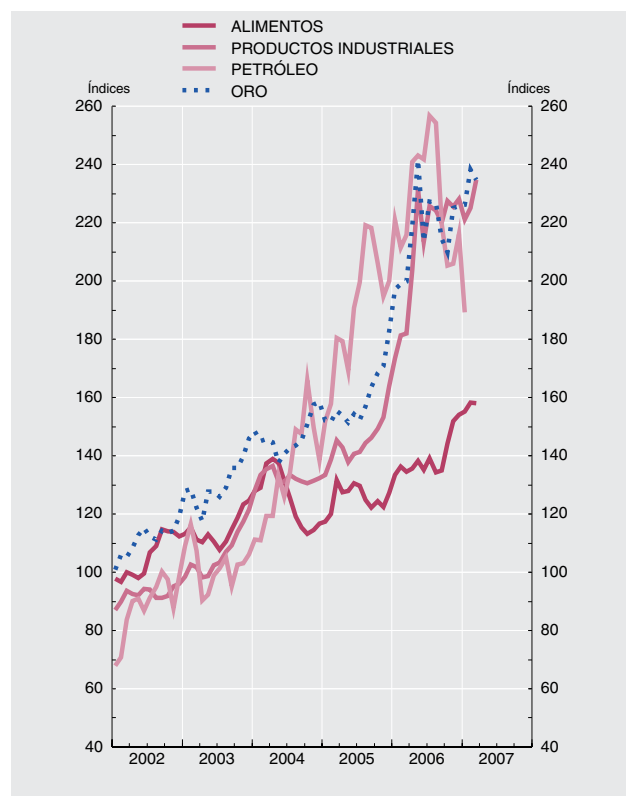
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
<b>02</b>	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
<b>03</b>	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
<b>04</b>	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
<b>05</b>	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
<b>06</b>	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
<b>06 E-M</b>	118,4	153,9	134,6	178,8	146,8	196,1	216,2	61,4	198,6	554,0	14,78
<b>07 E-M</b>	132,1	187,6	157,1	227,1	153,7	267,1	...	57,8	232,9	649,7	15,69
<b>06 Feb</b>	121,0	155,9	136,2	181,3	149,5	198,6	211,5	59,7	198,9	555,0	14,94
<i>Mar</i>	119,4	155,2	134,4	182,0	148,3	200,3	215,8	61,6	199,7	557,1	14,89
<i>Abr</i>	124,2	164,7	135,6	203,8	149,0	232,3	240,8	70,3	218,9	610,7	15,99
<i>May</i>	129,2	178,9	138,2	231,5	156,3	272,5	243,0	69,4	241,6	673,9	16,96
<i>Jun</i>	123,8	169,2	135,1	213,4	162,1	241,3	241,9	68,1	213,7	596,1	15,12
<i>Jul</i>	129,2	176,9	139,1	225,7	158,0	262,6	256,8	73,5	227,2	633,7	16,06
<i>Ago</i>	125,3	173,4	134,3	224,1	150,4	264,0	254,3	72,9	226,8	632,6	15,85
<i>Sep</i>	125,0	172,0	134,9	219,9	139,1	264,0	219,5	61,2	214,4	598,2	15,12
<i>Oct</i>	132,2	180,5	144,2	227,5	137,4	276,6	205,2	57,3	210,0	585,8	14,93
<i>Nov</i>	132,0	184,1	152,0	225,6	135,0	274,9	205,9	58,5	225,1	627,8	15,66
<i>Dic</i>	130,6	186,6	154,1	228,2	139,9	276,9	216,1	62,8	225,8	629,9	15,32
<b>07 Ene</b>	130,2	183,9	155,2	221,2	150,9	259,7	189,1	53,6	226,2	631,2	15,62
<i>Feb</i>	132,3	187,3	158,2	225,1	156,2	262,6	...	57,6	238,3	664,7	16,34
<i>Mar</i>	133,7	191,5	158,0	234,7	154,4	278,6	...	62,3	234,6	654,6	15,17

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

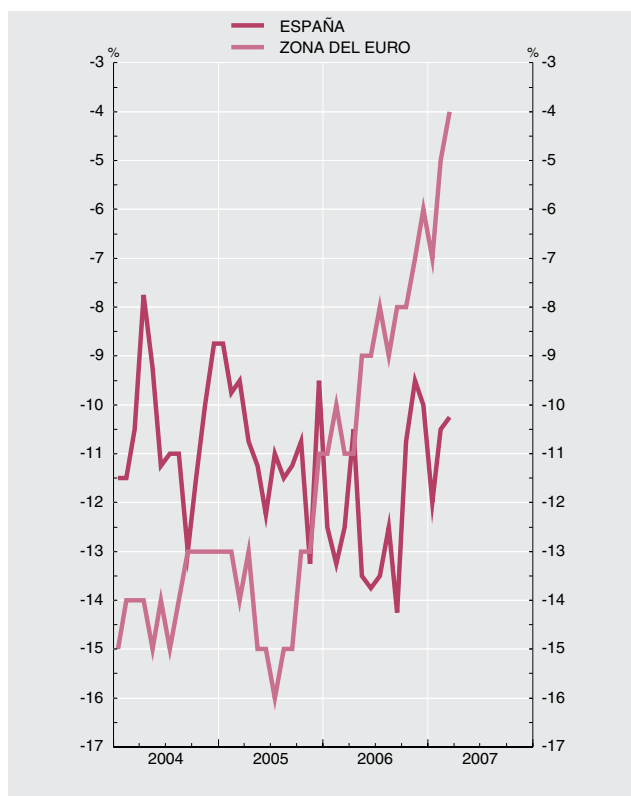
### 3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

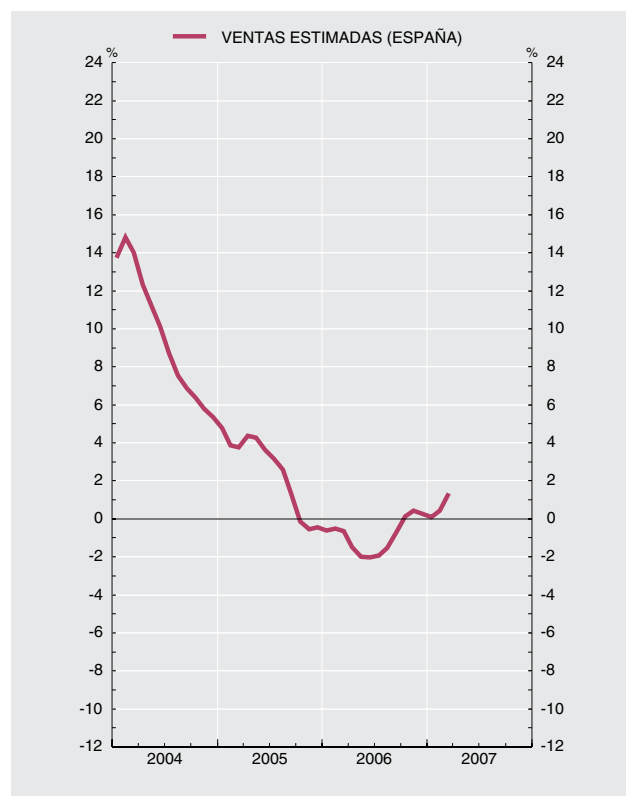
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Nominal	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista		Uso privado	Ventas estimadas			Matriculaciones	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)		Resto (c)
				1			2			3	4					5	
<b>04</b>		-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	10,3	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,5
<b>05</b>		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	1,7	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3
<b>06</b>	P	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	2,4	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,9
<b>06 E-M</b>	P	-13	-11	-3	-12	-11	-3	3,0	5,2	2,7	2,7	5,2	0,9	1,7	-0,5	1,7	1,3
<b>07 E-M</b>	P	-11	-10	-2	-11	-5	-1	...	...	-0,7	...	...	...	...	...	...	...
<b>06 Abr</b>	P	-11	-11	-	-2	-11	2	-10,4	-16,6	-10,7	2,2	0,4	-3,3	0,5	-1,8	-4,2	2,7
<b>May</b>	P	-14	-14	-4	-11	-9	-1	1,5	5,5	1,7	8,8	6,7	2,4	5,6	1,5	3,0	2,1
<b>Jun</b>	P	-14	-13	-4	-19	-9	2	-1,5	0,1	-2,3	-2,4	4,5	0,4	0,8	1,6	-0,2	1,8
<b>Jul</b>	P	-14	-15	-3	-9	-8	-	-3,9	-6,5	-3,6	-4,7	5,4	1,3	3,2	0,6	1,8	2,4
<b>Ago</b>	P	-13	-11	-2	-1	-9	3	-2,4	-1,8	-2,5	-1,2	7,1	3,4	4,3	1,8	4,8	2,2
<b>Sep</b>	P	-14	-13	-4	-5	-8	3	-6,4	-6,4	-6,1	1,0	5,4	3,0	6,3	1,5	4,0	1,6
<b>Oct</b>	P	-11	-10	-2	-7	-8	4	7,1	8,1	8,0	-0,5	4,2	2,3	-1,2	-1,2	4,6	1,5
<b>Nov</b>	P	-10	-9	-1	-11	-7	3	1,9	2,1	2,3	4,4	5,8	3,6	3,7	3,2	3,9	2,1
<b>Dic</b>	P	-10	-11	-2	-8	-6	-	-4,7	-6,3	-3,8	13,2	5,5	3,3	2,8	3,0	3,5	2,8
<b>07 Ene</b>	P	-12	-11	-2	-12	-7	-1	9,1	...	2,7	-2,9	6,2	4,5	1,7	3,2	5,4	1,2
<b>Feb</b>	P	-11	-10	-3	-10	-5	-1	...	...	-4,4	-3,7	5,6	3,9	3,7	1,8	5,3	1,3
<b>Mar</b>	P	-10	-8	-	-12	-4	-	...	...	-0,4	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



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



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

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

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

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



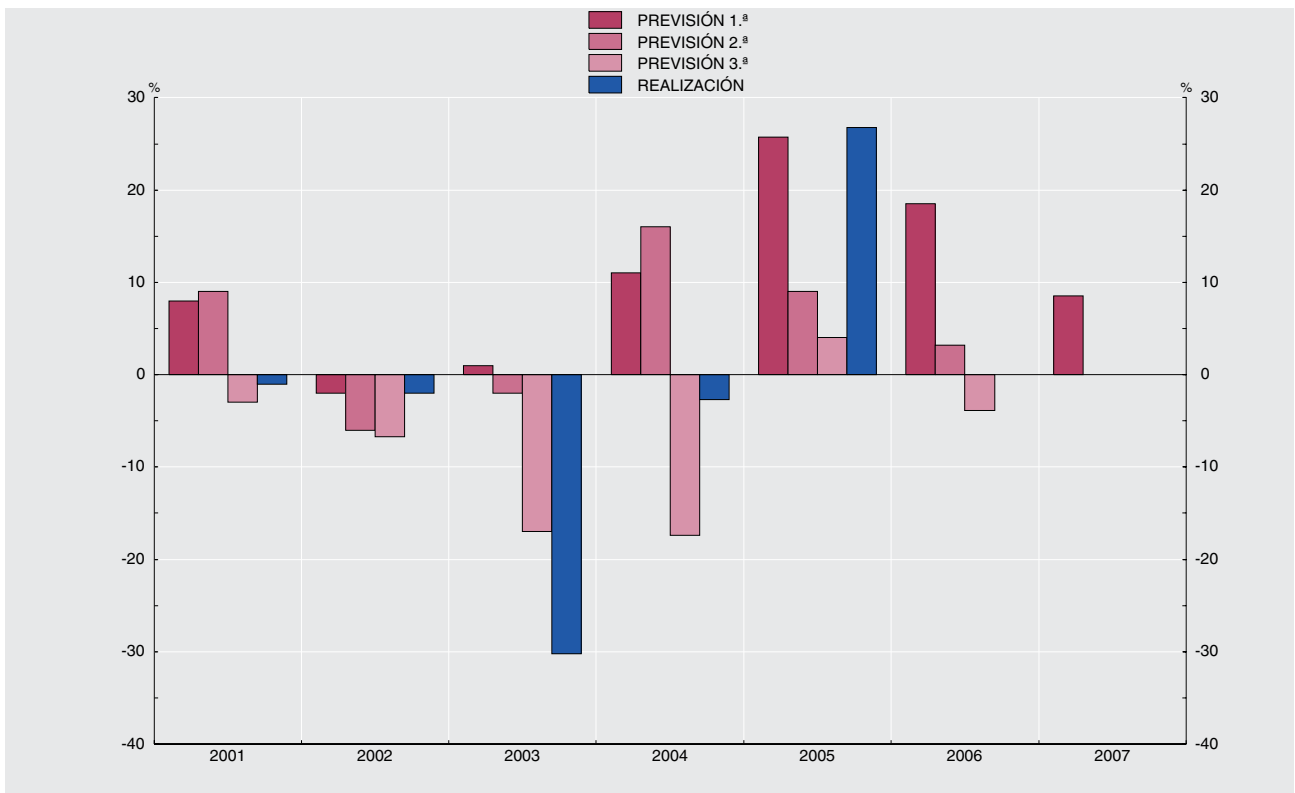
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
01	1			
02		-1	8	9
03		-2	-2	-6
04		-30	1	-2
05		-3	11	16
06		27	26	9
07		...	19	3
			9	...
				-3
				-7
				-17
				-17
				4
				-4
				...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

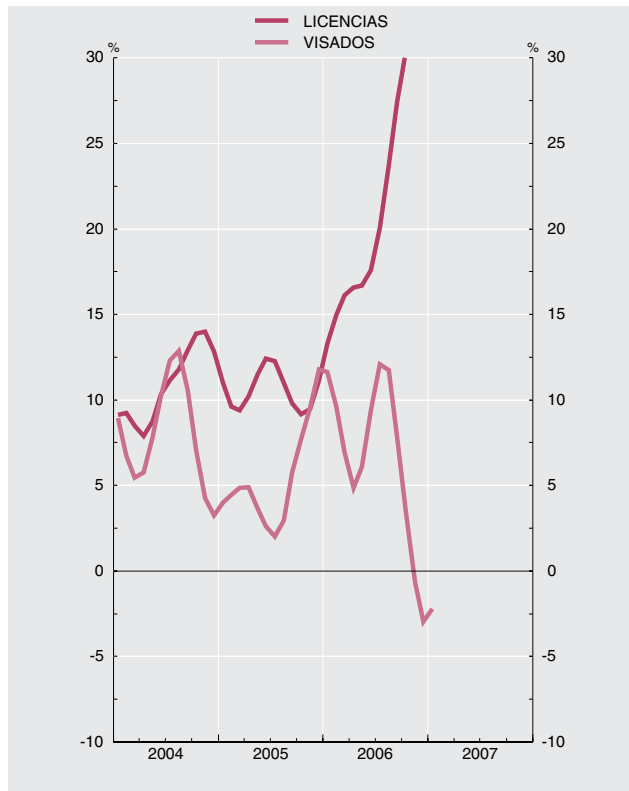
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

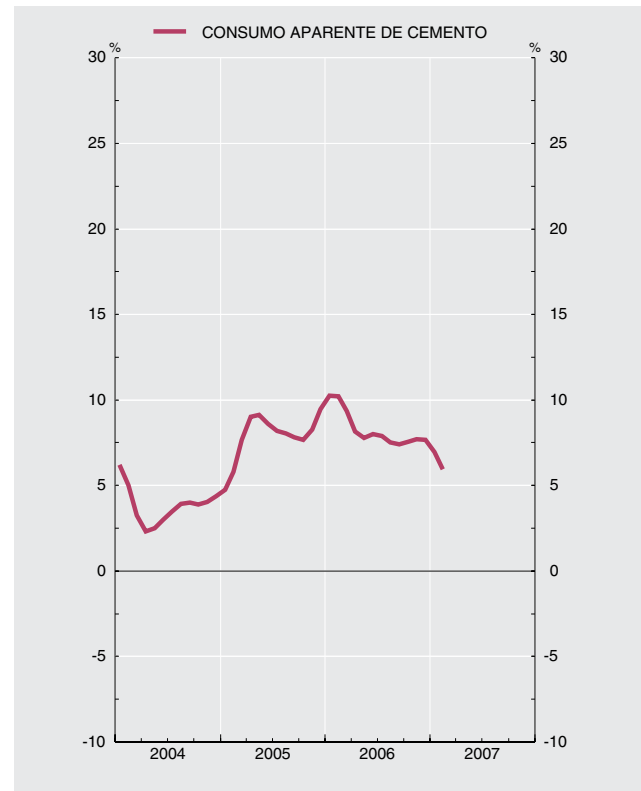
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual				No residencial
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>04</b>		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
<b>05</b>	P	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
<b>06</b>	A	...	...	...	...	14,2	16,5	31,2	31,2	27,0	61,9	57,4	16,0	33,0	8,5
<b>06 E-F</b>	P	20,1	21,5	21,2	13,5	14,0	11,3	14,9	14,9	76,2	215,0	175,3	31,9	-3,0	14,1
<b>07 E-F</b>	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	7,6
<b>05 Nov</b>	P	-6,8	-7,0	-7,6	-5,9	5,8	6,8	42,9	18,8	81,5	88,4	101,2	79,8	18,6	3,9
<b>Dic</b>	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
<b>06 Ene</b>	P	28,5	28,6	28,8	28,1	24,2	19,2	18,1	18,1	142,2	259,8	192,9	83,9	-5,7	15,5
<b>Feb</b>	P	14,4	16,6	15,9	3,6	5,7	4,6	8,6	14,9	16,9	132,3	156,4	-5,3	4,1	12,9
<b>Mar</b>	P	26,8	21,3	21,5	58,4	15,5	18,3	15,2	15,1	26,2	62,8	279,8	11,3	9,9	22,0
<b>Abr</b>	P	12,6	2,8	5,1	61,8	-16,0	-13,8	25,9	17,8	38,7	-28,8	6,2	58,9	20,2	-8,9
<b>May</b>	P	16,1	8,1	7,3	63,0	11,2	15,3	68,9	28,6	46,5	203,4	144,8	15,9	78,7	9,9
<b>Jun</b>	P	1,6	4,6	3,9	-11,9	12,3	15,2	11,0	25,4	4,8	54,5	5,8	-3,4	14,8	10,8
<b>Jul</b>	P	9,9	10,2	10,3	8,7	13,5	20,6	0,7	21,3	-13,2	-47,7	4,5	7,3	8,7	9,4
<b>Ago</b>	P	28,3	22,5	24,4	65,7	34,1	36,8	31,1	22,9	44,2	18,5	44,5	58,2	26,9	6,3
<b>Sep</b>	P	28,7	30,4	31,0	19,5	83,9	93,7	25,4	23,1	70,2	184,8	179,7	41,0	10,9	1,7
<b>Oct</b>	A	42,9	40,2	40,3	57,6	18,3	20,1	58,0	26,7	37,4	164,2	32,5	10,3	66,7	12,3
<b>Nov</b>	A	...	...	...	...	-7,6	-8,5	42,5	28,1	-12,2	-19,5	-27,1	-10,4	95,0	7,0
<b>Dic</b>	A	...	...	...	...	-14,6	-16,4	61,5	31,2	26,1	120,6	21,7	-5,2	76,3	6,4
<b>07 Ene</b>	A	...	...	...	...	-1,4	-2,7	5,7	5,7	-14,4	-65,0	-2,0	34,7	15,6	13,4
<b>Feb</b>	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	2,3

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



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



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

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

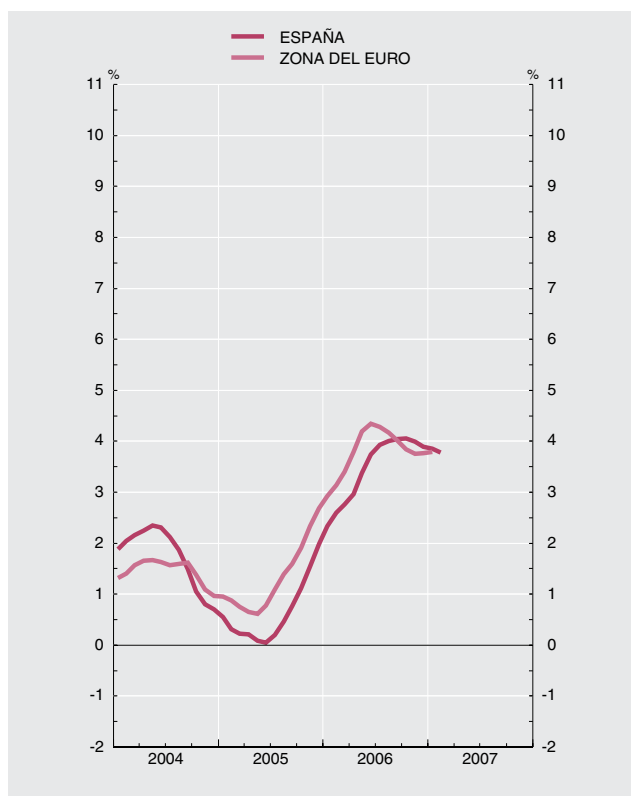
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

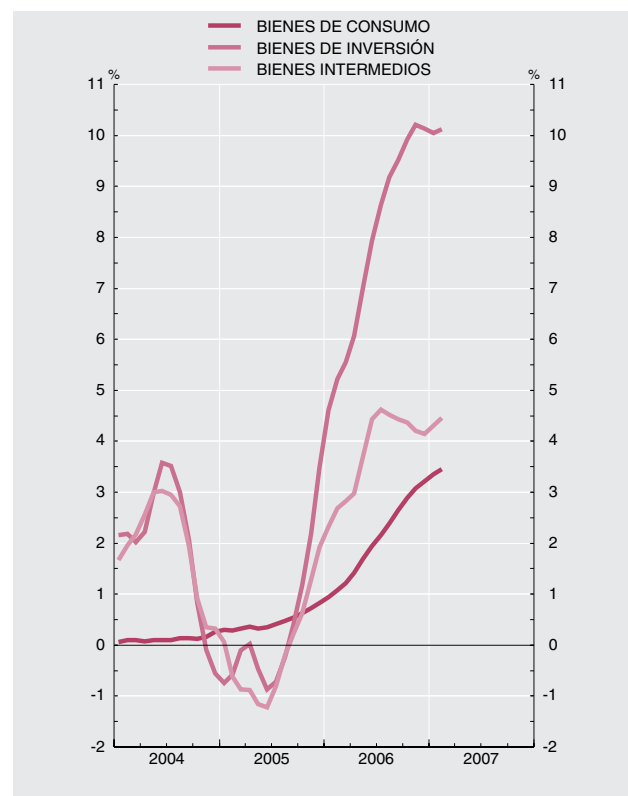
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
				1	2	3	4	5	6	7					
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,0	2,1	0,5	3,3	2,2
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,9
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	3,8	4,2	2,3	5,5	4,9
06 E-F	MP	102,4	4,0	2,3	8,1	3,7	3,4	4,1	4,2	3,0	3,0	2,7	1,9	4,7	2,0
07 E-F	MP	108,0	5,4	6,0	11,5	6,1	-4,4	-4,4	6,9	-3,7	...	...	...	...	...
05 Nov	P	110,6	0,9	0,2	-1,3	1,1	5,5	-2,1	0,4	6,3	3,2	3,6	1,3	4,9	3,8
Dic	P	96,8	1,4	-1,1	2,4	1,0	5,4	-8,6	0,8	6,7	2,9	2,6	1,4	4,2	2,5
06 Ene	P	102,0	5,4	3,0	12,0	4,9	3,8	0,8	5,6	4,5	3,0	2,2	1,0	3,9	2,2
Feb	P	102,8	2,7	1,7	4,6	2,6	2,9	7,3	2,9	1,4	3,0	3,1	2,8	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	2,8	5,4	4,7
Abr	P	96,7	-9,8	-12,5	-10,0	-9,8	-3,6	-4,8	-10,5	-5,1	1,9	1,0	0,2	2,6	2,8
May	P	115,6	8,1	7,6	13,2	7,4	3,2	4,5	8,7	3,7	5,9	6,6	4,8	8,2	7,2
Jun	P	115,8	5,2	2,6	8,7	6,2	3,0	1,2	5,6	2,7	4,9	5,2	3,0	5,3	7,3
Jul	P	110,8	4,2	1,2	7,1	5,1	4,1	-7,3	3,9	7,2	3,5	3,8	1,4	4,2	5,3
Ago	P	79,8	5,0	2,0	14,0	5,2	3,3	-1,5	5,4	3,8	5,5	6,0	2,3	7,5	7,9
Sep	P	109,1	1,1	-0,5	3,4	1,5	0,1	-2,8	1,0	2,6	3,4	3,7	1,3	5,2	4,6
Oct	P	112,3	7,3	7,5	12,2	7,1	0,4	11,6	7,8	2,0	3,7	4,3	2,5	5,4	5,3
Nov	P	115,1	4,1	4,0	12,6	3,9	-6,8	1,0	5,5	-6,7	2,7	3,7	1,9	6,0	3,4
Dic	P	97,4	0,6	-0,8	6,6	0,5	-3,1	3,8	1,2	-3,0	4,4	5,5	3,1	7,2	7,1
07 Ene	P	109,5	7,4	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,6	5,6	3,7	7,3	5,7
Feb	P	106,4	3,5	3,7	9,5	4,3	-6,6	-9,0	5,0	-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.

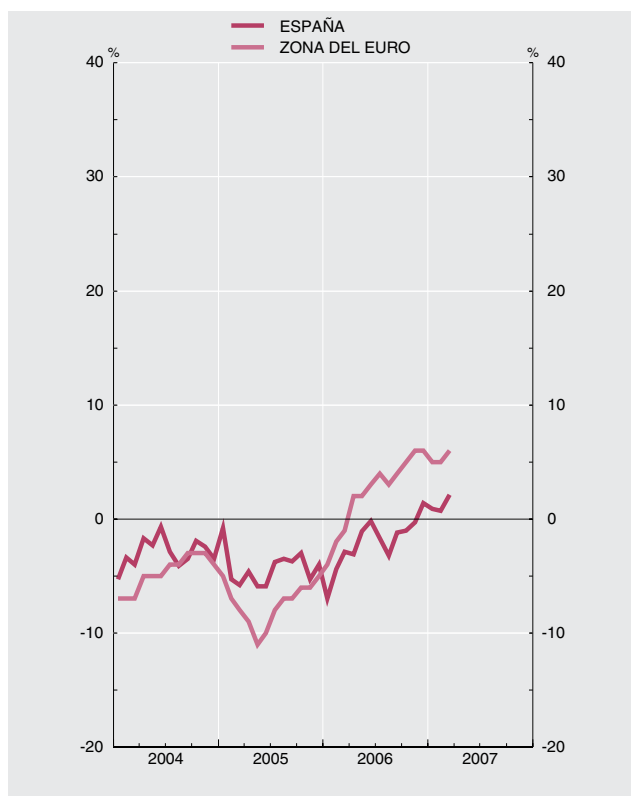
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

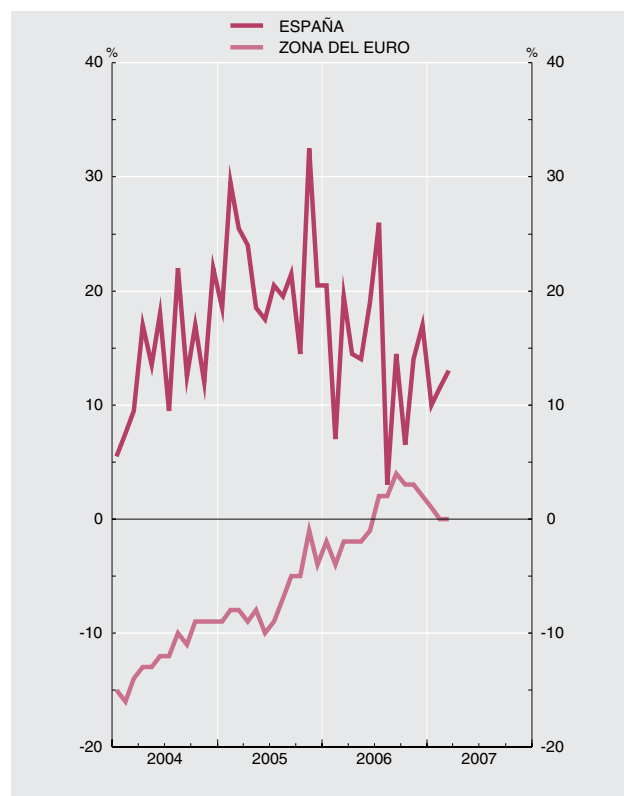
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Con-su-mo (a)	Equi-po (a)	Inter-medios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
<b>04</b>	M	-3	4	10	-8	-17	11	-4	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-12
<b>05</b>	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
<b>06</b>	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-	0
<b>06 E-M</b>	M	-5	0	4	-5	-16	13	-4	-3	-7	-0	16	13	30	28	18	-2	-9	-3
<b>07 E-M</b>	M	1	5	9	5	-8	10	-1	4	1	-2	12	13	11	33	25	5	7	0
<b>05 Dic</b>		-4	-2	6	-5	-16	14	-1	-5	-5	-2	21	39	31	7	19	-5	-13	-4
<b>06 Ene</b>		-7	-3	3	-9	-19	15	-5	-7	-8	1	21	25	37	39	32	-4	-12	-2
<b>Feb</b>		-4	1	4	-6	-16	11	-4	0	-7	-2	7	-2	21	27	2	-2	-10	-4
<b>Mar</b>		-3	2	6	-2	-13	14	-3	-1	-4	-1	20	15	31	19	21	-1	-6	-2
<b>Abr</b>		-3	7	3	-3	-12	10	-4	0	-4	-2	15	49	19	41	-1	2	-1	-2
<b>May</b>		-1	2	8	-	-8	12	-5	5	-2	-2	14	31	18	47	25	2	-2	-2
<b>Jun</b>		-0	10	9	1	-7	11	-2	1	-0	-2	19	51	22	34	9	3	2	-1
<b>Jul</b>		-2	11	8	-2	-9	11	-2	-1	-1	-2	26	39	37	22	16	4	3	2
<b>Ago</b>		-3	12	3	-0	-9	12	-5	-6	-0	1	3	38	-1	7	3	3	3	2
<b>Sep</b>		-1	9	10	-1	-11	13	-1	3	-3	-1	15	51	21	21	5	4	4	4
<b>Oct</b>		-1	10	7	1	-9	11	-5	6	-2	-3	7	10	13	12	3	5	5	3
<b>Nov</b>		-0	10	8	3	-10	12	-0	2	-1	-1	14	13	18	2	30	6	6	3
<b>Dic</b>		1	12	7	6	-9	9	-1	6	1	-2	17	9	32	7	38	6	8	2
<b>07 Ene</b>		1	3	8	6	-10	12	2	2	1	-1	10	19	9	28	8	5	6	1
<b>Feb</b>		1	5	9	4	-7	11	-1	4	1	-2	12	15	14	18	24	5	7	-
<b>Mar</b>		2	7	9	6	-8	8	-2	8	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

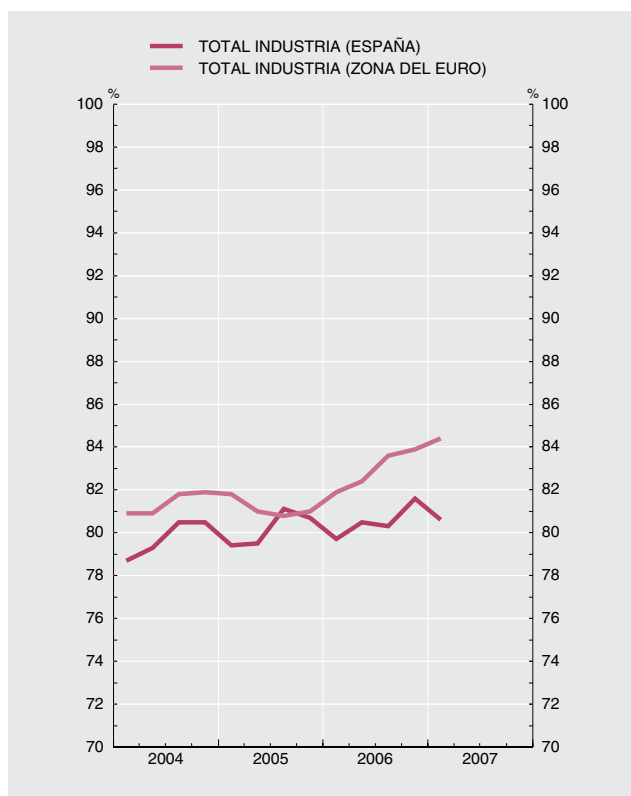
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

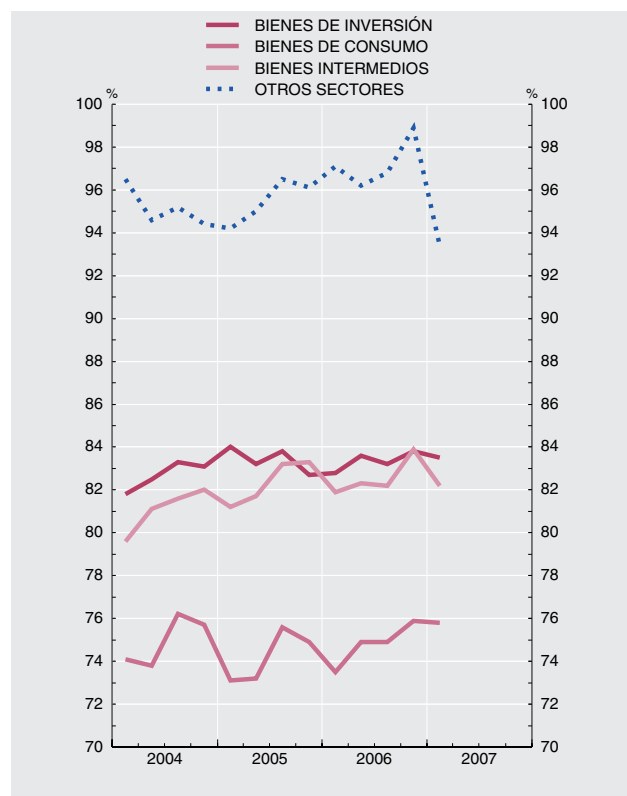
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>04</b>	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,4
<b>05</b>	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
<b>06</b>	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
<b>06 I-I</b>	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
<b>07 I-I</b>	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,4
<b>04 III</b>	80,5	81,2	6	76,2	77,5	9	83,3	83,5	4	81,6	82,0	5	95,2	95,5	-	81,8
<b>IV</b>	80,5	81,3	2	75,7	76,8	2	83,1	84,0	2	82,0	82,6	1	94,4	94,1	6	81,9
<b>05 I</b>	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	81,8
<b>II</b>	79,5	81,7	5	73,2	76,3	6	83,2	85,1	3	81,7	83,4	5	95,0	96,6	-	81,0
<b>III</b>	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,8
<b>IV</b>	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
<b>06 I</b>	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
<b>II</b>	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
<b>III</b>	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
<b>IV</b>	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
<b>07 I</b>	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,4

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

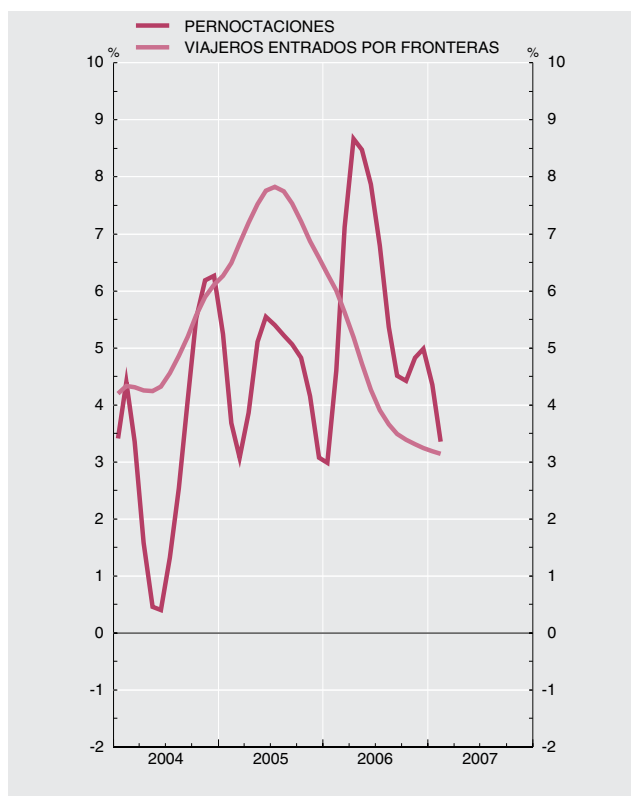
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

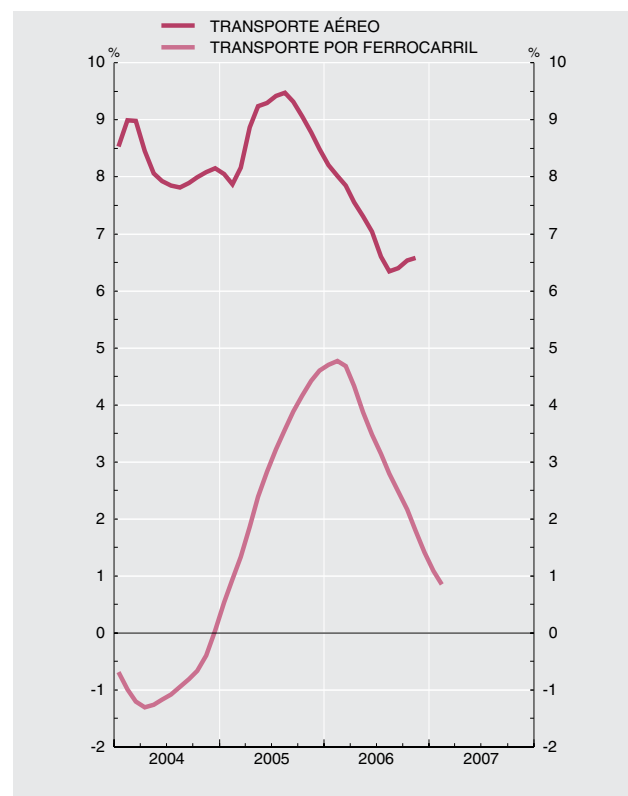
Tasas de variación interanual

	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
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,2
06	6,0	6,3	6,2	6,6	3,9	4,5	2,8	...	...	...	...	...	...	2,0	...
06 E-F	4,4	1,4	1,0	0,2	5,5	1,5	10,6	6,5	9,9	3,8	-6,0	4,7	4,4	4,6	5,5
07 E-F	4,4	7,8	3,3	5,1	2,5	4,2	0,5	...	...	...	...	...	...	-1,0	...
05 Nov	9,1	10,2	7,1	7,0	6,4	8,6	3,7	10,7	12,5	9,1	-3,1	-1,7	5,3	3,2	-2,4
05 Dic	3,9	8,5	1,6	3,5	5,8	3,9	8,0	9,0	10,4	7,8	-10,5	0,5	7,1	6,4	8,8
06 Ene	2,7	0,7	-0,8	1,1	4,1	0,3	8,7	7,7	12,5	3,8	-1,5	-2,7	3,6	3,0	5,5
06 Feb	5,9	2,0	2,6	-0,7	6,9	2,6	12,5	5,4	7,5	3,7	-10,1	14,8	5,4	6,3	5,5
06 Mar	2,0	8,1	-1,0	6,4	1,1	0,4	2,1	3,1	6,9	-0,0	-5,4	-20,2	7,9	4,6	5,5
06 Abr	21,8	19,8	24,3	17,5	15,4	18,1	11,4	15,1	9,5	19,6	-16,2	37,8	4,3	-6,5	-22,1
06 May	5,2	9,3	6,3	9,8	6,9	6,9	6,8	6,9	5,4	8,0	-6,3	-2,4	5,2	1,7	7,9
06 Jun	7,4	11,3	10,3	13,5	0,6	5,5	-8,3	9,0	7,3	10,1	-6,8	14,1	-0,4	0,4	-0,2
06 Jul	4,5	4,9	7,9	9,3	-0,4	3,0	-6,7	4,0	1,7	5,5	-2,8	11,9	3,9	5,0	1,9
06 Ago	4,5	4,8	4,4	4,7	2,9	3,3	2,3	3,9	2,5	4,8	-2,5	9,5	3,5	2,0	6,2
06 Sep	3,4	2,6	2,8	2,6	3,2	4,9	0,1	6,0	4,3	7,2	-3,3	10,6	4,4	0,5	-12,3
06 Oct	4,8	2,8	3,9	1,3	2,9	3,6	1,6	6,4	8,7	4,8	-3,9	15,0	10,5	5,8	-13,6
06 Nov	4,8	2,7	5,5	4,0	3,4	1,4	6,0	6,6	8,3	5,0	2,4	...	...	1,9	...
06 Dic	5,4	1,7	7,0	4,6	4,1	1,8	6,7	...	...	...	...	...	...	-0,1	...
07 Ene	5,1	8,3	3,4	4,9	3,9	4,0	3,8	...	...	...	...	...	...	-0,0	...
07 Feb	3,8	7,4	3,2	5,4	1,3	4,4	-2,6	...	...	...	...	...	...	-2,0	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

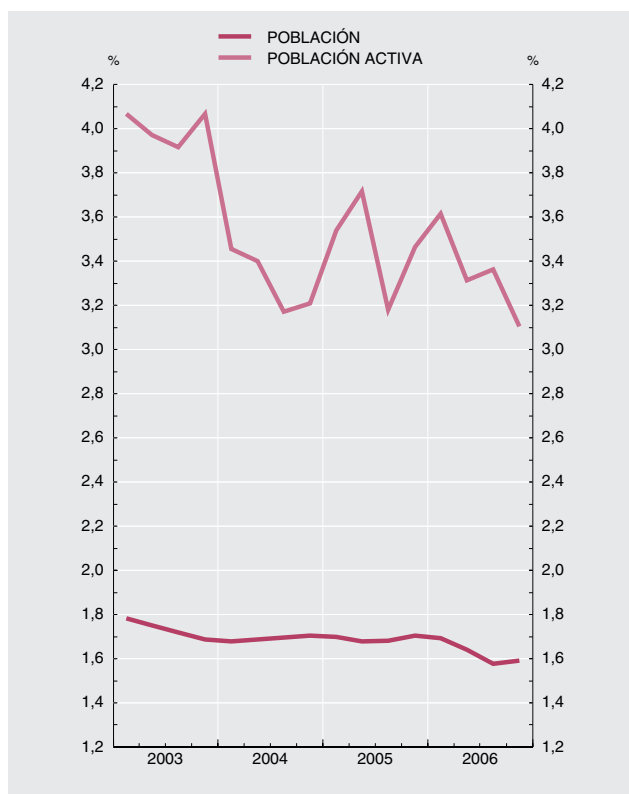
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

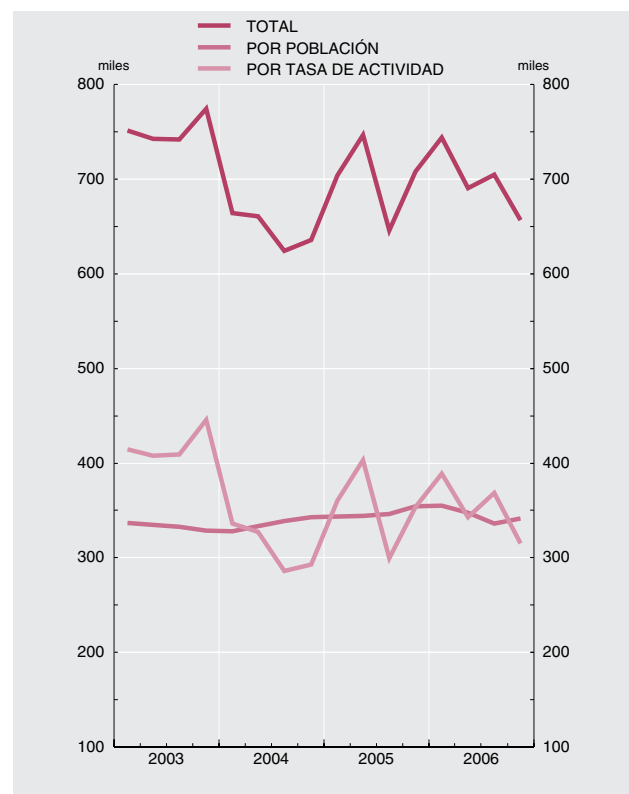
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa				
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
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-IV	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	2 805	1 388	1 417	3,5
06 I-IV	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	2 796	1 381	1 415	3,3
04 I		35 735	593	1,7	56,23	20 093	661	333	327	3,4
04 II		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2
04 III		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2
04 IV										
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
05 II		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7
05 III		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2
05 IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6
06 II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3
06 III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
06 IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

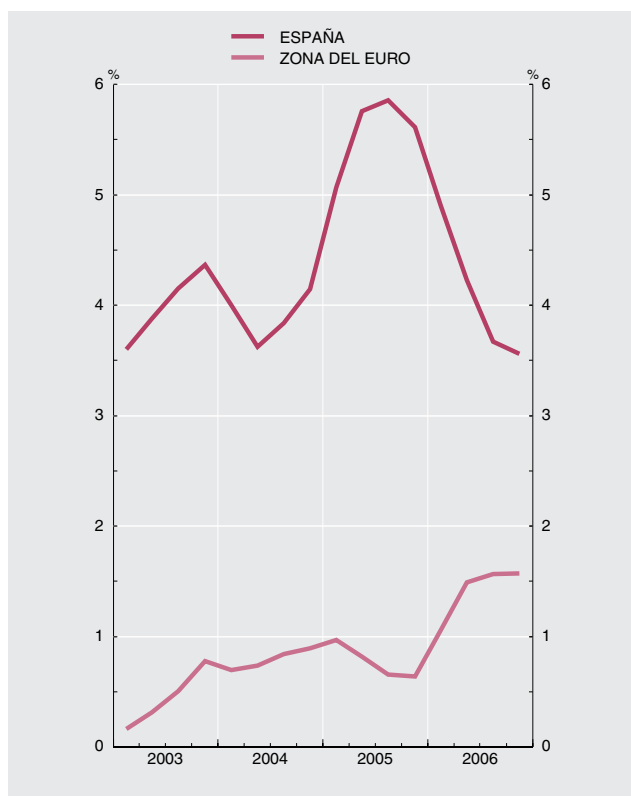
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

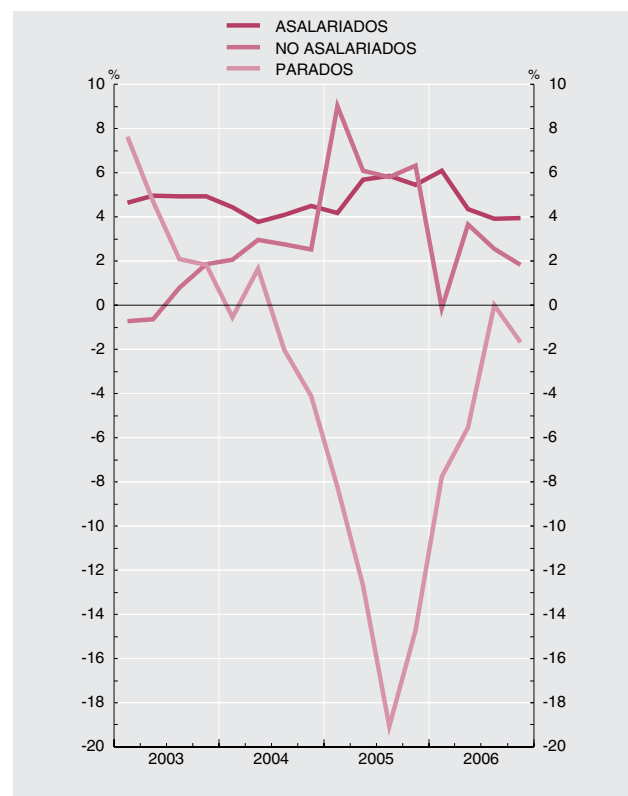
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9						
<b>03</b>	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	8,68
<b>04</b>	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,8	8,82
<b>05</b>	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,8	8,57
<b>05 I-IV</b>	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,8	8,57
<b>06 I-IV</b>	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,4	7,82
<b>04 II</b>		17 866	625	3,6	14 609	531	3,8	3 256	93	3,0	2 227	36	1,6	11,08	0,7	8,87
<b>04 III</b>		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,8	8,83
<b>04 IV</b>		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	0,9	8,77
<b>05 I</b>		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	1,0	8,78
<b>05 II</b>		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	8,69
<b>05 III</b>		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	8,45
<b>05 IV</b>		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,6	8,37
<b>06 I</b>		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,1	8,18
<b>06 II</b>		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,5	7,84
<b>06 III</b>		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,6	7,71
<b>06 IV</b>		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,6	7,55

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



**POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE**  
Tasas de variación interanual



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

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

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



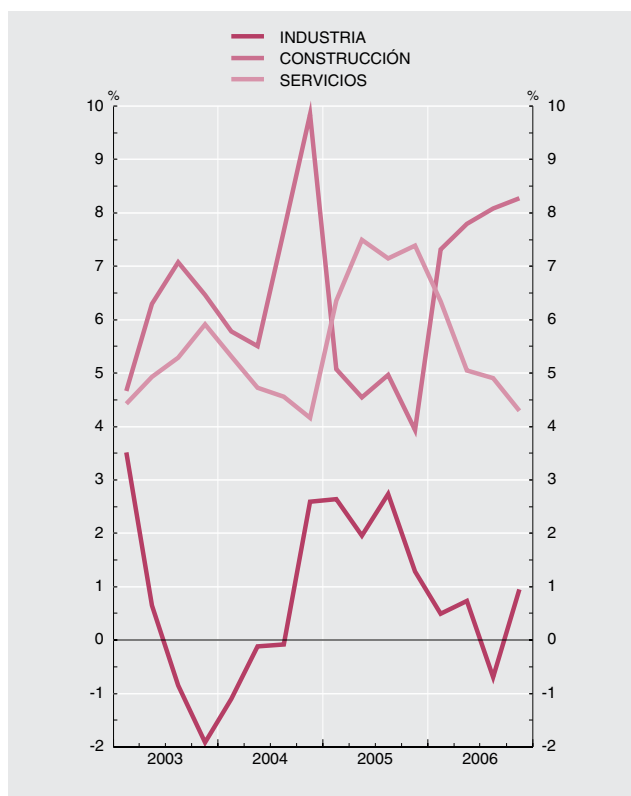
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

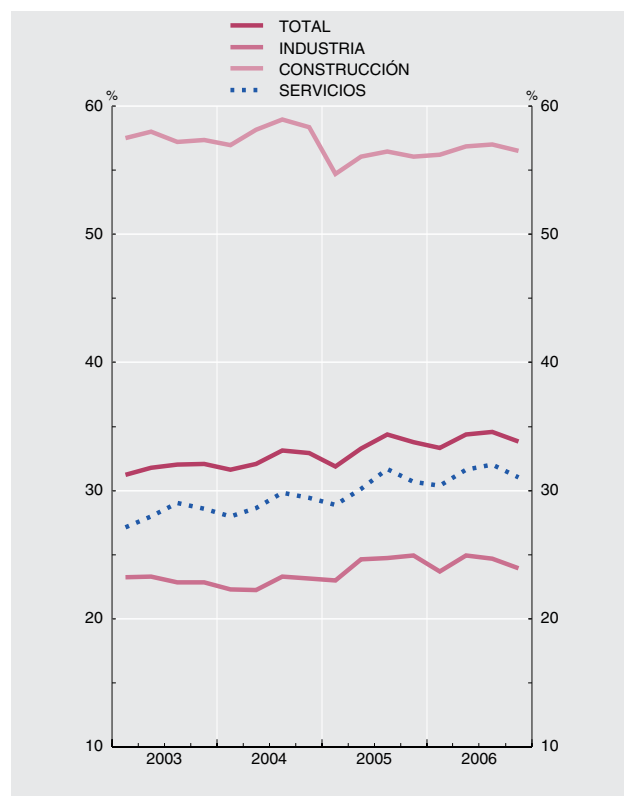
Tasas de variación interanual y porcentajes

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

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

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

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

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

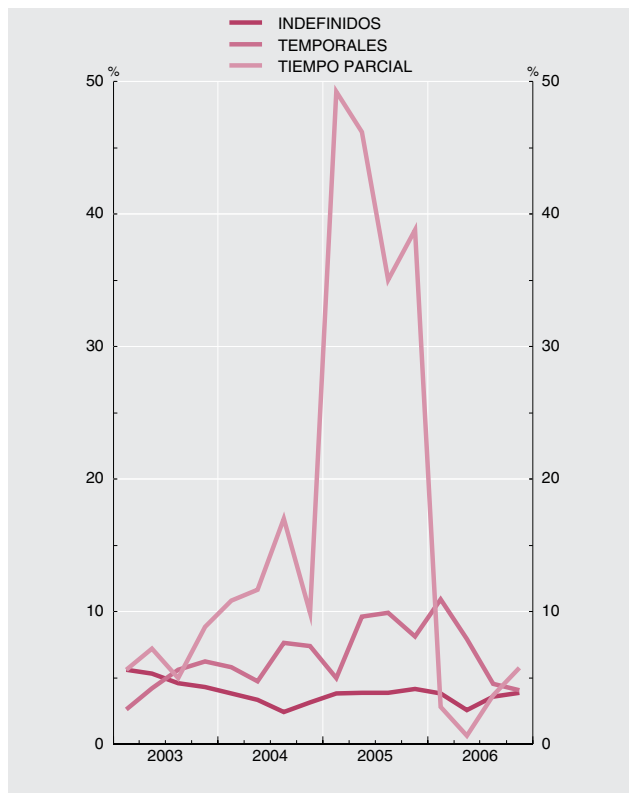
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

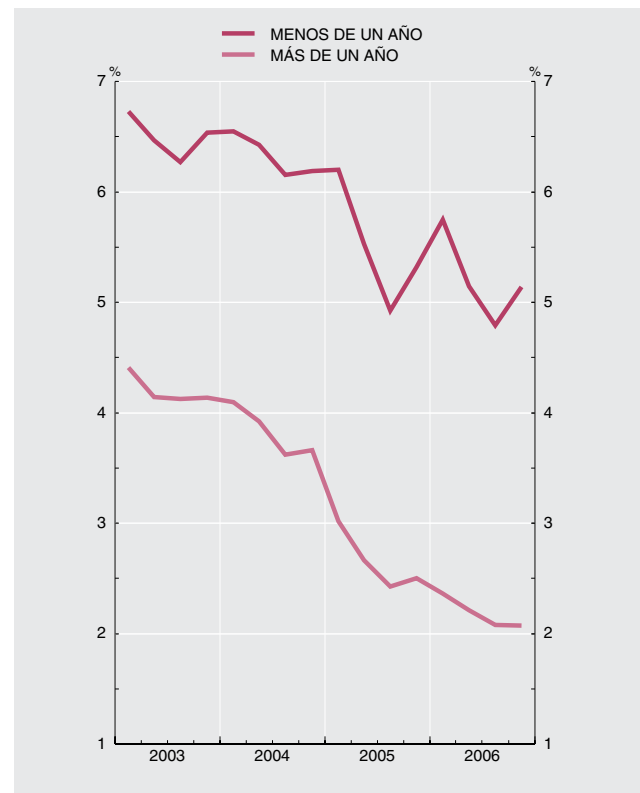
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados						
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)		
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año				
		Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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-IV	M	390	3,9	392	8,2	33,32	289	2,1	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
06 I-IV	M	358	3,5	348	6,7	34,03	515	3,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
04 II		320	3,3	211	4,7	32,07	390	3,0	141	11,6	9,26	6,43	2,8	3,92	-2,1	18,77	42,48	47,89
04 III		234	2,4	349	7,6	33,13	388	2,9	195	17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07
04 IV		308	3,2	340	7,4	32,94	524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38
05 I		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
05 II		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
05 III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
05 IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
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	...	...	...
06 II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
06 III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
06 IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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

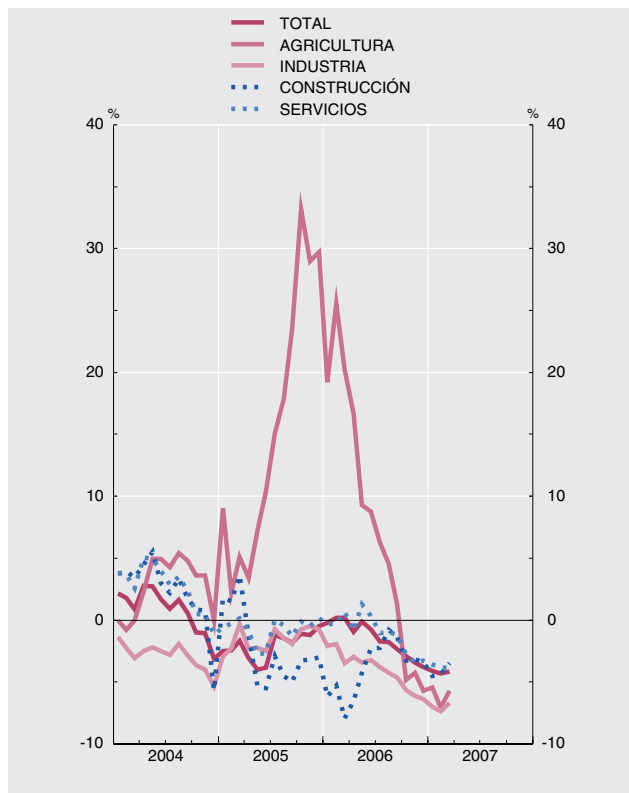
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

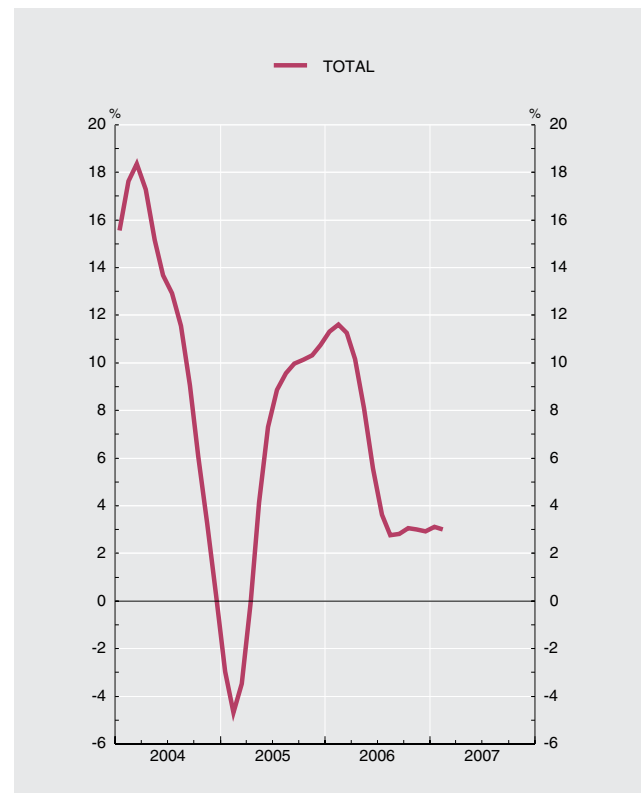
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas 1	Variación inter-anual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12					Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17		
						Total	Agricultura	No agrícola											
						Total	Industria	Construcción	Servicios										
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	1 391	4,1	
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0	
06	E-M	M	2 163	1	0,0	5,8	-0,6	21,6	-1,3	-2,5	-6,5	0,0	1 465	15,0	11,31	21,83	88,69	1 408	14,9
07	E-M	M	2 072	-91	-4,2	-2,5	-4,4	-6,1	-4,3	-7,0	-4,1	-3,8	...	...	...	...	...	...	...
06	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	1 313	11,7	
	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	1 495	19,8	
	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	1 269	-0,6	
	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	1 595	16,0	
	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	1 591	2,0	
	Jul	1 955	-34	-1,7	-4,4	-1,4	6,3	-1,7	-3,8	-2,3	-1,0	1 671	6,4	10,07	24,30	89,93	1 595	5,4	
	Ago	1 984	-35	-1,8	-5,5	-1,3	4,5	-1,5	-4,3	-0,8	-0,9	1 323	1,9	10,58	22,17	89,42	1 252	-1,5	
	Sep	1 966	-47	-2,3	-7,2	-1,7	1,3	-1,8	-4,6	-1,4	-1,2	1 675	3,5	11,98	24,92	88,02	1 629	1,0	
	Oct	1 993	-60	-2,9	0,6	-3,4	-4,8	-3,3	-5,7	-3,3	-2,8	1 819	11,1	13,17	26,95	86,83	1 740	8,0	
	Nov	2 023	-72	-3,5	-0,1	-3,9	-4,3	-3,9	-6,1	-3,2	-3,5	1 660	5,8	13,97	24,83	86,03	1 559	3,7	
	Dic	2 023	-80	-3,8	-3,3	-3,9	-5,7	-3,8	-6,4	-3,4	-3,3	1 386	4,3	16,96	23,90	83,04	1 244	-4,0	
07	Ene	2 083	-89	-4,1	-2,4	-4,3	-5,4	-4,3	-7,0	-4,5	-3,6	...	...	...	...	...	1 540	8,6	
	Feb	2 075	-94	-4,3	-2,6	-4,5	-7,1	-4,4	-7,4	-4,4	-3,8	...	...	...	...	...	1 365	4,0	
	Mar	2 059	-89	-4,1	-2,4	-4,4	-5,7	-4,3	-6,7	-3,5	-3,9	...	...	...	...	...	...	...	

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

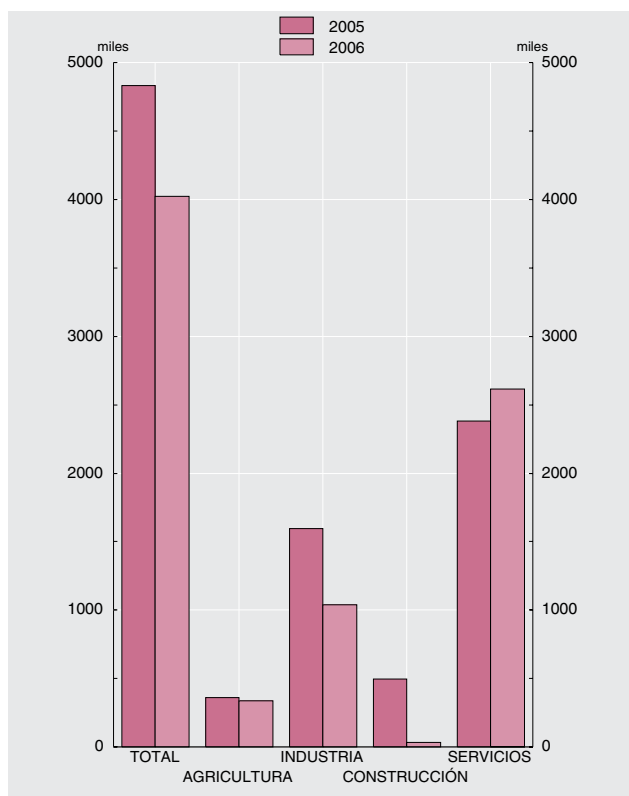
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

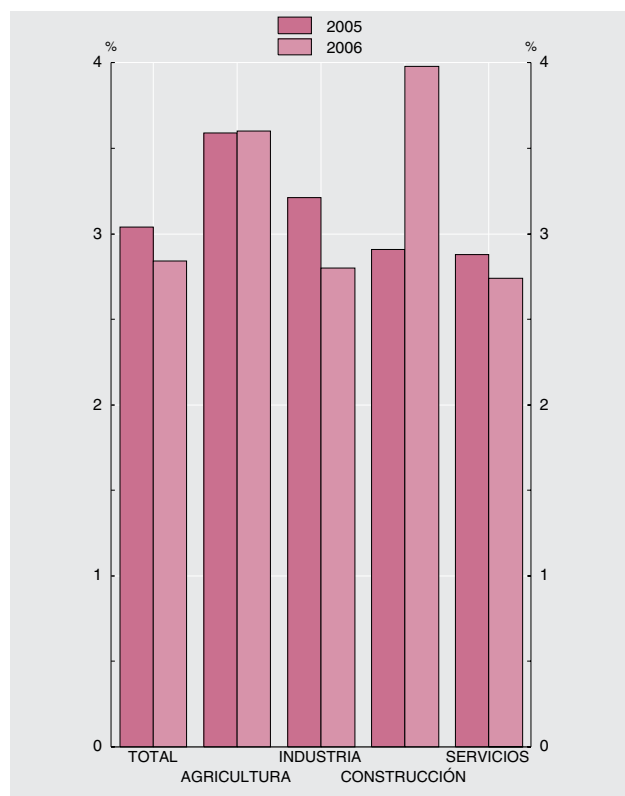
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>04</b>	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
<b>05</b>	10 583	4,05	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06</b>	9 595	3,56	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>05 Sep</b>	10 468	4,04	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
<b>Oct</b>	10 581	4,05	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
<b>Nov</b>	10 582	4,05	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
<b>Dic</b>	10 583	4,05	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06 Ene</b>	8 952	3,53	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
<b>Feb</b>	8 984	3,53	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
<b>Mar</b>	9 036	3,53	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
<b>Abr</b>	9 334	3,54	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
<b>May</b>	9 452	3,54	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
<b>Jun</b>	9 470	3,55	6 296	751	7 047	1 407	406	1 853	948	3 840	3,16	3,01	3,15	3,68	3,21	2,93	3,11
<b>Jul</b>	9 475	3,54	6 305	1 019	7 325	1 406	408	1 942	969	4 006	3,16	3,24	3,18	3,68	3,23	2,98	3,14
<b>Ago</b>	9 475	3,54	6 309	1 058	7 367	1 033	411	1 952	969	4 035	3,16	3,27	3,18	3,69	3,24	2,98	3,15
<b>Sep</b>	9 590	3,56	6 424	1 342	7 766	1 060	432	2 113	1 011	4 210	3,16	3,38	3,19	3,66	3,31	2,97	3,14
<b>Oct</b>	9 591	3,56	6 594	1 477	8 071	752	469	2 150	1 072	4 380	3,16	3,42	3,21	3,73	3,31	2,97	3,16
<b>Nov</b>	9 592	3,56	6 651	1 797	8 448	525	579	2 187	1 072	4 611	3,18	3,43	3,23	3,80	3,32	2,97	3,18
<b>Dic</b>	9 595	3,56	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>07 Ene</b>	4 001	2,84	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	2,77
<b>Feb</b>	4 004	2,84	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-Febrero



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-Febrero



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

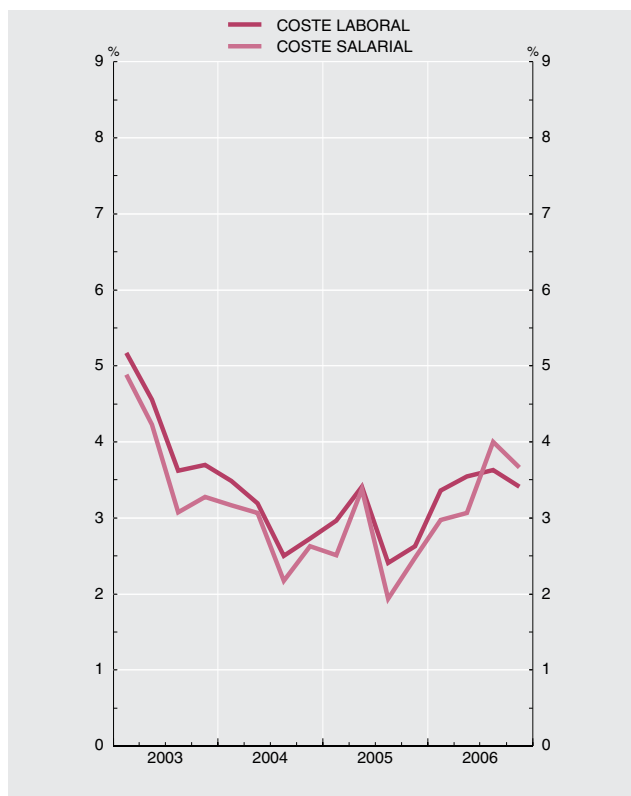
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

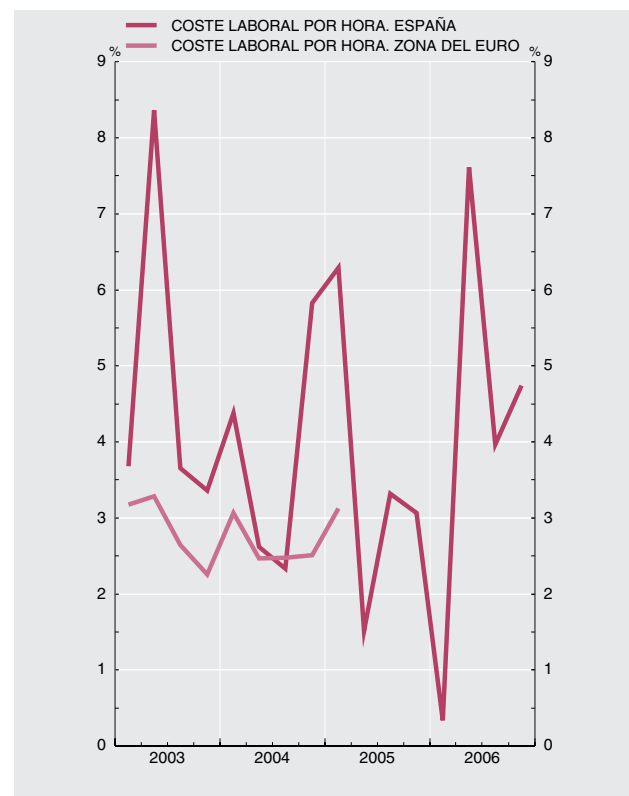
Tasas de variación interanual

		Coste laboral				Por hora efectiva	Coste salarial				Por hora efectiva	Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes					Por trabajador y mes						
		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-IV	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	...
06	I-IV	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	...
04	II	3,2	2,7	5,5	3,2	2,6	3,1	2,9	4,1	3,2	2,5	3,5	2,5
	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	...
	II	3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	...
	III	3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	...
	IV	3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	...

POR TRABAJADOR Y MES  
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA  
Tasas de variación interanual



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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

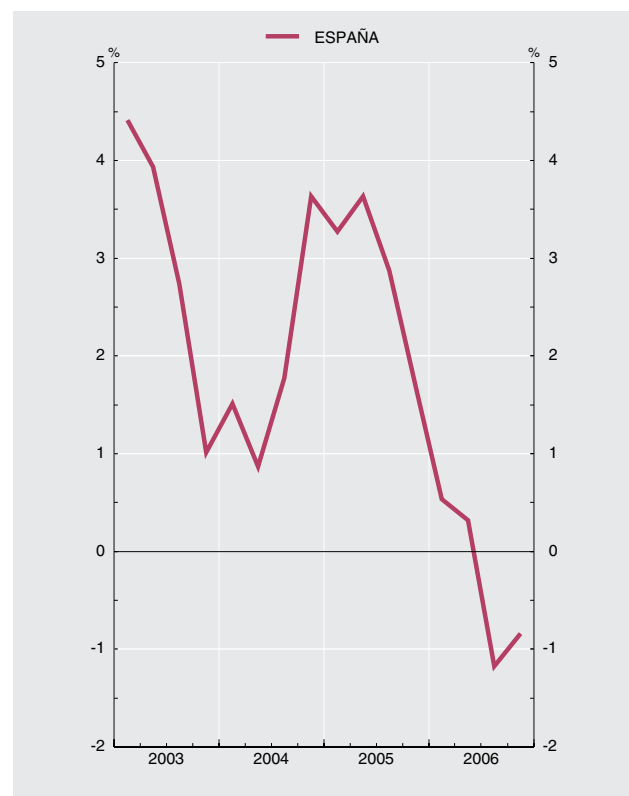
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>03</b>	P	3,0	1,8	3,6	2,1	0,6	0,3	3,0	0,8	2,4	0,4	3,0	...
<b>04</b>	P	2,5	1,1	3,1	2,1	0,6	1,0	3,2	1,8	2,6	0,7	1,9	...
<b>05</b>	P	2,2	0,9	2,6	1,6	0,4	0,7	3,5	1,5	3,1	0,8	2,9	...
<b>04 /</b>	P	2,5	1,4	2,8	2,5	0,3	1,0	3,2	1,7	2,8	0,6	1,5	...
<b>II</b>	P	2,5	1,0	3,3	2,5	0,8	1,4	3,2	2,1	2,4	0,7	0,9	...
<b>III</b>	P	2,6	0,6	3,3	1,6	0,7	1,0	3,3	1,8	2,5	0,8	1,8	...
<b>IV</b>	P	2,3	1,3	2,8	1,9	0,5	0,7	3,4	1,5	2,8	0,8	3,6	...
<b>05 /</b>	P	2,3	1,2	2,8	1,4	0,5	0,2	3,4	1,2	2,9	1,0	3,3	...
<b>II</b>	P	2,3	1,0	2,7	1,4	0,4	0,4	3,5	1,2	3,1	0,8	3,6	...
<b>III</b>	P	1,9	0,6	2,2	1,5	0,3	1,0	3,6	1,7	3,3	0,7	2,9	...
<b>IV</b>	P	2,3	0,9	2,7	2,1	0,4	1,1	3,6	1,8	3,2	0,7	1,7	...
<b>06 /</b>	P	2,3	1,0	2,9	2,2	0,6	1,2	3,7	2,2	3,2	1,1	0,5	...
<b>II</b>	P	2,7	1,1	3,4	2,4	0,7	1,4	3,8	2,8	3,1	1,5	0,3	...
<b>III</b>	P	2,7	1,1	3,6	2,3	0,8	1,2	3,8	2,8	3,0	1,5	-1,2	...
<b>IV</b>	P	2,8	-0,0	3,9	1,8	1,0	1,8	4,0	3,3	3,0	1,6	-0,8	...

**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 2006 = 100

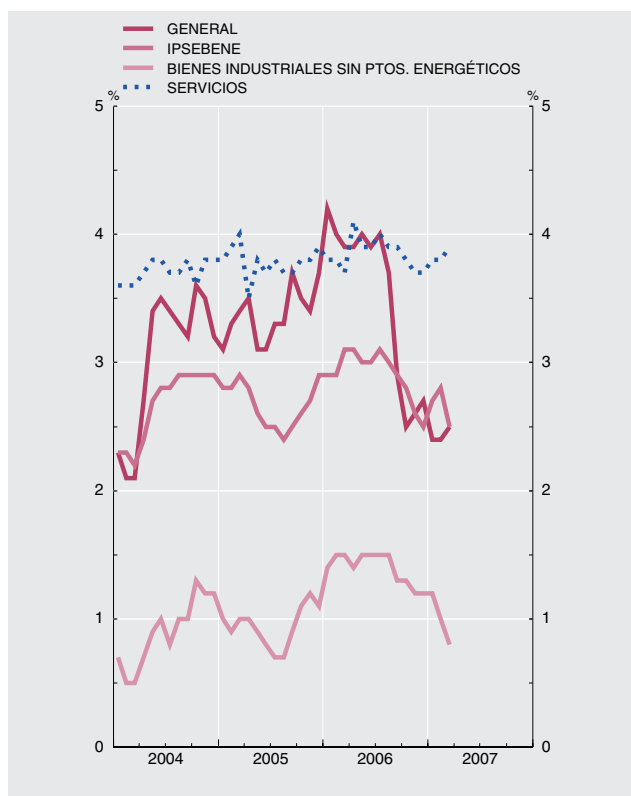
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub> (b)	s/T <sub>dic</sub> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
04	M	93,5	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
06	E-M	98,4	0,1	4,0	-0,2	4,4	3,9	1,5	13,3	3,8	3,0	118,2	-1,9
07	E-M	100,8	0,1	2,4	-0,4	4,1	2,9	1,0	-1,1	3,8	2,7	...	...
05	Dic	98,5	0,2	3,7	3,7	5,2	3,8	1,1	9,9	3,9	2,9	113,6	2,1
06	Ene	98,1	-0,4	4,2	-0,4	5,3	3,7	1,4	14,8	3,8	2,9	119,9	4,0
	Feb	98,2	-	4,0	-0,4	4,5	3,4	1,5	13,3	3,8	2,9	121,4	0,8
	Mar	98,8	0,7	3,9	0,3	3,3	4,5	1,5	11,8	3,7	3,1	113,6	-10,2
	Abr	100,2	1,4	3,9	1,8	2,1	3,9	1,4	12,2	4,1	3,1	112,8	-8,1
	May	100,6	0,4	4,0	2,1	2,4	3,9	1,5	14,4	3,9	3,0	115,8	-3,6
	Jun	100,8	0,2	3,9	2,3	3,9	3,9	1,5	12,0	3,9	3,0	113,3	6,0
	Jul	100,2	-0,6	4,0	1,7	5,4	4,0	1,5	10,1	4,0	3,1	103,6	0,7
	Ago	100,4	0,2	3,7	1,9	5,4	3,6	1,5	8,2	3,9	3,0	102,8	0,4
	Sep	100,2	-0,2	2,9	1,7	5,6	3,5	1,3	0,9	3,9	2,9	100,6	1,1
	Oct	100,6	0,4	2,5	2,1	5,2	3,4	1,3	-1,9	3,8	2,8	101,9	2,3
	Nov	100,9	0,2	2,6	2,4	5,0	2,9	1,2	0,3	3,7	2,6	107,7	0,7
	Dic	101,1	0,3	2,7	2,7	4,5	2,2	1,2	2,6	3,7	2,5	107,0	-5,8
07	Ene	100,5	-0,7	2,4	-0,7	3,5	2,9	1,2	-1,3	3,8	2,7	111,8	-6,7
	Feb	100,5	0,1	2,4	-0,6	3,7	3,5	1,0	-1,8	3,8	2,8	...	...
	Mar	101,3	0,8	2,5	0,1	5,2	2,3	0,8	-0,3	3,9	2,5	...	...

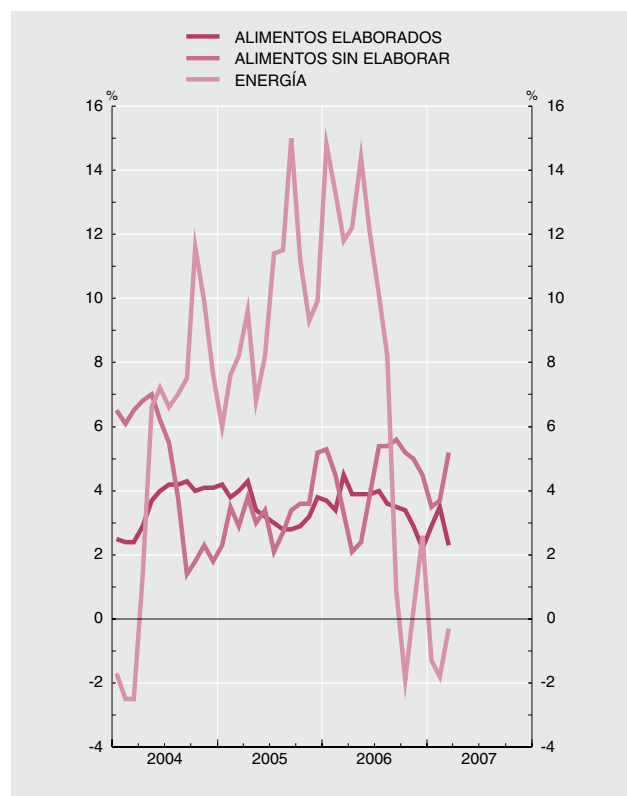
#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

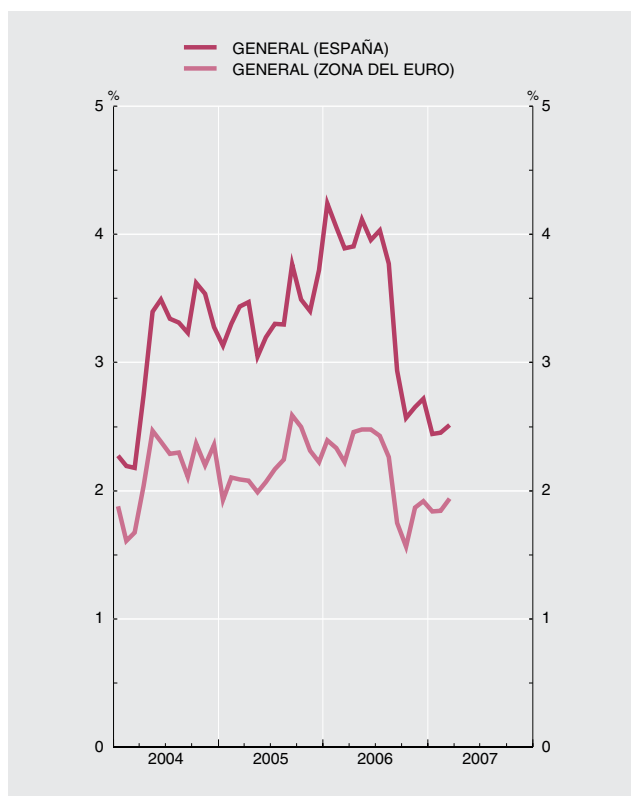
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

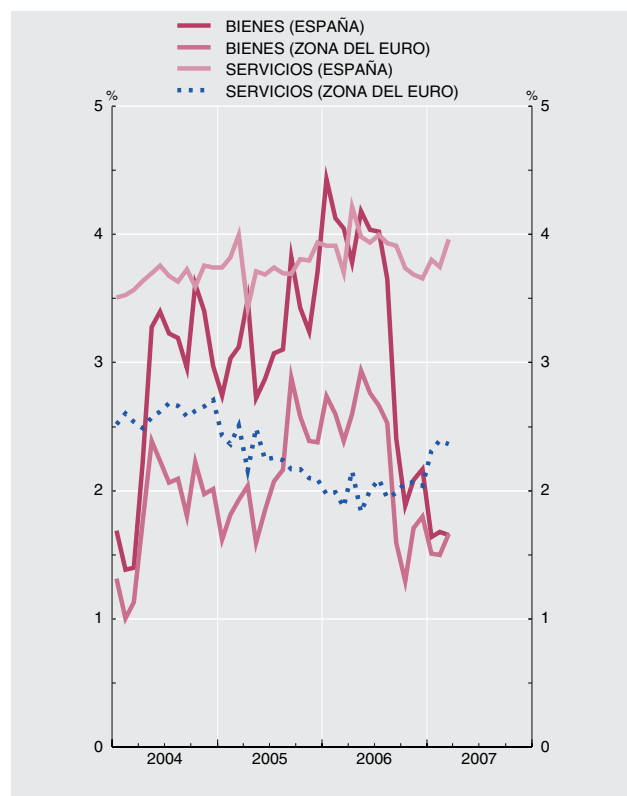
Tasas de variación interanual

		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		
<b>04</b>	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7	2,6
<b>05</b>	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
<b>06</b>	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
<b>06 E-M</b>	M	4,1	2,3	4,2	2,6	4,1	1,8	4,3	2,0	3,8	1,4	4,3	3,0	1,5	0,3	13,3	12,2	3,8	1,9
<b>07 E-M</b>	MP	2,5	1,9	1,7	1,6	3,3	2,5	2,9	2,1	3,8	3,1	0,6	1,1	1,1	-1,1	1,1	1,1	3,8	2,4
<b>05 Dic</b>		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
<b>06 Ene</b>		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
<b>06 Feb</b>		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
<b>06 Mar</b>		3,9	2,2	4,0	2,4	4,1	1,6	5,1	2,3	3,1	0,6	4,0	2,8	1,6	0,6	11,8	10,5	3,7	1,9
<b>06 Abr</b>		3,9	2,5	3,8	2,6	3,4	1,8	4,4	2,2	2,3	1,2	4,1	3,0	1,5	0,7	12,2	11,0	4,2	2,2
<b>06 May</b>		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	0,7	14,3	12,9	4,0	1,8
<b>06 Jun</b>		4,0	2,5	4,0	2,8	3,9	2,2	4,3	2,2	3,6	2,1	4,1	3,1	1,6	0,7	12,0	11,0	3,9	2,0
<b>06 Jul</b>		4,0	2,4	4,0	2,7	4,5	2,7	4,5	2,3	4,5	3,2	3,7	2,7	1,6	0,6	10,0	9,5	4,0	2,1
<b>06 Ago</b>		3,8	2,3	3,7	2,5	4,2	2,9	4,0	2,2	4,5	3,9	3,3	2,4	1,7	0,6	8,2	8,1	3,9	1,9
<b>06 Sep</b>		2,9	1,7	2,4	1,6	4,2	2,9	3,8	1,8	4,7	4,6	1,2	1,0	1,5	0,8	0,9	1,5	3,9	2,0
<b>06 Oct</b>		2,6	1,6	1,9	1,3	4,0	3,0	3,6	2,3	4,4	4,2	0,5	0,5	1,4	0,8	-1,9	-0,5	3,7	2,1
<b>06 Nov</b>		2,7	1,9	2,1	1,7	3,6	3,0	2,9	2,2	4,4	4,4	1,1	1,1	1,4	0,8	0,3	2,1	3,7	2,1
<b>06 Dic</b>		2,7	1,9	2,2	1,8	3,0	2,7	2,1	2,1	3,9	3,7	1,7	1,4	1,4	0,9	2,6	2,9	3,7	2,0
<b>07 Ene</b>		2,4	1,8	1,6	1,5	3,1	2,8	3,0	2,2	3,3	3,7	0,7	0,9	1,3	0,9	-1,2	0,9	3,8	2,3
<b>07 Feb</b>		2,5	1,8	1,7	1,5	3,6	2,4	3,7	2,1	3,6	2,8	0,4	1,1	1,1	1,1	-1,7	0,8	3,7	2,4
<b>07 Mar</b>	P	2,5	1,9	1,7	1,7	3,3	2,3	2,0	1,9	4,6	2,9	0,6	1,4	0,9	1,2	-0,3	1,8	4,0	2,4

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



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



FUENTE: Eurostat.

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



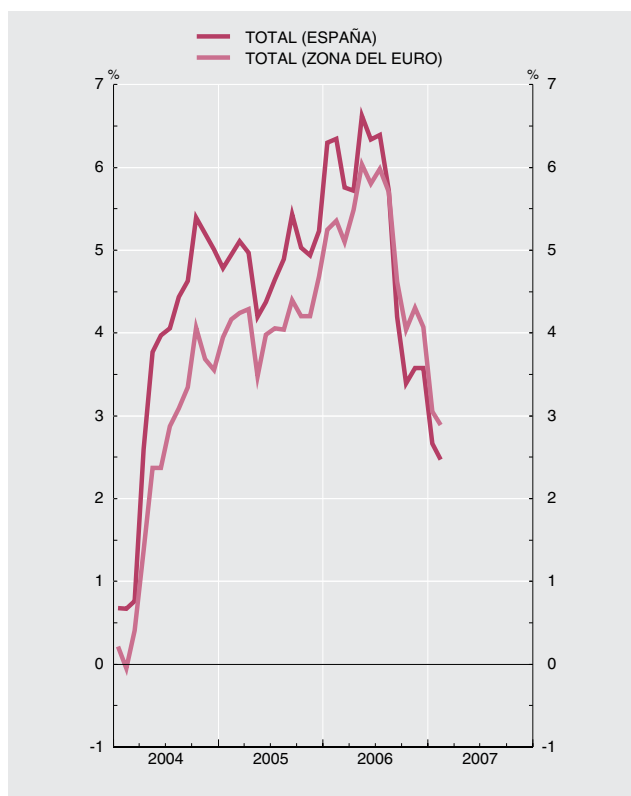
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

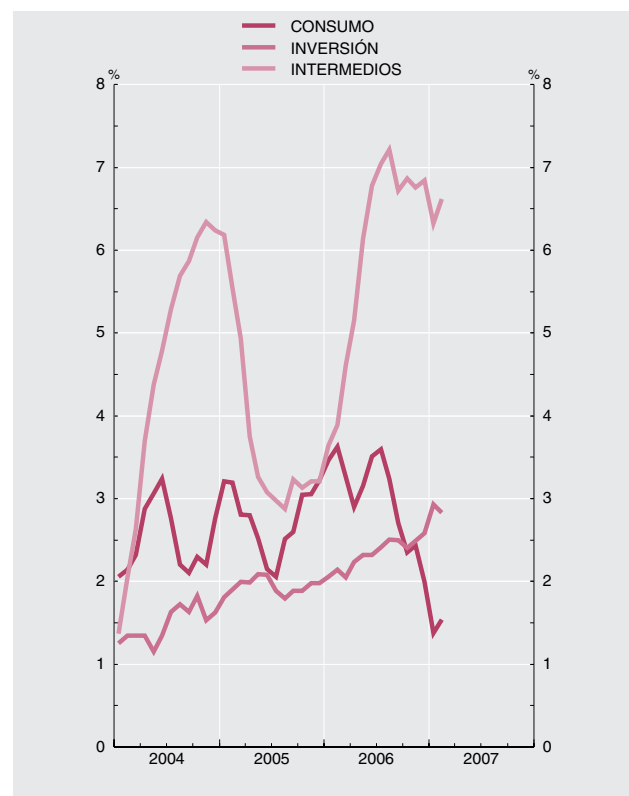
Tasas de variación interanual

		General (100%)		Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>04</b>	MP	107,4	-	3,4	-	2,5	-	1,5	-	4,5	-	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9
<b>05</b>	MP	112,7	-	4,9	-	2,8	-	1,9	-	3,8	-	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4
<b>06</b>	MP	118,6	-	5,3	-	3,0	-	2,3	-	6,0	-	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,5
<b>06 E-F</b>	MP	116,9	-	6,3	-	3,5	-	2,1	-	3,8	-	20,4	5,3	1,5	1,0	2,1	19,6
<b>07 E-F</b>	MP	119,9	-	2,6	-	1,5	-	2,9	-	6,5	-	-1,9	3,0	1,6	2,0	6,0	1,3
<b>05 Nov</b>	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
<b>Dic</b>	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
<b>06 Ene</b>	P	116,4	1,5	6,3	1,0	3,5	0,6	2,1	1,2	3,6	3,8	20,6	5,2	1,5	1,0	1,9	19,7
<b>Feb</b>	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	1,4	1,0	2,2	19,6
<b>Mar</b>	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	2,5	17,5
<b>Abr</b>	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	17,6
<b>May</b>	P	119,2	0,8	6,6	0,3	3,2	0,2	2,3	1,0	6,1	1,3	17,8	6,0	1,7	1,2	4,5	18,6
<b>Jun</b>	P	119,2	-	6,3	0,3	3,5	0,2	2,3	0,4	6,8	-0,8	14,6	5,8	1,8	1,3	5,2	15,9
<b>Jul</b>	P	119,9	0,6	6,4	0,2	3,6	0,1	2,4	0,3	7,0	2,0	13,9	6,0	2,0	1,6	6,1	14,9
<b>Ago</b>	P	120,1	0,2	5,7	-0,1	3,2	0,1	2,5	0,3	7,2	-0,1	10,2	5,7	1,9	1,6	6,4	12,6
<b>Sep</b>	P	119,3	-0,7	4,2	-0,3	2,7	0,1	2,5	0,3	6,7	-3,2	4,1	4,6	1,7	1,7	6,4	7,8
<b>Oct</b>	P	118,8	-0,4	3,4	-	2,3	0,1	2,4	0,5	6,9	-2,7	0,5	4,0	1,7	1,8	6,3	5,2
<b>Nov</b>	P	118,8	-	3,6	-	2,4	0,2	2,5	0,3	6,8	-0,8	1,0	4,3	1,6	1,9	6,2	6,9
<b>Dic</b>	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,5	1,8	6,1	6,2
<b>07 Ene</b>	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,2	-1,2	3,1	1,5	2,0	6,1	1,5
<b>Feb</b>	P	120,2	0,6	2,5	0,8	1,5	0,4	2,8	1,1	6,6	-0,3	-2,5	2,9	1,6	2,1	5,9	1,0

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

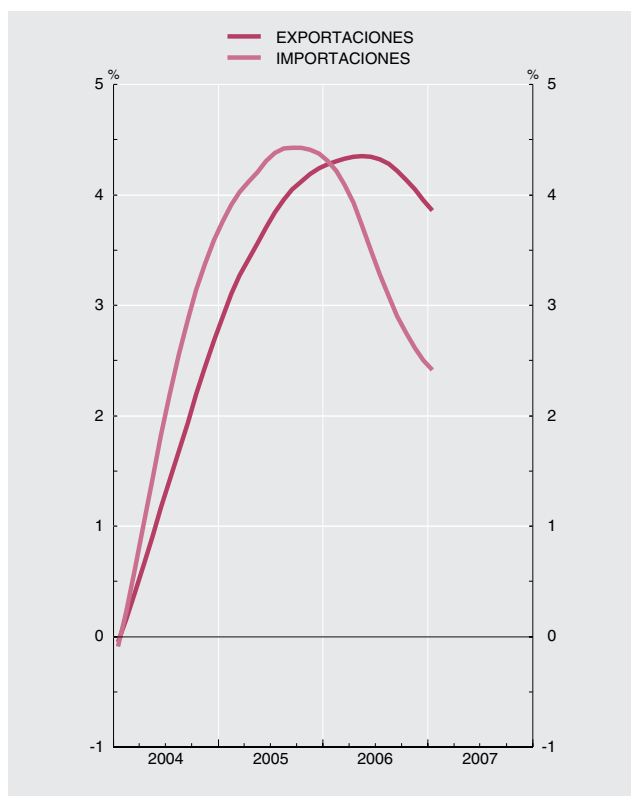
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

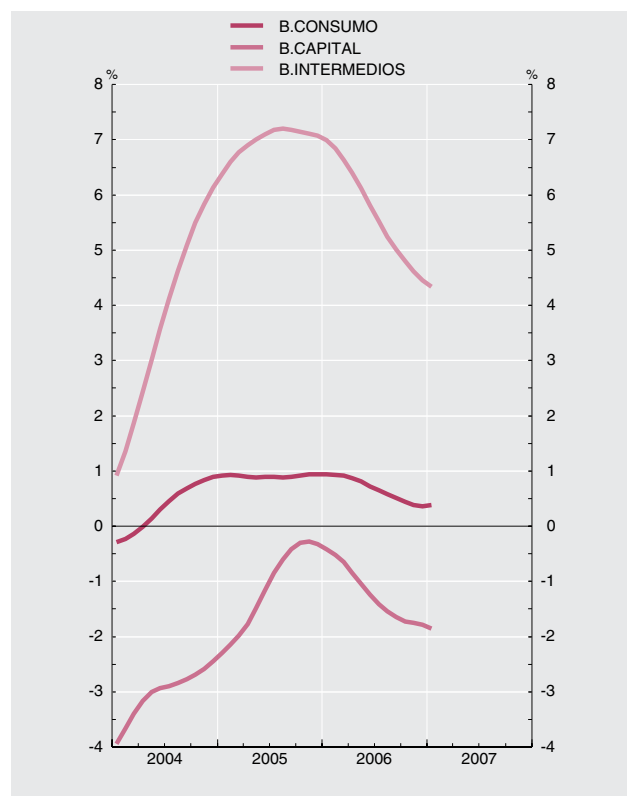
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones						
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>04</b>	1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3		1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
<b>05</b>	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1		5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
<b>06</b>	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0		5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
<b>06 E-E</b>	4,2	1,6	9,4	5,8	24,8		4,7	5,6	-6,5	-5,1	15,2	44,0	7,3
<b>07 E-E</b>	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8		5,7	0,8	8,6	0,8	-3,3	-5,8	-1,3
<b>05 Ago</b>	6,1	3,9	3,8	8,2	48,4		5,1	6,1	-0,2	-0,4	11,0	26,8	4,5
<i>Sep</i>	5,4	0,6	11,5	8,4	33,8		6,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	29,5	0,7
<i>Oct</i>	4,2	1,2	8,2	6,0	24,0		4,8	4,8	0,8	14,0	5,3	16,2	1,8
<i>Nov</i>	4,3	2,7	8,3	4,6	26,1		3,2	3,8	3,3	-0,8	5,6	22,5	0,8
<i>Dic</i>	6,2	3,6	11,8	6,5	27,2		5,3	7,1	0,9	10,2	8,9	33,5	3,2
<b>06 Ene</b>	4,2	1,6	9,4	5,8	24,8		4,7	5,6	-6,5	-5,1	15,2	44,0	7,3
<i>Feb</i>	3,3	0,7	4,7	5,1	29,3		3,5	6,6	2,5	3,2	9,2	36,9	1,9
<i>Mar</i>	5,0	2,1	0,6	8,1	33,2		6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,2	1,9
<i>Abr</i>	4,8	1,9	6,8	6,6	25,0		5,4	7,4	3,2	-4,2	11,7	30,5	5,8
<i>May</i>	4,5	5,0	1,0	4,9	16,0		4,3	6,1	4,2	-0,6	8,2	35,1	1,0
<i>Jun</i>	5,3	3,3	10,3	5,6	15,3		5,5	1,7	-1,5	-3,2	4,2	24,7	-0,3
<i>Jul</i>	6,1	8,2	-0,3	6,2	22,4		5,5	1,1	0,5	-7,3	3,1	16,3	-0,5
<i>Ago</i>	5,7	4,2	8,6	6,5	17,7		6,1	2,3	-0,6	-0,5	4,0	18,1	-0,3
<i>Sep</i>	5,4	5,6	-4,6	7,1	14,9		7,0	0,8	2,4	-5,0	1,0	8,0	0,4
<i>Oct</i>	5,7	5,9	-4,0	7,2	14,6		7,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	8,9	3,2
<i>Nov</i>	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0		6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
<i>Dic</i>	3,9	2,1	8,3	4,7	-2,8		4,7	1,2	-2,2	4,1	2,1	7,7	0,5
<b>07 Ene</b>	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8		5,7	0,8	8,6	0,8	-3,3	-5,8	-1,3

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

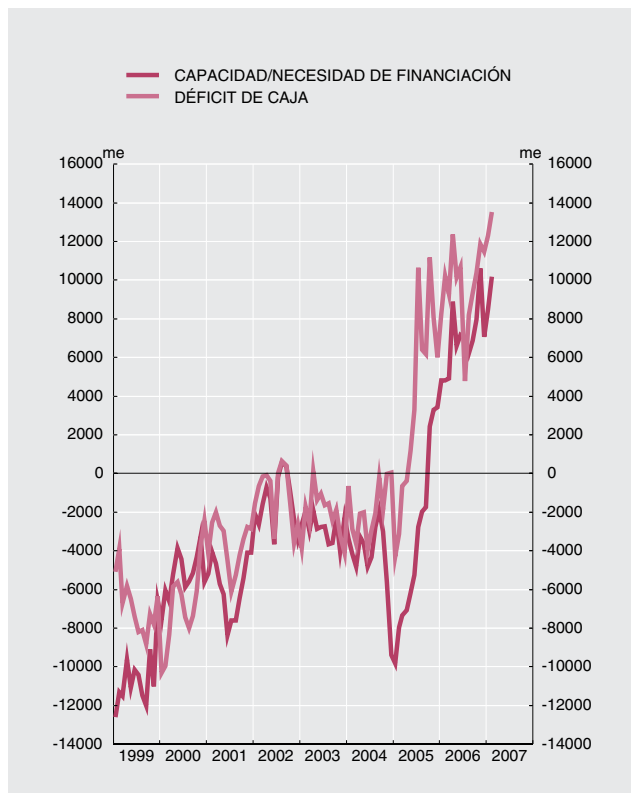
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

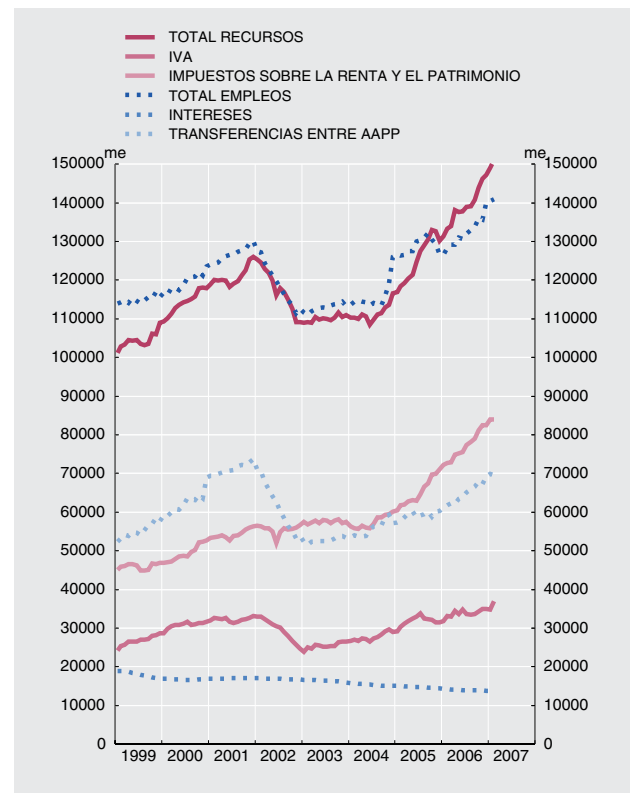
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital					Pro memoria: déficit de caja			
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
99	-6 585	109 009	28 574	16 408	5 877	46 886	11 264	115 594	17 363	16 959	57 721	3 034	20 517	-6 354	110 370	116 724
00	-5 627	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	123 632	12 881	16 817	68 917	3 633	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-4 104	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	130 136	12 890	17 031	73 716	3 297	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-3 428	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	112 570	13 526	16 652	53 800	3 244	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-2 274	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	113 282	13 966	15 890	53 259	2 591	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-9 410	116 577	28 950	10 988	4 730	60 054	11 855	125 987	14 831	15 060	57 177	7 408	31 511	59	114 793	114 734
05	P 3 422	130 171	31 542	11 069	4 406	70 985	12 169	126 749	15 679	14 344	60 291	3 272	33 163	6 022	128 777	122 755
06	A 7 057	147 205	34 946	11 330	5 263	82 541	13 125	140 148	16 798	13 819	69 200	3 620	36 711	11 471	141 847	130 375
06 E-F	P 9 686	27 832	13 187	1 743	470	11 848	584	18 146	2 328	2 270	9 451	93	4 004	4 163	28 371	24 207
07 E-F	A 12 812	31 688	15 160	2 042	557	13 247	682	18 876	2 558	2 238	9 847	113	4 120	6 231	32 045	25 814
06 May	P -7 484	2 986	14	797	201	687	1 287	10 470	1 292	1 162	5 566	196	2 254	-5 890	2 643	8 532
Jun	P -7 845	3 814	476	1 097	259	510	1 472	11 659	2 126	1 132	5 426	200	2 775	-6 449	3 209	9 657
Jul	P 8 003	18 946	4 628	948	248	12 537	585	10 943	1 313	1 162	6 316	179	1 973	4 171	19 184	15 013
Ago	P -99	9 420	-3 204	877	287	10 575	885	9 519	1 148	1 179	5 134	87	1 971	-746	8 380	9 127
Sep	P 1 230	11 594	3 075	1 091	293	5 316	1 819	10 364	1 262	1 133	5 496	95	2 378	2 335	10 804	8 469
Oct	A 12 515	24 830	6 504	974	235	15 928	1 189	12 315	1 276	1 191	7 145	105	2 598	11 674	24 166	12 492
Nov	A -2 561	9 059	1 291	1 060	1 018	4 706	984	11 620	1 318	1 137	5 600	132	3 433	-1 517	8 512	10 030
Dic	A -14 594	10 761	287	979	893	5 869	2 733	25 355	2 196	1 133	8 863	2 054	11 109	-5 598	9 485	15 083
07 Ene	A 2 894	11 116	-477	1 097	313	9 803	380	8 222	1 226	1 179	5 020	-	797	-3 742	12 189	15 932
Feb	A 9 918	20 572	15 637	945	244	3 444	302	10 654	1 332	1 059	4 827	113	3 323	9 973	19 855	9 882

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

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

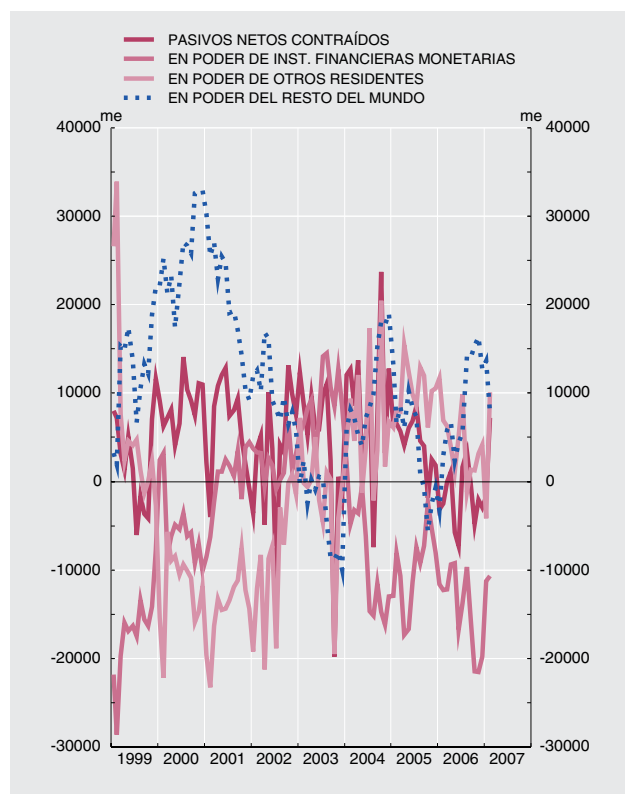
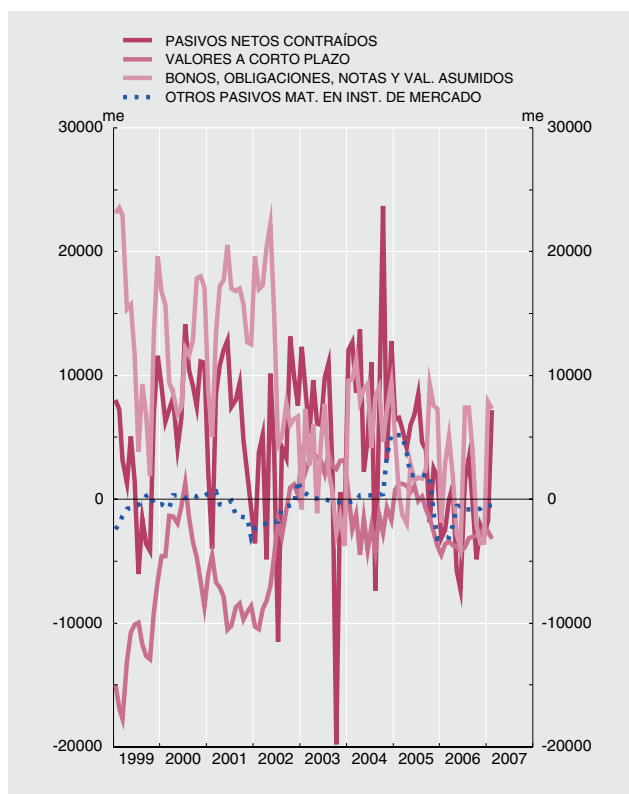
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Total	Del cual		Por instrumentos						Por sectores de contrapartida					
		Depósitos en el Banco de España	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	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-6 585	5 015	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	-2 274	-4 229	0	-1 955	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-574	8 020	8 524	-504	-9 975	-1 381
04	-9 410	3 385	0	12 795	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	349	-6 180	-12 978	6 798	18 975	12 446
05	P 3 422	5 264	0	1 842	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 003	2 512	-8 026	10 538	-670	-161
06	A 7 057	4 131	-200	-2 926	175	-2 198	-3 488	-486	-533	3 778	-15 646	-19 808	4 162	12 720	-6 704
06 E-F	P 9 686	1 693	0	-7 993	16	-445	-7 668	-	-5	125	-12 006	-9 589	-2 417	4 013	-8 118
07 E-F	A 12 812	14 962	0	2 150	17	-1 437	3 119	-	6	461	3 101	-427	3 527	-951	1 689
06 May	P -7 484	-9 618	-3 250	-2 134	12	1 920	-589	-	-158	-3 307	-1 034	-111	-924	-1 100	1 172
Jun	P -7 845	-6 922	-200	923	12	-2 790	2 591	-	45	1 076	-1 093	-1 896	803	2 016	-153
Jul	P 8 003	9 720	0	1 717	1 298	1 976	-1 310	-	-288	1 339	2 528	-379	2 907	-811	378
Ago	P -99	-4 811	1	-4 712	11	-1 591	1 039	-	27	-4 187	-4 325	551	-4 877	-386	-525
Sep	P 1 230	5 613	-1	4 383	-1 033	1 917	2 467	-	-33	33	-79	-638	559	4 462	4 350
Oct	A 12 515	4 353	1	-8 162	5	-2 161	-7 024	-	20	1 003	-7 212	-6 861	-351	-950	-9 165
Nov	A -2 561	2 023	-1	4 584	6	1 764	2 221	-	12	586	616	426	191	3 967	3 997
Dic	A -14 594	-11 017	0	3 577	9	-1 805	2 286	-486	13	3 568	5 511	120	5 391	-1 934	9
07 Ene	A 2 894	-1 833	0	-4 727	9	1 628	-29	-	8	-6 333	-6 830	802	-7 632	2 103	1 606
Feb	A 9 918	16 795	0	6 877	8	-3 064	3 148	-	-1	6 794	9 931	-1 228	11 159	-3 054	83

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

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



FUENTE: BE.

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

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

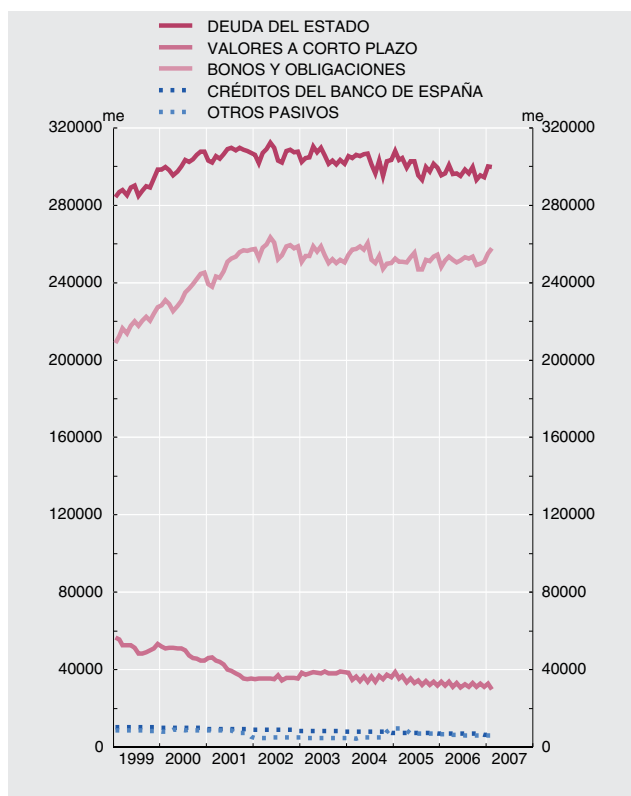
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

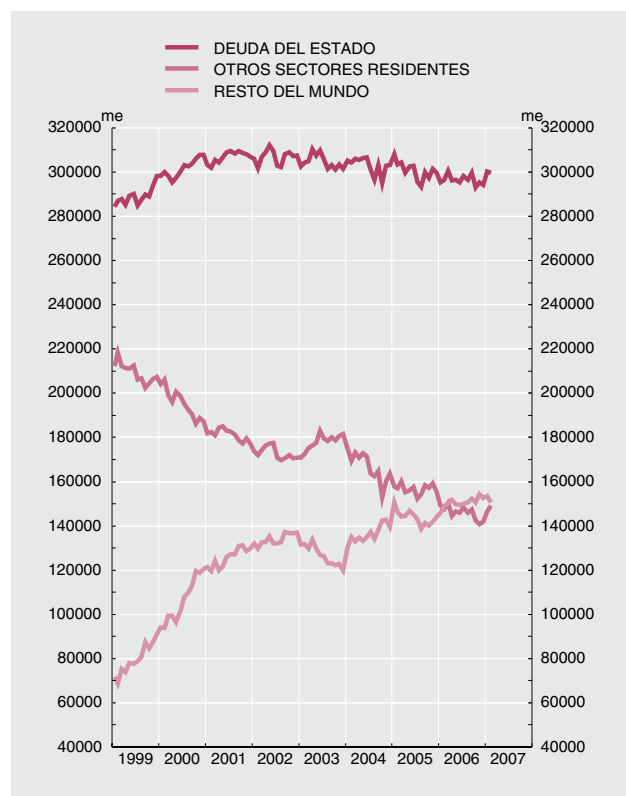
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:		
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)	
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	P	303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05	P	299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06	Abr	P 296 076	1 926	31 097	251 669	6 902	6 408	166 165	21 702	144 463	151 612	3 550	5 768
	May	P 296 502	1 920	33 021	250 330	6 902	6 250	168 353	21 702	146 651	149 851	300	5 739
	Jun	P 295 289	1 696	30 622	251 471	6 902	6 294	167 585	21 720	145 865	149 424	100	5 743
	Jul	P 298 372	1 683	32 502	252 962	6 902	6 006	170 287	21 977	148 310	150 061	100	5 675
	Ago	P 296 511	1 648	31 208	252 368	6 902	6 034	168 335	22 278	146 058	150 454	100	5 658
	Sep	P 299 641	518	33 130	253 610	6 902	6 000	169 754	22 464	147 290	152 351	100	5 649
	Oct	A 293 134	523	31 106	249 106	6 902	6 020	163 622	21 017	142 605	150 529	100	5 645
	Nov	A 295 340	516	32 762	249 643	6 902	6 033	162 670	21 792	140 878	154 462	100	5 960
	Dic	A 294 332	515	31 087	250 784	6 416	6 046	163 603	21 788	141 815	152 517	100	5 794
07	Ene	A 300 173	519	32 703	255 001	6 416	6 054	168 342	21 788	146 553	153 620	100	5 772
	Feb	A 299 752	386	29 614	257 670	6 416	6 052	170 954	21 788	149 166	150 585	100	5 777

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

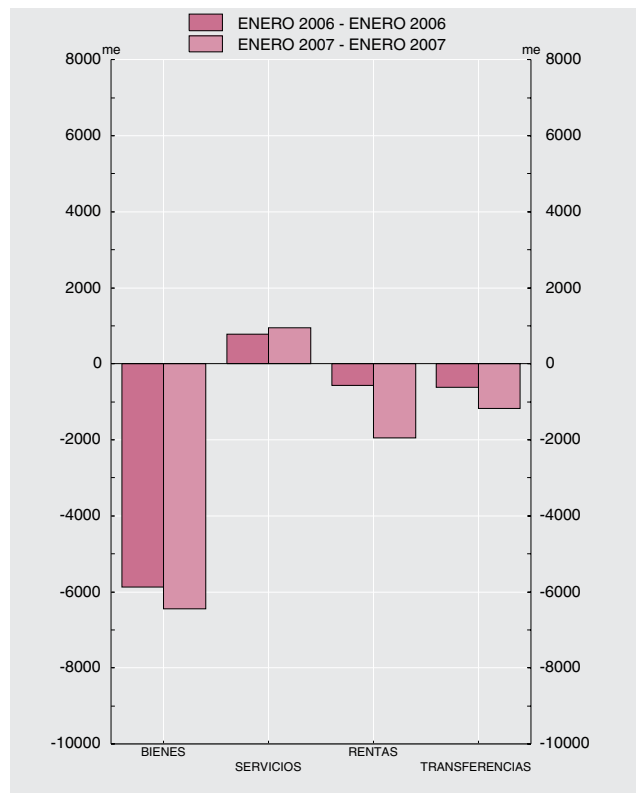
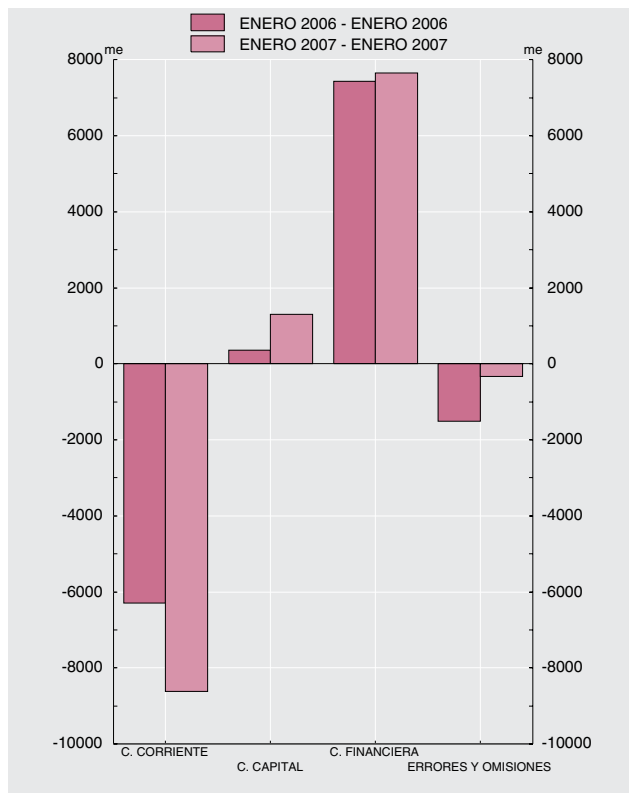
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)												Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes
		Bienes			Servicios				Rentas									
Total (saldo)		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13		2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)	
<b>04</b>		-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
<b>05</b>		-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139
<b>06</b>	P	-84 736	-80 142	172 421	252 563	22 143	84 461	40 710	62 319	13 266	-20 983	39 031	60 014	-5 754	6 175	-78 562	81 471	-2 909
<b>06 E-E</b>	P	-6 286	-5 879	12 957	18 837	775	5 628	2 539	4 853	967	-563	3 786	4 350	-618	366	-5 920	7 433	-1 513
<b>07 E-E</b>	P	-8 622	-6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329
<b>05 Oct</b>		-4 946	-5 895	13 369	19 264	2 327	6 902	3 839	4 575	1 163	-1 112	2 444	3 556	-266	279	-4 666	5 149	-482
<b>Nov</b>		-4 879	-6 316	15 117	21 433	1 161	5 800	2 549	4 639	1 050	-1 068	2 994	4 062	1 344	359	-4 520	4 667	-147
<b>Dic</b>		-7 127	-6 339	13 338	19 677	862	5 641	2 170	4 779	942	-2 031	3 654	5 685	381	2 017	-5 110	4 747	362
<b>06 Ene</b>	P	-6 286	-5 879	12 957	18 837	775	5 628	2 539	4 853	967	-563	3 786	4 350	-618	366	-5 920	7 433	-1 513
<b>Feb</b>	P	-7 875	-5 723	14 234	19 958	798	5 452	2 175	4 655	850	-1 546	1 885	3 431	-1 404	324	-7 552	8 546	-994
<b>Mar</b>	P	-7 955	-7 079	15 680	22 759	1 422	6 685	2 635	5 263	1 026	-1 663	2 618	4 280	-635	174	-7 781	8 351	-570
<b>Abr</b>	P	-7 392	-6 166	13 353	19 519	1 181	5 887	2 663	4 706	942	-1 814	2 573	4 387	-593	227	-7 166	6 830	336
<b>May</b>	P	-5 675	-6 710	15 703	22 413	2 310	7 081	3 352	4 771	702	-901	4 361	5 262	-374	645	-5 031	5 670	-639
<b>Jun</b>	P	-6 083	-6 802	15 422	22 223	2 125	7 651	3 988	5 526	1 207	-1 678	3 168	4 846	272	201	-5 882	5 588	294
<b>Jul</b>	P	-8 445	-6 453	13 789	20 242	3 116	8 658	4 936	5 542	1 334	-4 200	2 957	7 156	-908	572	-7 873	8 039	-167
<b>Ago</b>	P	-6 438	-7 441	11 419	18 860	3 386	8 748	5 149	5 362	1 588	-1 666	2 395	4 060	-718	731	-5 708	7 049	-1 341
<b>Sep</b>	P	-7 452	-6 790	14 319	21 109	2 493	7 725	4 447	5 232	1 289	-2 310	2 687	4 998	-844	3	-7 449	7 125	324
<b>Oct</b>	P	-7 540	-7 560	15 491	23 052	2 559	7 955	3 924	5 397	1 192	-2 248	2 671	4 920	-290	363	-7 178	7 293	-115
<b>Nov</b>	P	-10 269	-7 910	15 329	23 239	1 120	6 452	2 630	5 332	1 168	-2 288	2 772	5 060	-1 191	583	-9 686	7 849	1 837
<b>Dic</b>	P	-3 326	-5 629	14 725	20 354	857	6 539	2 269	5 681	1 002	-105	7 159	7 264	1 551	1 989	-1 337	1 699	-362
<b>07 Ene</b>	P	-8 622	-6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329

**RESUMEN**

**DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**



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

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

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

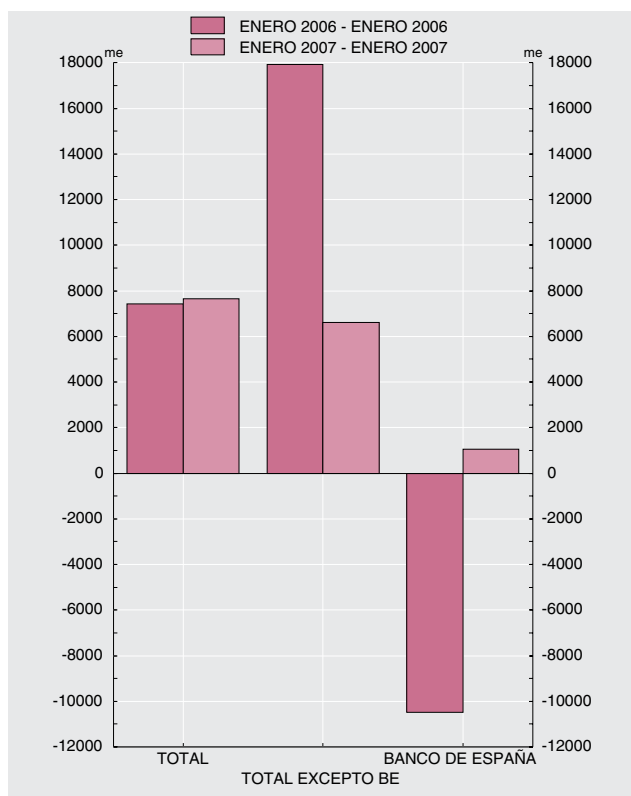
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

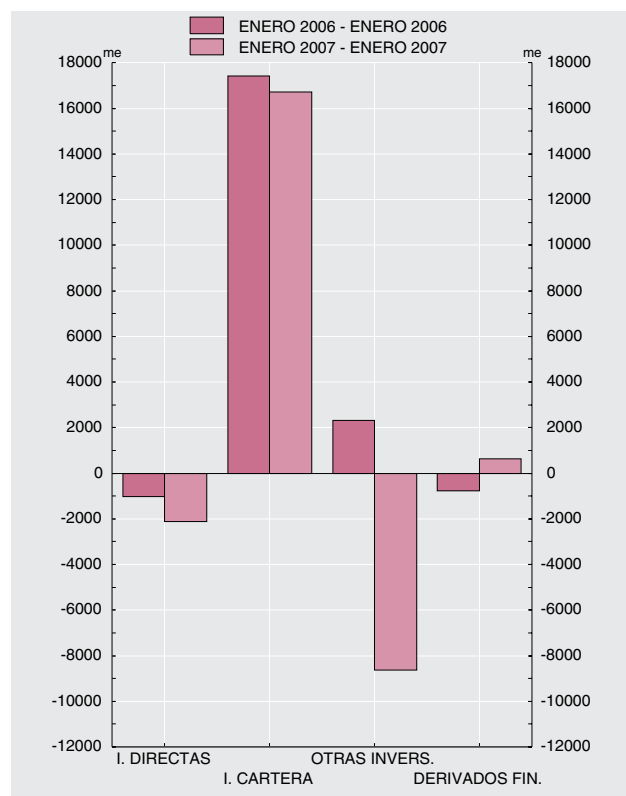
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	1= 2+13	Total, excepto Banco de España											Banco de España			
		2=3+6+9+12	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			12	13=14+15+16	14	15	16
			3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11					
<b>04</b>	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
<b>05</b>	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
<b>06</b>	81 471	107 271	-55 531	71 486	15 955	198 314	-5 103	193 210	-37 556	70 361	32 806	2 044	-25 800	-480	-12 327	-12 993
<b>06 E-E</b>	P 7 433	17 923	-1 022	3 307	2 285	17 412	5 035	22 447	2 312	2 729	5 041	-779	-10 490	45	-9 761	-773
<b>07 E-E</b>	P 7 650	6 609	-2 105	4 550	2 445	16 709	-346	16 363	-8 633	6 318	-2 315	638	1 041	45	963	33
<b>05 Oct</b>	5 149	6 329	618	1 743	2 361	3 440	6 427	9 867	1 381	6 869	8 250	890	-1 181	-71	-986	-124
<b>Nov</b>	4 667	818	5 642	3 073	8 715	-8 564	23 618	15 055	2 904	5 953	8 857	836	3 848	-463	4 286	25
<b>Dic</b>	4 747	5 466	-6 276	6 616	340	10 072	4 182	14 254	2 031	1 642	3 672	-361	-719	253	826	-1 798
<b>06 Ene</b>	P 7 433	17 923	-1 022	3 307	2 285	17 412	5 035	22 447	2 312	2 729	5 041	-779	-10 490	45	-9 761	-773
<b>Feb</b>	P 8 546	7 525	-24 898	26 600	1 701	20 452	5 739	26 191	11 658	13 913	25 571	313	1 021	-24	962	83
<b>Mar</b>	P 8 351	9 363	-3 446	1 095	-2 352	9 618	10 715	20 333	2 280	3 211	5 491	911	-1 012	-233	-952	173
<b>Abr</b>	P 6 830	10 023	-1 734	6 708	4 973	12 801	-3 083	9 719	-1 304	7 163	5 860	259	-3 193	440	-3 502	-131
<b>May</b>	P 5 670	3 688	-3 588	3 854	266	39 269	-16 669	22 601	-31 039	7 426	-23 613	-955	1 982	171	2 240	-429
<b>Jun</b>	P 5 588	9 873	-5 467	4 995	-472	27 088	-2 903	24 185	-12 747	4 409	-8 338	1 000	-4 285	-270	-4 148	134
<b>Jul</b>	P 8 039	10 470	-1 349	6 753	5 405	21 176	-1 722	19 454	-9 432	5 854	-3 578	74	-2 430	113	-1 897	-646
<b>Ago</b>	P 7 049	-1 972	-2 874	2 770	-104	2 192	2 103	4 295	-1 453	1 954	500	163	9 021	-150	10 682	-1 511
<b>Sep</b>	P 7 125	10 138	-3 248	4 679	1 431	15 316	-7 069	8 247	-1 759	11 038	9 279	-171	-3 013	-482	-1 975	-557
<b>Oct</b>	P 7 293	17 408	1 358	1 316	2 674	15 675	-3 055	12 621	-1 119	11 615	10 497	1 493	-10 114	4	-5 821	-4 297
<b>Nov</b>	P 7 849	7 235	-4 313	4 412	98	14 458	4 662	19 120	-2 231	5 081	2 849	-679	614	-20	3 750	-3 116
<b>Dic</b>	P 1 699	5 600	-4 950	4 999	49	2 856	1 143	3 999	7 279	-4 033	3 246	415	-3 901	-73	-1 905	-1 923
<b>07 Ene</b>	P 7 650	6 609	-2 105	4 550	2 445	16 709	-346	16 363	-8 633	6 318	-2 315	638	1 041	45	963	33

**CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)**



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



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

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

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

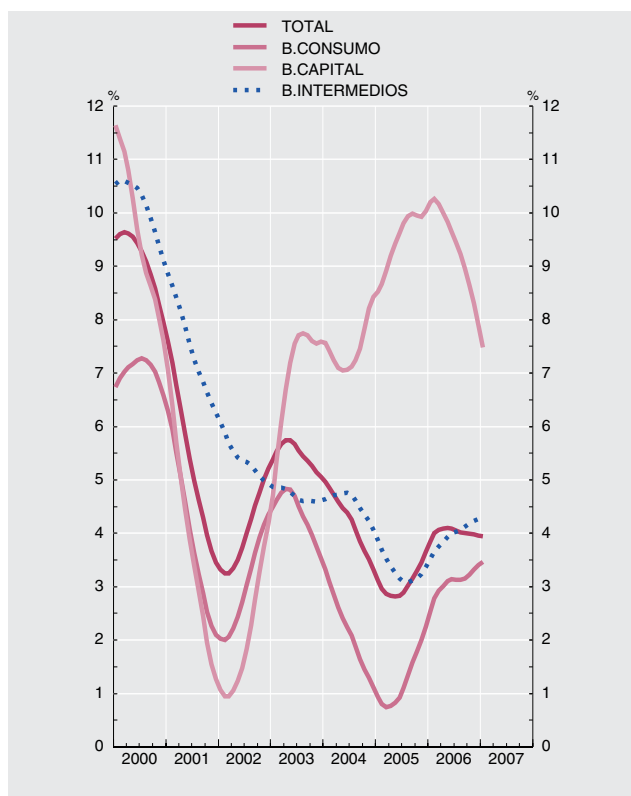
■ Serie representada gráficamente.

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: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Del cual: Estados Unidos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>02</b>	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,5	2,3	2,1	4,2	10,2	10,4	11,8	14,5
<b>06</b>	169 872	10,9	5,7	4,8	12,2	5,0	-3,6	5,6	8,0	7,6	7,9	9,1	24,2	6,3	46,7	18,8
<b>05 Dic</b>	13 291	7,6	1,3	-2,5	19,9	0,4	-12,1	1,1	5,1	5,3	3,9	6,1	-4,0	-33,0	62,9	13,3
<b>06 Ene</b>	12 753	17,0	12,2	8,7	56,4	8,3	-1,6	8,9	7,6	7,3	5,0	13,1	52,6	6,6	102,4	4,0
<i>Feb</i>	13 992	15,2	11,6	14,1	31,8	6,5	29,9	5,6	9,2	8,6	8,8	11,1	32,8	58,6	45,9	60,6
<i>Mar</i>	15 450	19,9	14,2	15,3	37,4	9,6	12,2	9,5	12,0	11,7	10,5	16,3	46,0	20,5	63,5	41,8
<i>Abr</i>	13 161	-1,8	-6,3	-10,1	0,3	-4,6	-4,5	-4,6	-5,7	-6,3	-6,9	-1,3	11,7	-35,5	26,2	27,3
<i>May</i>	15 472	16,3	11,2	11,3	20,6	9,5	4,6	9,7	12,7	12,2	11,0	14,4	41,6	-2,0	103,0	36,0
<i>Jun</i>	15 192	11,9	6,2	9,2	-14,3	9,0	-10,7	10,0	13,1	12,9	12,2	9,7	24,0	24,7	39,7	14,6
<i>Jul</i>	13 597	6,2	0,1	-2,8	8,3	0,4	-13,8	1,1	7,2	6,6	9,1	6,5	15,6	-14,4	32,4	-9,0
<i>Ago</i>	11 264	13,5	7,5	6,5	26,1	5,1	-12,6	6,4	9,3	8,7	10,6	10,3	26,3	25,2	79,4	4,1
<i>Sep</i>	14 092	4,3	-1,0	-5,3	18,9	-1,1	-16,2	-0,2	3,8	3,6	4,9	3,1	-1,2	-0,6	11,1	23,5
<i>Oct</i>	15 264	15,5	9,3	5,0	27,0	9,9	-21,1	11,6	17,6	17,3	18,2	14,5	-4,1	-1,5	57,0	31,3
<i>Nov</i>	15 097	3,5	0,1	-0,5	-8,6	2,8	-39,6	5,0	7,5	6,9	8,3	5,9	3,5	-16,8	-28,7	-15,3
<i>Dic</i>	14 538	9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,6	0,9	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	9,9
<b>07 Ene</b>	13 969	9,5	6,0	9,8	-18,6	8,5	-15,1	9,6	11,4	10,5	13,6	9,0	4,7	31,0	-16,4	76,6

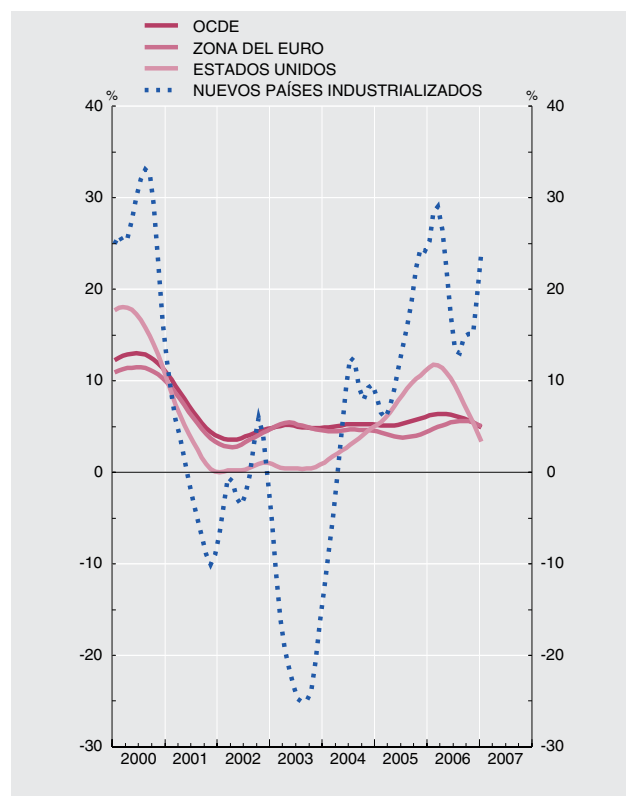
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS 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 FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

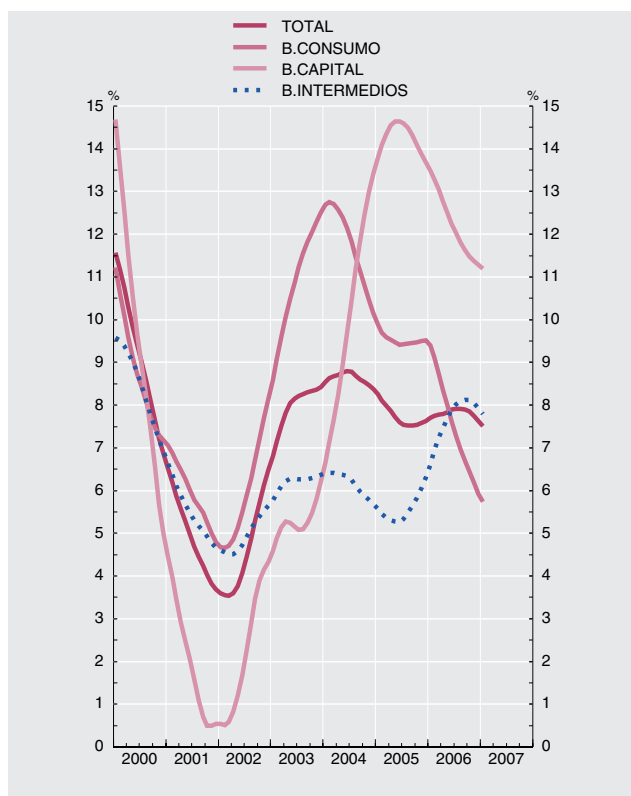
■ Serie representada gráficamente.

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: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Estados Unidos
<b>02</b>	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,5	5,2	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	11,2
<b>06</b>	259 559	12,5	8,7	8,9	3,3	9,6	5,8	10,7	8,0	6,9	7,6	8,0	11,0	29,8	27,9	29,6
<b>05 Dic</b>	20 472	10,4	3,1	11,5	-11,9	3,7	-4,9	5,9	6,0	4,8	2,8	5,7	5,9	43,7	49,7	-15,3
<b>06 Ene</b>	19 337	19,5	13,1	40,4	20,8	-0,2	1,8	-0,8	13,8	13,2	13,8	13,3	18,2	44,3	50,1	49,5
<b>Feb</b>	20 497	18,9	11,6	9,3	10,0	12,8	13,5	12,6	10,7	8,0	8,9	12,4	16,9	54,1	38,5	43,3
<b>Mar</b>	23 477	21,5	14,7	14,4	2,8	17,3	13,2	18,4	14,7	12,5	13,4	16,7	39,8	47,3	57,0	26,6
<b>Abr</b>	20 045	0,6	-6,4	-4,6	-12,6	-5,9	2,3	-7,7	-2,6	-3,6	-3,0	-4,2	-5,8	26,2	-13,9	5,9
<b>May</b>	23 000	16,9	10,1	11,1	1,2	11,4	17,7	10,0	11,5	9,9	8,5	10,8	-20,0	36,2	55,5	47,1
<b>Jun</b>	22 877	13,5	11,6	10,9	-2,8	14,9	4,7	17,2	11,4	10,5	11,6	8,4	-22,6	52,3	11,8	46,7
<b>Jul</b>	20 774	9,8	8,5	3,4	12,3	10,3	4,8	11,6	7,7	7,4	8,0	7,5	37,8	30,3	4,8	21,7
<b>Ago</b>	19 342	13,0	10,5	4,9	5,2	14,4	1,3	19,0	8,9	8,0	8,2	9,0	-4,6	26,1	24,6	28,8
<b>Sep</b>	21 740	5,4	4,6	-0,5	2,3	7,6	-8,5	11,7	3,0	2,1	1,6	3,4	-3,2	-7,1	39,8	9,8
<b>Oct</b>	23 665	19,2	17,2	13,6	31,5	16,5	15,1	16,9	13,3	13,5	14,8	13,9	18,1	38,1	51,8	41,5
<b>Nov</b>	23 871	9,1	8,8	8,9	-4,6	12,5	1,3	15,2	8,2	6,9	8,9	8,5	19,4	-2,0	-16,0	9,8
<b>Dic</b>	20 934	2,3	1,1	0,3	-8,1	3,8	2,6	4,1	-4,7	-5,4	-3,5	-3,3	36,8	12,2	29,1	24,3
<b>07 Ene</b>	21 592	11,7	10,8	-7,9	32,1	18,0	4,0	21,7	10,1	6,4	5,8	7,7	15,4	1,6	17,2	0,3

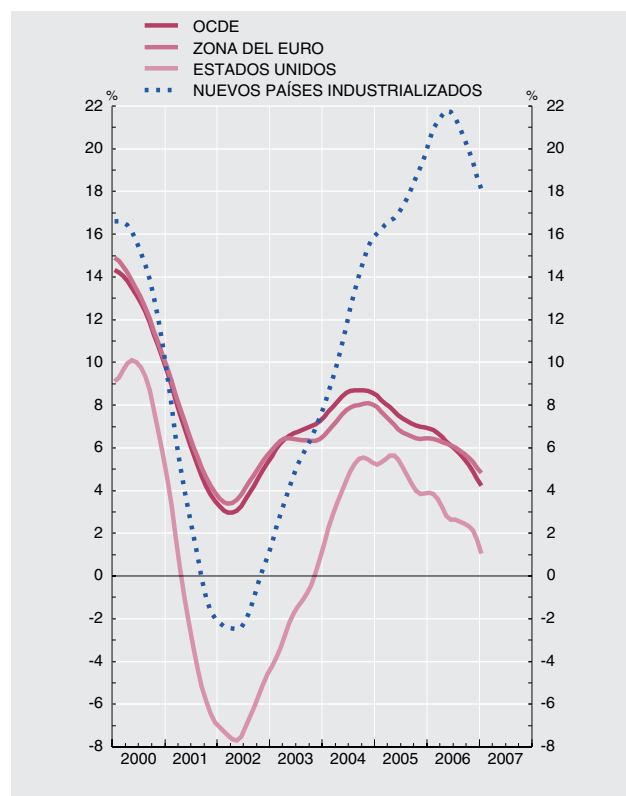
### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



### POR AREAS 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.

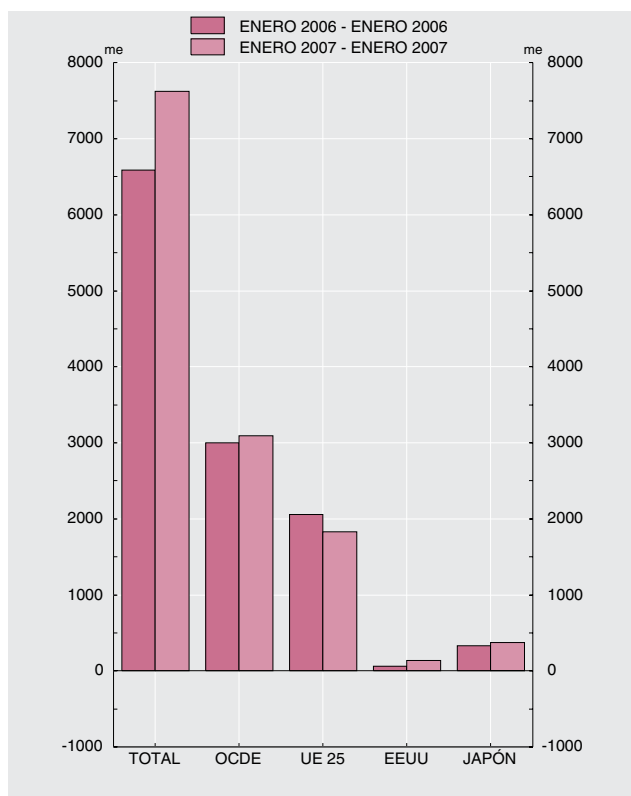
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

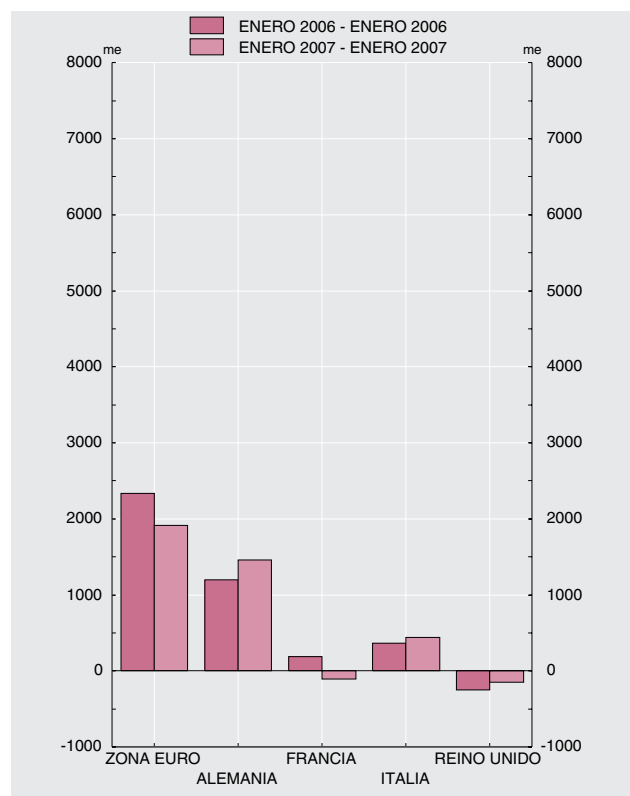
Millones de euros

	Unión Europea (UE 25)									OCDE					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
	Total mundial	Unión Europea (UE 15)								Reino Unido	Resto UE 15	Del cual:					
		Total	Zona del euro						Estados Unidos de América			Japón					
			Total	Del cual:													
				Alemania	Francia	Italia											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
<b>01</b>	-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		
<b>02</b>	-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		
<b>03</b>	-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		
<b>04</b>	-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		
<b>05</b>	-77 950	-30 553	-29 889	-29 596	-16 749	-3 112	-6 938	-210	-82	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-3 411		
<b>06</b>	-89 687	-32 186	-30 570	-31 216	-18 442	-1 409	-6 722	661	-15	-43 791	-978	-4 494	-17 857	-3 092	-4 585		
<b>06 E-E</b>	-6 584	-2 113	-2 057	-2 336	-1 197	-189	-363	252	28	-3 001	-63	-330	-1 386	-170	-432		
<b>07 E-E</b>	-7 624	-2 214	-1 825	-1 918	-1 456	112	-438	150	-57	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-354		
<b>06 Ene</b>	-6 584	-2 113	-2 057	-2 336	-1 197	-189	-363	252	28	-3 001	-63	-330	-1 386	-170	-432		
<i>Feb</i>	-6 504	-2 087	-1 904	-2 097	-1 593	195	-583	251	-59	-3 106	-140	-365	-1 288	-179	-310		
<i>Mar</i>	-8 027	-3 066	-2 876	-2 958	-1 800	-220	-623	132	-50	-4 208	-146	-413	-1 641	-302	-339		
<i>Abr</i>	-6 884	-2 729	-2 571	-2 495	-1 394	-177	-461	-138	62	-3 386	-179	-307	-1 479	-162	-286		
<i>May</i>	-7 528	-2 591	-2 356	-2 382	-1 692	-21	-417	-46	71	-3 450	32	-432	-1 404	-372	-441		
<i>Jun</i>	-7 685	-3 060	-2 923	-3 136	-1 594	-597	-475	194	19	-4 015	28	-421	-1 560	-207	-476		
<i>Jul</i>	-7 177	-2 676	-2 675	-2 716	-1 563	-101	-680	-19	60	-3 540	-209	-336	-1 549	-118	-359		
<i>Ago</i>	-8 078	-2 856	-2 773	-2 708	-1 491	-165	-483	-68	3	-3 752	2	-326	-1 716	-123	-301		
<i>Sep</i>	-7 647	-2 359	-2 256	-2 251	-1 396	-83	-460	-5	-0	-3 437	-43	-372	-1 476	-429	-322		
<i>Oct</i>	-8 402	-2 612	-2 481	-2 582	-1 597	93	-672	97	4	-3 939	-95	-455	-1 601	-582	-439		
<i>Nov</i>	-8 775	-3 075	-2 890	-2 844	-1 642	65	-898	87	-134	-4 392	-202	-375	-1 336	-531	-476		
<i>Dic</i>	-6 396	-2 961	-2 807	-2 709	-1 483	-209	-606	-78	-20	-3 565	37	-361	-1 422	84	-405		
<b>07 Ene</b>	-7 624	-2 214	-1 825	-1 918	-1 456	112	-438	150	-57	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-354		

**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.

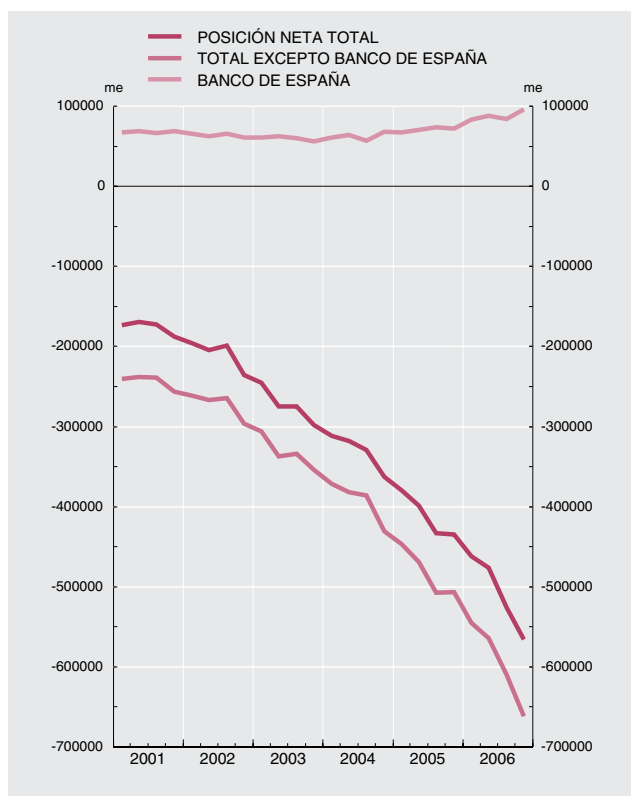
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

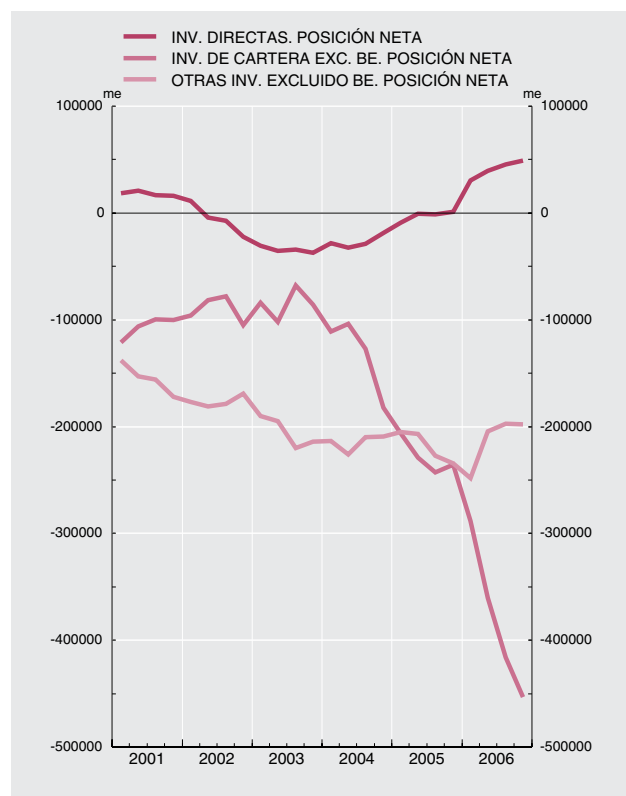
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
																1= 2+13
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	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	R -236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	...	60,6	38,4	22,7	-0,4
03 I/IV	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04 I	-311,3	-371,9	-28,1	242,1	270,2	-130,2	332,8	463,0	-213,6	210,9	424,4	...	60,5	17,6	23,1	19,9
II	-317,7	-381,9	-32,4	247,6	280,0	-123,4	347,9	471,3	-226,1	222,1	448,2	...	64,2	16,2	27,9	20,0
III	-329,0	-385,8	-28,6	254,2	282,9	-147,2	344,4	491,5	-210,0	229,7	439,7	...	56,8	15,9	20,5	20,4
IV	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05 I	-379,4	-446,7	-8,9	287,1	296,0	-232,7	366,5	599,2	-205,0	240,3	445,3	...	67,3	13,3	25,2	28,8
II	-398,5	-468,9	-0,7	298,0	298,7	-261,4	390,8	652,2	-206,8	256,5	463,2	...	70,4	13,7	22,0	34,7
III	-433,4	-507,3	-1,0	302,0	303,0	-278,9	417,7	696,6	-227,4	255,9	483,3	...	74,0	14,0	21,2	38,7
IV	-434,6	-506,8	1,3	316,1	314,9	-273,6	454,7	728,4	-234,4	270,1	504,5	...	72,2	14,6	17,1	40,5
06 I	-461,8	-544,8	30,3	349,6	319,4	-327,1	476,7	803,8	-248,0	286,4	534,5	...	83,0	15,4	26,8	40,8
II	-476,6	-564,4	39,5	362,8	323,3	-399,1	444,4	843,5	-204,7	301,6	506,3	...	87,8	14,6	32,2	41,0
III	-525,6	-609,4	45,8	377,8	332,0	-458,0	448,8	906,8	-197,2	316,6	513,8	...	83,8	15,0	25,4	43,4
IV	-565,4	-661,4	49,1	385,7	336,6	-504,0	460,5	964,5	-197,8	330,0	527,8	-8,8	96,0	14,7	29,4	52,0

### 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.

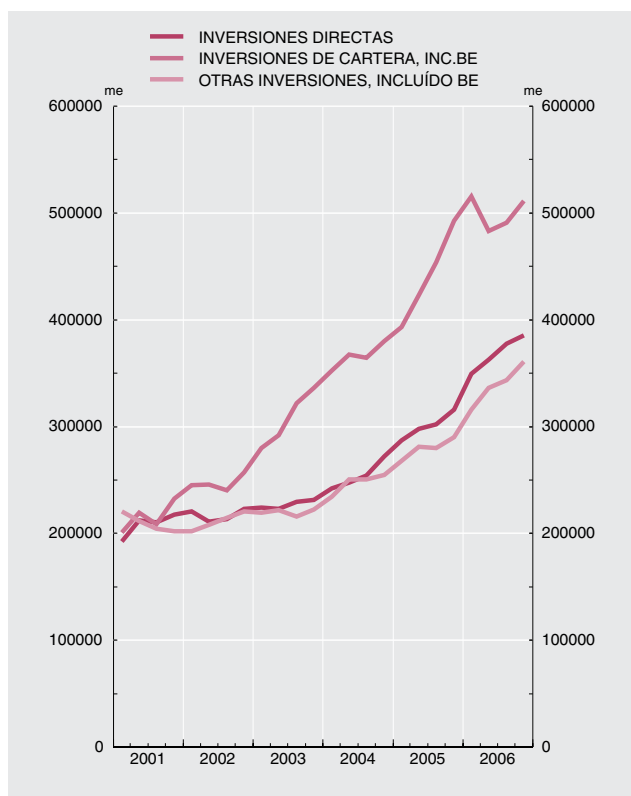
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

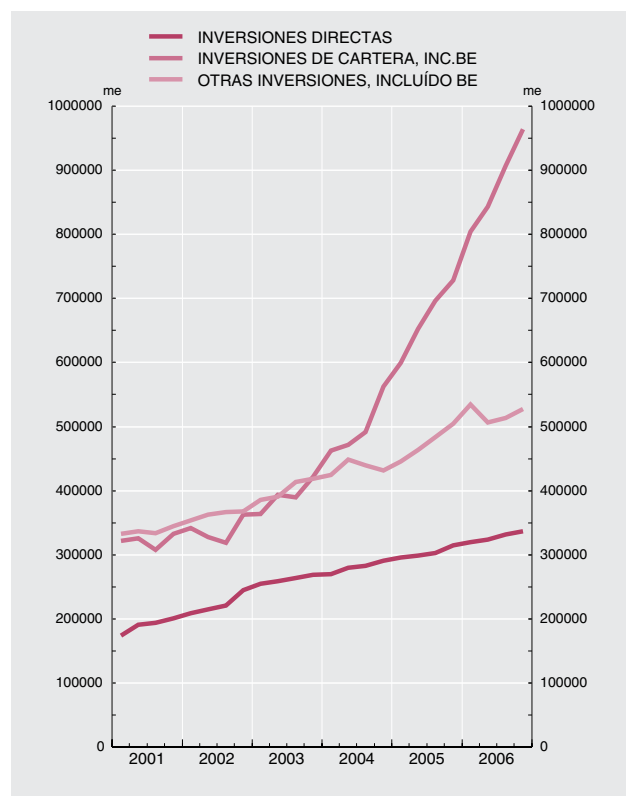
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>98</b>	57 849	5 690	90 760	17 284	20 250	52 876	116 698	92 841	162 001	193 708	...	...
<b>99</b>	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489	...	...
<b>00</b>	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
<b>01</b>	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
<b>02</b>	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	...	...
<b>03</b> / IV	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	...	...
<b>04</b> / I	225 194	16 878	208 256	61 931	70 575	281 731	153 501	309 500	234 370	424 483	...	...
II	230 136	17 465	214 813	65 228	75 271	292 225	149 108	322 159	250 458	448 162	...	...
III	234 813	19 406	218 183	64 681	71 014	293 161	150 702	340 847	250 801	439 721	...	...
IV	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	...	...
<b>05</b> / I	267 443	19 623	225 155	70 858	79 829	313 130	184 793	414 446	267 818	445 298	...	...
II	278 521	19 467	229 158	69 524	83 676	339 219	178 505	473 689	281 118	463 313	...	...
III	281 575	20 399	229 623	73 393	93 654	360 155	204 334	492 258	279 750	483 331	...	...
IV	295 784	20 350	239 162	75 708	104 157	388 472	197 347	531 022	289 875	504 603	...	...
<b>06</b> / I	328 670	20 964	239 208	80 169	119 446	395 944	214 645	589 132	315 860	534 939	...	...
II	339 413	23 360	244 813	78 492	122 057	361 144	206 547	636 929	336 205	506 560	...	...
III	355 680	22 080	247 851	84 156	127 331	363 400	232 506	674 323	343 671	513 930	...	...
IV	362 254	23 448	250 908	85 671	137 941	373 083	245 678	718 840	361 030	527 972	32 423	41 204

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

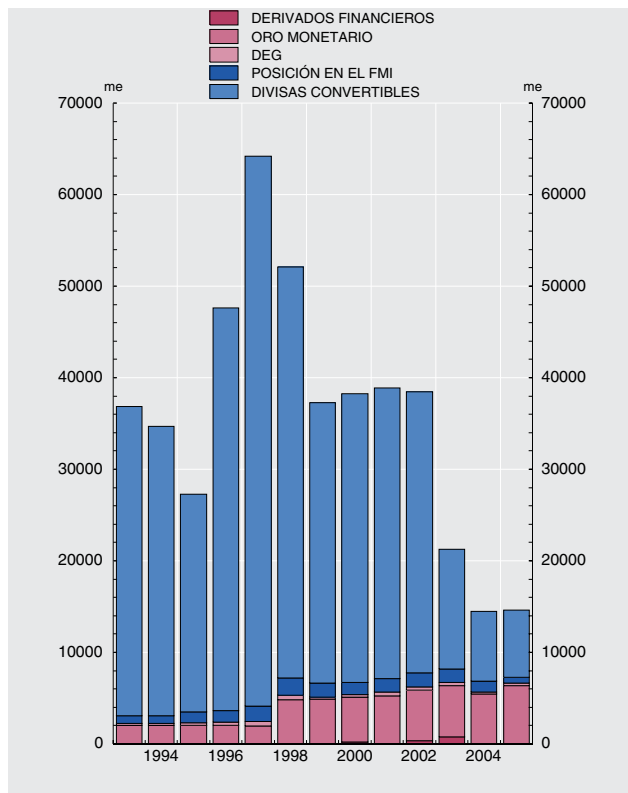
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

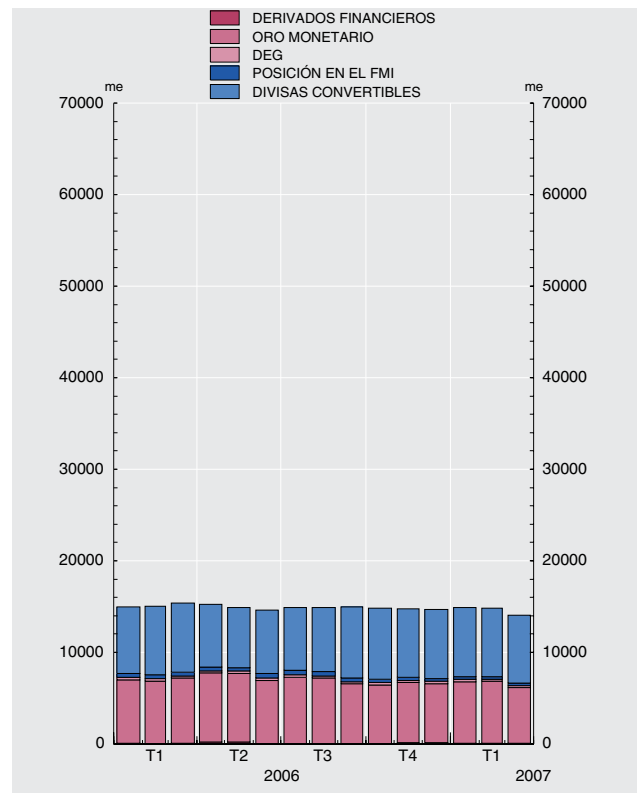
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>							
Oct	13 893	6 894	820	275	5 959	-55	15,2
Nov	14 694	7 423	825	281	6 238	-72	14,8
Dic	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>							
Ene	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7
Feb	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7
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
Jul	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
Ago	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
Sep	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
Oct	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
Nov	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
Dic	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>							
Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1

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.dsb.imf.org/guide.htm>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

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

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumen- tos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>03 /</b>	696 382	182 122	2 075	710	166 863	12 474	-	332 276	315	165 842	43 626	122 493
<b>  II</b>	716 455	185 291	2 963	267	169 875	12 185	-	344 968	323	170 814	50 093	123 739
<b>  III</b>	744 144	177 307	3 290	1 780	160 058	12 179	-	367 992	353	183 340	54 498	129 801
<b>  IV</b>	775 767	174 827	4 312	335	157 552	12 628	-	379 423	326	187 752	61 652	129 693
<b>04 /</b>	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485
<b>  II</b>	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676
<b>  III</b>	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
<b>  IV</b>	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
<b>05 /</b>	957 990	204 752	2 513	1 024	183 038	18 177	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
<b>  II</b>	1 038 003	213 855	2 110	437	194 059	17 249	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
<b>  III</b>	1 080 276	213 285	3 088	1 424	191 719	17 054	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
<b>  IV</b>	1 144 330	213 328	2 465	65	192 798	18 001	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
<b>06 /</b>	1 237 217	213 993	4 628	11	191 300	18 053	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
<b>  II</b>	1 257 151	213 254	3 620	345	191 381	17 908	-	582 635	2 186	268 475	210 530	101 443
<b>  III</b>	1 305 844	214 087	6 130	1 469	188 509	17 979	-	602 348	5 274	267 202	225 648	104 224
<b>  IV</b>	1 368 209	215 444	4 836	662	191 871	18 074	-	622 714	6 252	275 234	235 989	105 238

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

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo			Total	Frente a:		
		Depósitos		Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Otros pasivos	Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>03 /</b>	798	798	117 787	2 678	19 084	123	31 964	62 955	446	537	63 399	32 831	30 568
<b>  II</b>	870	870	119 491	2 497	17 701	167	34 248	63 864	437	576	65 836	33 091	32 745
<b>  III</b>	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128
<b>  IV</b>	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947
<b>04 /</b>	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088
<b>  II</b>	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075
<b>  III</b>	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331
<b>  IV</b>	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307
<b>05 /</b>	0	0	194 492	4 274	20 617	787	98 620	69 001	406	788	98 246	39 381	58 865
<b>  II</b>	71	71	232 819	3 839	19 952	1 569	133 425	72 848	398	788	101 001	41 375	59 626
<b>  III</b>	42	42	244 383	3 401	19 325	1 636	142 923	76 086	365	646	104 688	42 508	62 180
<b>  IV</b>	126	126	273 280	3 380	17 976	996	166 941	83 095	364	527	108 705	43 490	65 215
<b>06 /</b>	462	462	320 094	2 905	19 066	408	195 663	101 185	360	508	113 146	46 809	66 337
<b>  II</b>	291	291	347 310	4 283	17 909	330	224 929	99 010	352	497	113 662	48 078	65 584
<b>  III</b>	158	158	371 659	4 641	21 660	830	244 120	99 573	350	484	117 592	51 286	66 306
<b>  IV</b>	154	154	408 499	4 786	22 354	694	275 105	104 736	341	484	121 397	52 815	68 582

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas								Certificados de deuda
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)					
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 Oct</b>	380 847	291 327	89 999	-405	-7	61	128 227 409	534 411	7 149	315 263	1 112	2 194	151 245	-		
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 Ene</b>	408 320	316 136	91 835	318	2	109	81 250 562	552 874	12 261	325 172	10 599	3 581	154 177	-		
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	-		
Jul	449 416	329 739	120 000	-405	-1	359	276 280 132	585 320	34 646	327 983	-11 851	1 783	167 501	-		
Ago	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53 267 906	589 612	23 289	327 310	-17 685	3 046	165 915	-		
Sep	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162 254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-		
Oct	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92 261 353	591 532	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-		
Nov	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43 252 396	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-		
Dic	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93 261 057	616 005	4 996	326 659	-33 285	5 152	175 819	-		
<b>07 Ene</b>	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171 257 241	610 602	13 826	323 822	-43 365	3 374	175 024	49		
Feb	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119 236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-		
Mar	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597 234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-		

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas										Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros							
	Operac. principales de financ. (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto					
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	16	17			
<b>05 Oct</b>	27 830	25 082	2 762	-8	-5	-	1 28 243	74 576	7 007	20 359	-32 981	-16 551	-14 554	-1 997	16 138	-			
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 Ene</b>	29 043	26 427	2 614	5	-0	-	3 28 602	78 458	5 881	20 570	-35 167	-14 818	-13 117	-1 701	15 259	-			
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	2 964	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	-			
Jul	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37 38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-			
Ago	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	- 35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-			
Sep	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	0 30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-			
Oct	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0 30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-			
Nov	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0 29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-			
Dic	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0 26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-			
<b>07 Ene</b>	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0 25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-			
Feb	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0 25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-			
Mar	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274 22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-			

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

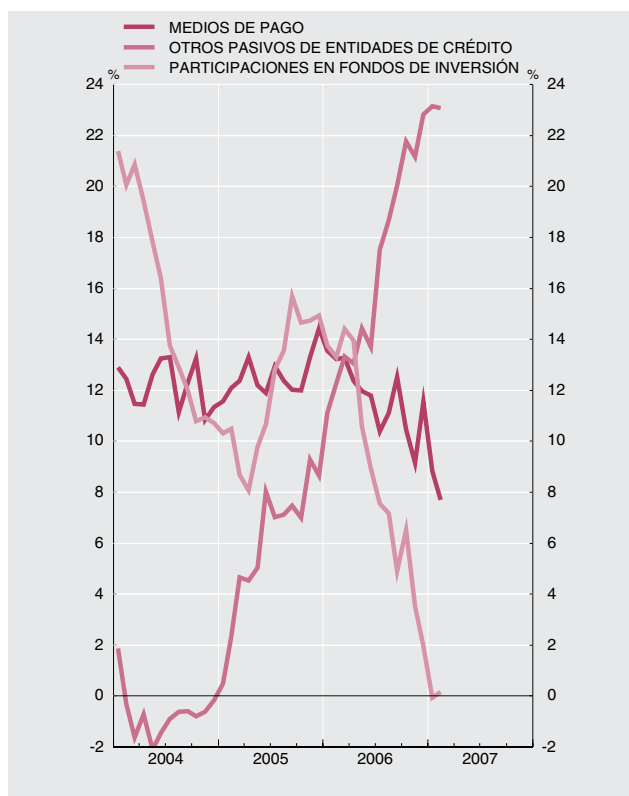
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

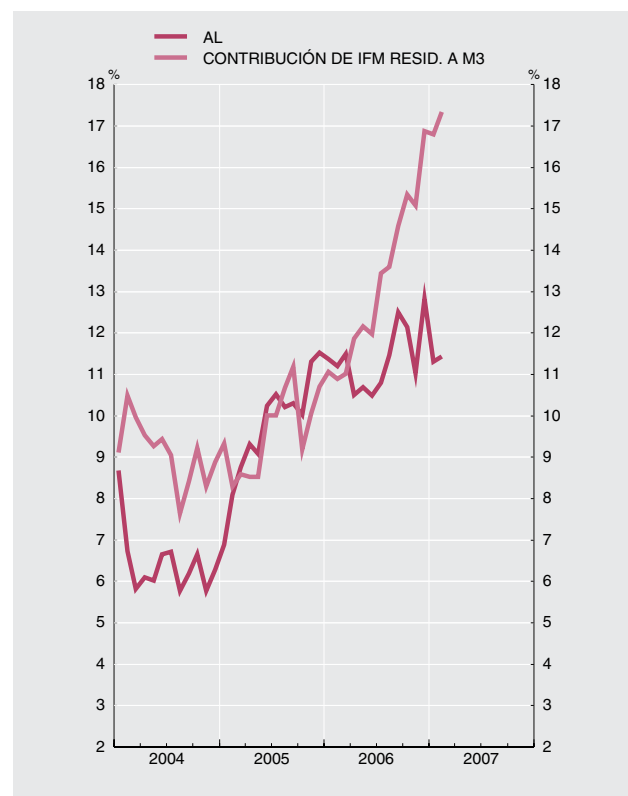
Millones de euros y porcentajes

	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		AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>04</b>	401 569	11,3	19,7	9,5	277 903	-0,2	8,4	-28,4	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,3	8,9
<b>05</b>	459 550	14,4	16,1	14,0	301 935	8,6	10,5	-0,6	5,7	221 306	14,9	7,7	22,6	11,5	10,7
<b>06</b>	512 617	11,5	9,9	11,9	370 849	22,8	22,8	29,5	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	16,9
<b>05</b>															
<i>Nov</i>	445 414	13,3	16,7	12,5	295 972	9,3	10,2	4,2	8,0	219 119	14,7	9,0	20,8	11,3	10,1
<i>Dic</i>	459 550	14,4	16,1	14,0	301 935	8,6	10,5	-0,6	5,7	221 306	14,9	7,7	22,6	11,5	10,7
<b>06</b>															
<i>Ene</i>	450 575	13,5	15,7	13,0	306 659	11,1	10,6	15,9	4,7	221 664	13,8	3,4	24,6	11,4	11,1
<i>Feb</i>	455 677	13,2	15,9	12,6	311 315	12,3	11,1	20,3	9,3	224 802	13,3	0,1	26,8	11,2	10,9
<i>Mar</i>	463 123	13,3	16,4	12,6	318 017	13,3	12,9	21,9	-7,6	228 057	14,4	-1,0	29,9	11,5	11,0
<i>Abr</i>	463 170	12,4	15,6	11,6	317 847	13,1	12,8	17,5	1,4	228 294	14,0	-4,1	32,5	10,5	11,9
<i>May</i>	466 598	12,0	14,9	11,3	322 067	14,4	13,5	23,8	0,7	225 687	10,6	-4,8	26,3	10,7	12,2
<i>Jun</i>	486 718	11,8	14,4	11,2	327 555	13,7	13,9	20,5	-10,3	225 521	8,9	-3,8	22,0	10,5	12,0
<i>Jul</i>	486 852	10,4	12,7	9,9	334 972	17,5	16,7	29,6	-4,1	226 736	7,5	-5,6	20,9	10,8	13,4
<i>Ago</i>	476 857	11,1	12,4	10,8	343 224	18,7	17,7	31,6	-3,3	228 725	7,2	-6,5	21,2	11,5	13,6
<i>Sep</i>	490 567	12,5	11,4	12,8	346 353	20,0	19,3	33,2	-5,5	227 577	4,9	-7,7	17,4	12,5	14,6
<i>Oct</i>	481 540	10,5	10,5	10,4	351 223	21,8	20,5	36,6	1,2	230 452	6,5	-6,9	19,7	12,1	15,3
<i>Nov</i>	486 157	9,1	10,6	8,8	358 606	21,2	21,4	27,2	-3,5	226 858	3,5	-9,2	15,7	11,0	15,1
<i>Dic</i>	512 617	11,5	9,9	11,9	370 849	22,8	22,8	29,5	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	16,9
<b>07</b>															
<i>Ene</i>	P 490 377	8,8	9,0	8,8	377 670	23,2	26,0	15,1	-4,0	221 538	-0,1	-13,1	11,3	11,3	16,8
<i>Feb</i>	P 490 767	7,7	8,2	7,6	383 139	23,1	26,6	10,9	-4,1	225 171	0,2	-7,7	6,6	11,4	17,3

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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



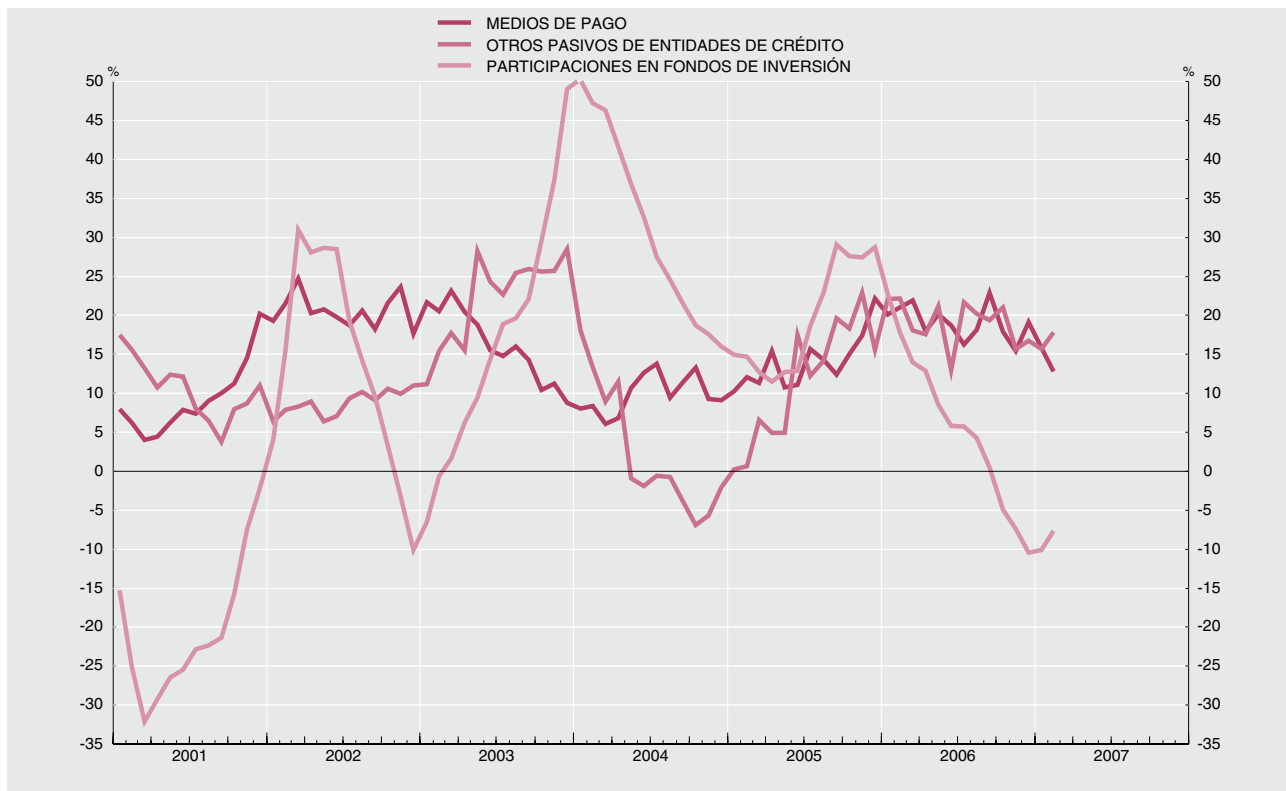
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>04</b>	93 247	9,1	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5
<b>05</b>	113 928	22,2	72 124	15,6	30,5	0,3	30 552	28,7	14,8	42,8
<b>06</b>	135 676	19,1	84 188	16,7	17,4	15,8	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>05 Nov</b>	107 982	17,4	69 236	22,9	32,6	11,8	29 697	27,4	14,9	40,4
<b>05 Dic</b>	113 928	22,2	72 124	15,6	30,5	0,3	30 552	28,7	14,8	42,8
<b>06 Ene</b>	109 754	20,1	71 821	22,1	27,4	16,1	29 864	22,7	10,1	35,1
<b>06 Feb</b>	113 575	21,0	71 402	22,2	25,7	17,9	29 547	17,8	4,5	30,3
<b>06 Mar</b>	116 620	21,9	72 547	18,0	23,9	11,4	29 133	13,9	1,0	25,5
<b>06 Abr</b>	114 918	18,0	71 429	17,6	24,4	9,4	29 114	12,9	-3,6	28,3
<b>06 May</b>	117 318	20,1	72 331	21,1	19,1	24,1	28 628	8,6	-6,0	22,3
<b>06 Jun</b>	123 650	18,7	73 355	13,0	12,7	13,5	28 369	5,8	-7,5	18,6
<b>06 Jul</b>	122 855	16,2	74 812	21,7	21,1	22,5	29 187	5,8	-6,7	17,5
<b>06 Ago</b>	119 085	18,1	78 203	20,2	21,8	18,0	29 404	4,3	-8,0	15,7
<b>06 Sep</b>	126 645	22,9	79 044	19,4	24,3	13,1	29 075	0,5	-10,0	9,8
<b>06 Oct</b>	121 704	17,9	78 751	21,0	22,0	19,7	27 657	-4,9	-13,0	2,2
<b>06 Nov</b>	124 657	15,4	80 087	15,7	19,5	10,4	27 496	-7,4	-13,6	-2,1
<b>06 Dic</b>	135 676	19,1	84 188	16,7	17,4	15,8	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>07 Ene</b> P	127 148	15,8	83 113	15,7	24,5	4,7	26 855	-10,1	-18,2	-3,6
<b>07 Feb</b> P	128 152	12,8	84 119	17,8	28,2	4,7	27 295	-7,6	-11,3	-4,9

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

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

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

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

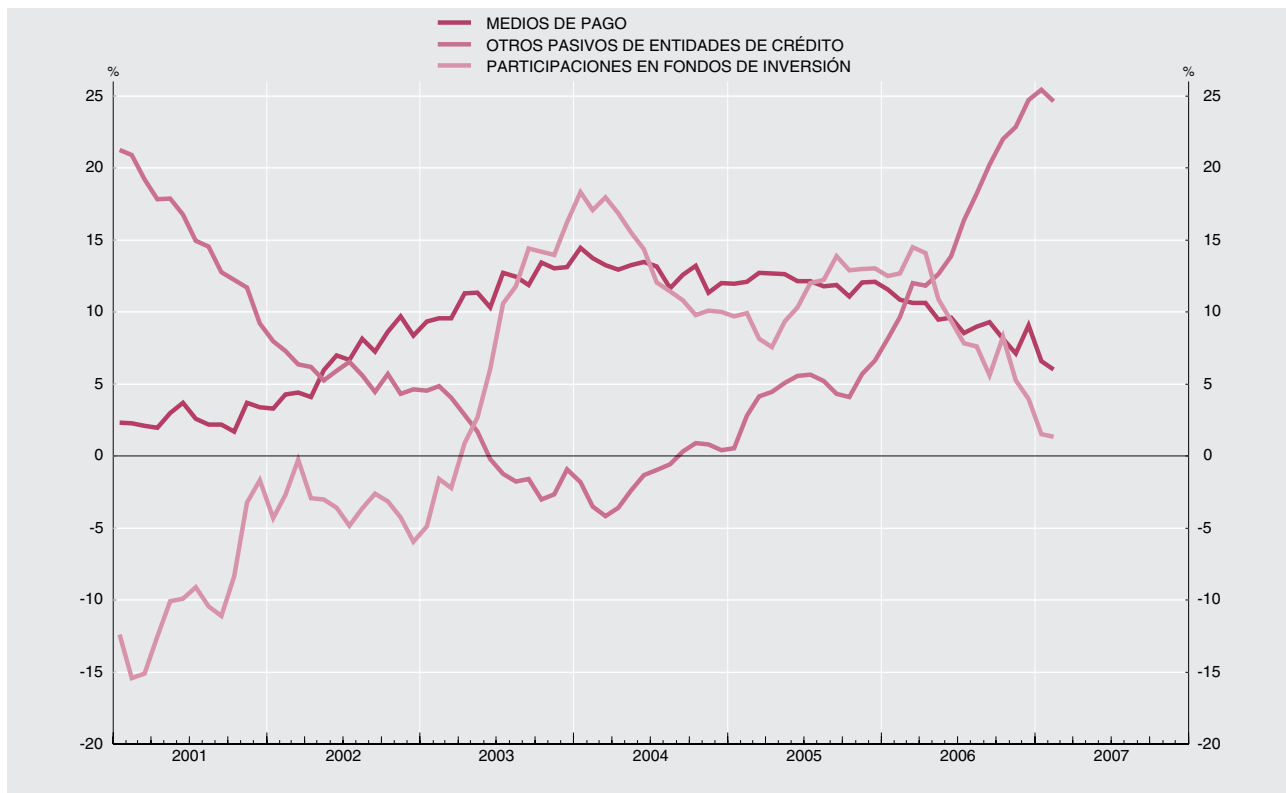
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	308 322	12,0	20,4	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05</b>	345 622	12,1	15,2	11,2	229 811	6,6	7,3	1,4	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06</b>	376 941	9,1	10,1	8,8	286 661	24,7	23,8	32,6	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>05 Nov</b>	337 432	12,0	15,9	11,0	226 735	5,7	6,7	-2,5	189 422	13,0	8,2	18,1
<b>Dic</b>	345 622	12,1	15,2	11,2	229 811	6,6	7,3	1,4	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06 Ene</b>	340 821	11,6	14,9	10,6	234 838	8,1	7,9	10,1	191 800	12,5	2,4	23,1
<b>Feb</b>	342 102	10,9	15,2	9,6	239 913	9,6	8,7	17,7	195 255	12,7	-0,4	26,3
<b>Mar</b>	346 503	10,6	15,8	9,2	245 470	12,0	11,1	19,1	198 924	14,5	-1,3	30,6
<b>Abr</b>	348 252	10,6	15,1	9,3	246 418	11,8	10,9	19,4	199 181	14,1	-4,2	33,2
<b>May</b>	349 279	9,5	14,5	8,0	249 735	12,6	12,5	13,5	197 059	10,9	-4,6	26,9
<b>Jun</b>	363 068	9,6	14,1	8,3	254 200	13,9	14,2	11,8	197 152	9,4	-3,3	22,5
<b>Jul</b>	363 997	8,5	12,4	7,4	260 160	16,4	16,0	19,8	197 549	7,8	-5,4	21,4
<b>Ago</b>	357 772	9,0	12,2	8,0	265 021	18,2	17,0	29,0	199 321	7,6	-6,3	22,1
<b>Sep</b>	363 922	9,3	11,3	8,7	267 310	20,2	18,3	37,7	198 501	5,6	-7,4	18,7
<b>Oct</b>	359 836	8,1	10,4	7,5	272 472	22,0	20,2	38,4	202 795	8,3	-6,0	22,6
<b>Nov</b>	361 500	7,1	10,7	6,1	278 519	22,8	21,8	31,9	199 363	5,2	-8,6	18,6
<b>Dic</b>	376 941	9,1	10,1	8,8	286 661	24,7	23,8	32,6	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07 Ene</b>	P 363 230	6,6	9,2	5,8	294 557	25,4	26,2	18,9	194 683	1,5	-12,4	13,7
<b>Feb</b>	P 362 615	6,0	8,4	5,3	299 020	24,6	26,3	11,5	197 876	1,3	-7,2	8,4

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

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

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

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

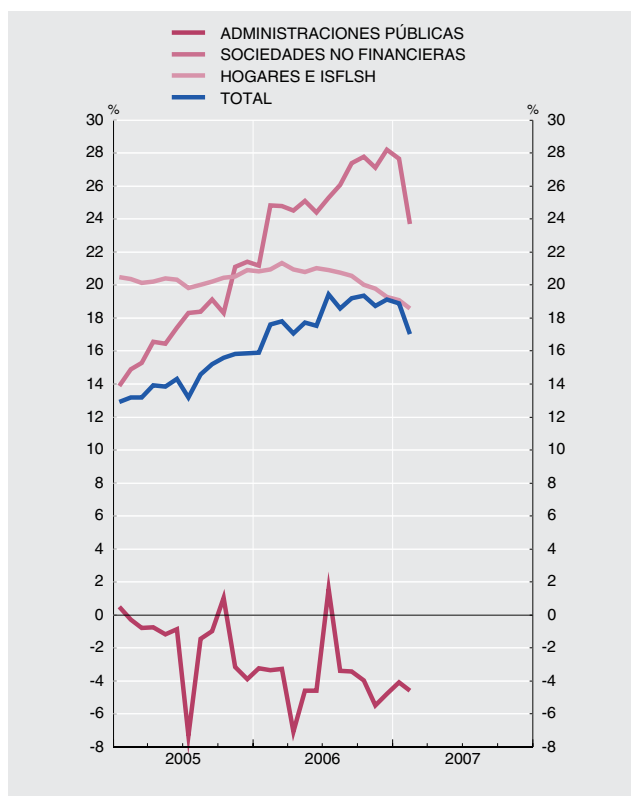
### 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

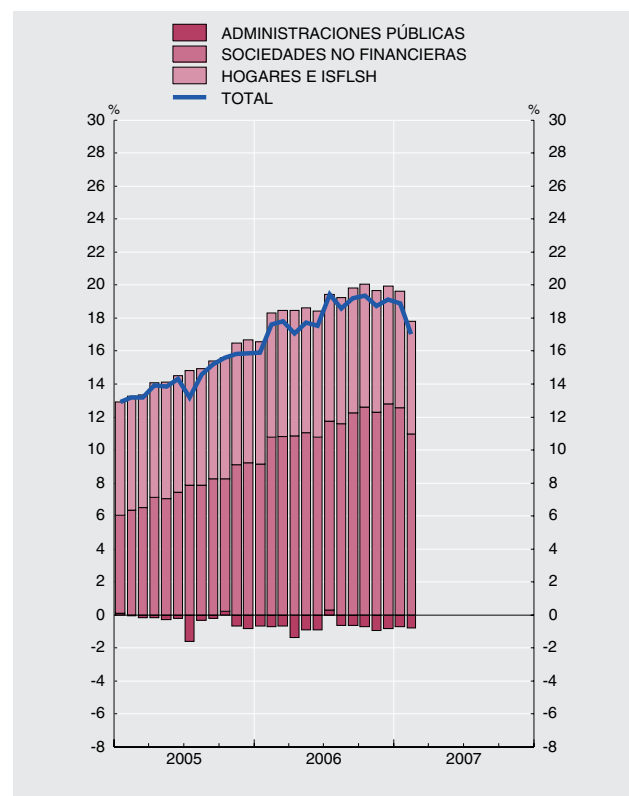
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>04</b>	1 510 072	165 523	12,4	-0,2	16,3	13,2	20,2	19,1	-1,2	3,5	-0,0	12,4	5,6	6,8	12,0	-0,0	0,4
<b>05</b>	1 756 681	239 368	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	15,2	0,2	1,3
<b>06</b>	2 094 737	335 733	19,1	-4,8	24,2	28,2	19,3	24,4	135,1	15,7	-0,8	20,0	12,8	7,2	17,1	1,0	1,8
<b>05 Nov</b>	1 720 893	34 949	15,8	-3,2	20,8	21,1	20,5	22,4	19,9	12,4	-0,7	16,5	9,1	7,4	14,8	0,1	1,5
<b>05 Dic</b>	1 756 681	34 006	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	15,2	0,2	1,3
<b>06 Ene</b>	1 777 540	22 425	15,9	-3,2	21,0	21,2	20,8	22,6	22,7	11,8	-0,7	16,6	9,1	7,4	15,0	0,2	1,4
<b>06 Feb</b>	1 813 712	36 278	17,6	-3,3	23,1	24,8	21,0	22,9	74,9	20,9	-0,7	18,3	10,8	7,5	15,3	0,6	2,5
<b>06 Mar</b>	1 846 983	30 578	17,8	-3,3	23,2	24,8	21,3	23,3	73,7	19,4	-0,7	18,5	10,8	7,7	15,6	0,6	2,3
<b>06 Abr</b>	1 882 026	3 391	17,1	-7,1	22,9	24,5	20,9	23,3	69,2	17,9	-1,4	18,4	10,8	7,6	15,8	0,5	2,2
<b>06 May</b>	1 882 337	31 830	17,7	-4,6	23,1	25,1	20,8	23,3	78,9	18,5	-0,9	18,6	11,0	7,6	15,8	0,6	2,2
<b>06 Jun</b>	1 928 516	44 730	17,5	-4,6	22,9	24,4	21,0	23,2	94,3	16,0	-0,9	18,4	10,8	7,7	15,8	0,8	1,9
<b>06 Jul</b>	1 963 412	34 663	19,4	1,6	23,3	25,3	20,9	23,5	112,3	16,4	0,3	19,1	11,4	7,7	16,3	0,9	2,0
<b>06 Ago</b>	1 968 264	5 475	18,6	-3,4	23,7	26,0	20,8	24,0	112,6	16,2	-0,6	19,2	11,6	7,6	16,4	0,9	1,9
<b>06 Sep</b>	1 998 296	33 161	19,2	-3,4	24,3	27,4	20,6	24,4	123,3	17,2	-0,6	19,8	12,3	7,6	16,9	0,9	2,0
<b>06 Oct</b>	2 012 635	14 317	19,3	-4,0	24,3	27,8	20,0	24,2	132,5	17,7	-0,7	20,0	12,6	7,4	17,0	1,0	2,1
<b>06 Nov</b>	2 045 763	31 304	18,7	-5,5	23,8	27,1	19,8	24,6	131,0	12,4	-1,0	19,7	12,3	7,4	17,2	1,0	1,5
<b>06 Dic</b>	2 094 737	47 581	19,1	-4,8	24,2	28,2	19,3	24,4	135,1	15,7	-0,8	20,0	12,8	7,2	17,1	1,0	1,8
<b>07 Ene</b>	P 2 117 862	22 613	18,9	-4,1	23,8	27,6	19,1	24,3	132,0	13,8	-0,7	19,6	12,6	7,1	17,0	1,0	1,6
<b>07 Feb</b>	P 2 127 069	9 249	17,0	-4,6	21,4	23,7	18,6	23,7	61,5	5,2	-0,8	17,8	11,0	6,8	16,5	0,7	0,6

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

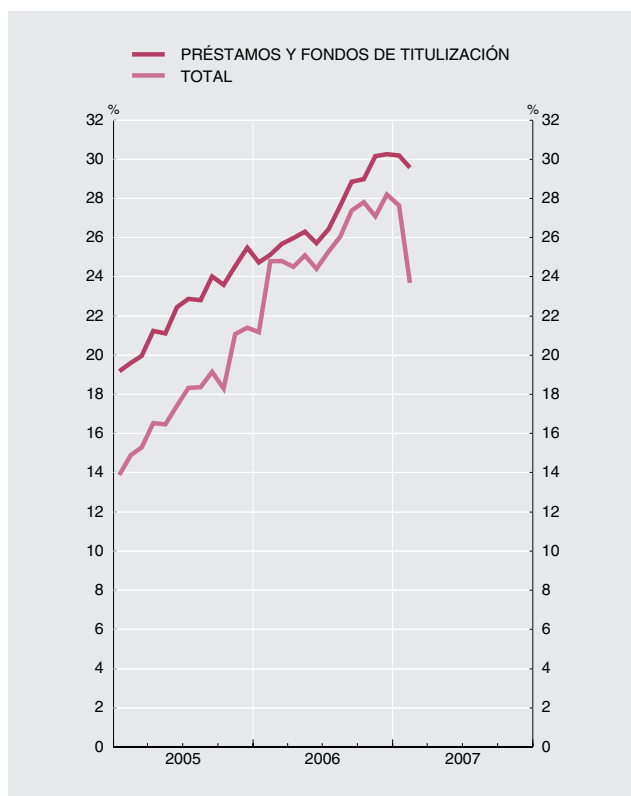
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

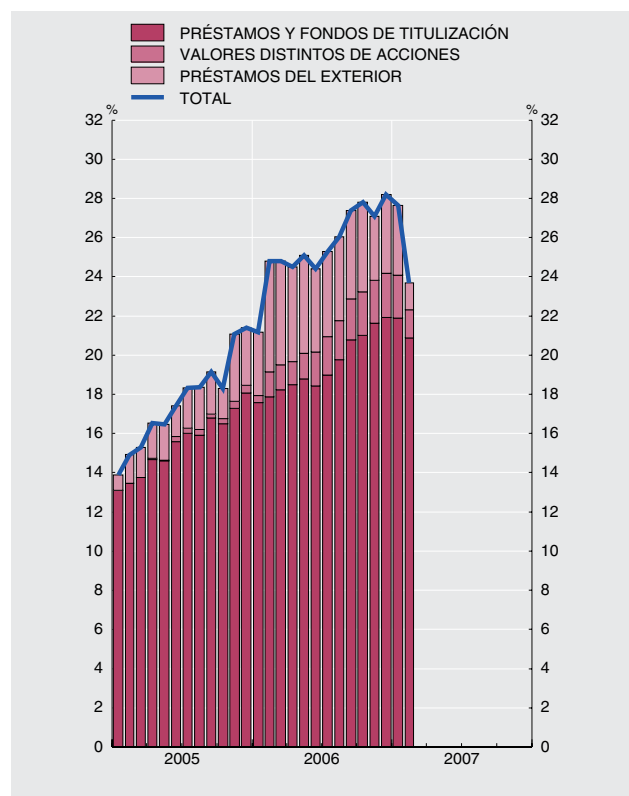
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total		
														del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>04</b>	650 617	75 420	13,2	461 109	17,8	12,2	10 678	-	-1,2	-0,0	178 830	3,4	1,0	15 538
<b>05</b>	797 475	139 234	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 038	10,7	2,9	5 581
<b>06</b>	1 025 234	224 912	28,2	752 624	30,2	21,9	31 045	18 844	135,1	2,2	241 565	15,6	4,0	3 412
<b>05 Nov</b>	781 194	16 683	21,1	560 707	24,5	17,3	13 036	1 894	19,9	0,3	207 451	12,4	3,5	6 072
<b>05 Dic</b>	797 475	14 446	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 038	10,7	2,9	5 581
<b>06 Ene</b>	807 006	11 085	21,2	585 117	24,7	17,6	13 387	2 633	22,7	0,4	208 502	11,8	3,2	5 414
<b>06 Feb</b>	840 225	33 319	24,8	593 351	25,1	17,9	19 929	8 824	74,9	1,3	226 946	20,9	5,7	5 362
<b>06 Mar</b>	857 382	14 429	24,8	607 648	25,7	18,2	20 428	9 153	73,7	1,3	229 307	19,4	5,3	5 041
<b>06 Abr</b>	874 149	17 095	24,5	624 493	26,0	18,5	20 416	9 159	69,2	1,2	229 240	17,9	4,8	4 807
<b>06 May</b>	884 148	9 500	25,1	632 774	26,3	18,8	20 958	9 776	78,9	1,3	230 416	18,5	5,0	4 640
<b>06 Jun</b>	904 219	18 552	24,4	651 356	25,7	18,4	25 737	14 185	94,3	1,7	227 126	16,0	4,2	4 569
<b>06 Jul</b>	935 078	30 600	25,3	674 356	26,4	19,0	27 634	15 591	112,3	2,0	233 088	16,4	4,3	4 416
<b>06 Ago</b>	934 571	76	26,0	674 005	27,6	19,8	27 551	15 792	112,6	2,0	233 015	16,1	4,3	4 327
<b>06 Sep</b>	957 771	26 253	27,4	696 642	28,8	20,8	28 436	16 693	123,3	2,1	232 693	17,1	4,5	4 228
<b>06 Oct</b>	977 852	20 035	27,8	713 127	29,0	21,0	29 674	17 561	132,5	2,2	235 051	17,6	4,6	3 826
<b>06 Nov</b>	996 031	16 316	27,1	729 214	30,1	21,6	30 112	17 681	131,0	2,2	236 706	12,3	3,3	3 806
<b>06 Dic</b>	1 025 234	27 652	28,2	752 624	30,2	21,9	31 045	18 844	135,1	2,2	241 565	15,6	4,0	3 412
<b>07 Ene</b>	P 1 035 104	9 304	27,6	761 247	30,2	21,9	31 056	19 026	132,0	2,2	242 801	13,8	3,6	3 334
<b>07 Feb</b>	P 1 044 439	9 335	23,7	768 211	29,6	20,9	32 191	20 552	61,5	1,5	244 038	5,1	1,4	3 272

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.

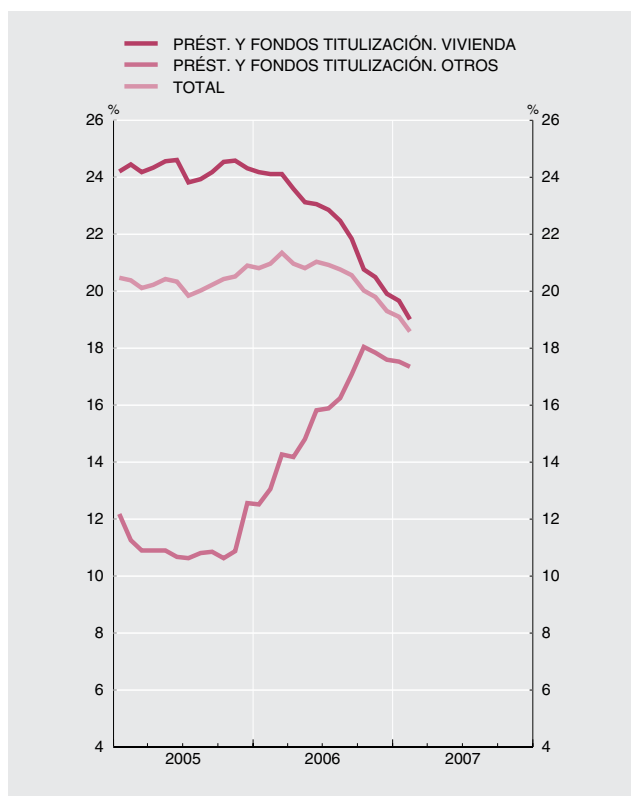
### 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

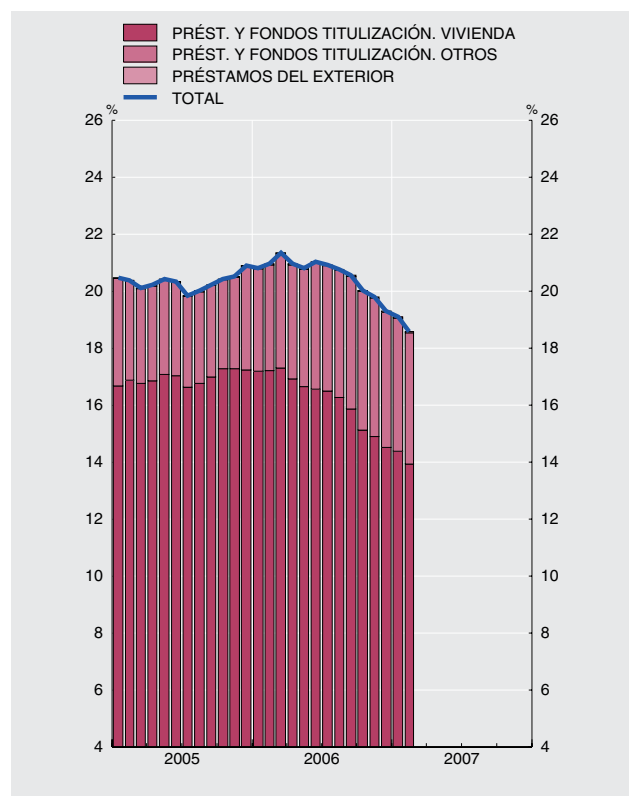
Millones de euros y porcentajes

	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 inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>04</b>	538 881	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9		861	19,3	0,0	47 873	9 802
<b>05</b>	651 071	112 573	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,4	0,0	28 527	3 030	
<b>06</b>	776 152	125 606	19,3	568 924	19,9	14,5	205 971	17,6	4,7	1 257	25,4	0,0	26 937	3 421	
<b>05 Nov</b>	641 262	14 563	20,5	466 014	24,6	17,3	174 270	10,9	3,2	978	14,4	0,0	28 976	3 174	
<b>05 Dic</b>	651 071	9 861	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,4	0,0	28 527	3 030	
<b>06 Ene</b>	657 997	6 939	20,8	481 272	24,2	17,2	175 666	12,5	3,6	1 059	20,9	0,0	28 012	2 911	
<b>06 Feb</b>	666 823	8 833	21,0	488 902	24,1	17,2	176 855	13,0	3,7	1 065	20,2	0,0	27 554	2 694	
<b>06 Mar</b>	679 899	13 112	21,3	499 125	24,1	17,3	179 699	14,3	4,0	1 075	20,5	0,0	27 159	2 581	
<b>06 Abr</b>	690 480	10 599	20,9	506 443	23,6	16,9	182 922	14,2	4,0	1 115	23,6	0,0	27 307	2 446	
<b>06 May</b>	702 020	11 558	20,8	515 316	23,1	16,6	185 569	14,8	4,1	1 135	23,9	0,0	27 234	2 292	
<b>06 Jun</b>	720 946	18 995	21,0	526 310	23,1	16,5	193 473	15,8	4,4	1 163	25,3	0,0	28 062	2 256	
<b>06 Jul</b>	728 301	7 381	20,9	534 172	22,8	16,5	192 955	15,9	4,4	1 174	24,4	0,0	26 888	2 173	
<b>06 Ago</b>	733 376	5 116	20,8	538 912	22,5	16,3	193 274	16,2	4,5	1 190	24,7	0,0	26 625	2 091	
<b>06 Sep</b>	742 532	9 232	20,6	545 322	21,8	15,9	196 009	17,1	4,6	1 202	24,1	0,0	26 192	2 216	
<b>06 Oct</b>	751 781	9 274	20,0	551 352	20,7	15,1	199 231	18,0	4,9	1 199	23,2	0,0	25 903	3 431	
<b>06 Nov</b>	767 682	15 940	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 212	23,9	0,0	26 587	3 250	
<b>06 Dic</b>	776 152	8 628	19,3	568 924	19,9	14,5	205 971	17,6	4,7	1 257	25,4	0,0	26 937	3 421	
<b>07 Ene P</b>	783 027	6 931	19,1	575 825	19,7	14,4	205 926	17,5	4,7	1 276	20,5	0,0	26 553	3 433	
<b>07 Feb P</b>	790 038	7 052	18,6	581 770	19,0	13,9	206 972	17,4	4,6	1 295	21,6	0,0	25 964	3 670	

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

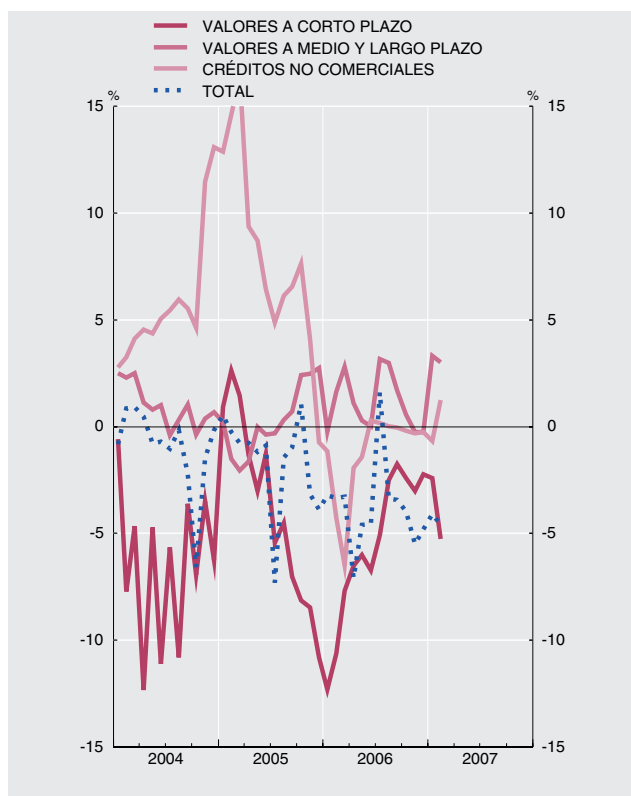
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

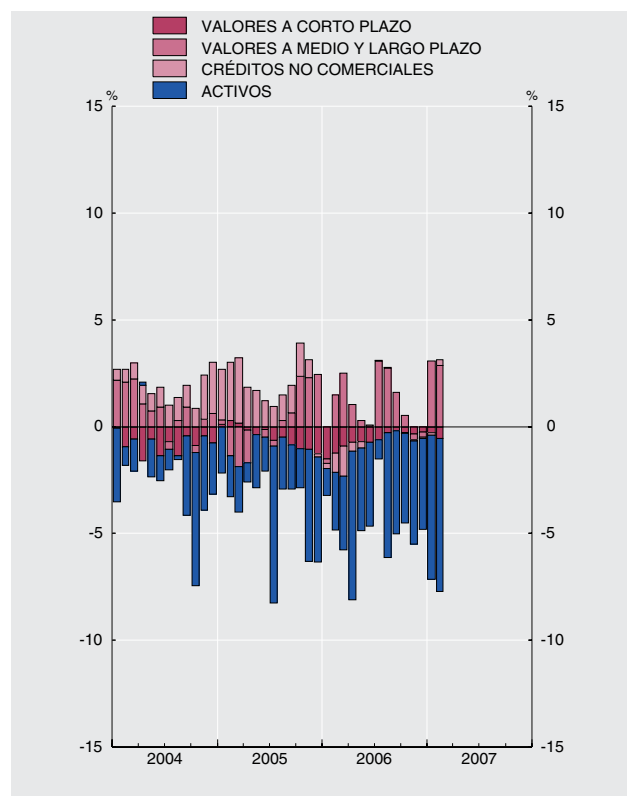
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>03</b>	321 117	2 030	0,6	-567	3 047	-4 738	1 124	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,6	1,9	-3,9	1,0	-1,5	0,4	0,8	
<b>04</b>	320 574	-543	-0,2	7 148	-2 491	1 947	7 693	-1 817	9 508	1,9	-6,2	0,7	13,1	12,1	-0,8	0,6	2,4	-2,4	
<b>05</b>	P 308 136	-12 438	-3,9	3 337	-4 042	7 866	-487	-695	16 470	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9	
<b>06</b>	P 293 351	-14 784	-4,8	-1 703	-744	-786	-173	1 780	11 301	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2	
<b>05</b>	<i>Sep</i>	P 308 540	-2 257	-1,0	6 821	1 756	5 105	-40	117	8 960	0,9	-7,0	0,7	6,5	8,3	-0,9	0,7	1,3	-2,1
	<i>Oct</i>	P 294 734	-13 806	1,1	-2 350	-1 796	-824	269	-529	11 985	2,2	-8,1	2,4	7,6	6,0	-1,0	2,3	1,6	-1,8
	<i>Nov</i>	P 298 437	3 703	-3,2	6 607	1 839	4 168	599	-102	3 006	1,6	-8,5	2,5	4,1	19,7	-1,1	2,3	0,8	-5,2
	<i>Dic</i>	P 308 136	9 698	-3,9	-1 217	-2 097	650	230	-342	-10 573	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9
<b>06</b>	<i>Ene</i>	P 312 537	4 401	-3,2	-4 102	1 742	-6 206	363	86	-8 589	-1,6	-12,3	-0,2	-1,1	5,4	-1,5	-0,2	-0,2	-1,3
	<i>Feb</i>	P 306 664	-5 873	-3,3	-23	-2 063	3 368	-1 329	277	5 572	-0,5	-10,6	1,6	-4,3	11,2	-1,2	1,5	-0,9	-2,7
	<i>Mar</i>	P 309 701	3 037	-3,3	4 640	2 204	2 296	141	172	1 430	0,1	-7,7	2,8	-6,5	14,7	-0,9	2,5	-1,4	-3,4
	<i>Abr</i>	P 285 398	-24 303	-7,1	-4 675	-2 665	-2 226	216	10 249	9 378	-0,1	-6,5	1,1	-1,9	25,4	-0,7	1,0	-0,4	-7,0
	<i>May</i>	P 296 169	10 771	-4,6	2 207	2 038	480	-311	-3 084	-5 480	-0,6	-6,0	0,3	-1,4	14,1	-0,7	0,3	-0,3	-3,9
	<i>Jun</i>	P 303 352	7 183	-4,6	-568	-2 278	1 643	67	-314	-7 437	-0,5	-6,7	0,0	0,3	16,3	-0,7	0,0	0,1	-3,9
	<i>Jul</i>	P 300 034	-3 318	1,6	2 466	1 846	703	-82	-5 223	11 007	1,9	-5,1	3,2	0,2	2,9	-0,6	3,1	0,0	-0,9
	<i>Ago</i>	P 300 318	284	-3,4	-2 073	-1 368	-596	-109	-121	-2 237	2,0	-2,5	3,0	0,0	24,5	-0,3	2,8	0,0	-5,9
	<i>Sep</i>	P 297 994	-2 324	-3,4	3 372	1 974	1 471	-73	-101	5 797	1,1	-1,8	1,7	-0,0	17,8	-0,2	1,6	-0,0	-4,8
	<i>Oct</i>	P 283 002	-14 992	-4,0	-5 992	-1 988	-4 174	170	-5	9 005	0,2	-2,4	0,5	-0,2	13,0	-0,3	0,5	-0,0	-4,2
	<i>Nov</i>	P 282 050	-952	-5,5	3 914	1 588	1 817	509	-190	5 057	-0,5	-3,0	-0,3	-0,3	14,6	-0,4	-0,3	-0,1	-4,8
	<i>Dic</i>	P 293 351	11 302	-4,8	-869	-1 774	639	266	32	-12 203	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2
<b>07</b>	<i>Ene</i>	P 299 730	6 379	-4,1	5 885	1 638	4 151	97	-548	54	2,1	-2,4	3,3	-0,7	26,9	-0,3	3,1	-0,1	-6,7
	<i>Feb</i>	A 292 592	-7 138	-4,6	-431	-2 952	2 606	-85	71	6 636	2,0	-5,3	3,0	1,2	26,0	-0,6	2,9	0,3	-7,2

### 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.

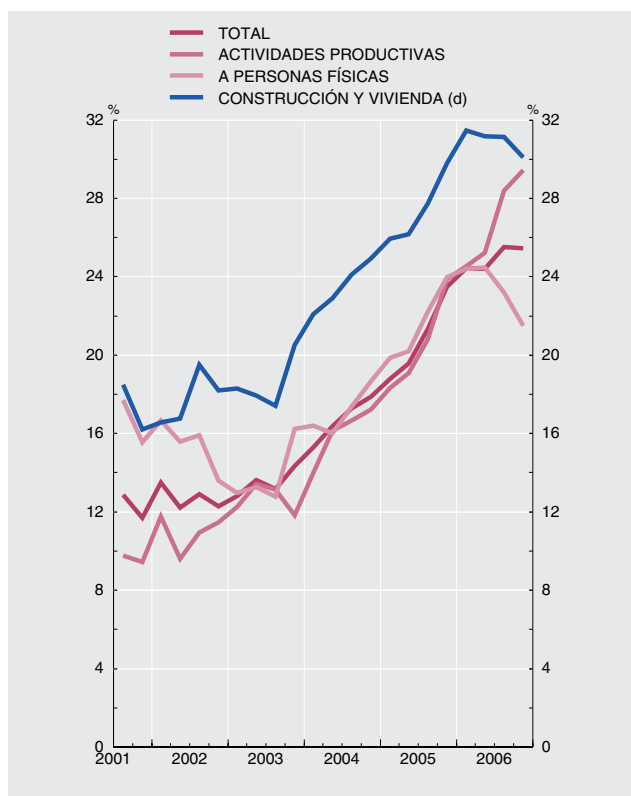
### 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

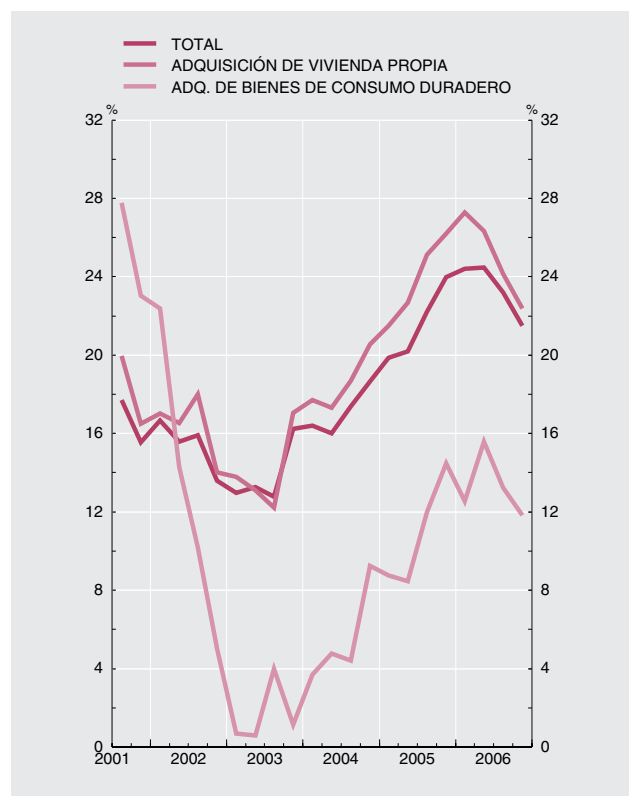
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ. a personas físicas por func. de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)	
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
											Del cual				Del cual
						Servicios inmobiliarios	Adquisición de vivienda								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>03</b>	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
<b>04</b>	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
<b>05</b>	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
<b>02 III</b>	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
<b>IV</b>	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
<b>03 I</b>	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
<b>II</b>	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
<b>III</b>	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	72 545	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	3 426	12 520	398 900
<b>IV</b>	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
<b>04 I</b>	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
<b>II</b>	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
<b>III</b>	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
<b>IV</b>	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
<b>05 I</b>	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
<b>II</b>	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
<b>III</b>	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
<b>IV</b>	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
<b>06 I</b>	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
<b>II</b>	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	203 879	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	818 322
<b>III</b>	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	221 593	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	868 144
<b>IV</b>	1 508 618	781 812	23 014	119 487	134 314	504 998	249 058	700 085	544 292	519 145	51 357	104 436	5 704	21 016	927 664

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.

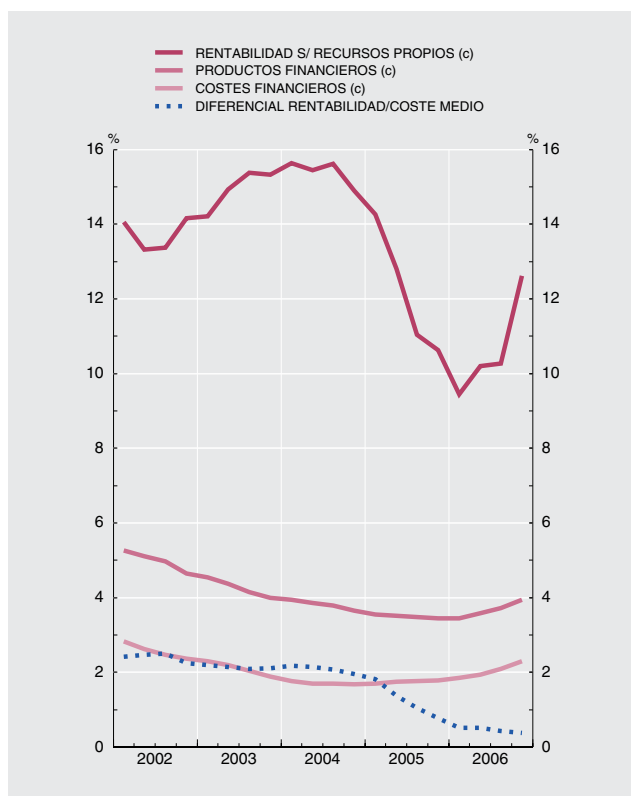
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias 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				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14
							Del cual	De personal							
Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	De personal	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)	
<b>03</b>	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	
<b>04</b>	3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9	
<b>05</b>	R 3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8	
<b>03 /IV</b>	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	
<b>04 /</b>	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	
<b>II</b>	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	
<b>III</b>	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	
<b>IV</b>	3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9	
<b>05 /</b>	3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9	1,8	
<b>II</b>	R 3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0	1,4	
<b>III</b>	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	
<b>IV</b>	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	
<b>06 /</b>	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	
<b>II</b>	4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5	
<b>III</b>	3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4	
<b>IV</b>	4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4	

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

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



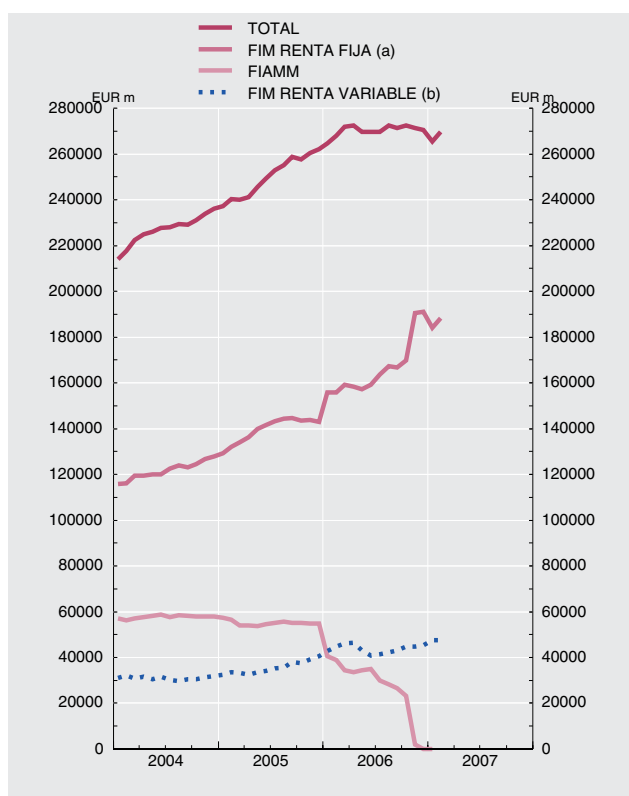
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

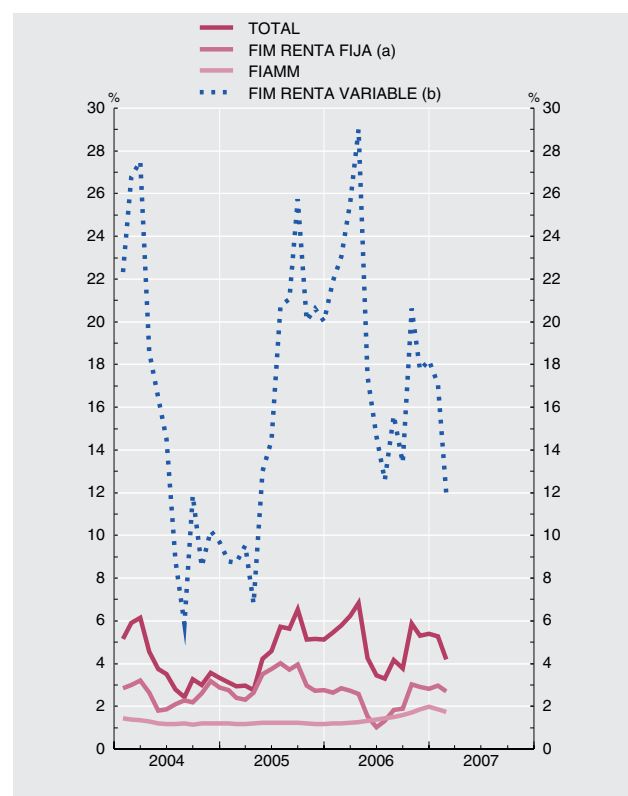
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>04</b>	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
<b>05</b>	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	8 206	-10 861	5,4	106	-54 645	-55 113	2,0	191 002	47 954	39 212	2,8	45 365	4 693	-2 189	18,2	33 934
<b>05 Nov</b>	260 502	2 986	1 188	5,1	54 861	-275	-318	1,2	143 658	216	-208	2,7	39 218	1 865	860	20,6	22 766
<b>Dic</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06 Ene</b>	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
<b>Feb</b>	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
<b>Mar</b>	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
<b>Abr</b>	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
<b>May</b>	269 710	-2 850	307	4,2	34 423	910	869	1,3	157 089	-1 139	-492	1,5	42 938	-3 570	-1 602	17,4	35 261
<b>Jun</b>	269 778	68	-360	3,5	34 899	476	427	1,4	159 209	2 120	1 945	1,0	40 727	-2 211	-2 223	14,6	34 943
<b>Jul</b>	269 647	-131	-1 722	3,3	30 010	-4 889	-4 939	1,4	163 570	4 362	3 662	1,3	41 501	774	99	12,6	34 566
<b>Ago</b>	272 323	2 676	-1 173	4,2	28 196	-1 814	-1 863	1,5	167 363	3 792	972	1,8	42 273	772	-118	15,6	34 491
<b>Sep</b>	271 361	-962	-3 298	3,8	26 628	-1 568	-1 616	1,6	166 752	-611	-169	1,9	43 016	743	-520	13,4	34 966
<b>Oct</b>	272 448	1 087	-1 801	5,9	23 336	-3 291	-3 337	1,7	169 680	2 928	2 016	3,0	44 690	1 673	124	20,6	34 742
<b>Nov</b>	271 467	-981	-1 292	5,3	2 059	-21 277	-21 281	1,9	190 536	20 856	20 667	2,9	44 885	195	66	17,7	33 988
<b>Dic</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07 Ene</b>	265 423	-4 984	...	5,3	-	-106	...	1,9	184 110	-6 892	...	3,0	47 473	2 108	...	17,1	33 840
<b>Feb</b>	269 775	4 352	...	4,2	...	-	...	1,7	188 191	4 081	...	2,7	47 433	-40	...	12,0	34 151

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

c. Fondos globales.

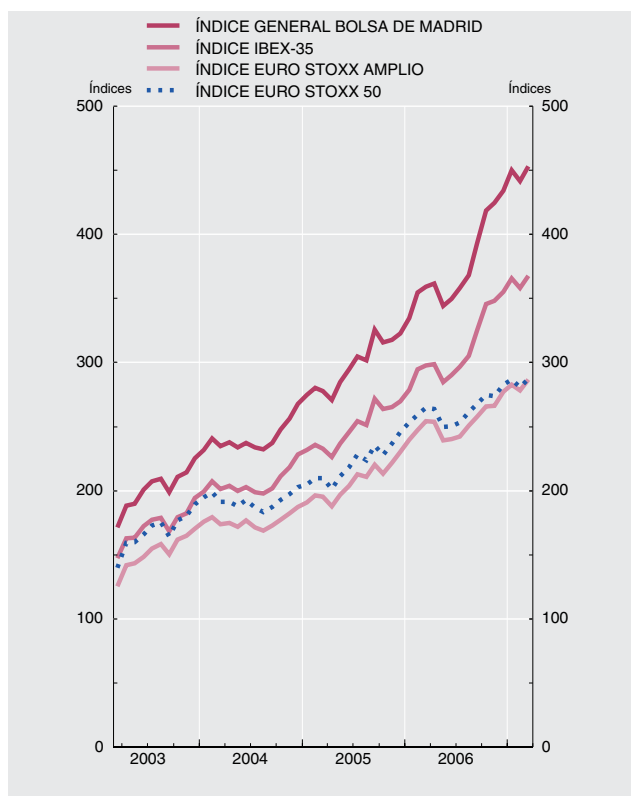
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

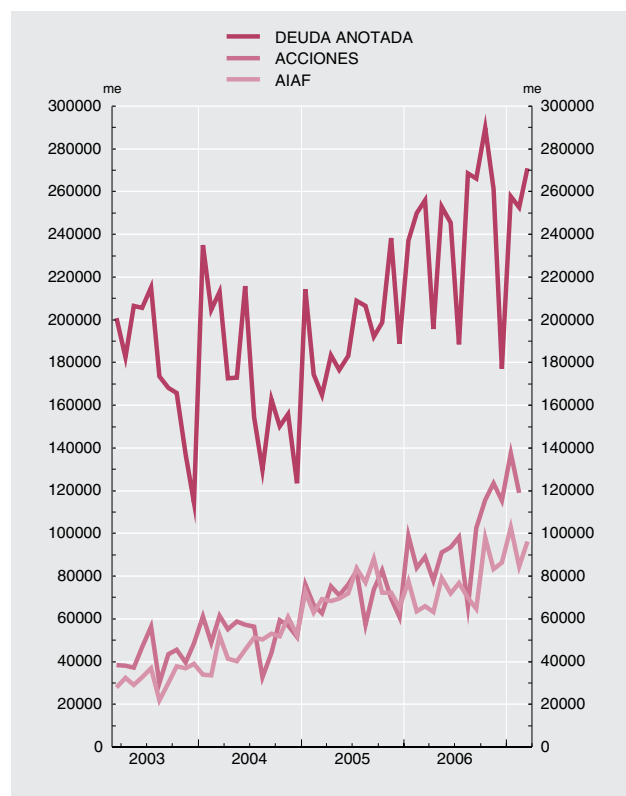
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>05</b>	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
<b>06</b>	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
<b>07</b>	A 1 606,23	14 488,86	403,52	4 150,96	256 512	12 682	781 363	283 509	-	3 265	-	2 120
<b>05 Dic</b>	1 156,21	10 733,90	328,92	3 578,93	60 709	8 885	188 813	65 300	...	1 313	...	408
<b>06 Ene</b>	1 199,80	11 104,30	342,50	3 691,41	98 821	6 993	237 197	77 566	...	1 223	...	475
<b>Feb</b>	1 271,16	11 740,70	352,80	3 774,51	84 021	7 818	250 052	63 474	...	917	...	466
<b>Mar</b>	1 287,25	11 854,30	362,83	3 853,74	89 034	9 233	256 046	66 038	...	1 694	...	521
<b>Abr</b>	1 295,56	11 892,50	362,34	3 839,90	77 956	6 631	195 661	63 194	...	1 048	...	477
<b>May</b>	1 233,86	11 340,50	341,54	3 637,17	91 045	8 961	252 818	79 070	...	1 057	...	663
<b>Jun</b>	1 252,61	11 548,10	342,65	3 648,92	93 550	8 216	245 355	72 002	...	1 174	...	586
<b>Jul</b>	1 283,05	11 818,00	346,10	3 691,87	98 318	10 674	188 658	76 778	...	704	...	497
<b>Ago</b>	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
<b>Sep</b>	1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	102 479	6 814	266 185	64 676	...	898	...	595
<b>Oct</b>	1 500,12	13 753,00	379,26	4 004,80	115 556	8 785	289 772	97 968	...	1 359	...	609
<b>Nov</b>	1 521,28	13 849,30	379,98	3 987,23	123 561	6 551	261 362	83 252	...	1 092	...	632
<b>Dic</b>	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
<b>07 Ene</b>	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 489	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
<b>Feb</b>	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 023	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
<b>Mar</b>	P 1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	...	...	270 893	96 198	...	1 470	...	833

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

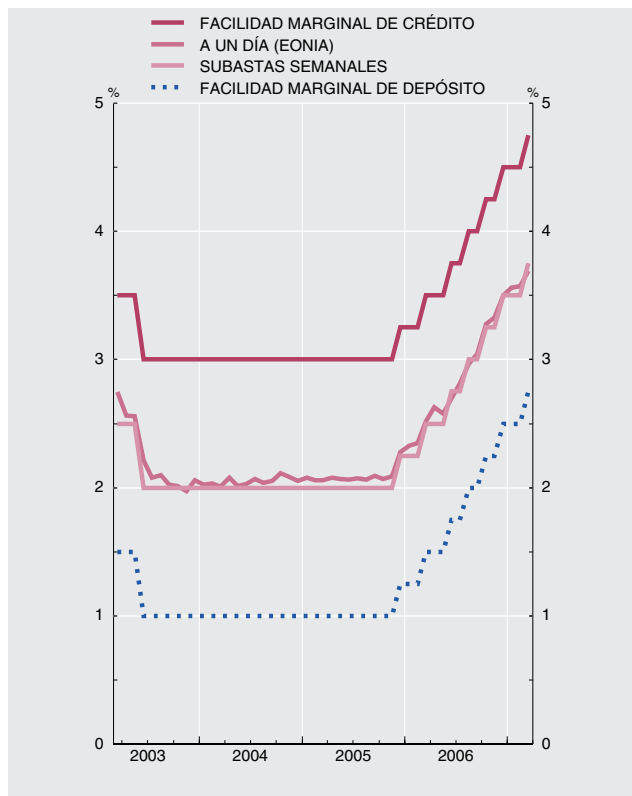
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

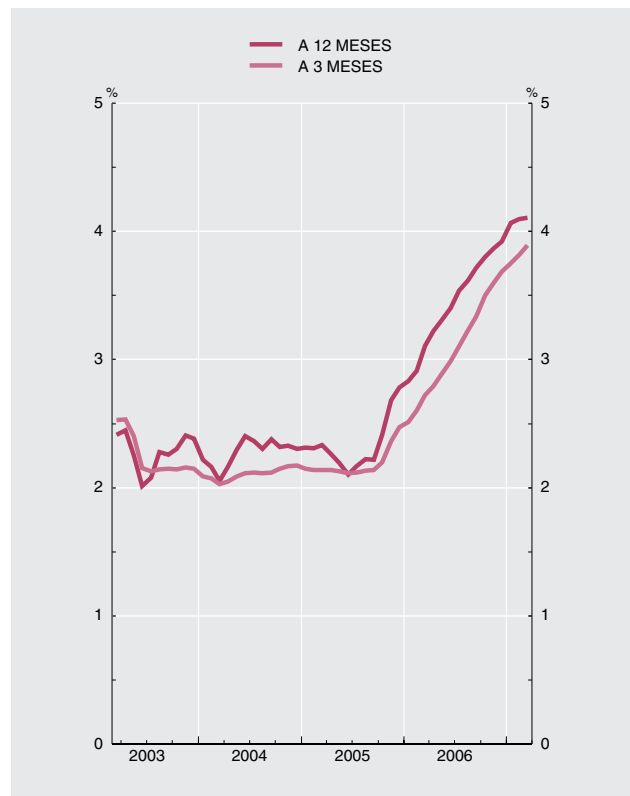
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	3,50	3,66	4,50	2,50	2,84	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	-	3,87	4,75	2,75	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	3,60	3,69	3,81	4,09	3,55	3,59	3,68	3,94
05 Dic	2,25	2,45	3,25	1,25	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	2,28	2,40	2,47	2,78	2,22	2,28	2,32	2,69
06 Ene	2,25	2,47	3,25	1,25	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	2,32	2,37	2,50	2,84	2,27	2,27	2,40	2,73
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	-
Jul	2,75	3,08	3,75	1,75	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	2,81	2,92	3,09	3,53	2,74	2,82	2,95	-
Ago	3,00	3,20	4,00	2,00	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	2,96	3,08	3,22	3,61	2,85	2,99	3,07	-
Sep	3,00	3,30	4,00	2,00	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55
Oct	3,25	3,48	4,25	2,25	3,28	3,35	3,50	3,65	3,80	3,26	3,34	3,51	3,79	3,18	3,23	3,34	3,66
Nov	3,25	3,58	4,25	2,25	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	3,32	3,41	3,59	3,85	3,25	3,31	3,43	3,69
Dic	3,50	3,66	4,50	2,50	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07 Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,12	3,64	3,73	3,75	-

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.

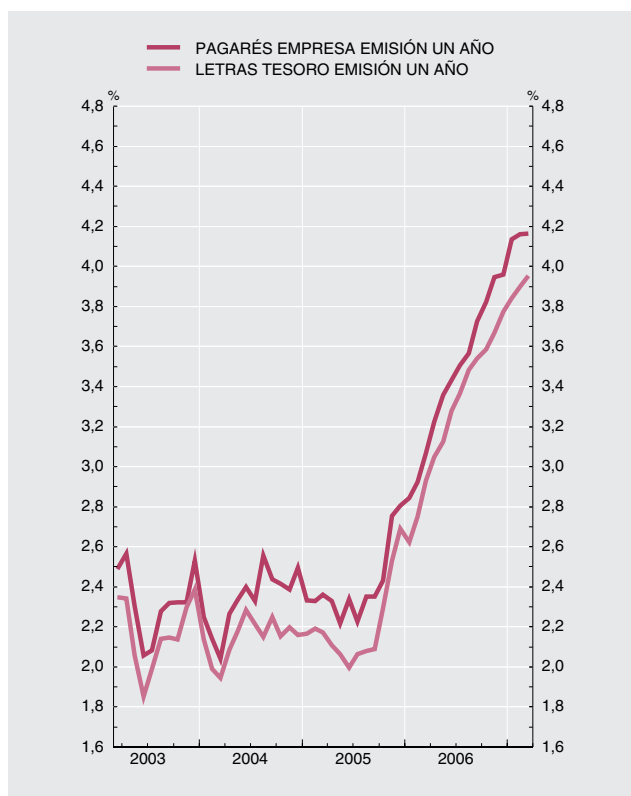
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

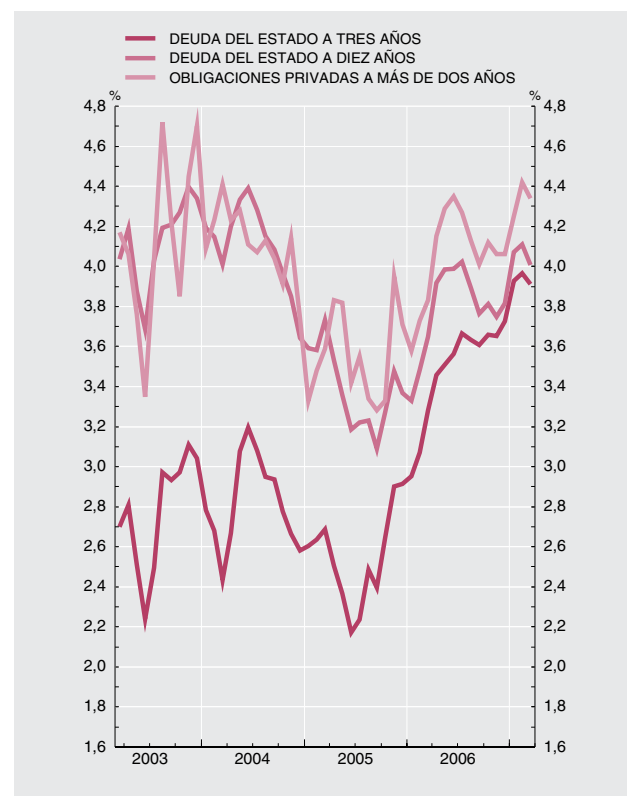
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarsés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>05</b>	2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55
<b>06</b>	3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05
<b>07</b>	3,90	3,86	4,15	4,11	3,95	3,98	4,03	-	4,25	3,93	4,06	4,33
<b>05 Dic</b>	2,69	2,63	2,81	2,84	-	3,03	-	-	-	2,91	3,37	3,71
<b>06 Ene</b>	2,62	2,66	2,85	2,87	2,93	-	3,31	-	-	2,95	3,33	3,58
<b>Feb</b>	2,75	2,77	2,92	2,93	3,09	-	-	-	3,81	3,07	3,48	3,73
<b>Mar</b>	2,93	2,87	3,07	3,07	-	3,27	3,70	-	-	3,28	3,65	3,83
<b>Abr</b>	3,05	3,06	3,23	3,20	3,43	-	-	-	4,27	3,46	3,92	4,15
<b>May</b>	3,12	3,28	3,36	3,28	-	-	4,05	-	-	3,51	3,99	4,29
<b>Jun</b>	3,28	3,25	3,43	3,33	-	3,69	-	-	-	3,56	3,99	4,35
<b>Jul</b>	3,37	3,34	3,50	3,55	3,68	-	3,99	-	-	3,66	4,02	4,27
<b>Ago</b>	3,48	3,43	3,57	3,59	-	-	-	-	-	3,63	3,89	4,13
<b>Sep</b>	3,54	3,43	3,73	3,76	-	3,68	-	-	4,03	3,61	3,76	4,01
<b>Oct</b>	3,59	3,59	3,82	3,81	-	-	-	-	-	3,66	3,81	4,12
<b>Nov</b>	3,67	3,67	3,95	3,89	-	3,66	-	-	-	3,65	3,75	4,06
<b>Dic</b>	3,78	3,75	3,96	3,96	3,65	-	-	-	-	3,73	3,82	4,06
<b>07 Ene</b>	3,84	3,81	4,14	4,08	-	4,01	4,11	-	-	3,93	4,07	4,25
<b>Feb</b>	3,90	3,88	4,16	4,13	3,95	-	-	-	4,25	3,97	4,11	4,42
<b>Mar</b>	3,95	3,89	4,16	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

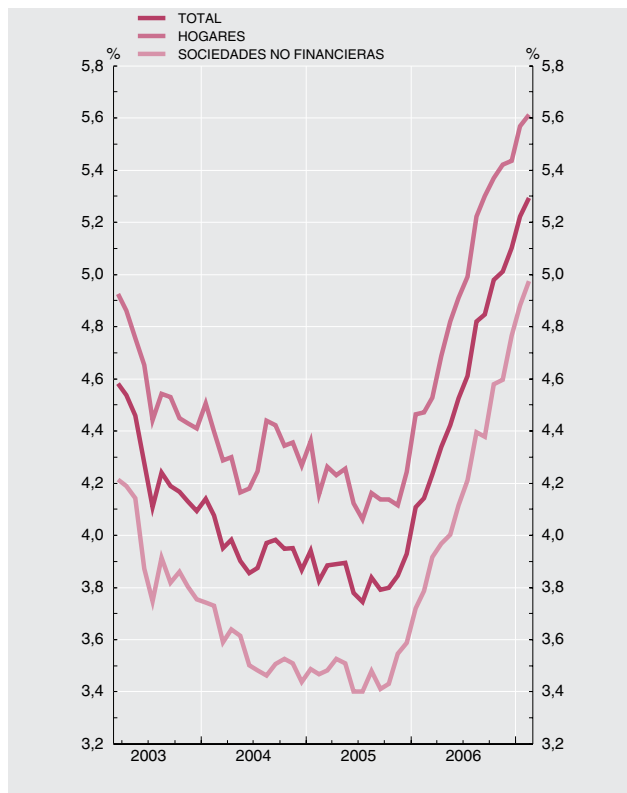
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

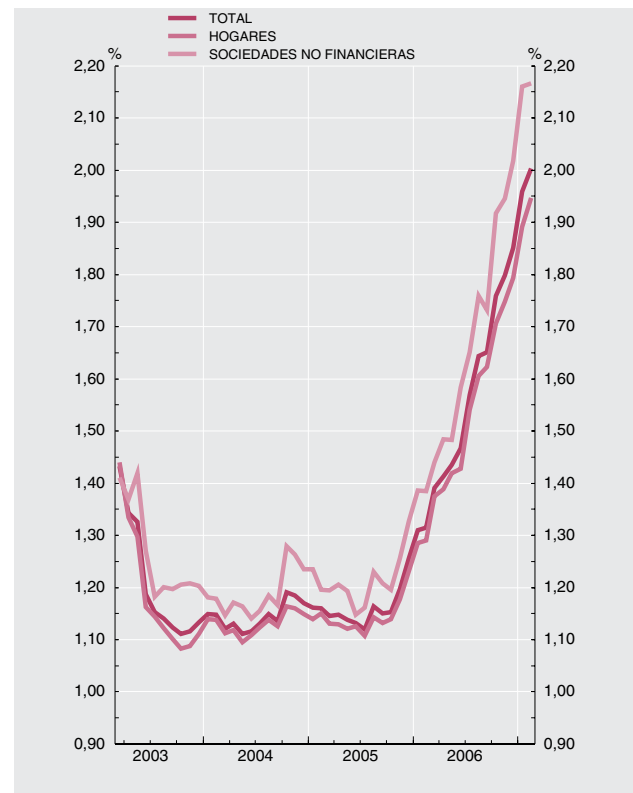
Porcentajes

	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			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15
<b>05</b>	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
<b>06</b>	5,10	5,44	4,74	7,31	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
<b>07</b>	5,29	5,61	4,92	7,52	4,97	5,40	4,69	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43	3,53
<b>05 Jul</b>	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
<b>Ago</b>	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
<b>Sep</b>	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
<b>Oct</b>	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
<b>Nov</b>	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
<b>Dic</b>	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
<b>06 Ene</b>	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
<b>Feb</b>	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
<b>Mar</b>	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
<b>Abr</b>	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
<b>May</b>	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
<b>Jun</b>	4,52	4,91	4,19	6,78	4,11	4,59	3,78	1,47	1,43	0,43	2,63	2,61	1,58	0,95	2,81	2,65
<b>Jul</b>	4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	3,87	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81	2,78
<b>Ago</b>	4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88	2,89
<b>Sep</b>	4,85	5,30	4,52	7,41	4,38	4,91	4,03	1,65	1,62	0,49	2,93	2,87	1,73	1,07	2,91	2,98
<b>Oct</b>	4,98	5,37	4,63	7,37	4,58	5,07	4,22	1,76	1,71	0,51	3,04	3,07	1,92	1,19	3,18	3,19
<b>Nov</b>	5,01	5,42	4,71	7,31	4,60	5,15	4,28	1,80	1,75	0,51	3,10	3,15	1,95	1,22	3,22	3,27
<b>Dic</b>	5,10	5,44	4,74	7,31	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
<b>07 Ene</b>	5,22	5,57	4,85	7,53	4,88	5,38	4,58	1,96	1,89	0,57	3,25	3,39	2,16	1,41	3,46	3,54
<b>Feb</b>	5,29	5,61	4,92	7,52	4,97	5,40	4,69	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43	3,53

#### 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.

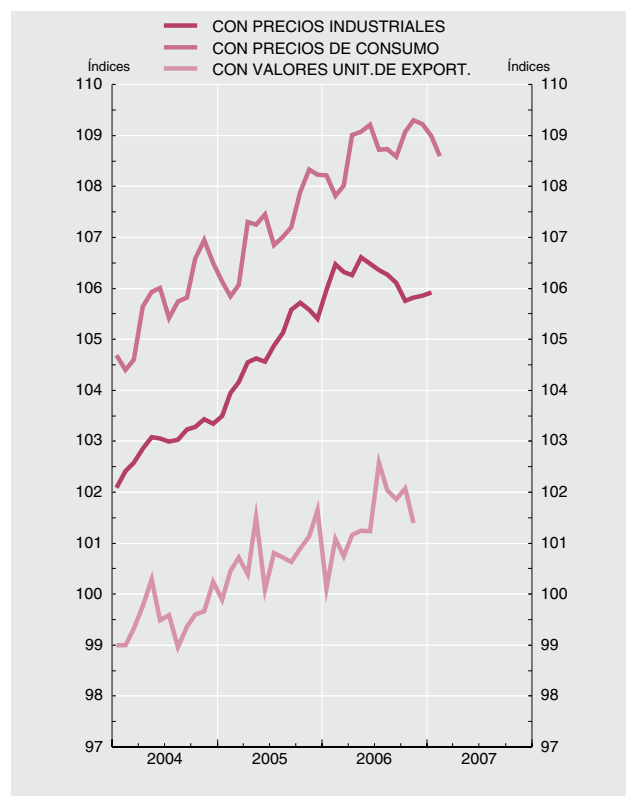
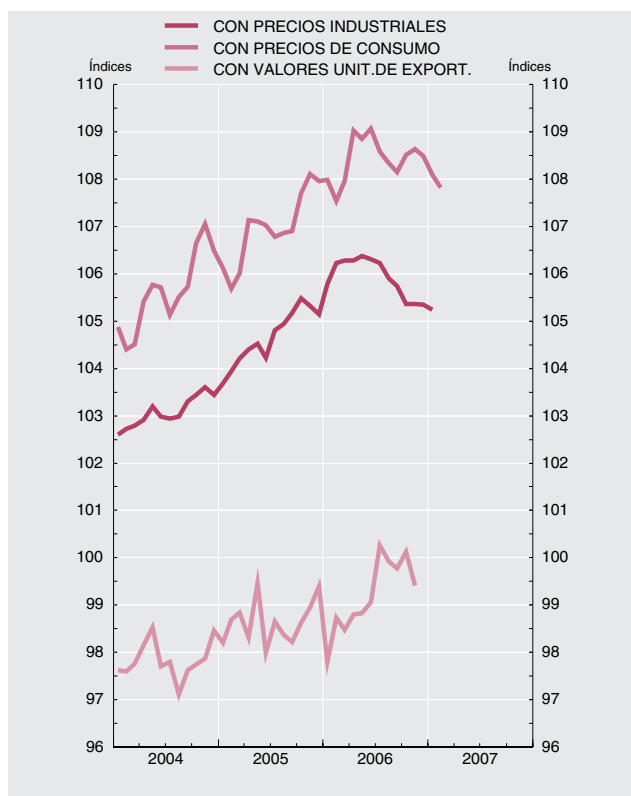
#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales (a) 10	Con precios de consumo (a) 11	Con costes laborales unitarios totales 12	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) 13	Con valores unitarios de las exportaciones (a) 14
	Con precios industriales (a) 1	Con precios de consumo (a) 2	Con costes laborales unitarios totales 3	Con valores unitarios de las exportaciones (a) 4		Con precios industriales 6	Con precios de consumo 7	Con costes laborales unitarios totales 8	Con valores unitarios de las exportaciones 9					
<b>04</b>	103,1	105,6	104,1	97,8	100,1	102,9	105,5	104,0	97,7	102,9	105,7	105,0	107,5	99,5
<b>05</b>	104,7	107,0	105,1	98,6	100,1	104,6	106,9	105,0	98,6	104,8	107,1	106,2	111,0	100,7
<b>06</b>	105,9	108,4	106,7	...	100,0	105,9	108,5	106,7	...	106,2	108,8	108,2	111,0	...
<b>05 I</b>	103,9	105,9	104,7	98,6	100,2	103,8	105,8	104,5	98,4	103,9	106,0	105,6	110,5	100,4
<b>II</b>	104,4	107,1	104,8	98,6	100,0	104,4	107,1	104,8	98,6	104,6	107,3	106,1	110,8	100,7
<b>III</b>	105,0	106,8	105,5	98,4	100,1	104,9	106,8	105,4	98,4	105,2	107,0	106,7	111,0	100,7
<b>IV</b>	105,3	107,9	105,2	99,0	100,0	105,3	107,9	105,2	99,0	105,6	108,1	106,5	111,7	101,2
<b>06 I</b>	106,1	107,8	106,0	98,3	100,1	106,0	107,8	106,0	98,3	106,2	108,0	107,3	111,4	100,6
<b>II</b>	106,3	109,0	106,3	98,9	100,1	106,2	108,9	106,1	98,8	106,5	109,1	107,5	111,4	101,2
<b>III</b>	106,0	108,4	106,8	100,0	100,0	106,0	108,4	106,8	100,0	106,2	108,7	108,3	111,0	102,2
<b>IV</b>	105,4	108,5	107,6	...	99,8	105,6	108,8	107,9	...	105,8	109,2	109,5	111,1	...
<b>06 Jun</b>	106,3	109,1	...	99,1	100,1	106,2	108,9	...	98,9	106,5	109,2	...	...	101,2
<b>Jul</b>	106,2	108,6	...	100,3	100,1	106,1	108,4	...	100,1	106,4	108,7	...	...	102,6
<b>Ago</b>	105,9	108,3	...	99,9	99,9	106,0	108,4	...	100,0	106,3	108,7	...	...	102,0
<b>Sep</b>	105,7	108,1	...	99,8	99,9	105,8	108,2	...	99,9	106,1	108,6	...	...	101,9
<b>Oct</b>	105,4	108,5	...	100,1	99,8	105,5	108,7	...	100,3	105,8	109,1	...	...	102,1
<b>Nov</b>	105,4	108,6	...	99,4	99,8	105,6	108,9	...	99,6	105,8	109,3	...	...	101,4
<b>Dic</b>	105,4	108,5	...	...	99,7	105,7	108,8	...	...	105,9	109,2	...	...	...
<b>07 Ene</b>	105,2	108,1	...	...	99,6	105,7	108,6	...	...	105,9	109,0	...	...	...
<b>Feb</b>	...	107,8	...	...	99,7	...	108,2	...	...	...	108,6	...	...	...
<b>Mar</b>	...	...	...	...	99,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)

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 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

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

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

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

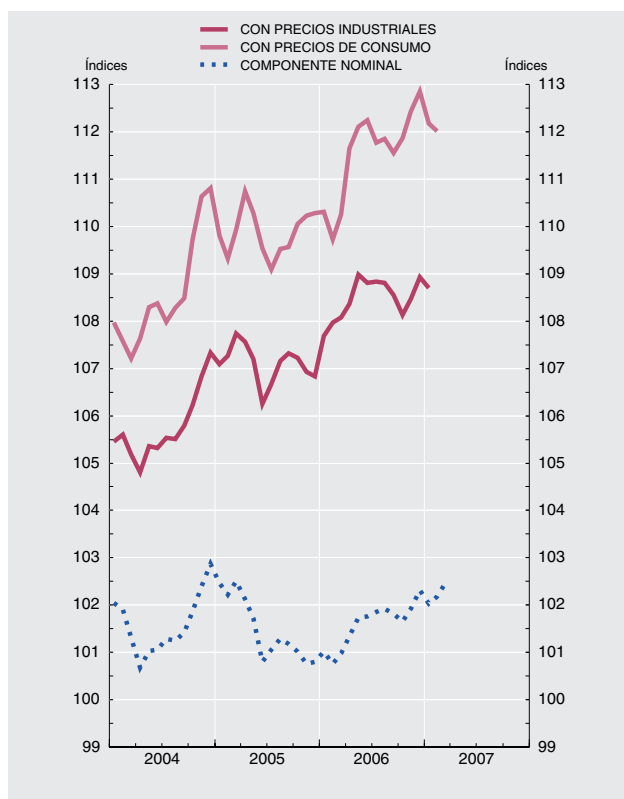
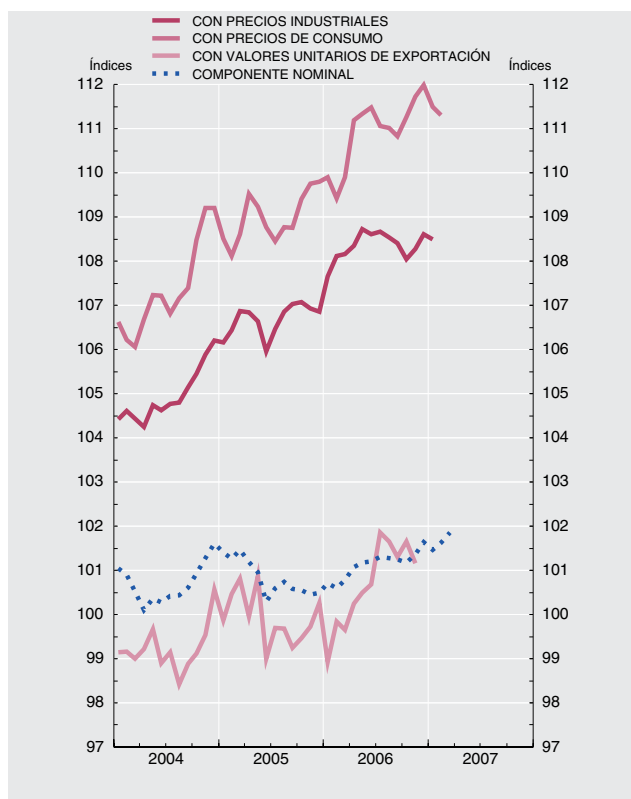
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a países desarrollados									Frente a países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales (1)	Con precios consumo (2)	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d) (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios consumo (7)	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d) (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)	Con precios industriales (10)	Con precios consumo (11)		Con precios industriales (13)	Con precios consumo (14)
<b>04</b>	104,9	107,4	109,5	99,2	100,7	104,2	106,6	108,7	98,5	105,7	108,6	101,6	104,1	106,9
<b>05</b>	106,7	109,0	112,9	99,9	100,8	105,8	108,1	111,9	99,1	107,1	109,9	101,5	105,5	108,3
<b>06</b>	108,3	110,9	112,8	...	101,1	107,1	109,7	111,5	...	108,5	111,6	101,6	106,8	109,8
<b>05 I</b>	106,5	108,4	113,1	100,4	101,4	105,0	106,9	111,6	99,0	107,4	109,7	102,4	104,9	107,1
<b>05 II</b>	106,5	109,2	112,7	100,0	100,8	105,6	108,3	111,8	99,1	107,0	110,2	101,6	105,4	108,5
<b>05 III</b>	106,8	108,7	112,6	99,5	100,6	106,1	108,0	111,8	98,9	107,0	109,4	101,2	105,8	108,1
<b>05 IV</b>	107,0	109,7	113,1	99,8	100,5	106,4	109,1	112,5	99,3	107,0	110,2	100,9	106,1	109,2
<b>06 I</b>	108,0	109,8	112,9	99,5	100,7	107,2	109,0	112,1	98,8	107,9	110,1	100,9	106,9	109,1
<b>06 II</b>	108,6	111,3	113,4	100,5	101,2	107,3	110,1	112,1	99,3	108,7	112,0	101,6	107,0	110,2
<b>06 III</b>	108,5	111,0	111,9	101,6	101,3	107,2	109,6	110,5	100,3	108,7	111,7	101,9	106,7	109,7
<b>06 IV</b>	108,3	111,7	113,1	...	101,4	106,8	110,1	111,5	...	108,5	112,4	102,0	106,4	110,2
<b>06 Jun</b>	108,6	111,5	...	100,7	101,2	107,3	110,2	...	99,5	108,8	112,2	101,8	106,9	110,3
<b>06 Jul</b>	108,7	111,1	...	101,9	101,3	107,3	109,6	...	100,5	108,8	111,8	101,9	106,9	109,7
<b>06 Ago</b>	108,5	111,0	...	101,7	101,3	107,2	109,6	...	100,4	108,8	111,9	101,9	106,8	109,7
<b>06 Sep</b>	108,4	110,8	...	101,3	101,2	107,1	109,5	...	100,1	108,5	111,6	101,8	106,6	109,6
<b>06 Oct</b>	108,0	111,3	...	101,7	101,2	106,8	110,0	...	100,5	108,1	111,9	101,6	106,4	110,1
<b>06 Nov</b>	108,3	111,7	...	101,2	101,4	106,8	110,2	...	99,8	108,5	112,4	101,9	106,4	110,3
<b>06 Dic</b>	108,6	112,0	...	...	101,6	106,9	110,2	...	...	108,9	112,9	102,3	106,5	110,3
<b>07 Ene</b>	108,5	111,5	...	...	101,5	106,9	109,9	...	...	108,7	112,2	102,0	106,5	109,9
<b>07 Feb</b>	...	111,3	...	...	101,6	...	109,5	...	...	...	112,0	102,2	...	109,6
<b>07 Mar</b>	...	...	...	...	101,9	...	...	...	...	...	...	102,5	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



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 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)
- 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

FEB 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2005, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>Algunos rasgos estructurales del sector de servicios en España 41</p> <p>Diferencias salariales entre los sectores público y privado en las regiones españolas 57</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2006 67</p> <p>Canales de reciclaje internacional de los petrodólares 77</p> <p>Una valoración de los procesos de fusión en el sector financiero europeo 91</p>
MAR 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2005 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La construcción en España 45</p> <p>La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición 63</p> <p>La financiación del déficit exterior de la economía española 71</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 85</p> <p>Los efectos económicos de la política fiscal en España 115</p>
ABR 2006	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España 75</p> <p>La posición financiera de las pequeñas empresas españolas 85</p> <p>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</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2006 105</p>
MAY 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>La Muestra Continua de Vidas Laborales de la Seguridad Social 39</p> <p>La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español 55</p> <p>La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina 65</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2006 77</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2005 87</p>
JUN 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2006 29</p> <p>Indicadores de expectativas de inflación para la economía española 45</p> <p>El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración? 57</p> <p>Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda 67</p> <p>La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios 75</p> <p>Evolución de la dispersión salarial en España 83</p> <p>El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina 95</p>
JUL-AGO 2006	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo 77</p> <p>Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida 89</p> <p>Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias 99</p> <p>Divergencias macroeconómicas entre los países de la UEM: magnitud, causas e implicaciones 111</p> <p>El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes 127</p> <p>Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española 139</p> <p>Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005 167</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006 179</p>
SEP 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2006 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 45</p> <p>Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española 55</p>

	Cambios estructurales en la productividad del trabajo: Estados Unidos frente a la UE 63
	Informe semestral de economía latinoamericana 73
	Proximidad, comercio internacional y crecimiento económico 105
	El proyecto de integración de los sistemas de pagos minoristas de la UEM 115
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2006 127
	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2005 137
OCT 2006	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11
	Informe trimestral de la economía española 21
	La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales 89
	Competencia y ajustes de precios en España y en el área del euro 101
	La Encuesta sobre Préstamos Bancarios: un análisis de tres años de resultados 111
	Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores 129
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2006 143
NOV 2006	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Senado 11
	Evolución reciente de la economía española 23
	Resultados de las empresas no financieras en 2005 y hasta el tercer trimestre de 2006 41
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 63
	Características cíclicas de la economía española en el período 1980-2005 75
	Evolución reciente y situación actual comparada de la inversión colectiva en España 85
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2006 97
	Una valoración de las políticas de innovación europeas 107
	Cooperación monetaria y financiera en el este de Asia 125
DIC 2006	Evolución reciente de la economía española 11
	Indicadores para el análisis de coyuntura basados en los datos declarados por las grandes empresas a la Agencia Tributaria 29
	Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas 41
	Las finanzas públicas de las Comunidades Autónomas: presupuestos y liquidaciones 51
	Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2005 63
ENE 2007	Informe trimestral de la economía española 11
	Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española 73
	El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF 81
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006 93
FEB 2007	Evolución reciente de la economía española 11
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2006, según la Encuesta de Población Activa 31
	La volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a lo largo de la curva de rentabilidades del mercado monetario del área del euro 41
	Un análisis intertemporal de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro 51
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2007 61
	La recuperación del crédito bancario en América Latina 71
MAR 2007	Evolución reciente de la economía española 11
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2006 y avance de cierre del ejercicio 29
	La evolución reciente de los flujos del mercado de trabajo español 47
	Los efectos del tipo de cambio en la actividad y los precios del área del euro 57
	Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios en la UE 69
	Informe semestral de economía latinoamericana 81
	La emergencia económica de la India: liberalización y límites al crecimiento 111
ABR 2007	Informe trimestral de la economía española 11
	La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73
	La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83
	El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99
	Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109
	Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131
	Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145

## 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.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 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

- 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).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.<sup>a</sup> SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.

**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>

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 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).

## 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, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. 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> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---