

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**04/2006**

**BANCO DE ESPAÑA**





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

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

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

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
$T_j^i$	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
$m_j$	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos 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 20
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 25
- 4 La economía española 40
- 5 Evolución financiera 61

**Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España 75**

**La posición financiera de las pequeñas empresas españolas 85**

**La acumulación de reservas de divisas por los bancos centrales asiáticos y su impacto sobre los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos 95**

**Regulación financiera: primer trimestre de 2006 105**

**Indicadores económicos 1\***

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

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

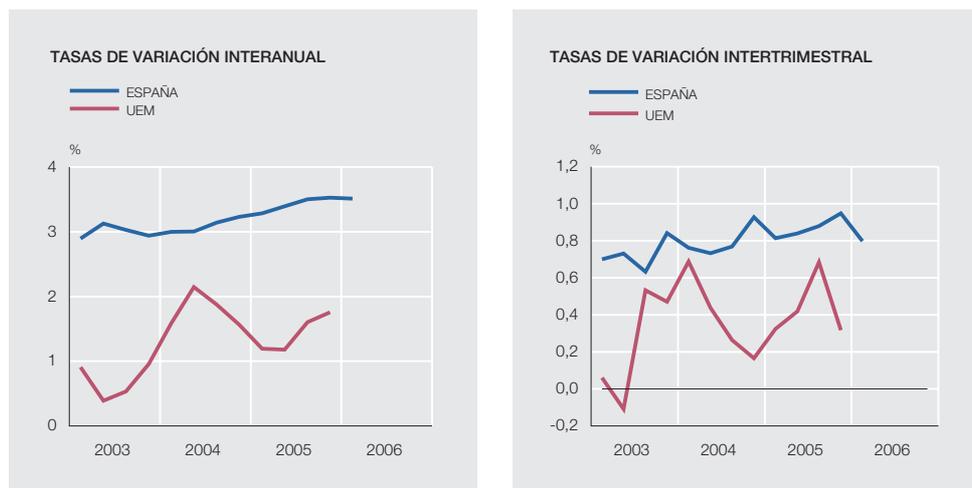
## 1 Rasgos básicos

La economía española finalizó el año 2005 con un tono de elevado dinamismo, aunque frenando la tendencia hasta entonces suavemente ascendente de su ritmo de crecimiento, que se estabilizó en una tasa interanual del 3,5%, en términos reales. Este comportamiento continuó siendo netamente más expansivo que el del conjunto de la zona del euro (véase gráfico 1). Las estimaciones de la CNTR para el cuarto trimestre del año pasado mostraban una nueva mejora en la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento, apoyada en la desaceleración de las importaciones, y, de forma más tímida, una moderación del elevado ritmo de expansión de la demanda nacional, que se situó por debajo del 5%. En los primeros meses de 2006, se estima —a partir de información coyuntural todavía incompleta— que el PIB real registró de nuevo un incremento interanual elevado (del 3,5%), similar al del trimestre anterior. El crecimiento intertrimestral, por su parte, habría sido del 0,8%, frente al 0,9% alcanzado en el cuarto trimestre de 2005.

La demanda nacional ha continuado su lenta desaceleración al comienzo de 2006 —recortando su tasa de crecimiento en una décima, hasta el 4,7%—, apoyada en la evolución del consumo privado y de la inversión en capital fijo. Tanto la inversión en equipo como la construcción han moderado su impulso, aunque el crecimiento de la formación bruta de capital se ha mantenido en torno al 6%. Por su parte, la mejora en la aportación de la demanda exterior neta ha sido algo menos intensa que a lo largo de 2005, situándose en -1,4 puntos porcentuales, una décima menos que el trimestre anterior. Cabe destacar, no obstante, que las exportaciones de bienes han experimentado una recuperación significativa en estos primeros meses, mientras que las compras en el exterior también han avanzado a tasas más elevadas. El empleo ha evolucionado en línea con el producto, manteniendo su ritmo de crecimiento, sin que se observen cambios en el patrón de bajas ganancias de productividad. Por último, la inflación, medida por el IAPC, se incrementó notablemente al inicio de 2006 y se ha situado en el 3,9% en marzo, impulsada por el encarecimiento del petróleo y por la subida de la inflación subyacente, por encima del 3%.

En el contexto exterior, la economía mundial ha comenzado el año con ritmos de crecimiento altos, tras haber cerrado 2005 con una expansión que el FMI acaba de cifrar en el 4,8%. De hecho, las previsiones disponibles apuntan hacia un avance de ese mismo orden en 2006. Cabe destacar la mayor diversificación geográfica del crecimiento mundial, apoyada en la recuperación de Japón y de la zona del euro, a la vez que se espera un avance algo menor en Estados Unidos. Entre las economías emergentes, el dinamismo sigue siendo muy elevado, especialmente en Asia, aunque se ha producido una cierta moderación en América Latina. En general, el comportamiento de los mercados financieros y cambiarios, caracterizado por la estabilidad, la moderación de las primas de riesgo y una baja volatilidad, ha proporcionado apoyo al crecimiento. En este contexto, la retirada gradual del impulso monetario en las principales economías —que está más adelantada en Estados Unidos, acaba de iniciarse en la zona del euro y previsiblemente empezará en Japón durante el segundo semestre de este año— se está traduciendo, finalmente, en un aumento de los tipos de interés a largo plazo, aunque siguen en niveles bajos.

Dentro de este panorama favorable, el contrapunto lo ha proporcionado el mercado del petróleo, cuyo precio ha superado sus máximos históricos en el mes de abril. El nuevo encarecimiento del crudo está provocado por la aparición de tensiones geopolíticas en algunas zonas productoras, que, en un contexto de fuerte aumento de la demanda y de una capacidad ex-



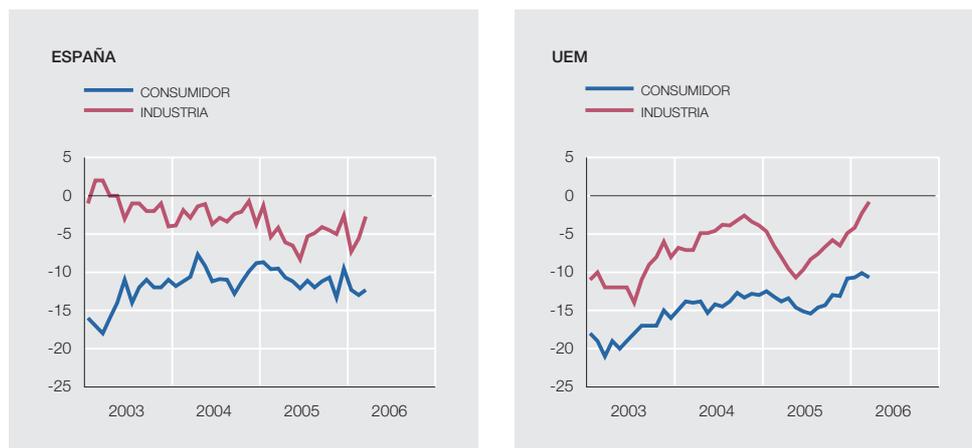
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

cedente de producción y refino muy reducida, se ha trasladado rápidamente a los precios. Junto con el petróleo, otras materias primas también han visto aumentar sus precios. Aunque, por el momento, la incidencia de estos aumentos sobre las tasas de inflación y crecimiento sigue siendo reducida, no cabe descartar una aparición retrasada de estos efectos. Además, el riesgo de un agravamiento de las tensiones en el mercado del petróleo es elevado y, dado que el origen se situaría, en este caso, en un posible recorte de la oferta, el impacto sobre el crecimiento global podría ser mayor. Por otra parte, el encarecimiento del petróleo tiende a agravar la incertidumbre que rodea la evolución de la economía mundial, particularmente la que procede de la persistencia de desequilibrios globales y del elevado déficit exterior en Estados Unidos, que ha tendido a ampliarse en 2005. Aunque por el momento la financiación de este déficit no presenta problemas, su dinámica no parece sostenible, y su corrección a medio plazo requerirá algunos ajustes y algún tipo de coordinación de las políticas económicas que reduzca el riesgo de alteraciones bruscas en los mercados.

Aunque en 2005 la zona del euro experimentó un crecimiento medio reducido (del 1,4%), la actividad económica en la zona registró una clara mejoría en la segunda mitad del año, en la que alcanzó tasas cercanas a su crecimiento potencial. Dentro de esta recuperación, las cifras del cuarto trimestre reflejaron una desaceleración transitoria, como consecuencia, en gran medida, de factores técnicos asociados a las estimaciones de la contabilidad nacional, que parece haberse superado en el primer trimestre de este año. En efecto, los indicadores correspondientes a los primeros meses de 2006, en su mayor parte todavía de naturaleza cualitativa, y las primeras estimaciones, en términos de intervalos, realizadas por la Comisión Europea apuntan hacia tasas de crecimiento intertrimestral en el entorno del 0,5%.

Igual que en el segundo semestre de 2005, el crecimiento sigue estando sustentado en el avance de la inversión privada, favorecida por las holgadas condiciones de financiación y la situación saneada de las empresas europeas, y en los buenos resultados de la exportación. Sin embargo, el consumo de los hogares mantiene ritmos de avance reducidos, que se deben, principalmente, al escaso dinamismo de la renta disponible, en el que inciden tanto la escasa creación de empleo como la evolución moderada de los salarios. Asimismo, los bajos niveles de confianza de los consumidores, ligados, posiblemente, a la incertidumbre que afecta a sus expectativas de renta, han sido un factor de contención del gasto, si bien los datos



FUENTE: Comisión Europea.

más recientes indican una mejoría en este terreno (véase gráfico 2). De todas formas, la recuperación del empleo y del consumo es el elemento que mayores riesgos plantea, en una perspectiva interna, para la consolidación de un mayor crecimiento en la zona.

La evolución moderada de los costes laborales unitarios en la zona del euro, anclada en unas expectativas de inflación compatibles con la estabilidad de precios en el ámbito de la UEM, es un factor fundamental para explicar el comportamiento de la inflación, que, a pesar del impacto alcista del precio de la energía, se ha mantenido en niveles solo ligeramente superiores al 2%. Así, el incremento interanual del IAPC se ha situado en el 2,2% en marzo, mientras que la inflación subyacente —que excluye el componente energético, entre otros— se ha mantenido por debajo del 1,5%, mostrando la ausencia de presiones relevantes sobre el núcleo de los precios. No obstante, subsiste el riesgo de que el encarecimiento del petróleo se prolongue y termine por afectar al núcleo inflacionista, especialmente en un contexto de mayor dinamismo de la actividad como el que se espera. Esto ha llevado al Consejo de Gobierno del BCE a continuar retirando parte del tono expansivo de la política monetaria, incrementando 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales en marzo. Este incremento, que se añade al aumento de la misma cuantía decidido en diciembre pasado, deja el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 2,5%, un nivel que sigue siendo bajo.

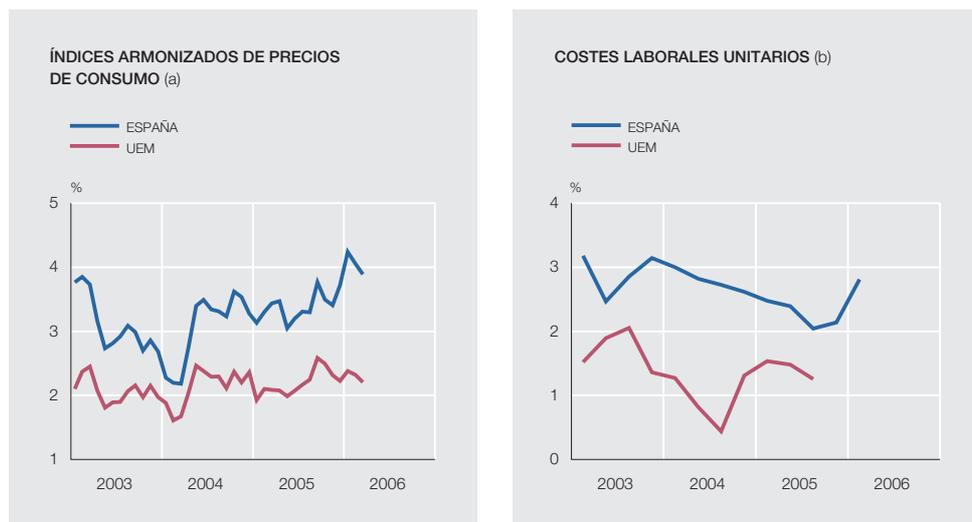
Tras la presentación de las nuevas actualizaciones de los Programas de Estabilidad, a finales de 2005, no se han producido novedades relevantes en relación con el diseño de las políticas fiscales de los países de la UEM. Estos programas cumplen —aunque con poca holgura, en el caso de algunos países en situación de déficit excesivo— con los nuevos criterios de aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tras la reforma acordada el pasado año. Por otra parte, se estima que los resultados fiscales de 2005, en conjunto, han sido mejores de lo previsto en otoño por la Comisión Europea y se han aproximado a los objetivos presupuestarios inicialmente establecidos. Este resultado es atribuible, en gran medida, a la recuperación económica de la zona. En este sentido, es importante reiterar la necesidad de que, en la etapa de mayor crecimiento que se ha iniciado, los países europeos intensifiquen sus esfuerzos de consolidación de las cuentas públicas, para dotar de mayor sostenibilidad al crecimiento. En la misma línea cabe recordar la importancia de implementar los compromisos contenidos en los Programas Nacionales de Reforma, aprobados en el marco del relanzamiento de la estrategia de Lisboa.

La recuperación de las principales economías de la zona del euro añade un elemento importante al entorno en el que se desenvuelve la economía española, ya que puede facilitar los cambios que, de forma muy incipiente, se están produciendo en la composición de la demanda, haciéndola algo menos desequilibrada. En efecto, como ya se ha mencionado, en los últimos trimestres se ha observado, con distinta intensidad y persistencia, una pauta de lenta moderación de la demanda nacional —que conserva tasas muy elevadas—, así como una reducción de la contribución negativa de la demanda exterior al crecimiento, que, no obstante, sigue siendo muy contractiva. Las estimaciones del primer trimestre de 2006 estarían, en general, en línea con estas tendencias, consolidando un avance de la demanda interna ligeramente por debajo del 5% y una aportación negativa de la demanda exterior neta algo inferior, en valor absoluto, a los 1,5 puntos porcentuales. En este contexto, el menor grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras, y la moderada desaceleración que viene experimentando el precio de la vivienda, compatible con una reabsorción gradual de la brecha entre su nivel actual y el equilibrio a largo plazo, facilitarían el ajuste paulatino del gasto. No obstante, frente a estos elementos, la acumulación de pérdidas de competitividad precio y coste ha continuado, manteniéndose el riesgo de nuevas ampliaciones del desequilibrio exterior.

El consumo de los hogares se incrementó un 4% en el último trimestre de 2005, medio punto por debajo de los crecimientos observados en la primera parte de ese año, y se estima que en los primeros meses de 2006 se ha desacelerado adicionalmente. Aun así, sigue creciendo claramente por encima de la renta disponible, cuyo avance está sólidamente sustentado en el crecimiento del empleo, en tasas próximas al 3%. El aumento de los tipos de interés facilita la moderación del consumo, fundamentalmente a través de su efecto sobre la renta, a la que está restando unas décimas de crecimiento. También la menor revalorización de la riqueza de las familias, ligada a los menores crecimientos de los precios de la vivienda, contribuye a desacelerar el gasto, aunque ese menor crecimiento no sea suficiente para detener el recorte de la tasa de ahorro. En el caso de la inversión residencial, donde el impacto de los mayores costes de financiación es en principio más potente, la moderación del gasto está siendo, por el momento, igualmente gradual. De esta forma, en los primeros meses de 2006 el incremento de la financiación concedida a los hogares ha seguido siendo muy elevado, superior al 20%, dando lugar a un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento y de la carga financiera, lo que eleva la vulnerabilidad del gasto a nuevos endurecimientos de las condiciones monetarias.

El gasto de las empresas en formación bruta de capital mantiene un impulso significativo, en un contexto de expectativas de demanda elevadas, aunque ha tendido a desacelerarse en relación con la primera mitad de 2005 —como ilustra la evolución del gasto en bienes de equipo—, posiblemente afectado por las subidas en los costes de financiación que comienzan a materializarse. De todas formas, los datos disponibles de crédito concedido a las sociedades no financieras no recogen todavía esa desaceleración, sino que han alcanzado tasas de variación muy significativas, del orden del 20%. Aunque los indicadores de presión financiera han reflejado un cierto deterioro recientemente, no revelan niveles significativos de presión sobre el gasto en inversión. Cabe matizar, sin embargo, que estos indicadores son sobre todo representativos de la situación de empresas grandes (recogidas en la CBT), mientras que las empresas más pequeñas pueden estar sometidas a mayores presiones por el endurecimiento de las condiciones de financiación. En relación con la inversión de las AAPP, cabe señalar que su crecimiento en 2005 fue bastante superior al inicialmente previsto, y que las cifras de licitación oficial apuntan a un nuevo e importante aumento en 2006.

Como se ha señalado, la información disponible hasta el momento indica que la demanda exterior neta mejoró ligeramente su aportación negativa al crecimiento en el primer trimestre de este año, tras la progresiva corrección que había experimentado a lo largo de 2005, en un



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

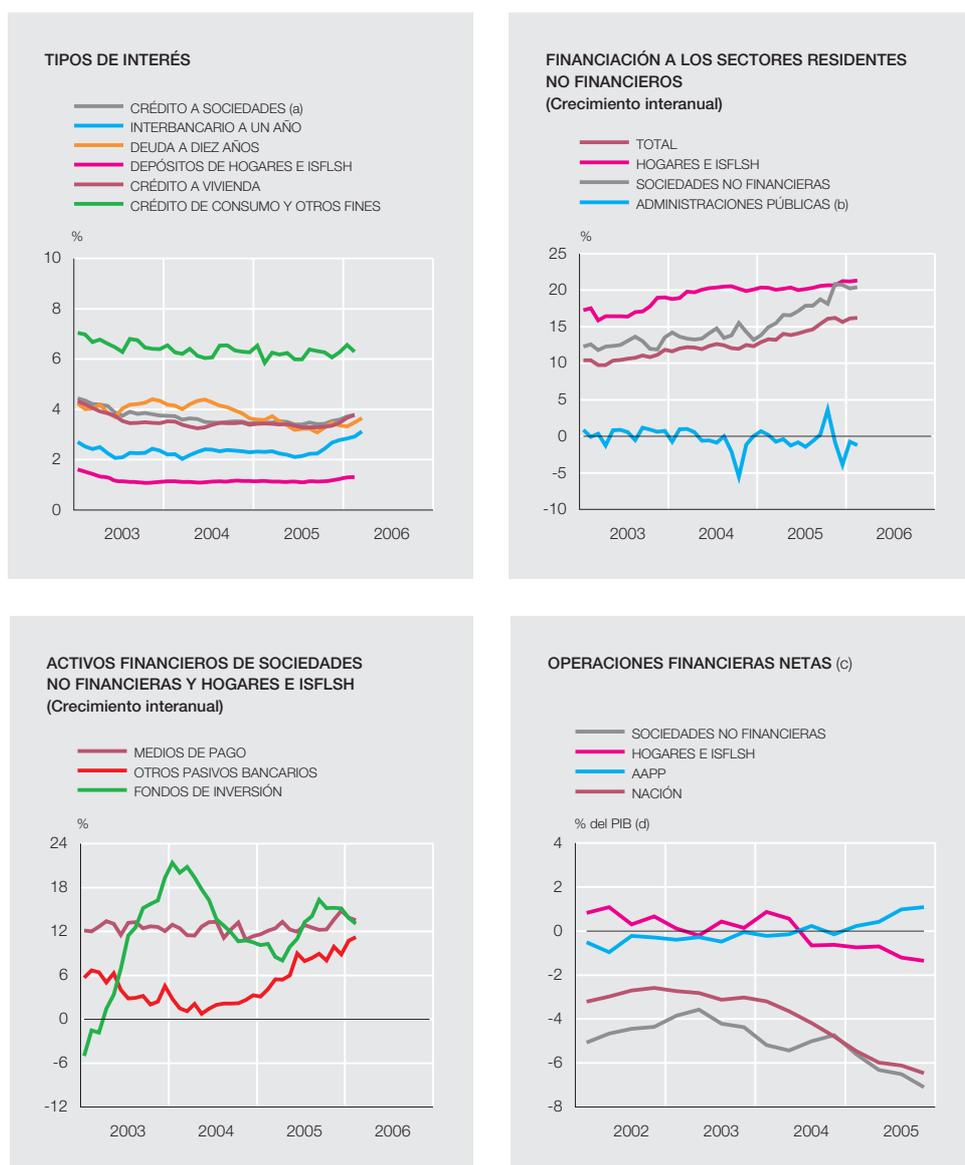
a. Tasas de variación interanual.

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

contexto de fuerte atonía de la exportación y de desaceleración de las importaciones. El año 2006 parece haber comenzado con un cambio en estas tendencias, hacia un mayor dinamismo tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes, que apuntaría, en el caso de las ventas al exterior, a la existencia de algunos factores extraordinarios tras los malos resultados del año pasado. No obstante, la escasa información disponible para sustanciar la mejora de las exportaciones y la acumulación de pérdidas adicionales de competitividad precio obligan a tomar con cautela estos indicios. Además, la recuperación de las importaciones podría ser ilustrativa del retorno a pautas de mayor impacto de la competitividad sobre el ritmo de penetración de los productos importados en el mercado interior. Por otra parte, los datos relativos al comportamiento del turismo desde finales de 2005 han sido, en general, negativos, y, aunque las primeras cifras referidas a marzo de este año muestran una mejora importante, es de nuevo necesario valorar con cautela este cambio. En conjunto, la recuperación de las exportaciones que apuntan los resultados del comercio en los primeros meses de 2006 es un hecho, sin duda, positivo, pero ha venido acompañado de otros movimientos que tienden a compensarlo, favoreciendo la continuidad del deterioro del déficit exterior.

Desde el punto de vista de la actividad y el mercado de trabajo, la evolución en los primeros meses de 2006 aporta pocos cambios en los patrones, ya conocidos, de fuerte avance del valor añadido en la construcción y los servicios, y bajo crecimiento de la productividad observada del trabajo, especialmente en esas mismas ramas. Sí cabe señalar que la industria ha mantenido una pauta de modesta recuperación en los últimos trimestres, que se ha prolongado al comienzo de 2006. La EPA, por su parte, indica que la generación de empleo en el conjunto de la economía siguió siendo muy elevada en al comienzo de 2006, en un contexto de intenso crecimiento de la población activa y de continuada incorporación de inmigrantes al mercado laboral. En consecuencia, se estima que el ritmo de avance de la productividad del trabajo, que sigue reflejando, en parte, la elevada creación de puestos de trabajo, muchos de ellos en sectores de productividad inferior a la media, se mantuvo en tasas muy reducidas.

Los costes laborales por trabajador tendieron a desacelerarse durante el pasado año, creciendo un 2,3% en la economía de mercado, a pesar de que los incrementos salariales negociados en



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

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

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

d. CNE Base 2000.

convenio se mantuvieron en torno al 3%. De hecho, cuando se tiene en cuenta el impacto de las cláusulas de salvaguarda del año anterior, el incremento de las tarifas asciende al 3,6%. El menor crecimiento de las remuneraciones, en relación con los incrementos acordados en la negociación colectiva —un resultado que con mayor o menor intensidad se viene produciendo desde hace varios años—, refleja el hecho de que los nuevos puestos de trabajo creados llevan aparejados salarios más bajos, en parte por tratarse de trabajadores con menor experiencia y, en promedio, menos productivos. Los resultados de la negociación colectiva para 2006 apuntan de nuevo hacia incrementos salariales en torno al 3%, aunque el impacto de la activación de las cláusulas de 2005 será más intenso que el año anterior. Por ello, se estima que la remuneración por ocupado habrá experimentado una aceleración en los primeros meses de este año.

Siguiendo la evolución de las remuneraciones, los costes laborales unitarios se desaceleraron de forma significativa en 2005, si bien se estima que habrán repuntado en los primeros meses de 2006, como se recoge en el gráfico 3, manteniendo, en todo caso, un diferencial de crecimiento positivo con los costes laborales unitarios de los países de la UEM. No obstante, en la actual situación de dinamismo de la demanda, el menor crecimiento de los costes laborales unitarios no se está trasladando a los precios finales, en su conjunto, sino que está permitiendo ampliaciones de márgenes adicionales. El IPC, principal indicador de inflación, finalizó el año 2005 con una tasa interanual del 3,7% y ha alcanzado un 3,9% en marzo. Parte de esta elevada inflación es consecuencia del encarecimiento de los precios de consumo de la energía, pero estas tasas reflejan también el mantenimiento de la inflación subyacente en niveles elevados, que han llegado a superar el 3% en los últimos meses. A su vez, esta evolución se ha traducido en una ampliación del diferencial de inflación con la UEM.

Aunque, en los últimos trimestres, la economía española ha sido capaz de generar algunos cambios en sus patrones de comportamiento, acordes con la necesaria corrección de los desequilibrios que la caracterizan, estos cambios son todavía inciertos e incipientes y pueden ser, en general, demasiado lentos y graduales para producir la corrección requerida. Además, en otros ámbitos, como la formación de precios, se mantienen comportamientos inerciales, que no solo no contribuyen a corregir las pérdidas de competitividad, sino que pueden agravarlas. En esta situación cabe reiterar la importancia de que las políticas económicas de ámbito nacional se orienten a la corrección de esos desequilibrios, moderando las presiones de demanda, por lo que se refiere especialmente a la política fiscal, y aumentando la flexibilidad y la eficiencia del funcionamiento de la economía, por lo que se refiere a las políticas de reforma estructural, única vía de mejorar su productividad y competitividad en el medio plazo. En este sentido, cabe destacar la publicación del segundo paquete de medidas del Plan de Dinamización Económica, así como una valoración de la implementación del primer paquete, presentado hace ahora un año.

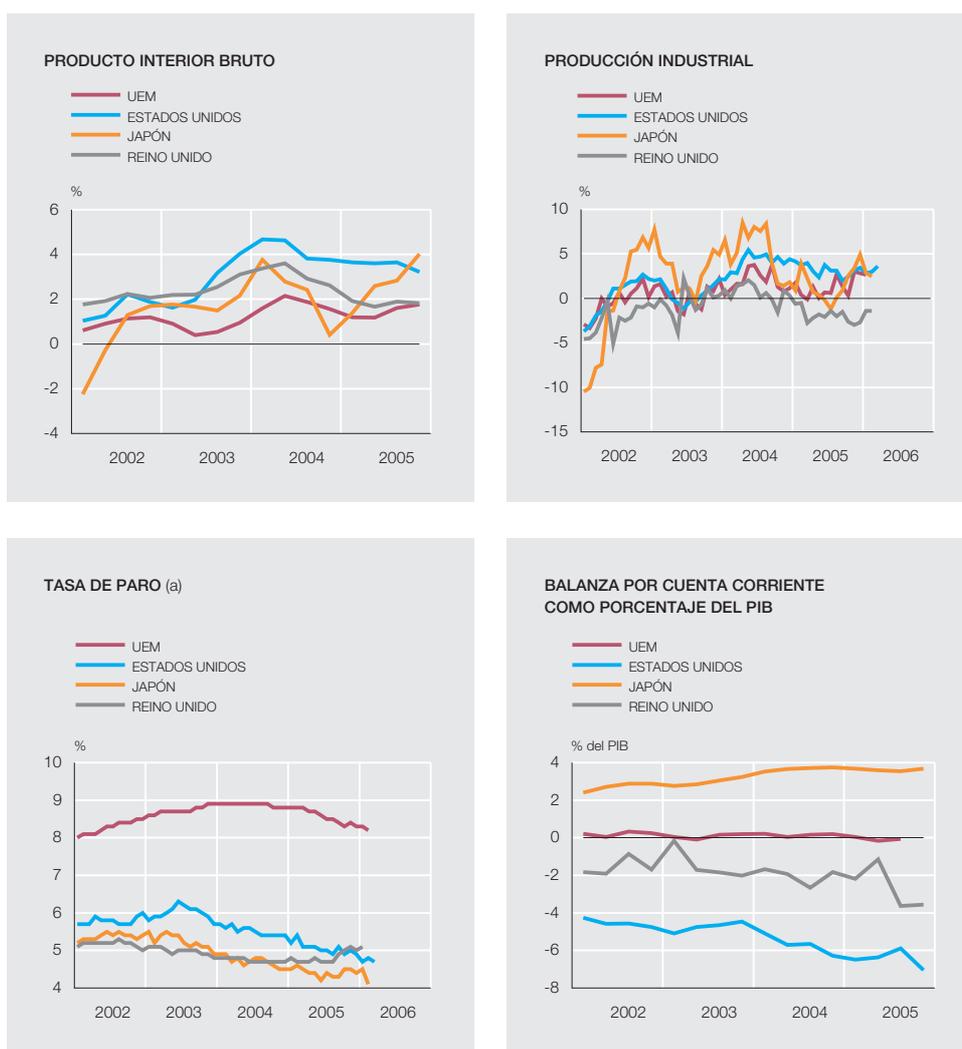
## 2 Entorno exterior del área del euro

Entre enero y abril de este año, los rasgos más destacables de la evolución económica y financiera en el entorno exterior del área del euro fueron el aumento del precio del petróleo, el comportamiento favorable de los mercados financieros —a pesar del encarecimiento del crudo y del moderado aumento de los tipos de interés a largo plazo— y la continuación en la retirada del estímulo monetario en Estados Unidos, así como el previsible inicio de una tendencia del mismo signo en Japón.

El repunte del precio del petróleo —en torno al 28% desde principios de año— llevó su cotización hasta nuevos máximos históricos en abril, al superar los 73 dólares por barril de crudo *Brent*. En los últimos meses, estos movimientos al alza han estado condicionados por problemas de oferta y por la inestabilidad geopolítica en Oriente Medio y en Nigeria, en un contexto de continuada estrechez en la capacidad excedente de producción y refino de crudo. Los futuros a largo plazo siguieron de cerca este movimiento de los precios al contado, de forma que la curva de futuros continuó mostrando precios similares o superiores al precio de contado para un horizonte de hasta dos años. Este aumento del precio del crudo estuvo acompañado por fuertes subidas en los precios de otras materias primas, especialmente metales industriales y preciosos, que en muchos casos se situaron en niveles no alcanzados desde hace 20 o 25 años.

El aumento del precio del petróleo no pareció, sin embargo, tener un efecto significativo sobre los mercados financieros. Así, se mantuvo la senda de incremento de los tipos oficiales en Estados Unidos, con sendos aumentos de 25 pb en las dos reuniones de la Reserva Federal durante el primer cuatrimestre, lo que llevó el objetivo de los fondos federales hasta el 4,75%. En la segunda quincena de abril los mercados descontaron una subida adicional de 25 pb, que elevaría el objetivo de los fondos federales hasta el 5% en mayo. En este contexto se produjeron también aumentos de los tipos de interés a corto y a largo plazo en Estados Unidos, con lo que, en abril, la rentabilidad de los bonos a diez años superó el 5% y la pendiente de la curva de rendimientos regresó a niveles positivos. También en Japón los tipos de interés a largo plazo siguieron una trayectoria al alza, situándose en el 2%, el nivel máximo desde el año 2000. En los mercados cambiarios el dólar fluctuó con respecto al yen y al euro en un rango relativamente estrecho, aunque tendió a depreciarse frente a ambos en abril, a pesar del incremento del diferencial de tipos de interés a corto plazo frente al área del euro. Por otra parte, los diferenciales de los bonos corporativos apenas variaron y las principales bolsas registraron pequeñas ganancias, destacando la reacción positiva del índice *Nikkei* al cambio en la instrumentación de la política monetaria de Japón. Por su parte, los mercados financieros emergentes volvieron a tener un comportamiento favorable, a excepción de un ligero período de volatilidad en la primera quincena de marzo. Las bolsas de esas áreas registraron subidas y las primas de riesgo soberano continuaron, en general, disminuyendo moderadamente, mientras que los tipos de cambio mostraron señales mixtas.

En *Estados Unidos* la actividad recuperó un pulso más dinámico en el primer trimestre de 2006, tras la ralentización experimentada en el trimestre anterior —cuando la economía creció en tasa trimestral anualizada un 1,7%, según la revisión final de la contabilidad nacional—. Así, las encuestas de directores de compras (ISM, en sus siglas en inglés) de manufacturas y servicios indicaron una dinámica expansión, pese a cierta debilidad en los pedidos de bienes duraderos y otras manufacturas en febrero. Por otra parte, los indicadores de renta disponible, consumo personal y ventas al por menor mostraron un tono positivo en enero y febrero,

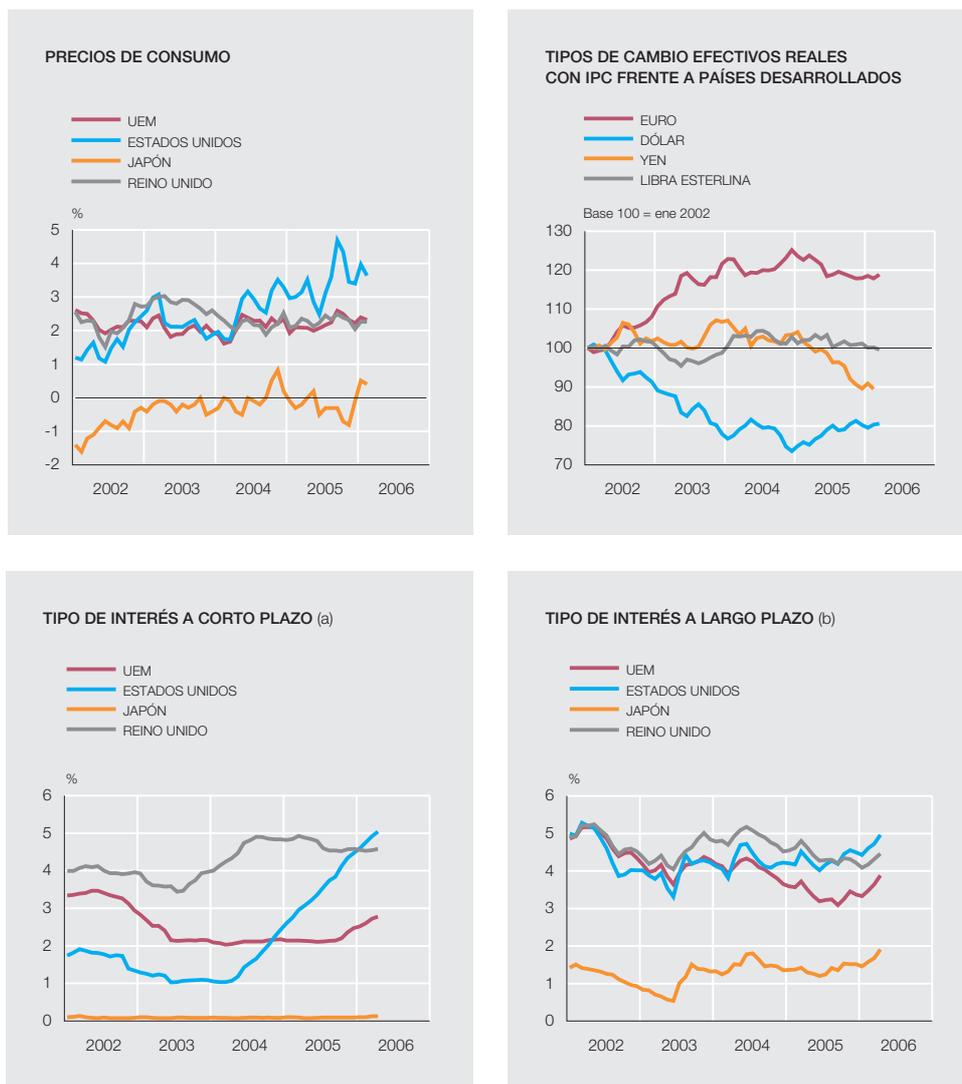


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

y las encuestas de confianza de marzo confirmaron la prolongación de un notable empuje en el consumo a lo largo del primer trimestre del año. Esta expansión del consumo también se vio favorecida por el comportamiento del mercado laboral, pues se redujo la tasa de desempleo en una décima, hasta el 4,7% en marzo, y las solicitudes de prestaciones por desempleo se mantuvieron en niveles reducidos. El crecimiento de los precios de consumo en el trimestre fue moderado y, aunque en marzo repuntaron algo más de lo esperado, las tasas interanuales siguen en niveles contenidos (del 3,4% y de 2,1% en el índice general y en el subyacente, respectivamente). En cuanto al sector exterior, el déficit comercial registró un nuevo máximo histórico en enero y solo una ligera corrección en febrero, aunque desde principios de año se apreció un mayor dinamismo de las exportaciones.

En *Japón* la actividad en el primer trimestre de 2006 mantuvo un comportamiento positivo. El sector industrial confirmó un gran dinamismo, tanto por la favorable evolución de la producción en febrero como por la de la encuesta *Tankan* de confianza del primer trimestre, al tiempo que los pedidos de maquinaria anticiparon un ritmo vigoroso de expansión de la inversión. Por el contrario, las ventas al por menor registraron un leve avance, a pesar de que la confian-



FUENTE: Banco de España.

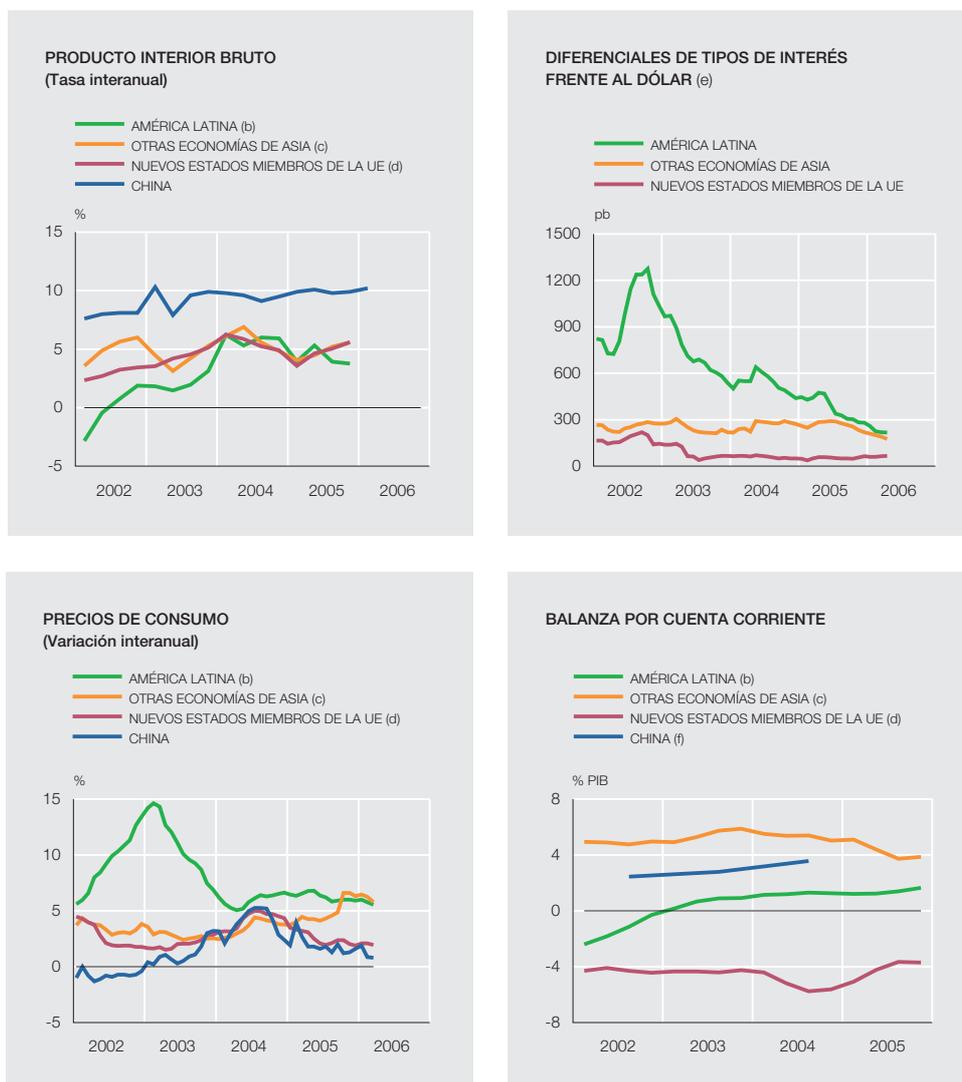
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

za de los consumidores se situó en niveles máximos de los últimos quince años. El mercado laboral continuó mostrando una notable fortaleza y en febrero la expansión del empleo permitió recortar la tasa de paro cuatro décimas, hasta el 4,1% de la población activa, al tiempo que la remuneración nominal de los asalariados repuntó con respecto a enero. También en febrero se amplió el superávit por cuenta corriente, al recuperar las exportaciones el impulso perdido en enero. Por su parte, las importaciones siguieron mostrando un gran dinamismo, por el fuerte tirón de la demanda interna. Con respecto a los precios, parecen consolidarse las perspectivas de una salida permanente de la deflación, al crecer los precios de consumo en febrero por segundo mes consecutivo —un 0,4% interanual— y mantenerse la inflación subyacente en tasas positivas por cuarto mes consecutivo —0,5% interanual en febrero—. El Banco de Japón empezó a reducir gradualmente la liquidez en marzo, de forma coherente con el anunciado cambio en la instrumentación de su política monetaria.

En el *Reino Unido* el PIB final del cuarto trimestre de 2005 creció un 1,8% interanual, lo que confirmó la fuerte desaceleración económica en el conjunto del año, por la atonía del consumo privado.

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

Pese a que mejoró la contribución de la demanda exterior en 2005, el déficit por cuenta corriente del cuarto trimestre fue superior al previsto, llegando a un 3,6% del PIB. La mayoría de los indicadores recientes dan señales de debilidad en el consumo, a lo que se añade la contracción de la producción industrial y de las manufacturas en febrero, junto con un retroceso en marzo de las encuestas de directores de compras. A pesar de esta evolución, los precios de la vivienda prosiguieron una senda moderadamente ascendente. Por su parte, los precios de consumo se desaceleraron en marzo, pasando su avance interanual del 2% al 1,8% (dos décimas inferior al objetivo central del Banco de Inglaterra). En el mercado laboral, aumentó el empleo en febrero, aunque la tasa de paro se elevó una décima, hasta el 5,1%. También en febrero volvió a ampliarse el déficit exterior de bienes y servicios, hasta 4,8 mm de libras esterlinas, frente a los 3,8 mm de enero.

En los *nuevos Estados miembros de la UE*, el PIB se aceleró en el cuarto trimestre de 2005 en casi todos los países, registrando, en promedio, una tasa del 5,4% interanual, superior al 4,9% del trimestre anterior, gracias al mayor dinamismo de la demanda interna, que compensó la menor aportación del sector exterior. En el conjunto de 2005 se mantuvo un notable crecimiento promedio (4,5%), algo inferior al 5,3% de 2004, por la desaceleración de la economía polaca, la de mayor peso en la región. Los indicadores del primer trimestre de 2006 mantienen un tono positivo. La inflación siguió evolucionando de forma dispar en los últimos meses, situándose en marzo entre el 0,4% interanual de Polonia y el 6,5% de Letonia. Los tipos de interés oficiales se redujeron en Polonia hasta el 4%, mientras que aumentaron en Eslovaquia y se mantuvieron estables en el resto de países. Los objetivos fiscales de 2005 se cumplieron en casi todos los países, con la excepción de Hungría, donde el déficit público superó el 6% del PIB. Los déficits por cuenta corriente también evolucionaron de forma diversa en 2005. Aunque el déficit promedio de la región se redujo desde el 5,3% al 3,5% en 2005, por el favorable comportamiento de Polonia, es destacable que en siete de los diez nuevos miembros los déficits fueron superiores al 5% del PIB.

En *Asia* cabe señalar el elevado dinamismo de la economía china en el primer trimestre de 2006, en el que el PIB creció un 10,2% interanual, tres décimas más que en el anterior. A lo largo del trimestre destacó el volumen de reservas exteriores acumuladas por el banco central chino, cuyo saldo (875,1 mm de dólares en marzo) superó al de Japón, lo que sitúa a China en el primer puesto mundial por acumulación de reservas. Se produjo también, en los primeros meses de 2006, una ligera aceleración de la apreciación del renminbi respecto al dólar —un 0,7% acumulado entre enero y abril—. Se recuperó el dinamismo del sector exportador en marzo, lo que se reflejó en un elevado superávit comercial, que ascendió a 23,2 mm de dólares en el primer trimestre de 2006. Los flujos de entrada de inversión extranjera directa volvieron a crecer en los tres primeros meses del año, tras el estancamiento desde el segundo semestre de 2005. Por otra parte, la inflación medida por el IPC se moderó en marzo hasta el 0,8% interanual, tendencia que fue acompañada por los precios de producción. El resto de indicadores de actividad (producción industrial, inversión en activos fijos y las ventas al por menor) mantuvieron un ritmo de crecimiento ligeramente más vigoroso que en el cuarto trimestre. En India la actividad económica se moderó levemente en el cuarto trimestre de 2005 (del 8% al 7,6% interanual), tras varios trimestres de fuerte crecimiento, si bien cerró el año con una expansión del 8%, superior al 7,4% de 2004. La mayoría del resto de países del sudeste asiático mantuvo una fuerte expansión de la actividad económica durante el primer trimestre de 2006.

En *América Latina*, el ejercicio 2005 concluyó con un crecimiento del 4,3% interanual —cifra notable, pero bastante inferior al 5,8% del extraordinario año precedente—, debido a una cierta moderación de la actividad en la parte final del año. El favorable comportamiento de los mercados financieros facilitó tomar medidas encaminadas a reducir la exposición a la deuda externa. De este modo, Brasil y Chile anunciaron una nueva legislación para favorecer la entrada de inversores extranjeros en los mercados locales de deuda, Uruguay pagó anticipadamente la cuota del préstamo del FMI correspondiente a 2006, y Venezuela y Brasil recompraron sus bonos *Brady* remanentes. En el ámbito de los precios, la moderación de las tasas de inflación en México y Brasil permitió proseguir con la disminución de los tipos de interés, aunque en el primer caso el margen para nuevas reducciones ya es reducido. En contraste, en Argentina las presiones al alza de los precios siguieron siendo notables, aunque en el primer trimestre de 2006 se observó una cierta estabilización de la tasa interanual de inflación (en torno al 12%), evolución en parte favorecida por las medidas administrativas para limitar las subidas de precios.

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

La información disponible acerca de la evolución económica en el área del euro en los primeros meses de 2006 apunta a la consolidación de un escenario de recuperación, apoyado en el vigor de la actividad mundial y en el fortalecimiento progresivo de la demanda interna, en particular de la inversión privada. No obstante, subsisten riesgos a la baja derivados de la trayectoria incierta del consumo y el empleo, y, sobre todo, de la persistencia de elevados precios del petróleo. La relevancia de este último factor de riesgo se ha visto subrayada por el considerable repunte en abril de la cotización del crudo hasta niveles superiores a los 70 dólares por barril.

Por su parte, la evolución de los precios en el primer trimestre de 2006 ha aportado pocas novedades en lo que se refiere a la evaluación de las presiones inflacionistas subyacentes, que permanecen relativamente contenidas. La tasa de crecimiento del IAPC, que se mantuvo en niveles ligeramente superiores al objetivo de medio plazo de estabilidad de precios, continuó reflejando a través de su componente energético las fluctuaciones en la evolución de los precios del crudo, al mismo tiempo que los precios de los componentes menos volátiles del índice mantuvieron un ritmo de aumento moderado y estable. Con todo, la creciente percepción —que los acontecimientos más recientes no hacen sino confirmar— de que el encarecimiento del petróleo no es un fenómeno transitorio tiende a incrementar los riesgos de que las alzas de los costes de producción terminen trasladándose a los precios del conjunto de los sectores y se interrumpa la moderación salarial, especialmente si el mercado de trabajo se recupera. En su conjunto, la información coyuntural del primer trimestre tiende a confirmar un escenario central en el que persisten riesgos moderadamente al alza para la estabilidad de precios en un entorno de fortalecimiento progresivo de la actividad económica en el área.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió dar un nuevo paso en la retirada del tono expansivo de la política monetaria con el fin de asegurar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanezcan ancladas, y elevó, a comienzos de marzo, los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, hasta el 2,5%. Esta subida acababa con un período prolongado de tipos reales a corto negativos, si bien el tono de la política monetaria continúa siendo claramente acomodaticio y favorable a la expansión de la demanda interna, cuyo dinamismo no está plenamente consolidado.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, el déficit público agregado del área se situó, según datos provisionales, en el 2,4% del PIB. Esta cifra es una décima más desfavorable que la que resulta de agregar los objetivos que los Estados miembros se habían fijado en sus Programas de Estabilidad al inicio del ejercicio. Sin embargo, el déficit observado fue inferior en medio punto porcentual al previsto por la Comisión Europea en otoño, lo que se debió, en parte, a la mejora de la situación económica. Por lo que respecta a los planes presupuestarios futuros, los países en situación de déficit excesivo han proyectado en sus programas de estabilidad más recientes —los primeros presentados tras la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento— sendas de ajuste que resultan, en líneas generales, coherentes con el requisito de que se produzca una mejora anual del saldo estructural igual o superior al 0,5% del PIB y con la observancia de los plazos establecidos en los respectivos procedimientos de déficit excesivo. No obstante, en ocasiones, los objetivos trazados pueden adolecer de un cierto voluntarismo, que se refleja en la escasa definición de las medidas que permitirían alcanzarlos.

	2004		2005				2006	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)	II TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	1,9	1,6	1,2	1,2	1,6	1,8		
Crecimiento intertrimestral	0,3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4; 0,8)	(0,3; 0,8)
IPI (d)	2,5	1,1	0,8	0,7	1,5	2,1	2,6	
Sentimiento económico	100,2	100,5	98,7	96,1	97,7	100,1	102,6	
Confianza industrial	-3,7	-3,7	-6,7	-10,3	-7,7	-6,0	-2,3	
PMI manufacturas	53,9	51,4	51,4	49,3	51,0	53,0	54,7	
Confianza servicios	11,3	11,3	10,7	9,0	11,0	13,7	14,7	
PMI servicios	54,4	52,9	53,1	53,1	53,8	55,6	57,8	
Tasa de paro	8,9	8,8	8,8	8,7	8,5	8,4	8,2	
Confianza consumidores	-14,0	-13,0	-13,3	-14,3	-14,7	-12,3	-10,7	
IAPC (d) (e)	2,1	2,4	2,1	2,1	2,6	2,2	2,2	
IPRI (d) (e)	3,3	3,6	4,2	4,0	4,4	4,7	5,4	
Precio del petróleo en \$ (e)	43,3	39,7	53,3	54,0	62,6	56,5	61,6	69,5
Préstamos al sector privado (d) (e)	6,5	7,2	7,6	9,2	9,7	10,4	10,8	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,2	3,8	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,14	0,36	0,67	0,80	0,98	1,12	1,06	1,02
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,241	1,362	1,296	1,209	1,204	1,180	1,210	1,232
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-1,7	7,8	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	2,6	4,4
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	1,5	9,9	4,3	8,9	17,7	23,0	10,3	11,6

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

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

b. Información disponible hasta el día 21 de abril de 2006.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

d. Crecimiento interanual.

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

### 3.1 Evolución económica

Según la Contabilidad Nacional de la UEM referida al cuarto trimestre de 2005, el PIB del área del euro creció un 0,3% en términos intertrimestrales, cuatro décimas de punto porcentual menos que en el trimestre previo (véase cuadro 1). Este débil ritmo de avance refleja, en buena parte, factores técnicos tales como el ajuste incompleto de efectos-calendario o complicaciones en la corrección de la estacionalidad en algunos países. Así, la tasa interanual, que recoge la evolución más tendencial del crecimiento económico, se incrementó en dos décimas, hasta el 1,8%, respecto a la registrada en el tercer trimestre.

La ralentización del producto respecto al trimestre anterior obedeció en su mayor parte al menor dinamismo de todos los componentes de la demanda interna, excluidas las existencias. Así, el consumo privado creció un 0,1%, el consumo público no varió y la contracción de la inversión en equipo solo fue parcialmente compensada por el mayor impulso de la construcción, de manera que la formación bruta de capital fijo disminuyó su ritmo de avance (véase recuadro 1). Asimismo, la demanda exterior detrajo 0,2 pp al aumento del producto, tras haber registrado una aportación nula en el trimestre precedente, como consecuencia de la intensa desaceleración de las exportaciones, contrarrestada solo en parte por la que experimentaron las importaciones. Por último, la variación de existencias aportó 0,4 puntos al crecimiento del PIB, tras una contribución nula en el tercer trimestre (véase gráfico 8).

El detalle de la Contabilidad Nacional por países muestra que la desaceleración del producto del cuarto trimestre se concentró en los tres mayores países del área. En Alemania e Italia, cuyos PIB registraron una tasa intertrimestral nula, la demanda interna sin existencias experi-

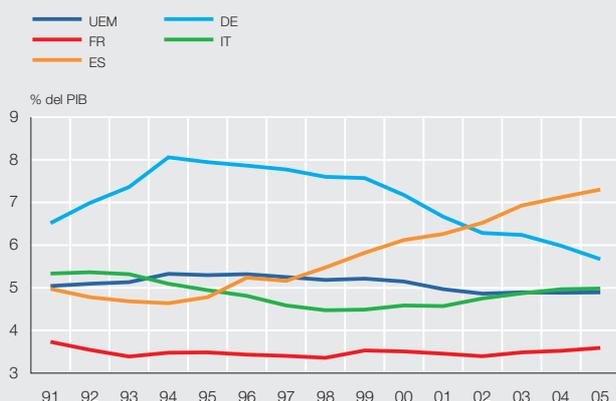
La inversión residencial es el agregado macroeconómico que comprende la adquisición de vivienda por parte de los hogares —tanto la que se destina al uso propio como la que se adquiere como inversión— y que, junto con la compra de inmuebles por las empresas y la inversión pública en infraestructuras, compone la inversión en construcción, parte fundamental de la formación bruta de capital fijo. Como se observa en el gráfico 1, a partir del máximo alcanzado por la inversión residencial como porcentaje del PIB del área en el período 1994-1996, este componente de la demanda ha experimentado una pérdida de peso relativo, especialmente desde el comienzo de la UEM.

En los gráficos 1 y 2 se observa cómo el peso de la inversión residencial en el PIB en el conjunto de la UEM se situó, en 2005, ligeramente por debajo del valor que registraba a comienzos de los años noventa (5%). No obstante, la importancia relativa de la inversión residencial es muy distinta entre los países del área del euro, oscilando su peso en el PIB entre un valor inferior al 4% en Francia y uno superior al 7% en España. Además, hay grandes diferencias en su evolución en los últimos quince años: así, en un primer grupo, formado por Francia, Italia, Holanda, Finlandia y Grecia, la inversión residencial en porcentaje del PIB se ha mantenido estable alrededor de su prome-

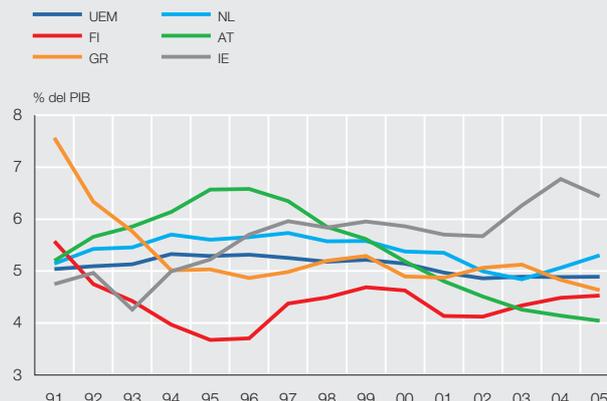
dio de largo plazo, con oscilaciones de diversa magnitud. A su vez, en Alemania y Austria, la relevancia de la inversión residencial ha ido disminuyendo paulatinamente, tras el auge que mostró a principios de la década de los noventa, mientras que la situación contraria se ha registrado en España e Irlanda, donde ha ganado importancia progresivamente.

Centrando el análisis en el período más reciente —desde el inicio de la Unión Monetaria hasta 2005—, los gráficos 3 y 4 recogen la evolución de los principales determinantes de la inversión residencial para la mayor parte de los países de la UEM, esto es, la renta disponible real de los hogares, el crecimiento de la población y el coste de uso de la vivienda —variable que a su vez depende positivamente de los tipos de interés, y negativamente de las variaciones del precio de la vivienda—. Por lo que se refiere tanto a la renta disponible, que sería una medida de la capacidad de compra de las familias, como a la población, cuyo crecimiento en determinados grupos de edad suele llevar aparejada una mayor demanda de vivienda asociada a la formación de hogares, parece observarse una relación positiva entre sus variaciones y la de la inversión residencial. También se aprecia, en la mayoría de los países, una relación estrecha, desde 1999, entre la inver-

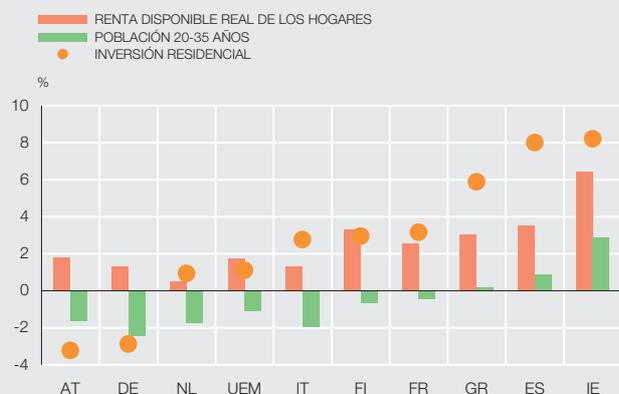
1. INVERSIÓN RESIDENCIAL



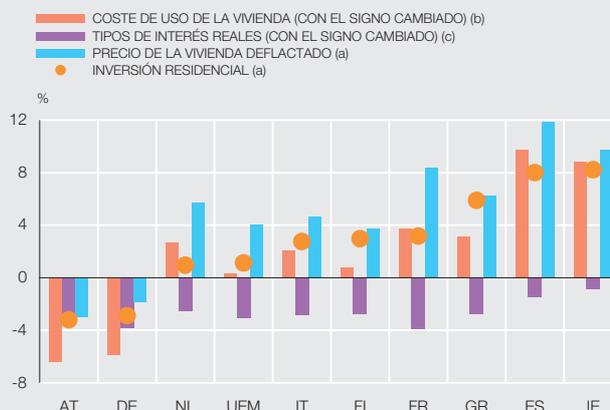
2. INVERSIÓN RESIDENCIAL



3. DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL (a)



4. DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL



FUENTES: BCE y Eurostat.

- a. Variación media anual entre 1999 y 2005, excepto para el precio de la vivienda (1999-2004).
- b. Promedio 1999-2004.
- c. Promedio 1999-2005.

sión residencial y el coste de uso de la vivienda. Esta última variable ha mostrado una evolución muy diversa entre países, lo que se ha debido, fundamentalmente, al distinto comportamiento del precio de la vivienda, puesto que los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios se han mantenido en niveles relativamente similares en los diferentes países, con las excepciones de España e Irlanda, donde han sido más bajos. Esto ha sido consecuencia, sobre todo, de la existencia, en estos países, de unas tasas de inflación más elevadas, pero también del mayor peso relativo de los créditos con tipo de interés variable referenciado a las rentabilidades del mercado interbancario, las cuales, en el período considerado, se han mantenido por debajo de las de la deuda a largo plazo.

Mención aparte merece el caso de Alemania, donde la inversión residencial ha experimentado una tasa de variación media en el período 1999-2005 del -2,7%, como resultado de la desfavorable evolución de sus factores determinantes y, también, del proceso de corrección del exceso de inversión que tuvo lugar en dicho país en la primera

mitad de los noventa y que viene lastrando el crecimiento de esa variable —y, en general, de la inversión en construcción— desde mediados de dicha década. De hecho, el ritmo de avance medio en el período analizado de la inversión residencial en la UEM, excluyendo Alemania, habría sido del 3,7%, muy superior al crecimiento del 1,3% observado en el conjunto del área.

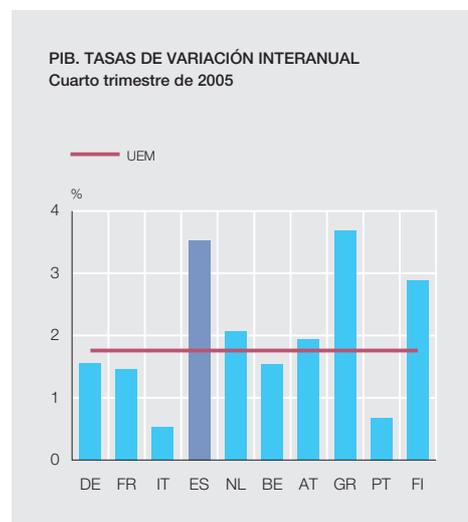
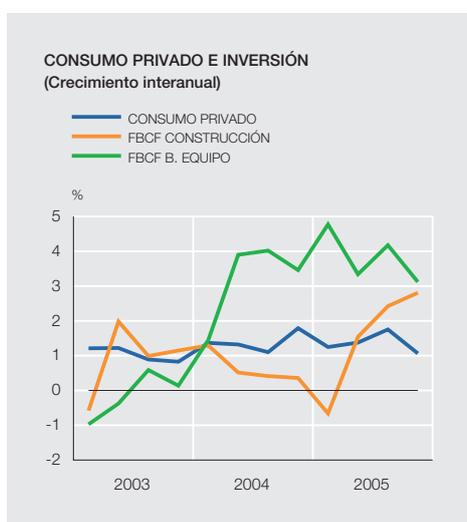
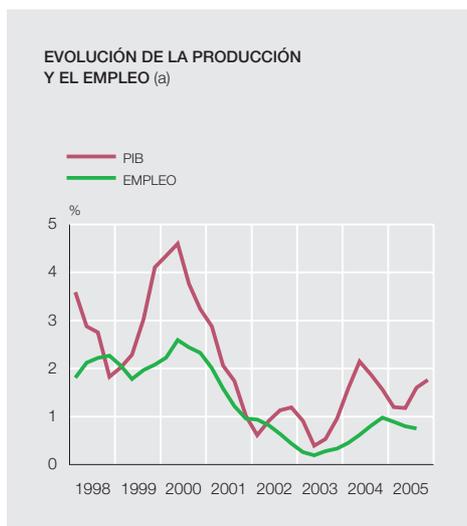
Por lo que respecta a las perspectivas futuras, los indicadores más recientes parecen mostrar que se ha detenido el proceso de deterioro de la inversión residencial en Alemania, por lo que es previsible que esto repercuta en una evolución más favorable de esta variable en el conjunto del área, que se vería reforzada por la mejora de la renta disponible de las familias, en un contexto de mayor crecimiento de la actividad y el empleo. No obstante, también cabe esperar una moderación de su ritmo de crecimiento en aquellos países que han experimentado, en los últimos años, incrementos del precio de la vivienda muy elevados, en la medida en que dichos aumentos se vayan suavizando.

mentó un notable retroceso, mientras que en Francia, donde creció un 0,4%, mantuvo su fortaleza. Por lo que se refiere al saldo neto exterior, su aportación al producto mostró un empeoramiento considerable en Alemania y Francia y una ligera mejora en Italia. En España, Bélgica y Austria, sin embargo, el PIB creció a un mayor ritmo que en el tercer trimestre, mientras que en Holanda mantuvo su ritmo de crecimiento.

Por ramas de producción, la pérdida de impulso fue compartida, aunque con desigual intensidad, por todos los sectores, excepto la construcción, cuyo valor añadido se aceleró siete décimas de punto, hasta un 1%. En el mercado de trabajo se mantuvo un ritmo débil de creación de empleo, de manera que la tasa interanual se situó en el 0,8%, por lo que la variación de la productividad aparente del trabajo se mantuvo relativamente estable, ligeramente por debajo del 1%. Desde el punto de vista de la formación de los precios interiores, en el cuarto trimestre de 2005 los costes laborales unitarios crecieron por debajo del deflactor del PIB, lo que supuso una nueva ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 10).

En el conjunto de 2005, el PIB creció un 1,4%, cuatro décimas menos que en 2004. El menor dinamismo del producto se debió a la reducción de las aportaciones del saldo neto exterior y de la variación de existencias, mientras que la contribución de la demanda interna aumentó ligeramente. Ello fue el resultado del incremento en el ritmo de avance de la formación bruta de capital fijo y del consumo público, mientras que el gasto en consumo de las familias se expandió a la misma tasa que el año anterior, al 1,4%. El sector exterior detrajo dos décimas de punto porcentual del crecimiento del PIB, dado que la desaceleración de las exportaciones fue superior a la de las importaciones.

La evolución de los indicadores más recientes denota, en su conjunto, un repunte del ritmo de expansión del PIB en el primer trimestre de 2006. Por lo que se refiere a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial (excluida la construcción) se incrementó —según datos provisionales— cerca de un 1% en enero y febrero con respecto a la media del cuarto trimestre de 2005, lo que supuso una tasa de variación interanual ligeramente superior al 3%.

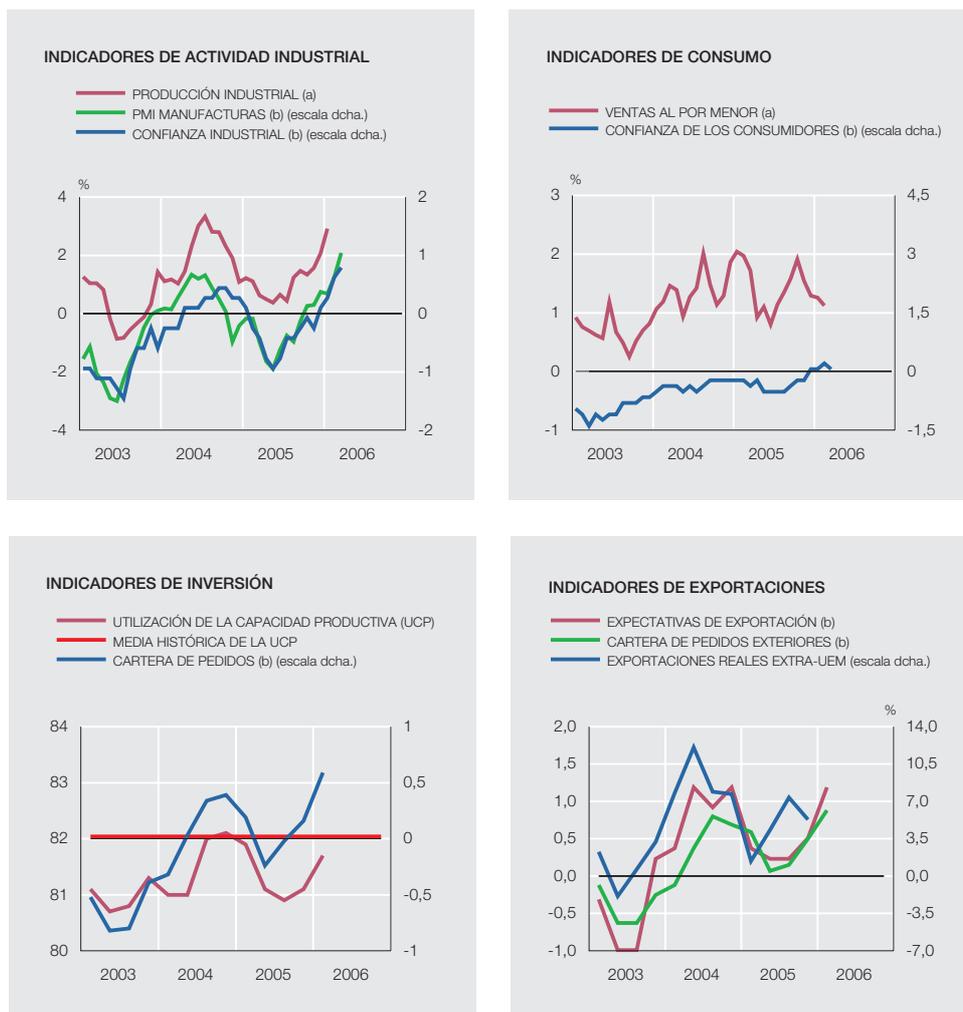


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

Por su parte, los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de opinión evolucionaron muy positivamente en el primer trimestre del año. En particular, los índices de confianza industrial y de la construcción de la Comisión Europea mejoraron netamente, y el índice de gestores de compras de la industria manufacturera elaborado por Reuters se situó en registros claramente superiores a 50, coherentes con una expansión de la actividad (véase gráfico 9). También las encuestas relativas al sector servicios proporcionaron señales favorables, si bien la de la Comisión Europea lo hizo de forma más modesta que la opinión de los directores de compras (véase cuadro 1). Finalmente, los indicadores de empleo provenientes de las encuestas de opinión aumentaron en el primer trimestre del año. El incremento fue mayor en los sectores de la industria y la construcción que en los servicios (véase gráfico 10). Por su parte, la tasa de paro alcanzó el 8,2% en febrero, dos décimas por debajo de la registrada en diciembre de 2005.

En la vertiente de la demanda, los indicadores disponibles ofrecen señales nítidas de fortalecimiento de la inversión y de las exportaciones, pero estas no resultan tan claras en relación con el consumo privado. Así, en promedio de enero y febrero, las ventas minoristas, que es el

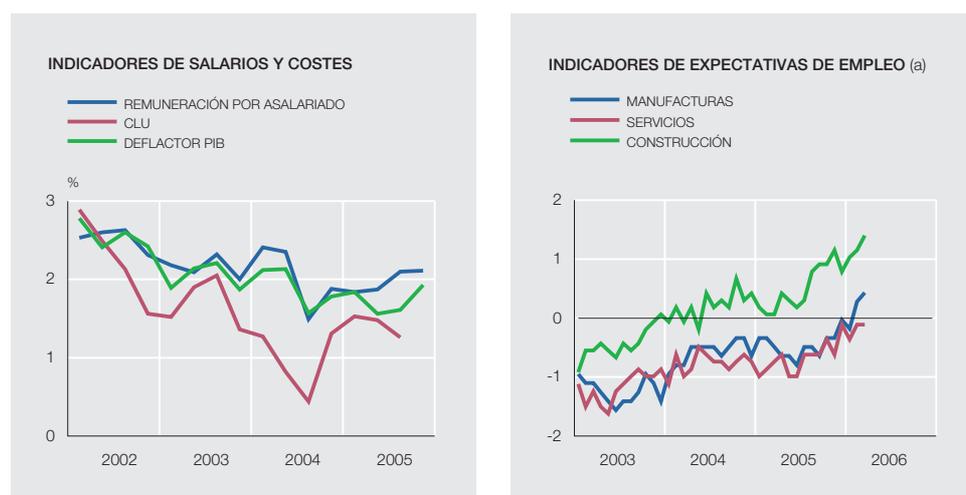


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

indicador mensual más correlacionado con el consumo privado, crecieron a una tasa reducida, ligeramente por debajo de la registrada en el trimestre anterior. Las matriculaciones de automóviles y las encuestas de opinión relacionadas con el consumo mostraron, en cambio, una evolución más positiva. De hecho, el indicador de confianza de los consumidores se situó en el primer trimestre, por primera vez desde mediados de 2002, en línea con su media de largo plazo. En cuanto a los indicadores referidos a la inversión, la valoración de los empresarios de sus carteras de pedidos industriales y el grado de utilización de la capacidad productiva avanzaron, aunque esta última se sitúa todavía por debajo de su media de los últimos años. Por su parte, los datos de exportaciones de la balanza comercial de enero reflejaron un mayor dinamismo de las ventas al resto del mundo, y tanto el indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la Comisión Europea como las opiniones sobre la evolución mensual de la cartera de pedidos procedentes del exterior aumentaron notablemente en el primer trimestre.

En su conjunto, los indicadores disponibles sobre la evolución de la actividad en la UEM en los primeros meses del año serían coherentes con un aumento de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB, que podría situarse en el intervalo 0,4% y 0,8% que estiman la Comisión



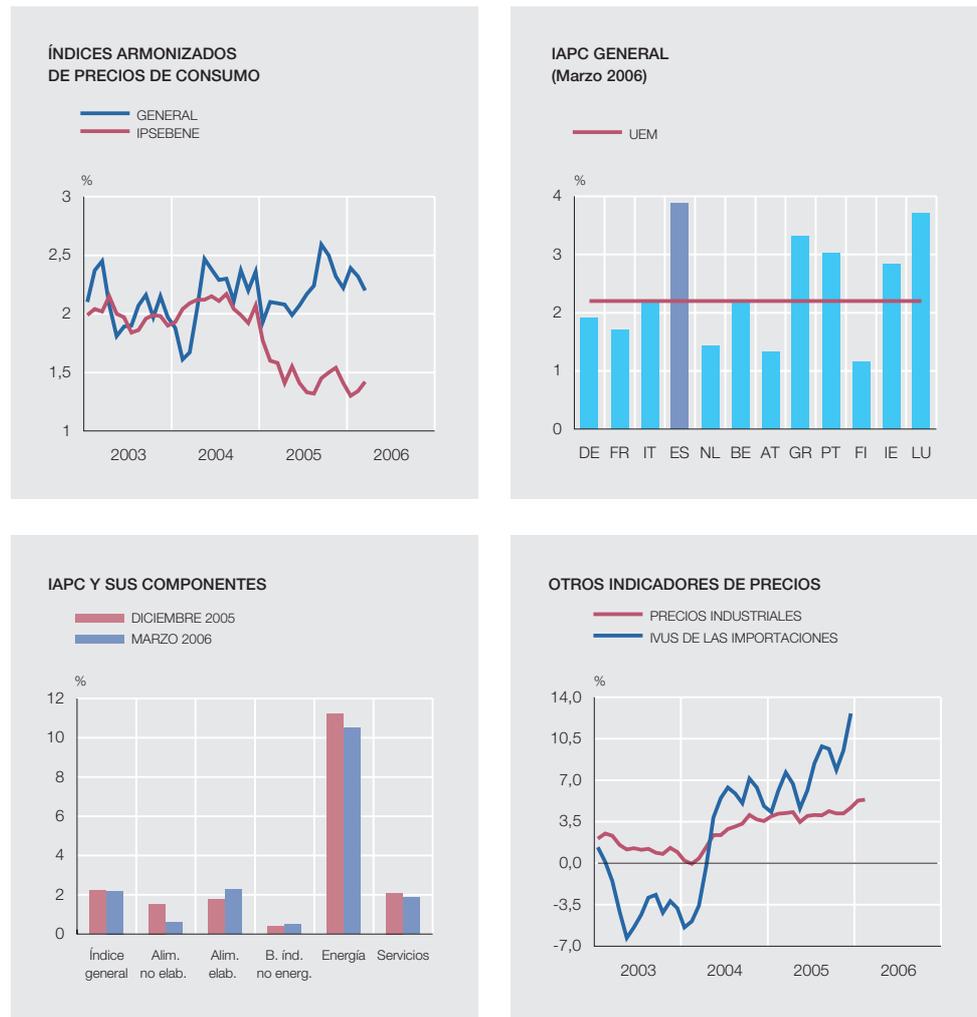
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

Europea (véase cuadro 1) y otros analistas privados. El producto se vería impulsado por el fortalecimiento de las exportaciones y de la formación bruta de capital fijo, en un contexto de condiciones monetarias y financieras favorables, mientras que el consumo continuaría su avance a un ritmo más reducido que la inversión. La trayectoria vacilante que todavía muestran el consumo y el empleo en algunos Estados miembros representa, en el ámbito interno, la principal fuente de incertidumbre sobre el grado de fortaleza que puede exhibir la expansión económica en los próximos meses. Además, subsisten los riesgos a la baja que se han venido señalando en trimestres anteriores provenientes de la persistencia de elevados precios del petróleo y, más a medio plazo, de una potencial corrección desordenada de los desequilibrios macroeconómicos globales. El repunte en abril del precio del crudo hasta niveles superiores a los 70 dólares por barril acentúa estos riesgos.

Los indicadores de precios continuaron reflejando en el primer trimestre el impacto de los movimientos de precios de la energía, de forma que, tras el repunte experimentado en enero, se observó cierta tendencia a la moderación de la inflación hasta los niveles registrados a finales de 2005. Así, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) aumentó en marzo el 2,2% en términos interanuales, igual que en diciembre, lo que fue el resultado de una desaceleración de los precios de la energía, los alimentos no elaborados y, en menor medida, los servicios (véase gráfico 10), que contrarrestó el repunte de los precios de los alimentos elaborados. La inflación subyacente, medida en términos de la evolución del IPSEBENE, que excluye los alimentos no elaborados y la energía, permaneció estable, y se situó en marzo en el 1,4%. Por países, respecto al final del trimestre anterior, la inflación se redujo ligeramente en Alemania y Francia, así como, en mayor medida, en Holanda y Bélgica, mientras que se produjeron incrementos leves de la tasa de variación de los precios en España e Italia. Por su parte, en febrero, el aumento interanual de los precios industriales fue del 5,4%, siete décimas de punto más que en diciembre. Tras este repunte se encuentra principalmente la aceleración del componente energético, aunque también se produjeron incrementos leves en los ritmos de variación de los precios de los bienes intermedios y de consumo.

Aunque las expectativas de inflación se mantienen en niveles acordes con la estabilidad de precios y no se perciben efectos de segunda ronda sobre los salarios, las tensiones en los



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

mercados del petróleo y las materias primas no energéticas han aumentado los riesgos al alza que se ciernen sobre la evolución futura de los precios. Además, el fortalecimiento de la actividad puede acentuar las presiones inflacionistas, en la medida en que estimule las demandas salariales así como la mayor traslación de los costes de producción a los precios finales.

Según los datos publicados por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente ascendió en enero de 2006 a 11,3 mm de euros, lo que contrasta con el déficit de 5,8 mm de euros registrado en el mismo mes del año pasado. Este aumento se debió fundamentalmente al deterioro de la balanza de bienes, que pasó a ser deficitaria en enero, como consecuencia de un crecimiento de las importaciones en los últimos doce meses superior al de las exportaciones. También en enero se observaron salidas netas de capital en forma de inversiones de cartera muy superiores a las entradas netas en la rúbrica de inversiones directas, así como una disminución respecto al año anterior de las entradas netas en concepto de «otra inversión», de forma que la balanza básica registró un saldo negativo de 44,4 mm de euros, de mayor cuantía que el saldo negativo de 33,6 mm de euros que se observó en enero de 2005.

Por lo que respecta a la evolución presupuestaria en la UEM, en 2005, el déficit del área podría haberse situado en un 2,4% del PIB. Por su parte, la ratio de deuda aumentó un punto, y alcan-

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

CUADRO 2

% del PIB					
	2003	2004	2005 (b)	2005 (c)	2006 (d)
Bélgica	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Alemania	-4,0	-3,7	-3,9	-3,3	-3,3
Grecia	-5,8	-6,9	-3,7	-4,5	-2,6
España	0,0	-0,1	0,2	1,1	0,9
Francia	-4,2	-3,7	-3,2	-2,9	-2,9
Irlanda	0,2	1,5	-0,4	1,0	-0,6
Italia	-3,4	-3,4	-4,3	-4,1	-3,5
Luxemburgo	0,2	-1,1	-2,3	-1,9	-1,8
Holanda	-3,1	-1,9	-1,8	-0,3	-1,5
Austria	-1,5	-1,1	-1,9	-1,5	-1,7
Portugal	-2,9	-3,2	-6,0	-6,0	-4,6
Finlandia	2,5	2,3	1,9	2,6	1,6
PRO MEMORIA: UEM					
Saldo primario	0,4	0,5	0,3		0,7
Saldo total	-3,0	-2,8	-2,9	-2,4	-2,3
Deuda pública	69,3	69,8	71,7	70,8	70,8

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

- a. En porcentaje del PIB. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
 b. Previsiones de otoño de 2005 de la Comisión Europea.  
 c. Notificaciones del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2006.  
 d. Objetivos de los programas de estabilidad.

zó en torno al 71% del PIB. Tan solo dos meses antes de que concluyera el año, la Comisión Europea estimaba, en sus previsiones de otoño, que el déficit sería 0,5 pp mayor que el observado. La mejora parece explicarse, sobre todo, por el aumento de la recaudación impositiva debido a las condiciones cíclicas más favorables, aunque también pudo contribuir el rigor en la ejecución presupuestaria en algunos países. Esta evolución supone un buen punto de partida para intensificar en 2006 el proceso de consolidación presupuestaria (véase cuadro 2).

Por países, Alemania, Grecia, Italia y Portugal registraron saldos presupuestarios negativos iguales o superiores al 3% del PIB, en tanto que, en Francia, el déficit público se redujo 0,8 pp y se situó en el 2,9%. Entre los países que incumplieron el límite establecido en el PEC, mientras que en los dos primeros se produjo una disminución del déficit, en los dos últimos tuvieron lugar sendos aumentos de 0,7 y 2,8 pp, con lo que esa variable se situó en el 4,1% y el 6% del PIB, respectivamente. No obstante, en Portugal, aproximadamente dos terceras partes del empeoramiento se corresponden con el descenso del recurso a la utilización de medidas temporales, mientras que en Italia este factor explica casi la totalidad del deterioro. De hecho, en este último caso, como el impacto de las condiciones macroeconómicas fue desfavorable, el saldo primario ajustado por el ciclo económico y neto de estas medidas experimentó una mejoría.

En lo relativo a la aplicación de los procedimientos de déficit excesivo, en Alemania la comunicación de la Comisión Europea de diciembre de 2004 exigía que se corrigiera el déficit excesivo como muy tarde en 2005. Puesto que el déficit de ese período superó el 3% del PIB, en marzo de 2006 el Consejo adoptó una Decisión bajo el artículo 104(9) del Tratado —por segunda vez tras el precedente de Grecia— en la que formula una advertencia a las autoridades alemanas para que tomen

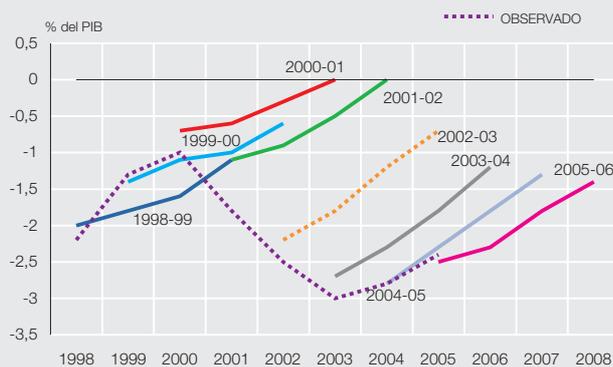
El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) fue concebido como una piedra angular del edificio de la Unión Monetaria con el objetivo de comprometer a los Estados miembros del área con la disciplina presupuestaria. Simultáneamente, el Pacto aspiraba a permitir que la política fiscal pudiera responder, de modo flexible y dentro de ciertos límites, al ciclo económico. Sin embargo, en la práctica, la aplicación del PEC no siempre ha sido acorde a estos objetivos. En último término, las dificultades surgidas en 2003 y 2004 en el curso de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos a Alemania y a Francia inspiraron la revisión del Pacto, que el Consejo Europeo ratificó finalmente en marzo del pasado año. Entre otros elementos novedosos, la reforma define objetivos de medio plazo para el saldo estructural (esto es, el saldo ajustado de ciclo y corregido de medidas temporales), que han de ser más ambiciosos para los países con crecimiento potencial más reducido y con Administraciones Públicas más endeudadas. Además, determina la senda de aproximación a esas metas para los países que aún no las han alcanzado. En concreto, el saldo

estructural deberá mejorar anualmente, por regla general, al menos en un 0,5% del PIB.

Tanto en su versión original como en la formulación revisada, el PEC exige que los Estados miembros del área presenten, en torno al final de cada año, los denominados Programas de Estabilidad, en los que describen sus objetivos presupuestarios futuros, condicionados a un determinado escenario macroeconómico subyacente. Así, desde que en el otoño de 1998-1999 fueran presentados los primeros programas, se han sucedido ocho generaciones de estos documentos.

En general, la secuencia de los programas compone una historia de incumplimientos sucesivos. Tan solo al comienzo de la Unión Monetaria se alcanzaron los objetivos marcados, si bien ello se debió exclusivamente a la contribución inesperadamente favorable del ciclo (véanse gráficos 1 y 2). Así, en el año 2000, el déficit público del área se situaba en los niveles proyectados en los programas elaborados

1. SALDO PRESUPUESTARIO PREVISTO EN LAS DISTINTAS GENERACIONES DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (a)



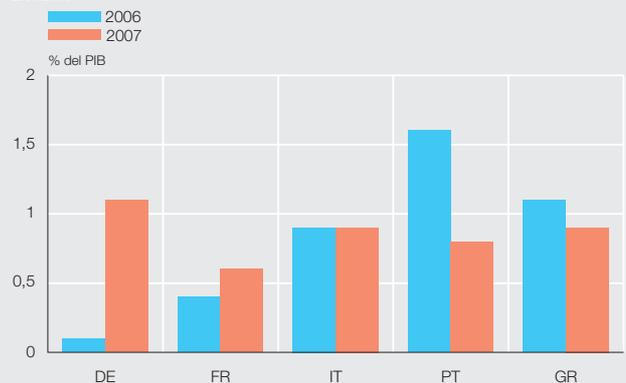
2. PIB. CRECIMIENTO REAL PREVISTO EN LAS DISTINTAS GENERACIONES DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (a)



3. ERRORES DE PREVISIÓN UN AÑO POR DELANTE

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (b)
Saldo presupuestario (c)	0,5	0,1	-1,2	-1,6	-1,2	-0,2	-0,1
Crecimiento del PIB (c)	0,3	1,2	-1,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,9
Estimación del impacto del error de previsión del PIB sobre el saldo (d)	0,2	0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,1	-0,5

4. AJUSTES DEL SALDO ESTRUCTURAL PREVISTOS EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD MÁS RECIENTES DE LOS PAÍSES EN SITUACIÓN DE DÉFICIT EXCESIVO



FUENTES: Programas de Estabilidad y Comisión Europea.

- a. Las líneas continuas indican los objetivos de los Programas de Estabilidad presentados entre finales del año mencionado en primer lugar y comienzos del siguiente.
- b. Provisional.
- c. Diferencia entre el saldo presupuestario (o el crecimiento del PIB) observado en cada año y el proyectado un año antes en los programas de estabilidad.
- d. Aproximado como el producto entre la sensibilidad del saldo presupuestario al ciclo (estimada como 0,5 para el conjunto del área) y el error de previsión del PIB.

un año antes, a pesar de que el crecimiento económico había superado con creces las previsiones. Además, a partir de 2001, estos documentos erraron sistemáticamente al prever que la desaceleración de la actividad sería menos persistente y profunda de lo que fue en realidad, de forma que los objetivos presupuestarios sufrieron sucesivas revisiones a la baja. De este modo, en 2003, en un contexto en que el producto creció un 0,7%, el déficit público del área llegó a situarse en el 3% del PIB, lo que contrasta fuertemente con el equilibrio presupuestario que se proyectaba para ese ejercicio en los programas presentados a finales del año 2000 bajo un crecimiento económico del 2,9%. No obstante, en casi todos los períodos, el exceso de déficit con respecto a los objetivos trazados en los programas elaborados a finales del año anterior se explica solamente en parte por el error cometido en la previsión del crecimiento del PIB (véase cuadro 3). Ello indica que las políticas discrecionales expansivas también contribuyeron a que fueran vulnerados los objetivos de déficit.

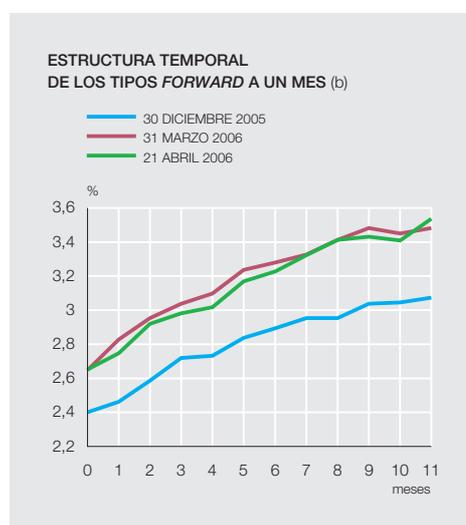
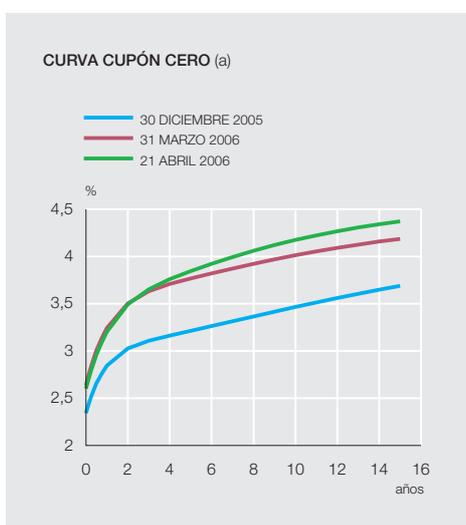
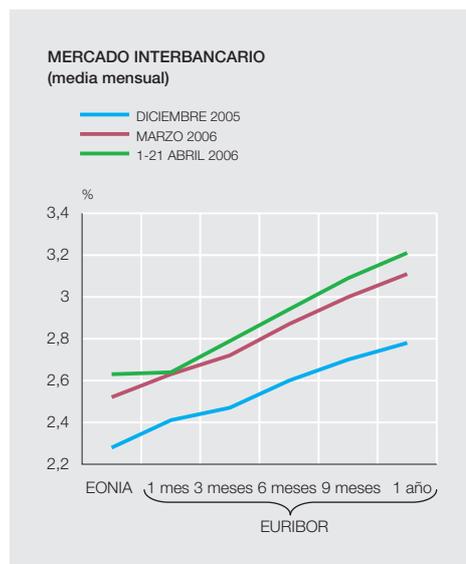
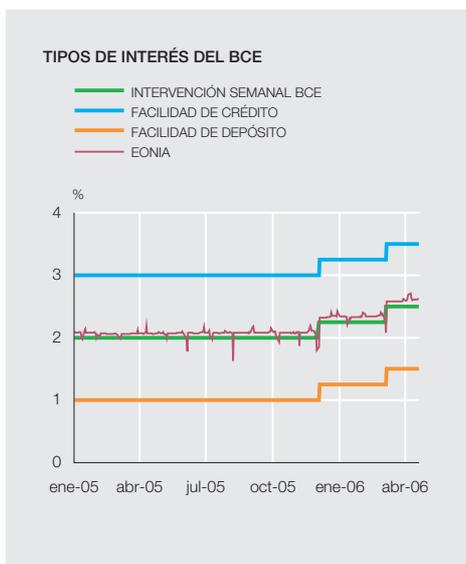
Entre finales de 2005 y principios de 2006 se presentaron los primeros programas elaborados tras la reforma del PEC. Entre los cinco países en situación de déficit excesivo, Grecia, Italia y Portugal se han fijado como meta en sus programas un ajuste del saldo estructural superior al 0,5% del PIB en cada uno de los dos próximos ejercicios, en consonancia con los nuevos requerimientos (véase gráfico 4). Por el contrario, Alemania y Francia solo cumplirían la prescripción en el promedio de ambos períodos.

Las perspectivas de que, en esta ocasión, se satisfagan los objetivos de corrección de los desequilibrios fiscales del área son quizás algo más favorables que en años recientes. En particular, junto con las novedades institucionales surgidas tras la reforma del Pacto, los objetivos presupuestarios se basan en proyecciones más realistas del crecimiento del PIB, justamente en un marco de creciente afianzamiento de la recuperación de la actividad, lo que configura un contexto más propicio para que los esfuerzos de corrección del déficit estructural anunciados sean llevados a la práctica. Además, resulta significativo que, en 2005, el déficit observado empeorara en menor magnitud que la explicada por el ciclo.

No obstante, la limitada voluntad mostrada en el pasado por numerosos Gobiernos de progresar en el camino de la consolidación fiscal constituye un mal precedente, que aconseja cautela a la hora de juzgar ex ante en qué medida se cumplirán los planes. Adicionalmente, en su evaluación de los programas de los Estados miembros en situación de déficit excesivo, la Comisión Europea ha considerado que el grado de especificación de las acciones que han de permitir alcanzar los objetivos es inadecuado, o bien que el margen por el que se aspira a satisfacer el requisito de corregir el déficit estructural en medio punto porcentual al año es muy estrecho, de modo que cualquier contratiempo podría hacer necesaria la aplicación de medidas adicionales. Por último, en varios de estos casos, los objetivos de medio plazo serían alcanzados solamente en horizontes temporales muy lejanos.

medidas para la corrección del déficit excesivo. El Consejo ha acordado que el plazo para que el déficit se sitúe por debajo de la cota del 3% del PIB acabe en 2007. Por su parte, en el caso de Italia, la Comisión ha valorado positivamente, aunque con algunas reticencias, las medidas adoptadas por las autoridades en respuesta a la recomendación efectuada bajo el artículo 104(7).

En lo que concierne a los planes presupuestarios para el 2006 y los nuevos Programas de Estabilidad, el cumplimiento de los objetivos recogidos en estos conduciría al déficit agregado del área hasta el 2,3% del PIB en 2006 y el 1,8% en 2007. Entre los países en situación de déficit excesivo, en Alemania, el saldo permanecería inalterado en 2006 y mejoraría hasta el -2,5% del PIB solamente en 2007. Las autoridades alemanas han conferido un tono neutral a la política fiscal en el presente año para no entorpecer la recuperación de la actividad y posponen la corrección del déficit excesivo hasta 2007. De acuerdo con los planes presentados, la corrección del saldo ajustado de ciclo y neto de medidas temporales del 0,5% anual exigida por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento solamente se cumplirá por término medio entre 2006 y 2007. La mayor parte de la consolidación presupuestaria recaerá en el lado de los ingresos, mediante el aumento del tipo general del IVA en 3 pp y la ampliación de las bases impositivas, contrarrestados en parte con menores cotizaciones por desempleo. El ajuste se verá apoyado, desde el lado del gasto, por una continuación de la ejecución presupuestaria rigurosa. En Francia, el Programa de Estabilidad pretende mantener el déficit por debajo del 3% del PIB, básicamente a través de la contención del gasto público. En su valoración del programa, la Comisión Europea ha manifestado la necesidad de asegurar un cumplimiento estricto de los límites de gasto establecidos para garantizar la consecución de los

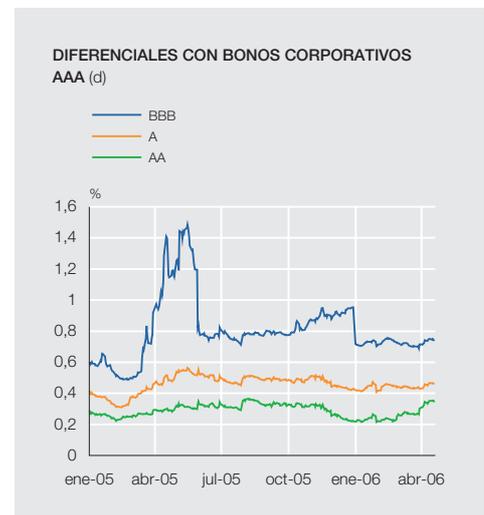
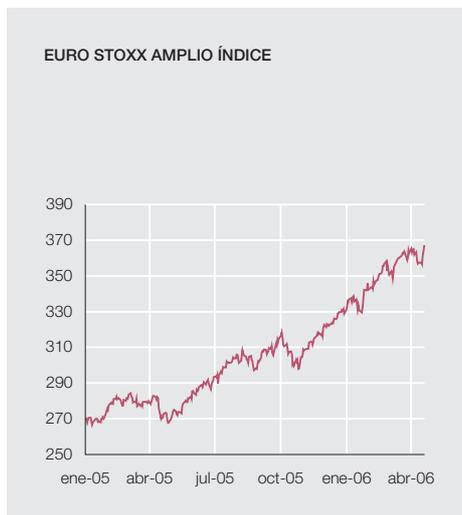
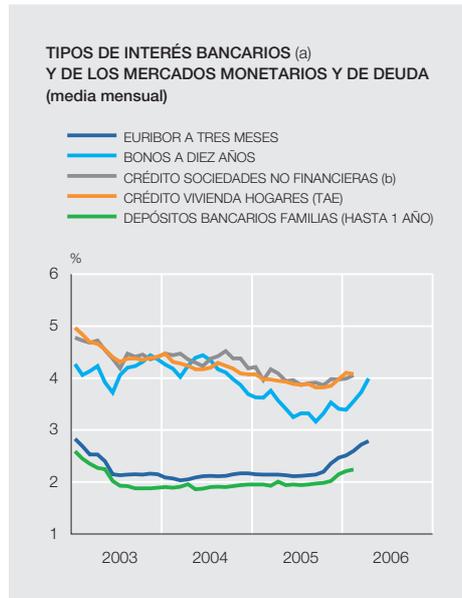


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

objetivos de déficit. En Italia, el programa de estabilidad prevé un descenso del déficit hasta el 3,5% del PIB en 2006, acompañado de una disminución adicional en el uso de medidas temporales. En la misma línea, la Comisión ha señalado la existencia de notables riesgos de que no se materialice la prevista contención del gasto. Además, más allá del presente ejercicio, las medidas para alcanzar los objetivos se describen con un grado de detalle insuficiente. En Grecia y Portugal, sus saldos se situarían por debajo del 3% del PIB dentro de los plazos fijados en los procedimientos de déficit excesivo, esto es, en 2006 y 2008, respectivamente. En general, los programas de estos 5 países no aspiran a alcanzar sus objetivos de medio plazo (en torno al equilibrio presupuestario) hasta el final de la década.

En definitiva, a pesar de que en 2005 se produjo una modesta mejoría de las finanzas públicas, la situación en muchos países continúa siendo preocupante. Además, el grado de ambición observado en los Programas de Estabilidad más recientes contrasta con la persistencia de déficit elevados. Como indica la experiencia pasada, un retraso en la consolidación fiscal en una etapa de fortalecimiento de la actividad económica origina desequilibrios muy persis-



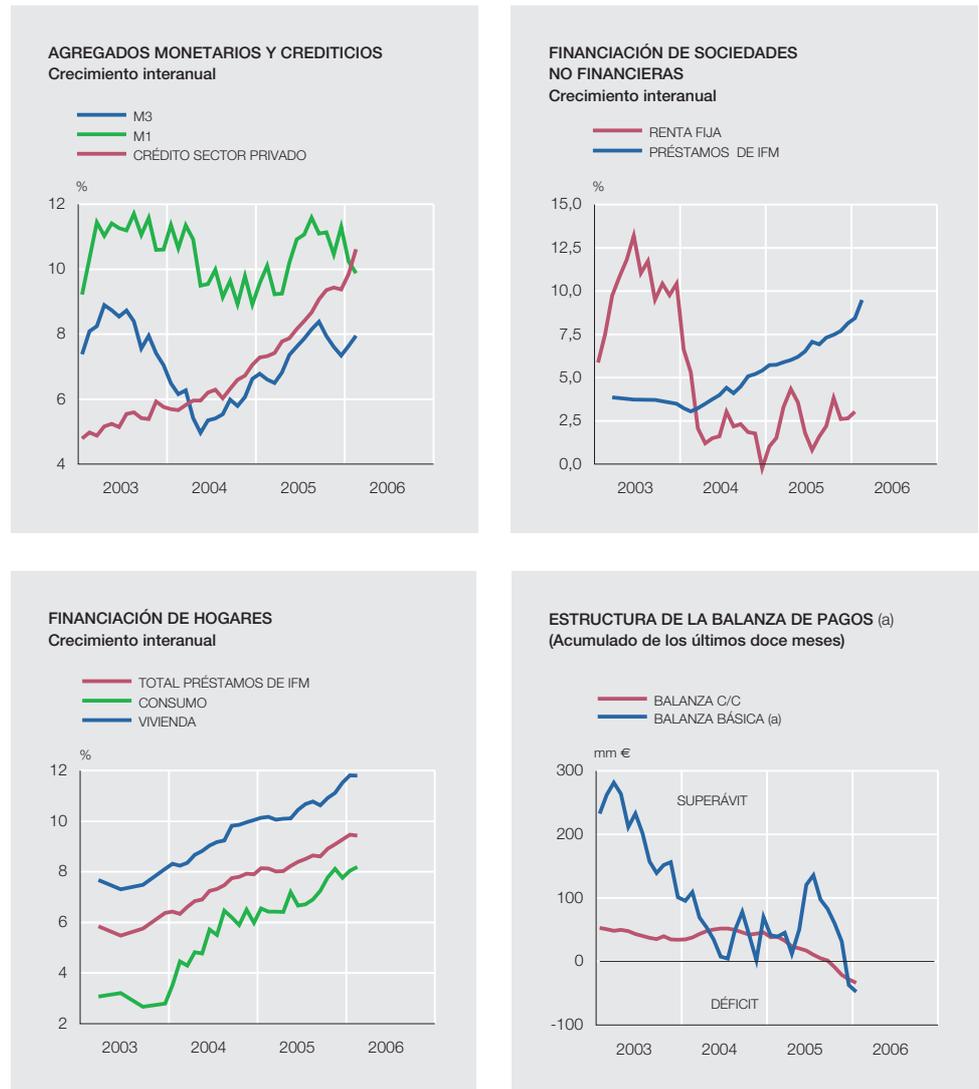
FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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.

tentes en el medio plazo, por lo que la fase actual de evolución más favorable de la economía debería ser aprovechada por los países en déficit excesivo para cumplir con las obligaciones contraídas (véase recuadro 2). Finalmente, en el ámbito de las reformas estructurales, el Consejo Europeo de marzo de 2006 reiteró su compromiso con el relanzamiento de la Agenda de Lisboa, recalcando la importancia de que las autoridades nacionales apliquen las medidas contenidas en los Programas Nacionales de Reforma, para lograr a medio plazo el fortalecimiento del crecimiento y la generación de empleo.

**3.2 Evolución monetaria y financiera**

En el primer trimestre del año, el Consejo de Gobierno del BCE consideró que los riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo habían aumentado significativamente a raíz del encarecimiento de los precios del petróleo, en un contexto económico



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 el que las perspectivas de fortalecimiento de la actividad habían experimentado una clara mejoría. En consecuencia, en su reunión del 2 de marzo, aumentó los tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, de manera que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se situaron en el 2,5%, el 1,5% y el 3,5%, respectivamente (véase gráfico 12). Posteriormente, en su reunión de abril, el BCE señaló que continuaría realizando un seguimiento muy atento de la evolución económica para asegurar que no se materialicen en el medio plazo los riesgos para la estabilidad de precios.

En los primeros meses del año, los tipos de interés del mercado monetario reflejaron el cambio de tono de la política monetaria mediante subidas en todos los plazos, de manera que a mediados de abril la curva de los tipos de interés *forward* a un mes se desplazó hacia arriba y adquirió una pendiente algo más pronunciada (véase gráfico 12). En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años también aumentaron, como consecuencia no solo de las señales provenientes de los tipos a corto sino también del fortalecimiento de la

actividad. De esta forma, alcanzaron a mediados de abril un nivel del 4,2%, siete décimas por encima del observado a finales de 2005. El incremento de igual magnitud de la rentabilidad de la deuda a diez años en Estados Unidos ha supuesto que el diferencial con respecto al bono europeo se mantuviera relativamente constante en niveles algo superiores a los 100 puntos básicos. Según los datos disponibles hasta febrero, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo reflejaron, en términos generales, los movimientos al alza de los tipos de interés de los mercados financieros, si bien el tipo de interés de los préstamos concedidos a las empresas no financieras a un plazo superior a cinco años se mantuvo estable en el entorno del 4% (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar osciló durante el primer cuatrimestre del año en una franja comprendida entre 1,18 y 1,23 dólares por euro, de forma que durante todo este período no se definió una tendencia clara. El euro se mostró también muy estable respecto al yen y a la libra esterlina, por lo que apenas varió en términos efectivos nominales (véase gráfico 13). En los mercados de renta variable de la UEM, continuó durante el primer trimestre la tendencia alcista de las cotizaciones bursátiles en un contexto de volatilidad moderada. Sin embargo, los repuntes en los precios del petróleo y de las materias primas provocaron en abril movimientos transitorios de corrección en las bolsas, a raíz del temor de un rebrote de las presiones inflacionistas en el futuro.

En los primeros meses de 2005, el crecimiento interanual del agregado monetario M3 se aceleró, hasta alcanzar el 8,6% en marzo, 1,2 pp por encima de la tasa registrada en diciembre (véase gráfico 14). De manera similar, el crecimiento del crédito al sector privado adquirió mayor vigor, de forma que su tasa de variación interanual se situó en marzo en el 11,5%, 2,1 puntos más alto que en diciembre. Por agentes demandantes, destacó la mayor fortaleza de los préstamos a sociedades no financieras, estimulados tanto por nuevos proyectos de inversión como por la mayor actividad en el terreno de las fusiones y adquisiciones de empresas. Por su parte, los préstamos a las familias crecieron a un ritmo un poco más elevado, compatible con una aceleración de los destinados a adquisición de vivienda, que fue compensada parcialmente por la ralentización del resto de préstamos concedidos para otras finalidades. El aumento del ritmo de crecimiento del crédito fue común a la mayoría de los países miembros. En Alemania, cabe destacar la recuperación observada en el crecimiento del crédito total al sector privado no financiero, aunque no se registró un aumento comparable del dinamismo de los préstamos. En España, estos —tanto los otorgados a las sociedades no financieras como los concedidos a los hogares— continuaron expandiéndose a un ritmo muy elevado, considerablemente superior al promedio en la UEM.

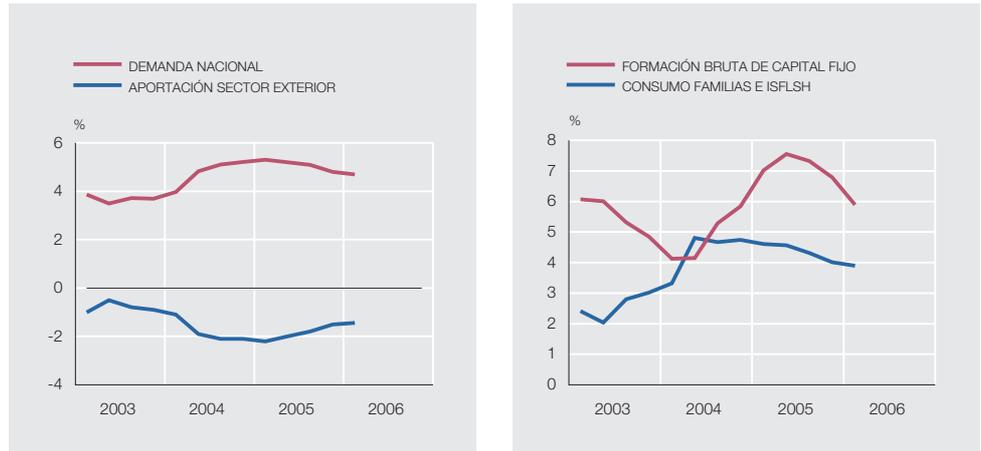
## 4 La economía española

Según las cifras publicadas por la CNTR, en el cuarto trimestre de 2005 el PIB de la economía española estabilizó su ritmo de crecimiento en el 3,5% interanual. En ese período, la demanda interna experimentó un avance del 4,8%, moderándose ligeramente, y la demanda exterior neta detrajo 1,5 pp al crecimiento, lo que supuso una mejora en relación con el trimestre anterior (véase gráfico 15). La información disponible apunta hacia el mantenimiento de esas pautas al comienzo del año actual, con una moderación adicional de la demanda interna, resultado de un menor dinamismo del consumo privado y, en mayor medida, de la formación bruta de capital fijo; frente ello, el consumo público habría registrado una renovada fortaleza. Por su parte, se estima que los flujos de comercio exterior experimentaron un avance sustancial en los primeros meses del año, dando lugar a una aportación negativa del sector exterior algo inferior, en valor absoluto, a la registrada en el último trimestre de 2005. En conjunto, el PIB habría mantenido un crecimiento interanual del 3,5% en el primer trimestre de 2006.

Desde la óptica del valor añadido, las actividades que más han contribuido al avance del PIB en el inicio de 2006 son la construcción y los servicios de mercado, que siguen siendo las más dinámicas de la economía de mercado. Por su parte, la actividad industrial tendió a consolidar e intensificar la mejora registrada en la segunda mitad de 2005. En cuanto al empleo, se estima que el número de puestos de trabajo se incrementó un 3,2% en el primer trimestre, estabilizando su tasa de variación, igual que el PIB. A pesar de la estabilidad en el crecimiento de la productividad aparente del trabajo, los costes laborales unitarios han tendido a acelerarse en los primeros meses del año, debido al comportamiento alcista de las remuneraciones. La aceleración esperada refleja, principalmente, la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2005, con un impacto estimado cercano a 1 pp sobre el aumento negociado de las tarifas salariales para 2006. El avance de los costes laborales y el impacto alcista del encarecimiento de la energía han sustentado el aumento de la inflación en los primeros meses de 2006, en un contexto, además, de ampliación continuada de los márgenes de explotación. El IPC situó su tasa de variación interanual en el 3,9%, en marzo, tras haber alcanzado un 4,2% enero, y el IPSEBENE se ha acelerado hasta el 3,1% en el último mes.

### 4.1 Demanda

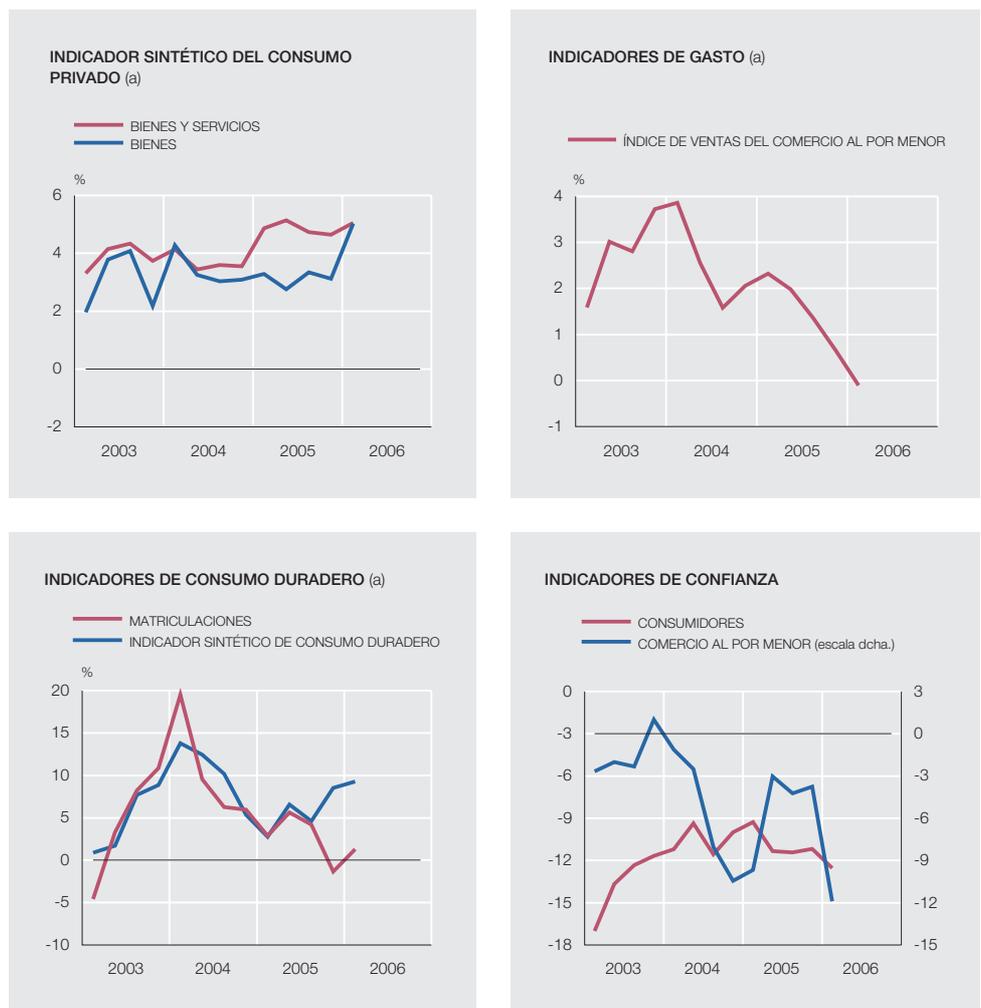
Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares moderó su ritmo de avance en el último trimestre del pasado año en 0,3 pp, situando su tasa de crecimiento interanual en el 4%. La información más actualizada indica que la senda de desaceleración se prolongó, aunque con menos intensidad, en el primer trimestre del presente año (véase el gráfico 16). La confianza de los consumidores experimentó un cierto deterioro en el conjunto de los tres primeros meses, reflejando una revisión a la baja del sentimiento de estos agentes en relación con la situación económica. El indicador de confianza del comercio al por menor, más volátil, sufrió un deterioro más intenso, alcanzando una cota mínima desde 1996. Esta evolución se corresponde, al menos en términos cualitativos, con el comportamiento del índice de ventas del comercio al por menor, en términos reales, que, con información hasta febrero, ha mostrado una moderación adicional, destacando el crecimiento nulo en el componente no alimenticio. Por su parte, las ventas de automóviles han experimentado una mejora en el primer trimestre, tras la caída registrada en los últimos meses de 2005, aunque esta recuperación ha de tomarse con cautela, puesto que podría estar influida por el calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006. Por último, el indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios ha mostrado una aceleración en el inicio de 2006, en tasas de variación desestacionalizadas, influido por el dato anómalo de importaciones de enero, si bien su evolución tendencial apunta hacia una suave desaceleración.



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.

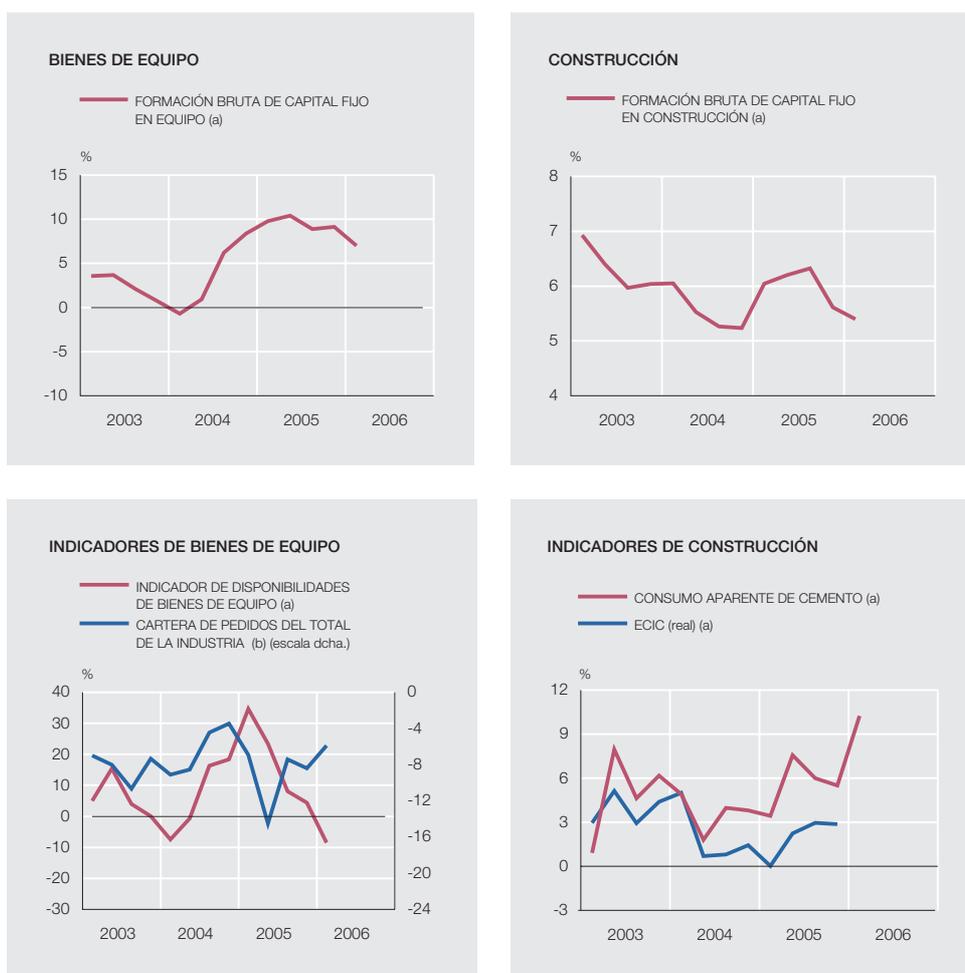
La evolución de los principales determinantes del consumo privado ayuda a explicar la tendencia hacia un menor crecimiento de este componente del gasto. El comportamiento esperado para la renta real disponible de los hogares es de cierta desaceleración, como resultado principalmente de una mayor contribución negativa de los pagos netos por intereses, en un contexto de subida de los tipos de interés, mientras que la remuneración de asalariados crecería con mayor intensidad que en 2005, como consecuencia del mayor incremento salarial. El menor grado de holgura de las condiciones monetarias tendría además un efecto directo, aunque pequeño, de contención del consumo. Por otra parte, la riqueza de las familias sigue registrando una evolución expansiva, si bien la revalorización estimada para el ejercicio corriente es de una magnitud inferior a la de años anteriores, debido a la desaceleración experimentada por el precio de la vivienda a lo largo del ejercicio pasado, que se ha prolongado en el primer trimestre de 2006. La riqueza financiera, por su parte, se está viendo impulsada por la apreciable revalorización de las cotizaciones bursátiles, que han crecido en torno al 11% hasta el mes de marzo.

Se estima que, en el primer trimestre de 2006, el consumo final de las Administraciones Públicas (AAPP) se ha acelerado, situándose en el entorno del 5,5%, frente al crecimiento del 4,6% registrado en el último trimestre de 2005, si bien este aumento en la tasa interanual es debido, sobre todo, a un efecto base. La aceleración en el consumo de las AAPP estaría asociada al comportamiento de los gastos de personal y, en concreto, al aumento del empleo público, y no tanto a las compras de bienes y servicios.

La formación bruta de capital fijo moderó ligeramente su ritmo de crecimiento en los últimos meses de 2005; en el conjunto del cuarto trimestre, la tasa interanual se situó en el 6,8%, recortando en medio punto porcentual el crecimiento registrado en el tercer trimestre. Este resultado fue consecuencia del menor avance de la construcción, cuya tasa de variación disminuyó 0,7 pp, y de la inversión en otros productos, componente muy vinculado a la inversión en construcción, que moderó su tasa de crecimiento en un punto porcentual. Por el contrario, la inversión en bienes de equipo estabilizó su ritmo de crecimiento en tasas próximas a las del trimestre precedente (véase gráfico 17). Los indicadores coyunturales disponibles para el primer trimestre apuntan hacia una nueva desaceleración de la inversión en capital fijo, que se habría extendido a todos sus componentes: tanto a la inversión en equipo, que, con todo, se mantendría como el componente más dinámico de la demanda interna, como a la inversión en construcción y en otros productos.

En relación con el gasto en bienes de equipo, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos del primer trimestre, registró una notable desaceleración en ese período, que, en parte, ha podido estar influida por incrementos extraordinarios de las exportaciones. La producción interior de bienes de equipo registró un avance acumulado del 6,5%, hasta el mes de febrero, frente al 2,5% del cuarto trimestre de 2005, mientras que las importaciones de estos bienes experimentaron una cierta moderación en ese mismo período, aun registrando tasas de crecimiento elevadas. El indicador de confianza de los empresarios del sector avanzó de forma apreciable en los dos primeros meses de 2006, reflejando una tendencia a la recuperación de la cartera de pedidos, y la utilización de la capacidad en la industria se ha mantenido muy por encima de su media histórica, respaldando la continuidad del proceso inversor; en sentido contrario, sin embargo, el número de empresas que valoran como excesiva su capacidad productiva instalada ha aumentado considerablemente en los tres primeros meses del año.

Según los datos de la Central de Balances (CBBE), con información hasta el cuarto trimestre de 2005, la actividad productiva de las sociedades no financieras mantuvo una senda de



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.

crecimiento moderado a lo largo del año pasado, inferior al observado en el año precedente. Cabe recordar que en esta fuente no se encuentran adecuadamente representados algunos de los sectores de actividad más dinámicos, como son la construcción y los servicios. En cualquier caso, el menor avance de la actividad fue compatible con una apreciable aceleración del resultado neto de las empresas, gracias al fuerte incremento de los ingresos extraordinarios, y con un aumento de la rentabilidad ordinaria superior al del coste financiero. Por su parte, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, calculados, asimismo, con datos de la CBBE, mantienen niveles muy favorables, a pesar de haberse deteriorado ligeramente. Todo ello habría propiciado el impulso observado en la inversión empresarial en 2005.

La inversión en construcción situó su tasa interanual en el 5,6% en los meses finales de 2005. Su menor dinamismo, en relación con el tercer trimestre, fue debido a una evolución algo más modesta de la inversión residencial, del 5,1%, mientras que las otras construcciones, agregado que engloba la obra civil y la edificación no residencial, experimentó un repunte, hasta el 6,1%, 0,5 pp por encima de la tasa del trimestre precedente. Casi todos los indicadores contemporáneos de la actividad en la construcción han mantenido un notable dinamismo en el primer trimestre de 2006, que acota la magnitud de la posible desaceleración en relación con

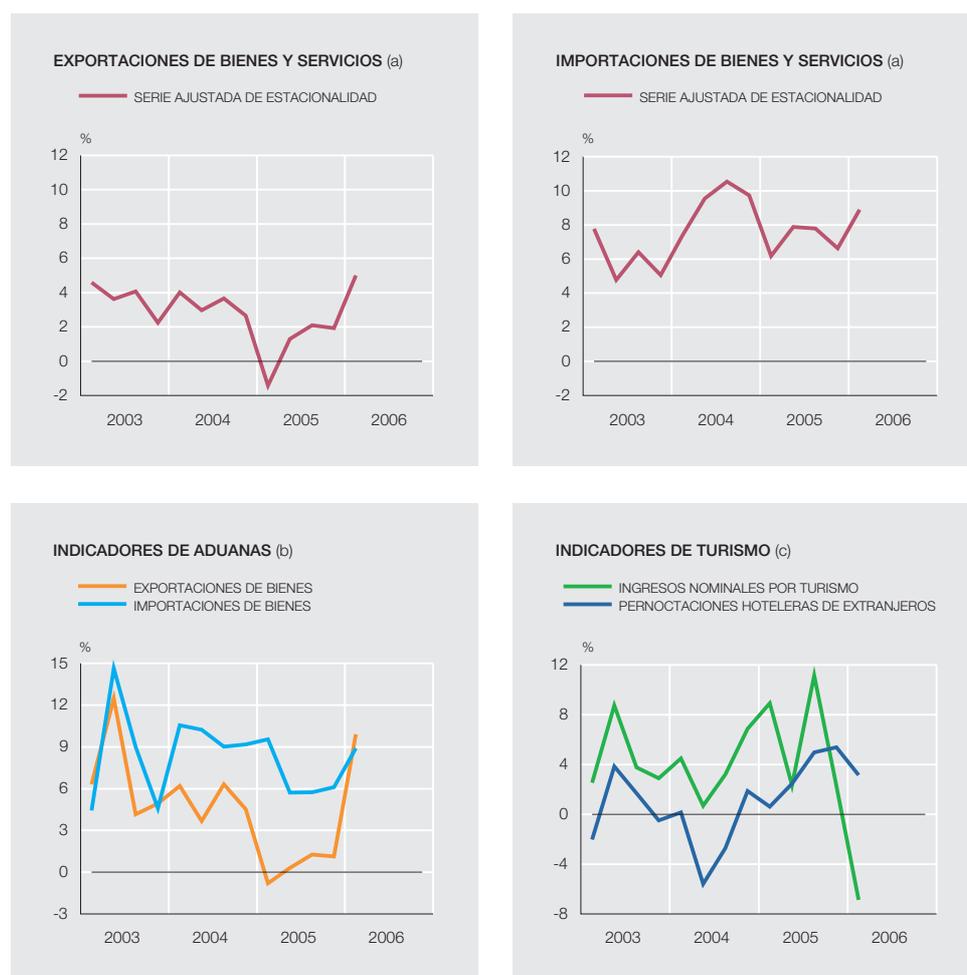
el cierre del año 2005. Los indicadores de consumos intermedios —cemento e IPI de materiales de construcción—, con información todavía incompleta, han mostrado una aceleración, lo que está en consonancia con la evolución de los indicadores de empleo, pues el paro registrado intensificó hasta febrero su ritmo de descenso, mientras que los afiliados a la Seguridad Social —corregidos del efecto de la regularización de inmigrantes— registraron un aumento superior al 7% (6,2% en 2005). La confianza de las empresas constructoras, sin embargo, mostró una gran volatilidad en los últimos meses, y, en el conjunto del trimestre, sufrió un deterioro, derivado de un cierto descenso en la contratación.

El dinamismo de la inversión en vivienda se pone de manifiesto en las abultadas cifras de iniciaciones —estimadas a partir de la estadística de visados, publicada por el Ministerio de Fomento—, que continúan mostrando una tendencia creciente. En 2004 se iniciaron en torno a 690.000 viviendas, superando las 700.000 nuevas viviendas de 2005 —sin incluir la rehabilitación—, mientras que en los tres primeros meses de 2006 el número de viviendas iniciadas se habría situado en un 10% por encima de las iniciaciones registradas en el primer trimestre de 2005. A partir de esta información y bajo distintos supuestos sobre los calendarios de ejecución de obras, se estima que la inversión en vivienda se ha desacelerado ligeramente en el primer trimestre de 2006. No obstante, el repunte de los visados en los primeros meses de este año proyecta un tono robusto para la inversión residencial en el conjunto del año en curso.

Según los últimos datos publicados por la CNTR, en el cuarto trimestre de 2005 la demanda exterior neta detrajo 1,5 pp al crecimiento del producto, recortando en tres décimas su contribución negativa al crecimiento del PIB en relación con el trimestre precedente. La moderada recuperación de la demanda exterior neta reflejó un pérdida de tono de las importaciones, hasta el 6,6% interanual, en un contexto de moderación adicional de las exportaciones de bienes y servicios, que situaron su tasa interanual en el 1,9% (véase gráfico 18). En el conjunto de 2005, el saldo neto exterior tuvo una aportación negativa de 1,9 pp al crecimiento, que obedeció al notable avance de las importaciones de bienes y servicios (7,1%), frente a la atonía mostrada por las ventas al exterior, en un contexto internacional solo ligeramente menos expansivo que el observado en 2004. La información, aún muy incompleta, correspondiente al primer trimestre de 2006 apunta, no obstante, hacia un perfil de recuperación de las exportaciones de bienes —junto con un cierto deterioro de las exportaciones de servicios turísticos—, mientras que las compras al exterior también se estarían recuperando, en línea con la fortaleza de la demanda interna y la mejora de la actividad industrial. En conjunto, la aportación neta de la demanda exterior se habría mantenido estable.

Durante el cuarto trimestre de 2005, las exportaciones reales de bienes continuaron debilitándose, registrando un descenso del 0,6%, según la CNTR. Los datos más recientes, provenientes del registro de Aduanas, corresponden a los meses de enero y febrero, y han supuesto la interrupción de esta senda bajista, con un aumento real cercano al 12% —el mayor avance registrado desde finales de 2004—. No obstante, dada la volatilidad característica de los datos de Aduanas, la valoración de estos requiere cierta cautela. Con todo, la evolución tendencial de este indicador proyecta un perfil de cierta recuperación, que es coherente con la evolución de sus principales factores determinantes, en particular, la reactivación de los mercados europeos —nuestros principales socios comerciales— y una menor pérdida de competitividad, apoyada en la estabilidad del euro. En los dos primeros meses del año, las ventas a la UE recuperaron el pulso, al avanzar un 6,3%, en términos reales, tras el comportamiento negativo que les caracterizó en 2005.

De acuerdo con la CNTR, las exportaciones reales de servicios turísticos recortaron su tasa de avance en el cuarto trimestre de 2005, situando su crecimiento interanual en el 4,1%, en



FUENTES: INE, Ministerios 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.

línea con la desaceleración mostrada por el indicador nominal de Balanza de Pagos. En concreto, los principales indicadores reales de turismo iniciaron un retroceso en el pasado diciembre, que se acentuó en los dos primeros meses del ejercicio actual. En el bimestre enero-febrero, tanto el gasto total real de los turistas como sus pernoctaciones en establecimientos hoteleros —uno de los indicadores más cercanos al gasto turístico— registraron descensos del 2,3 y 1,5%, respectivamente. Sin embargo, en marzo, el número de pernoctaciones creció más de un 6% en términos interanuales, dato especialmente positivo dado que en marzo de 2005, a diferencia de este año, se celebró la Semana Santa. En cuanto al número de turistas, se observó una moderación hasta marzo, con una tasa de crecimiento inferior al 1%, tras el 6,2% observado en el conjunto de 2005, aunque el dato de marzo también resultó más favorable si se corrige del efecto relativo a la Semana Santa antes comentado. Con todo, parece proseguir el descenso en el gasto medio por turista, como consecuencia del acortamiento de sus estancias medias y de la reducción del gasto medio diario.

Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron un 11,1% en el cuarto trimestre de 2005, de acuerdo con la CNTR, intensificando la tónica alcista de los últimos trimestres. En el conjunto de 2005, las ventas de servicios de transporte y las exporta-

ciones de servicios prestados a las empresas reflejaron una evolución muy positiva, a la vez que los servicios de seguros, construcción, financieros e informáticos mostraron incrementos abultados.

En el cuarto trimestre de 2005, las importaciones reales de bienes siguieron ralentizándose, y situaron su tasa de crecimiento interanual en el 5,3%, según las estimaciones de la CNTR, acusando la mayor moderación de algunos componentes de la demanda interna, como el gasto en consumo final o las exportaciones. Sin embargo, según los datos de Aduanas, las importaciones han experimentado un significativo repunte en los meses de enero y febrero, hasta el 14,5% en variación interanual. Las compras de bienes de consumo y de energía han sido las que han mostrado un mayor dinamismo, aunque debe señalarse que es posible que el dato de enero de importaciones de bienes de consumo esté sesgado al alza debido a la entrada atípica de una gran cantidad de productos textiles, que no habrían sido adquiridos en 2005 para no sobrepasar las cuotas anuales existentes frente a algunos países. Por áreas geográficas, en los dos primeros meses de 2006 se observó una clara recuperación de las compras a la UE, que se incrementaron más de un 11%, frente al crecimiento del 2,5% en el conjunto de 2005, mientras prosiguió la fuerte demanda del resto del mundo, con una tasa de expansión del 19%. La evolución tendencial de la estadística de Aduanas también proyecta una cierta pujanza de las importaciones, en línea con la recuperación de las exportaciones y el despegue de la actividad industrial.

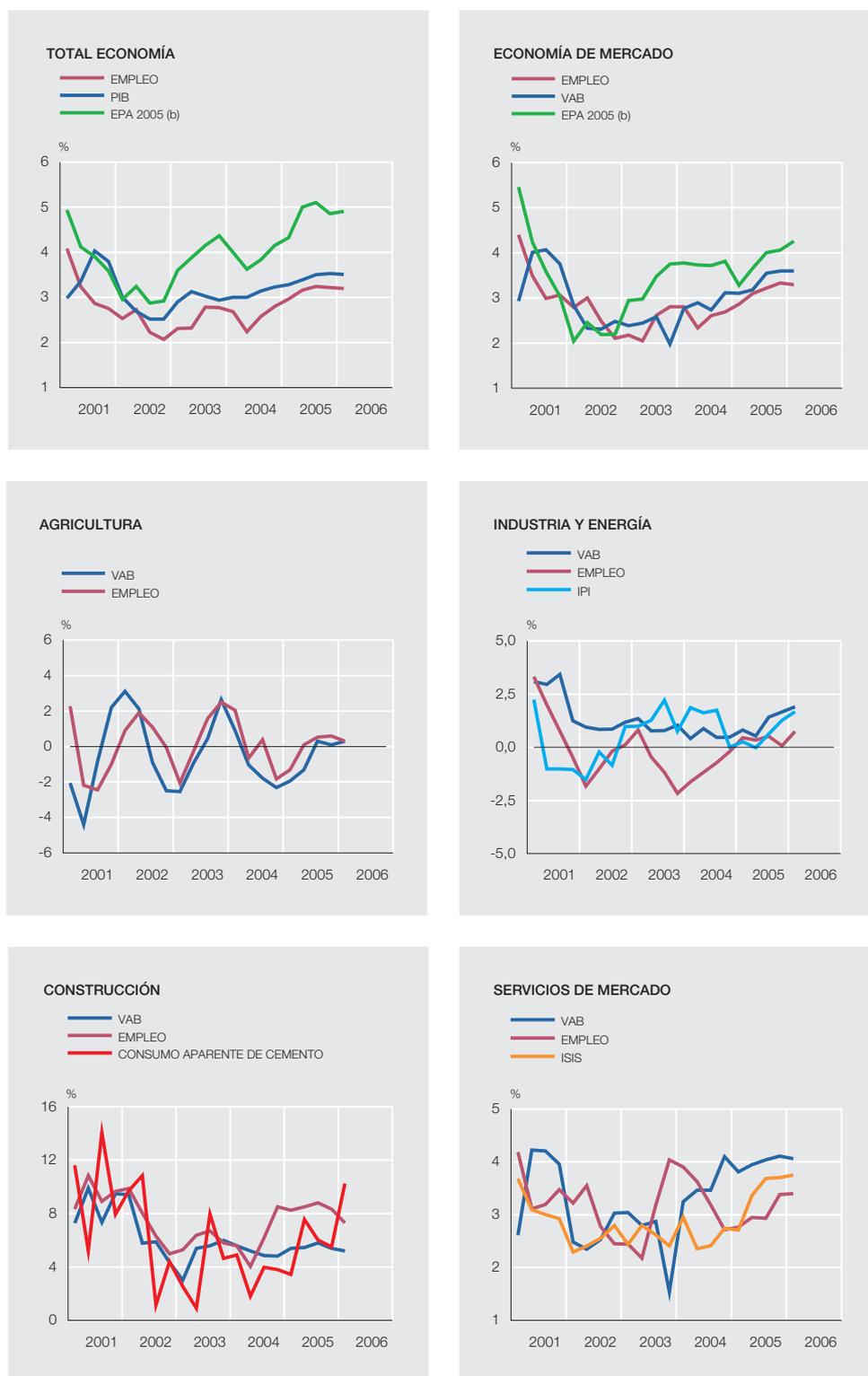
Por último, las importaciones reales de servicios continuaron acelerándose en el cuarto trimestre de 2005, hasta situar su avance en el 12,4%, según la CNTR. Este resultado fue consecuencia del elevado dinamismo que mantuvieron las importaciones de servicios turísticos (20,1%) —coherente con el vigor que reflejaron los pagos nominales por turismo de Balanza de Pagos en esas fechas—, así como del impulso que reflejaron las importaciones reales de servicios no turísticos (10,7%), en especial, las relativas a servicios financieros, informáticos y de construcción. En cuanto a 2006, la información relativa al mes de enero apunta a que los pagos por turismo han seguido expandiéndose a una tasa elevada.

## **4.2 Producción y empleo**

El valor añadido de la economía de mercado prolongó en los meses finales de 2005 la tendencia creciente iniciada a finales de 2004, situando su tasa interanual en el 3,6% en el cuarto trimestre del año, lo que refleja la recuperación de la industria y la energía, y el creciente dinamismo de los servicios de mercado. El valor añadido de la industria de la construcción, por su parte, moderó su elevado ritmo de crecimiento hasta el 5,4%, aunque se mantiene como la actividad más dinámica de la economía española (véase gráfico 19).

Las ramas agraria y pesquera finalizaron el año 2005 con un crecimiento del valor añadido prácticamente nulo (0,1% en tasa interanual en el cuarto trimestre), tras los recortes experimentados en la primera mitad del año, evolución que responde, en gran medida, a la disminución de la producción vegetal en un año caracterizado por el escaso régimen de lluvias. Las perspectivas para el año 2006 son más favorables, con un inicio del año hidrológico caracterizado por precipitaciones más abundantes, que ya se han reflejado en los primeros datos de avances de producción. En cualquier caso, la evolución del empleo en los primeros meses de 2006 señala un mantenimiento del escaso dinamismo mostrado por estas ramas en el segundo semestre de 2005.

Las ramas de energía e industria prolongaron en el cuarto trimestre de 2005 la recuperación iniciada en el trimestre anterior, alcanzando una tasa de crecimiento del 1,7%. El mayor dinamismo de este grupo de actividades respondió, en gran parte, a la creciente fortaleza de las actividades energéticas, cuya tasa interanual aumentó cinco décimas, hasta el 5%. El conjun-



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

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

b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

to de ramas industriales experimentó una aceleración de tan solo 0,2 pp, situando su tasa interanual en un 1,1%, crecimiento que, pese a su escasa magnitud, constituye la tasa más elevada desde el primer trimestre de 2003. De acuerdo con la información coyuntural disponible, el conjunto de actividades industriales ha prolongado su senda expansiva en los primeros meses de 2006, favorecida por el mayor dinamismo de las exportaciones. El índice de producción industrial (IPI) aumentó un 1,8% en el conjunto de los meses de enero y febrero, frente al 1,3% del trimestre final de 2005; el índice de gestores de compras (PMI) alcanzó en marzo su valor máximo de los últimos cinco años, mientras que las ventas de grandes empresas industriales aumentaron su ritmo de crecimiento en los primeros meses del año, de acuerdo con la información proporcionada por la Agencia Tributaria. Los afiliados a la Seguridad Social correspondientes a esta rama aumentaron marginalmente en el primer trimestre. Otros indicadores coyunturales muestran una evolución menos positiva; tal es el caso del indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea y de los indicadores de cifras de negocio y entradas de pedidos, si bien estos últimos se han mostrado bastante erráticos en los meses recientes.

Pese a recortar su crecimiento en 0,4 pp, la rama de construcción finalizó el año 2005 con un elevado ritmo de crecimiento (5,4%). Tal y como se ha comentado en la sección anterior, la fortaleza de este sector ha estado sustentada por el gran dinamismo de la edificación residencial y de la obra civil ejecutada por las AAPP. Los indicadores adelantados proyectan, en conjunto, una suave desaceleración de la actividad constructora a lo largo del año.

La actividad de la rama de servicios tuvo un carácter ligeramente más expansivo en el cuarto trimestre de 2005, al crecer a un ritmo del 4%, una décima más que en el trimestre anterior. Los dos componentes de esta rama contribuyeron a esa expansión: los servicios no de mercado se aceleraron en tres décimas, hasta el 3,8%, mientras que los servicios de mercado incrementaron una décima su tasa de avance, que se situó en el 4,1%. Se estima que la senda de moderada aceleración experimentada por el valor añadido de los servicios destinados al mercado a lo largo de 2005 se ha interrumpido en los primeros meses de 2006. Tanto el descenso de los indicadores de confianza de servicios y de comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea, como la ligera desaceleración del número de afiliados a la Seguridad Social, apuntan hacia un menor empuje de las actividades terciarias. No obstante, otros indicadores señalan que esta actividad mantiene un cierto vigor: tal es el caso del indicador sintético de servicios, de las ventas de grandes empresas según la Agencia Tributaria o del índice de gestores de compras. Dentro de las actividades terciarias destaca negativamente la rúbrica de comercio y reparación, cuyos resultados han sido especialmente pobres en los primeros meses del año, según muestran los indicadores relativos a empleo y actividad, y, especialmente, las opiniones de sus empresarios. El sector de hostelería, por el contrario, se ha comportado de forma positiva en los primeros meses de 2006, con el mantenimiento de un elevado ritmo de creación de empleo, de acuerdo con la estadística de afiliados a la Seguridad Social. Las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones también han evolucionado favorablemente, mientras que las actividades inmobiliarias y empresariales han mantenido el buen tono observado en los meses finales de 2005.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el empleo mantuvo en el cuarto trimestre de 2005 un ritmo de crecimiento del 3,2%, similar al observado en los dos trimestres anteriores. Esta estabilidad se observó, asimismo, en el PIB, con lo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo permaneció en cifras exiguas (0,3% en el último trimestre y en media del año 2005). Para la economía de mercado, el avance de la productividad aparente del trabajo fue igualmente escaso, como resultado de incrementos de la misma cuantía —apenas 0,1 pp— en las tasas de avance de empleo y valor añadido —hasta el 3,3% y el 3,6%,

respectivamente—. Los principales indicadores coyunturales apuntan hacia una expansión continuada del empleo en los primeros meses de 2006. El crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, una vez descontado el impacto de la regularización de inmigrantes, se situó en el 2,7%, solo una décima por debajo de la tasa observada en el cuarto trimestre de 2005, mientras que el paro registrado en los meses de febrero y marzo se mantuvo en niveles similares a los registrados en los mismos meses de 2005, lo que confirma el final de la senda de continuos descensos observada desde finales de 2004. Por otra parte, cabe señalar que, en los meses transcurridos de 2006, el ritmo de avance del número de contratos ha experimentado un repunte sustancial, llegando a alcanzar valores cercanos al 20%, aunque esta información debe valorarse con gran cautela, pues incorpora un significativo volumen de contratos de muy corta duración. Finalmente, según la EPA, el número de ocupados mantuvo en los tres primeros meses del año el dinamismo observado en los trimestres pasados, con un crecimiento interanual del 4,9%, la misma tasa que la registrada a finales de 2005.

Por ramas de actividad, la CNTR del último trimestre de 2005 muestra que la modesta aceleración del empleo en la economía de mercado fue resultado del mayor dinamismo experimentado por los servicios de mercado, que compensó la pérdida de vigor del resto de ramas de actividad. El incremento interanual del empleo en los servicios de mercado avanzó medio punto porcentual, hasta situarse en el 3,4%. Por el contrario, en el resto de servicios, el empleo sufrió una ralentización de algo más de 0,5 pp, que situó su ritmo de avance interanual en el 2,7%. La construcción continúa siendo la actividad más dinámica también en la creación de empleo, si bien al finalizar el año atenuó su ritmo de avance en medio punto porcentual, hasta el 8,3%. Por su parte, mientras que la agricultura pareció confirmar su recuperación, aunque muy lentamente, con un crecimiento del empleo del 0,6% —solo una décima más que en el tercer trimestre—, en la industria el proceso de ligera recuperación del empleo iniciado a principios de 2005 se vio interrumpido en el último trimestre de 2005, período en que la tasa interanual se situó en el 0,1%, frente al 0,5% del trimestre anterior. En el primer trimestre de 2006, según la EPA, el empleo se desaceleró en la agricultura, mostrando una intensa caída interanual, del 3,2%, pero elevó su dinamismo en el resto de ramas. En concreto, la industria volvió a mostrar tasas de variación positivas, en línea con el promedio del año pasado (0,5%), después de la caída de empleo del último trimestre. En las ramas de servicios y construcción, el empleo mantuvo el elevado dinamismo de trimestres recientes e, incluso, se aceleró ligeramente, hasta unos crecimientos del 6,3% y del 7,3%, respectivamente.

La estabilidad en el ritmo de creación de empleo total de Contabilidad Nacional en el último trimestre del año refleja la tasa de avance estable del colectivo de trabajadores por cuenta ajena. Los asalariados crecieron un 3,7% en tasa interanual —al igual que en el tercer trimestre— mientras que el componente no asalariado se volvió a ralentizar —esta vez en dos décimas—, hasta el 0,3%. Por su parte, los datos de la EPA apuntan a una variación prácticamente nula del colectivo de trabajadores por cuenta propia a principios de año, y a un sostenido crecimiento del número de asalariados (6,1%). En conjunto, la tasa de asalarización de la economía se elevó hasta el 81,9%, frente al 81% de un año antes. Otros indicadores confirman la pérdida de vigor del empleo no asalariado en el año 2005; tal es el caso de la creación de empleo autónomo recogido en la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social, tendencia que se ha prolongado en los primeros meses de este año.

Atendiendo a la información de la EPA sobre la duración de los contratos, en el primer trimestre de 2006, los asalariados temporales, aunque ralentizaron algo su ritmo de avance interanual (hasta un 10,9%), volvieron a mostrar un comportamiento más dinámico que el empleo

El capital humano de una economía es una de las variables más relevantes a la hora de entender el proceso de crecimiento económico en el medio y largo plazo. Su importancia es aún mayor en un contexto como el actual, en el que se desarrollan nuevas tecnologías que son complementarias al capital humano y que requieren una mayor versatilidad de la mano de obra. El sistema educativo formal constituye el principal determinante de la acumulación de capital humano. A este respecto, es muy notable el incremento experimentado por el nivel educativo medio de la población española durante los últimos años: el porcentaje de la población entre 25 y 39 años con estudios universitarios ha pasado del 23,9% en 1995 al 37,5% en 2005, mientras que la población con estudios secundarios ha pasado en el mismo período del 20,5% al 24%. No obstante, a pesar de este crecimiento, todavía se observa cierta polarización en la distribución por niveles de estudios. El gráfico 1 muestra la proporción de personas de entre 25 y 39 años<sup>1</sup> que han alcanzado el nivel de estudios primario, secundario o terciario en España, la UE 15 y la UE 25. Mientras que, en la UE 15 y la UE 25, el grueso de la población de entre 25 y 39 años tiene estudios secundarios, la distribución para España se concentra en los dos extremos, estudios primarios y terciarios, siendo el peso de los estudios secundarios mucho menor.

Para evaluar la acumulación de capital humano de un determinado país, hay que tener en cuenta, además, diferentes indicadores de calidad de la educación. A este respecto, se suelen utilizar indicadores de gasto en educación e indicadores de resultados. El gráfico 2 muestra la situación de España en relación con otros países europeos referida a dos medidas de calidad de la educación, una de gasto y otra de resultados: el gasto por estudiante en educación secundaria y el resultado medio del proyecto PISA<sup>2,3</sup>. España se sitúa

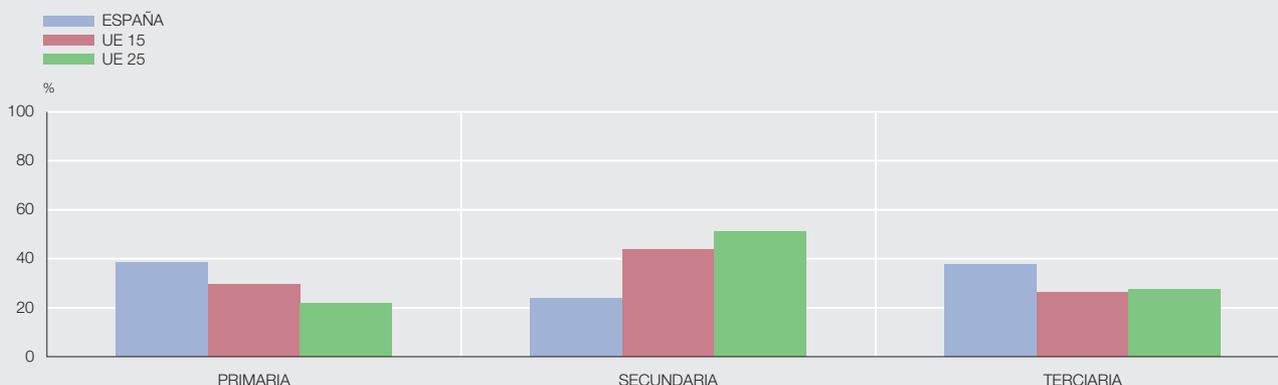
1. Se ha decidido emplear esta franja de edades para analizar los niveles educativos de individuos que han completado sus estudios en un período reciente. 2. El proyecto PISA (Programme for International Student Assessment) consiste en la realización de exámenes a estudiantes de 15 años que evalúan sus conocimientos en las áreas de Matemáticas, Lenguaje y Ciencias. Los estudiantes de 15 años están en el primer ciclo de secundaria, por lo que la comparación relevante sería con el gasto por estudiante en secundaria. España se denota por las siglas «es», y las dos líneas representan la media de sendas medidas de calidad para la UE 15, excluyendo Gran Bretaña, cuyos resultados de PISA 2003 no están disponibles. 3. Los datos de gasto por estudiante y de resultados de PISA se refieren a 2002 y 2003, respectivamente.

por debajo de la media en ambas variables, lo que significa que la calidad de los estudios españoles, al menos en el nivel secundario, es probablemente inferior a la de otros países de nuestro entorno<sup>4</sup>. No obstante, aun siendo recomendable un aumento del gasto, resulta conveniente resaltar que, a la vista de los datos del gráfico 2, dicho aumento no garantizaría necesariamente mejores resultados académicos. Por otra parte, considerando el conjunto de todos los niveles educativos, el gasto por estudiante en España ha mostrado una tendencia a converger con el europeo en los últimos años, si bien es cierto que esta convergencia se debe más a factores demográficos y de convergencia del PIB que a incrementos en el esfuerzo presupuestario<sup>5</sup>.

En cualquier caso, para que mejoras en el *stock* de capital humano se traduzcan en incrementos de productividad, es necesario que las nuevas habilidades producidas por el sistema educativo se emparejen adecuadamente con puestos de trabajo que las requieran. Los datos que facilita la Encuesta de Estructura Salarial (EES)<sup>6</sup> permiten descomponer las variaciones del salario relativo en cada nivel educativo en dos componentes: i) el efecto del cambio en la estructura ocupacional (en qué medida individuos de distintos niveles educativos se están empleando en ocupaciones con distinto nivel de cualificación), y ii) la variación en los rendimientos de la educación para cada ocupación (en qué medida, para una misma ocupación y nivel educativo, están cambiando los salarios). Como se puede observar en el cuadro adjunto, el salario mediano de los trabajadores de mayor nivel educativo en relación con el salario mediano de los trabajadores con estudios primarios ha disminuido

4. No existen medidas fiables de resultados para el resto de niveles educativos. No obstante, el gasto por estudiante en España para estos niveles está igualmente por debajo de los países de la UE. 5. Véase Puente y Pérez (2004), «Las series de *stock* de capital humano y tecnológico en los indicadores de convergencia real», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España. 6. La EES ofrece información sobre el salario de los trabajadores, clasificados por niveles educativos y ocupaciones. En este recuadro se han considerado cuatro niveles educativos (primaria, primer y segundo ciclo de secundaria, y universidad) y cuatro niveles ocupacionales (no cualificado manual, cualificado manual, no cualificado no manual, cualificado no manual). Para una mayor información acerca de esta desagregación, puede consultarse J. F. Jimeno, M. Izquierdo y V. Herranz (2001), «La desigualdad salarial en España: descomposición y variación por niveles de salarios», *Papeles de Economía Española*, vol. 88.

#### 1. DISTRIBUCIÓN DE PERSONAS DE ENTRE 25 Y 39 AÑOS QUE HAN COMPLETADO CADA NIVEL EDUCATIVO EN ESPAÑA, LA UE 15 Y LA UE 25



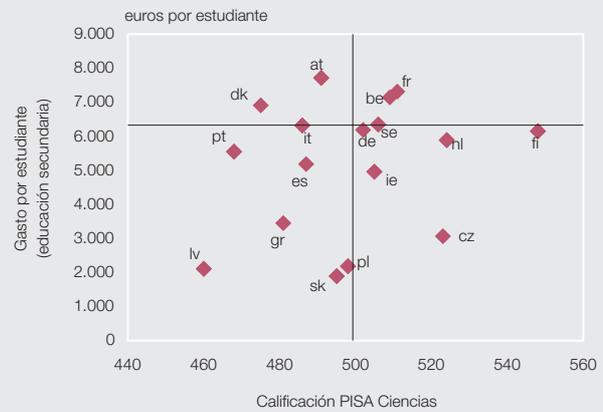
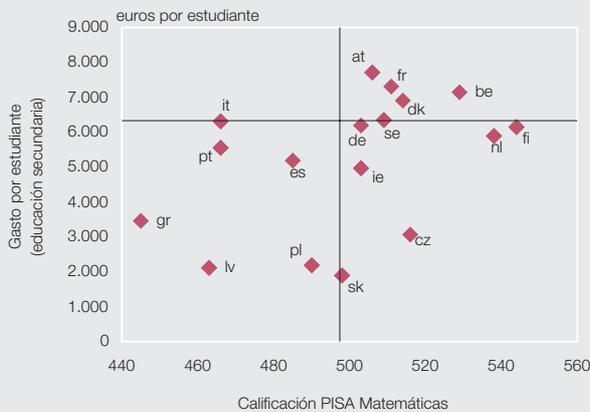
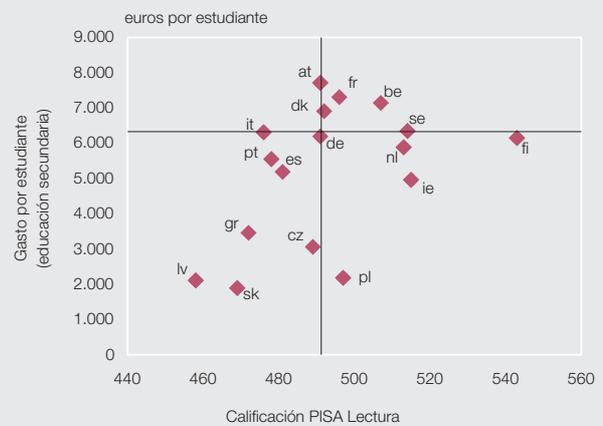
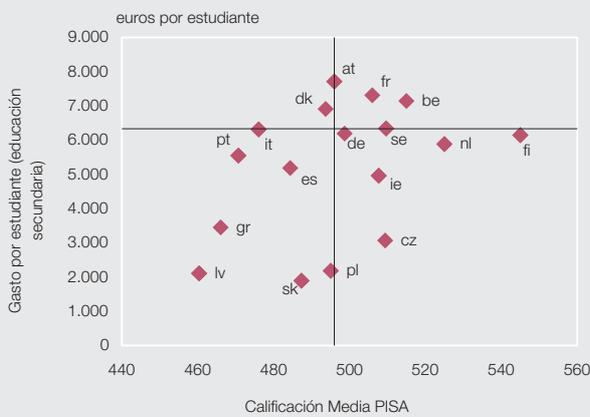
FUENTE: EUROSTAT.

casi un 15%, de 1,95 a 1,67, entre 1995 y 2002. La tercera columna del cuadro muestra cómo hubieran sido dichos salarios relativos si no se hubieran producido cambios en la estructura ocupacional del empleo. A la vista de dicha columna, cabe concluir que, incluso con el bajo nivel de desagregación ocupacional considerado, un 18% de la caída observada en los rendimientos salariales de la educación universitaria se puede atribuir al hecho de que los trabajadores con dichos estudios se sitúan en ocupaciones de menor cualificación.

Estas consideraciones permiten concluir que el sistema educativo español tiene pendientes varios retos. En primer lugar, se debería

reducir el número de personas que únicamente han completado estudios primarios, lo que pasa necesariamente por una reducción del fracaso escolar. En segundo lugar, se debería poner especial énfasis en la mejora de la calidad educativa. Como se ha mostrado en el gráfico 2, es necesario un aumento de los recursos destinados a la educación, que ha de venir acompañado de otras medidas de tipo institucional para que se traduzca en mejoras de calidad. En tercer lugar, hay que promover iniciativas para mejorar el emparejamiento de los trabajadores con nivel educativo universitario y las habilidades requeridas por sus puestos de trabajo, iniciativas que deben enmarcarse en el proceso de profundización de reformas laborales.

2. INDICADORES DE CALIDAD



FUENTES: OCDE y EUROSTAT.

3. SALARIOS RELATIVOS POR NIVEL EDUCATIVO (a)

Educación

	Salarios medianos relativos en 1995	Salarios medianos relativos en 2002	Salarios medianos relativos en 2002 con estructura ocupacional de 1995
Primaria o menor	1,00	1,00	1,00
Primer ciclo de secundaria	0,96	1,04	1,04
Segundo ciclo de secundaria o FP primer grado	1,33	1,26	1,24
Universidad o superior	1,95	1,67	1,72

FUENTE: Encuesta de Estructura Salarial.

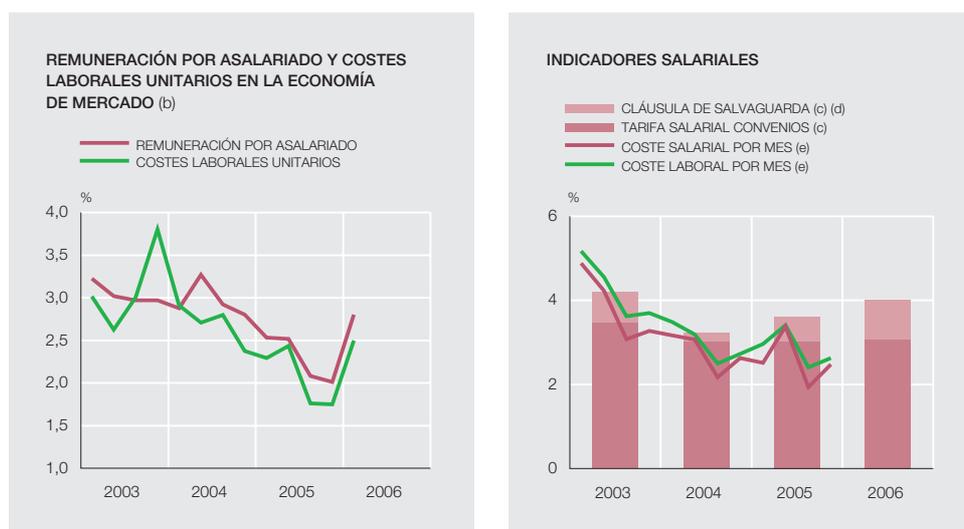
a. Trabajadores en sectores CNAE C-K.

indefinido, que se aceleró cinco décimas (hasta el 3,8%). Todo ello determinó un nuevo aumento interanual de la ratio de temporalidad, hasta el 33,3%, 1,4 pp por encima de su nivel de principios de 2005. La información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra un comportamiento más dinámico de la contratación indefinida en el primer trimestre del año, que ha elevado el peso de estos contratos sobre el total hasta el 11,3%, 1 pp más que hace un año. Respecto a la duración de la jornada, después de las elevadísimas variaciones interanuales de la contratación a tiempo parcial estimadas por la EPA en 2005, la tasa interanual de crecimiento de los ocupados a tiempo parcial disminuyó bruscamente en el primer trimestre del año, hasta mostrar una caída interanual del 0,5%. Por su parte, el ritmo de avance interanual del número de ocupados a tiempo completo repuntó en este trimestre, hasta registrar un crecimiento del 5,7%, tras los modestos incrementos registrados a lo largo de 2005. Como resultado, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial se redujo en 7 décimas respecto al primer trimestre del año pasado, hasta el 12,4%. Por niveles de estudios, destaca el elevado crecimiento que mantiene el empleo del colectivo con estudios universitarios (7,6%) y la caída que sigue produciéndose entre aquellos con estudios primarios (-8,9%). En el recuadro 3 se ofrece información complementaria sobre el proceso de acumulación de capital humano en la economía española.

Por lo que respecta a la población activa, en el primer trimestre del año 2006, volvió a incrementar su dinamismo, al registrar un crecimiento interanual del 3,6%, 0,4 pp por encima del registrado tanto en el trimestre pasado como en el promedio del año 2005. Esta aceleración de la población activa se basó en el elevado incremento de la tasa de actividad, hasta el 58%, 1,1 pp por encima de su nivel hace un año, ya que la población mayor de 16 años mantuvo el crecimiento interanual del 1,7% que se viene observando desde mediados de 2003. Atendiendo a la desagregación por sexos, el aumento de la población activa fue más intenso en el colectivo femenino (5%), con un incremento interanual de la tasa de participación de 1,6 pp, hasta el 47,5%. Entre los hombres, sin embargo, la población activa se desaceleró levemente, y la tasa de participación se incrementó en 0,6 pp, hasta el 68,9%. Finalmente, de acuerdo con la información procedente de la EPA, el número de desempleados volvió a descender en el primer trimestre de 2006, respecto al mismo período del año anterior, si bien a un ritmo inferior al observado a lo largo de 2005 y dando lugar a un incremento de 94.500 parados respecto al trimestre pasado. Así, el descenso interanual del desempleo se redujo hasta el 7,8%, frente al 11,6% de finales de 2005, y la tasa de paro se situó en el 9,1%, más de 1 pp por debajo de su nivel de principios de 2005, pero 0,4 pp por encima de la registrada en el trimestre precedente. La información proporcionada por la estadística de paro registrado muestra una tendencia descendente en la reducción del paro al haber pasado a registrarse variaciones positivas en el primer trimestre de 2006.

### **4.3 Costes y precios**

La remuneración por asalariado en 2005 experimentó un incremento del 2,5%, crecimiento sensiblemente inferior al del año anterior (3,3%). En la economía de mercado, la desaceleración fue de una magnitud similar, con un avance de la remuneración media por asalariado del 2,3% y un crecimiento bastante similar en las distintas ramas de actividad —con la única excepción de la agricultura—, situándose entre el 2,8% de incremento en la industria y el 2,2% en la construcción. La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) arroja unos resultados algo diferentes, pues, de acuerdo con esta estadística, el coste laboral por trabajador y mes cerró el año 2005 con un aumento medio del 2,9%, similar al de 2004. Para el primer trimestre de 2006 se espera un mayor incremento de la remuneración por asalariado, como consecuencia del efecto de la aplicación de la cláusula de salvaguarda correspondiente a 2005, cuyo impacto se estima en 0,93 pp, por encima de los 0,59 pp de la cláusula correspondiente al año anterior.



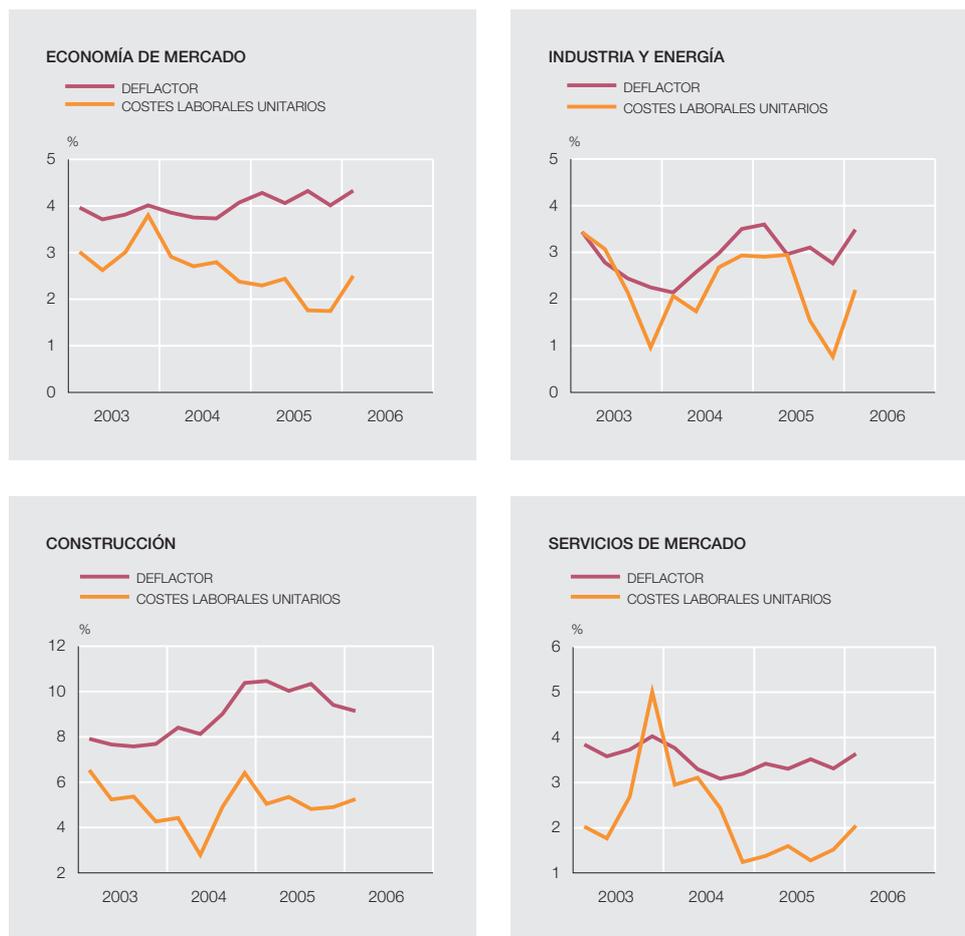
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

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

El inicio de la negociación en 2006 se mantiene dentro de las coordenadas del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC) —cuya prórroga para el presente ejercicio se firmó a finales de enero—. La información acerca de los convenios colectivos registrados hasta finales de marzo apunta a un ligero incremento de la tasa de avance de las tarifas salariales, que se sitúa en el 3,07% (véase gráfico 20). El número de trabajadores cubiertos por esos convenios es superior a los cinco millones, un 10% por encima del contabilizado en el mismo período del año anterior. En todas las ramas, excepto en la agricultura, los aumentos salariales pactados están en línea con las directrices del AINC. En la industria, el incremento de tarifas se mantiene en el 3,2%, mientras que en construcción y servicios se sitúa en el 2,9%.

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido mantuvo un ritmo de crecimiento estable del 2% en el último trimestre de 2005, al compensarse la ligera aceleración de la remuneración por asalariado con un incremento de la misma magnitud en el ritmo de avance del valor añadido por ocupado. En este contexto, el deflactor del valor añadido recortó su tasa de crecimiento en 0,3 pp, como consecuencia de un comportamiento algo menos expansivo de los márgenes, que continuaron ampliándose, aunque a un ritmo menor. En concreto, el excedente unitario de explotación mostró una tasa del 7% a finales del pasado año. En la economía de mercado también se produjo una ampliación de márgenes, en un contexto de moderado crecimiento de los costes.

En el gráfico 21 se recoge el comportamiento del deflactor y del coste laboral unitario en la economía de mercado y en las principales ramas que la forman. En el cuarto trimestre del año, se observó una evolución homogénea de los precios en las distintas ramas de actividad, con una desaceleración del deflactor del valor añadido en todas las ramas, a excepción de la agricultura. En cambio, los costes laborales unitarios únicamente se ralentizaron en la rama de industria y energía, mientras que intensificaron su ritmo de crecimiento en el resto de las ramas. En cualquier caso, la ampliación de los márgenes unitarios fue común a todas las ramas de actividad. Con los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2006, se estima que los



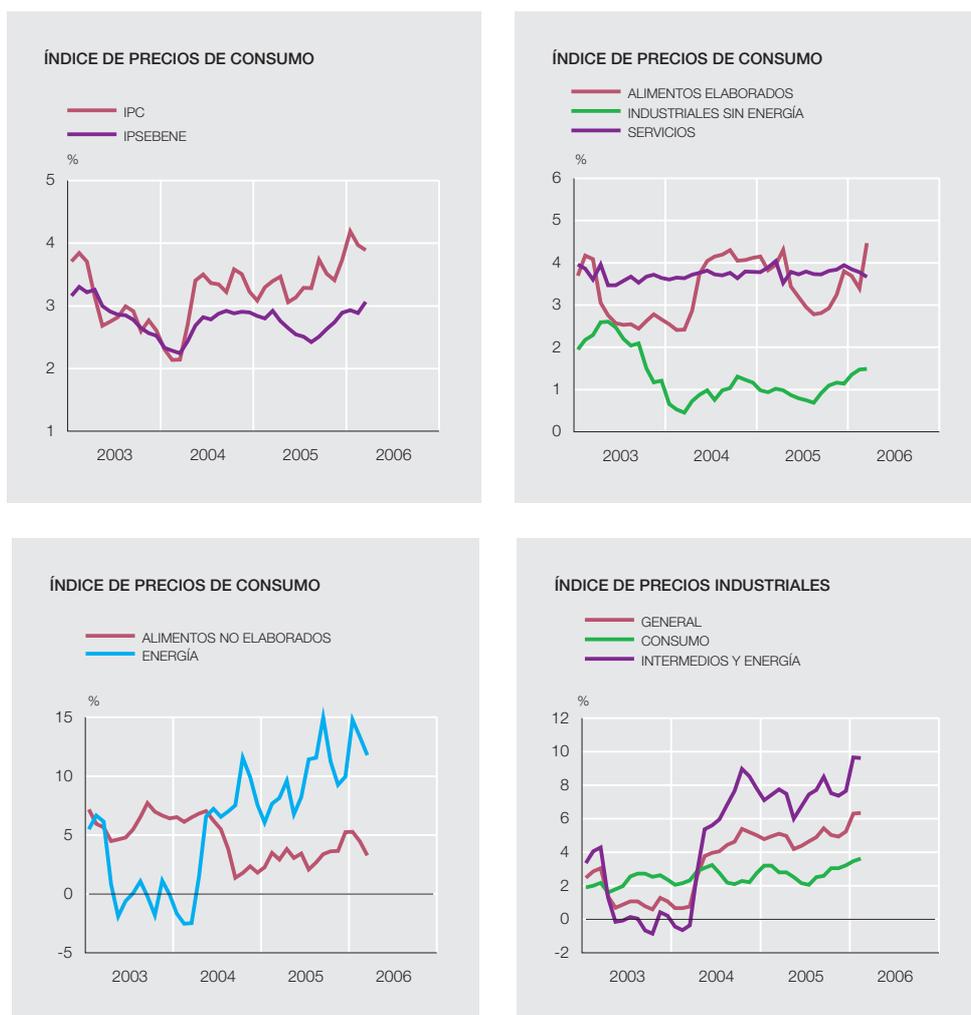
FUENTES: INE y Banco de España.

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

deflatores han continuado creciendo a un ritmo superior al de los costes laborales unitarios, a pesar del previsible incremento en el ritmo de expansión de la remuneración por asalariado.

En el cuarto trimestre del año, el deflatores de la demanda final mantuvo estable su ritmo de avance interanual en el 4,4%. Sin embargo, el deflatores del PIB se desaceleró una décima, hasta situar su tasa de expansión también en el 4,4%. El deflatores del consumo privado aumentó tres décimas su tasa de crecimiento, hasta el 3,8%, mientras que los deflatores de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones aminoraron su ritmo de avance hasta tasas del 5,7% y 4,8%, respectivamente. El deflatores de las importaciones se aceleró, aunque de forma mucho menos intensa que en el tercer trimestre. El precio del petróleo moderó su trayectoria alcista en el período octubre-diciembre, tras los precios máximos alcanzados en el verano, aunque se vio compensado parcialmente por la depreciación del euro frente al dólar, que ha contribuido al encarecimiento de los precios de importación.

En el cuarto trimestre del pasado año, los precios de consumo se aceleraron de forma similar al deflatores del consumo privado, y alcanzaron un ritmo interanual del 3,6%. En los tres primeros meses de 2006, se ha intensificado esta pauta, de modo que el IPC mostró un crecimiento interanual medio del 4% en el primer trimestre, mientras que el IPSEBENE se aceleró una décima, hasta alcanzar una tasa del 3% (véase gráfico 22). De nuevo, el componente más inflacionista volvió a ser la energía, con un aumento medio de su precio del 13,3%. A comien-

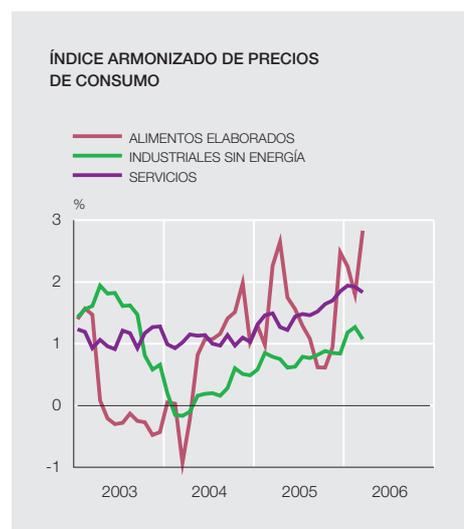


FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

zos de año subió la tarifa eléctrica y los precios del gas natural y butano, mientras los precios de combustibles y carburantes retomaron una trayectoria alcista en el mes de enero, en línea con la evolución del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, en el primer trimestre del año los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 1,4% en términos interanuales medios, tres décimas más que en el período anterior, debido, principalmente, al encarecimiento de los automóviles.

Los precios de los alimentos elaborados se aceleraron seis décimas en el período enero-marzo, en relación con el trimestre anterior, hasta situar su crecimiento interanual medio en el 3,9%. En los tres primeros meses del año, se intensificó la aceleración de los precios de los aceites, cuya tasa interanual supera el 30%. Los precios de los alimentos no elaborados, tras el repunte del trimestre anterior, aumentaron una décima adicional en los primeros meses de 2006, alcanzando una tasa del 4,3%. El renovado dinamismo de esta rúbrica del IPC refleja el encarecimiento de la carne de vacuno y el final de los descensos en los precios de la carne de ave. Destaca, en sentido contrario, la significativa moderación en los precios de frutas y hortalizas frescas. Por último, los precios de los servicios apenas se ralentizaron una décima en el primer trimestre, hasta una tasa interanual media del 3,8%, resultado que, en parte, refleja



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

el cambio de mes en la celebración de la Semana Santa, mientras que los aumentos de las tarifas de transporte registrados en los primeros meses del año fueron de una magnitud similar a los del pasado año.

La inflación en España medida por el IAPC aumentó seis décimas entre el cuarto trimestre del pasado año y el primer trimestre de 2006, en que alcanzó una tasa media del 4,1%. En el conjunto de la UEM, la inflación permaneció en el 2,3% en el período enero-marzo, dando lugar a una sensible ampliación del diferencial entre España y la zona del euro, hasta 1,8 pp, una cifra no alcanzada desde 2002, si bien en marzo el diferencial cedió ligeramente, hasta 1,7 pp (véase gráfico 23). La ampliación del diferencial de inflación con la zona del euro se observa tanto en los servicios —donde se ha concentrado históricamente una parte significativa de la brecha inflacionista—, como en los bienes, que han experimentado un intenso avance a lo largo de los tres primeros meses del año. En este sentido, la ampliación del diferencial ha sido sustancial en el caso de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos, donde contrasta en ambos casos la aceleración registrada en España

con la desaceleración en la zona del euro. En el caso de la energía, el diferencial ha retomado valores positivos, tras los valores negativos que caracterizaron la mayor parte del pasado año.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó un crecimiento interanual del 5,8% en marzo, frente a un 6,3% registrado el mes anterior. Aunque el incremento más acusado siguió correspondiendo a los precios de producción de la energía, su tasa de crecimiento interanual se redujo en casi cuatro puntos, hasta el 16,4%; también los precios de producción de los bienes de consumo y de equipo se desaceleraron, mientras que el componente de bienes intermedios se aceleró hasta el 4,5%. En la zona del euro, los precios de producción situaron su tasa interanual en el 5,4% en febrero, 1 pp por encima de la media registrada en el cuarto trimestre. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores finalizaron el pasado año con una tasa de crecimiento interanual en torno al 2%. Por último, los precios hoteleros han venido manteniendo un comportamiento muy moderado desde el pasado verano, con un crecimiento del 1,2% en términos interanuales hasta febrero.

#### **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 cierta mejora del superávit, que pasó de los 3.140 millones de euros (0,3% del PIB) en marzo de 2005, a los 4.584 millones (0,5% del PIB) de este año. Este resultado se debió a un aumento de los recursos en un 10,2%, frente al incremento del 5,9% en los empleos. Estas cifras contrastan con el resultado del saldo de caja, que registró un superávit de 244 millones de euros en los meses transcurridos en 2006, frente al déficit de 3.011 millones de euros registrado en el mismo período del año 2005 (véase el cuadro 3). Las diferencias con los registros de Contabilidad Nacional responden, en gran parte, en este caso, 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.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron en el primer trimestre un 7,2% en comparación con el mismo período del año anterior por la fortaleza de las principales figuras impositivas (IRPF e IVA), lo que contrasta vivamente con la previsión presupuestaria de estancamiento de los ingresos en el conjunto del año 2006 (una tasa de variación del -0,1%). El dinamismo de la recaudación de los impuestos directos se explica por la evolución del IRPF, que aumentó un 9,5% (en particular, las retenciones sobre el trabajo se incrementaron un 9,3%, y las retenciones sobre capital mobiliario y ganancias en fondos de inversión lo hicieron en un 16,8%), y por el impuesto sobre la renta de no residentes. El impuesto sobre sociedades, se incrementó, por su lado, un 4,9%, aunque este impuesto no presentará tasas de variación relevantes hasta el primer ingreso a cuenta, en abril. Entre los impuestos indirectos, el más dinámico fue el IVA, que registró crecimientos similares a los del año 2005, al aumentar un 10,4%, mientras que los impuestos especiales estuvieron prácticamente estancados, debido a la débil recaudación del impuesto sobre hidrocarburos y a la caída en la recaudación del impuesto sobre alcohol y bebidas derivadas. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, la caída registrada vino determinada por las fuertes reducciones en los ingresos por diferencias entre valores de reembolso y emisión de deuda pública y en los ingresos por transferencias de capital, en su mayor parte procedentes de fondos de la Unión Europea, que solo en parte fueron compensados con los mayores recursos por beneficios del Banco de España.

Los pagos de caja, por su parte, registraron una caída del 3%, en claro contraste con la previsión presupuestaria, que apunta a un crecimiento del 9,1% en el conjunto del año. La caída en los ingresos se debió a los pagos por intereses (muy condicionados por el calendario de vencimientos de la deuda pública) y a los pagos de capital. En ambos casos, estos pagos son

m€ y %

	Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Presupuesto inicial 2006	Variación porcentual 2006/2005	Liquidación		
					2005	2006	Variación porcentual
					ENE-MAR	ENE-MAR	
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	128.777	12,2	128.591	-0,1	31.019	33.260	7,2
Impuestos directos	70.665	20,4	72.036	1,9	12.466	13.717	10,0
<i>IRPF</i>	35.953	18,2	37.992	5,7	11.091	12.144	9,5
<i>Sociedades</i>	32.496	24,9	31.681	-2,5	854	896	4,9
<i>Otros (a)</i>	2.215	-1,3	2.363	6,7	520	678	30,2
Impuestos indirectos	44.618	7,9	45.302	1,5	15.638	17.012	8,8
<i>IVA</i>	32.009	10,0	31.438	-1,8	12.683	13.997	10,4
<i>Especiales</i>	9.795	0,5	10.903	11,3	2.289	2.286	-0,1
<i>Otros (b)</i>	2.813	12,9	2.961	5,3	666	729	9,4
Otros ingresos	13.494	-8,7	11.253	-16,6	2.915	2.531	-13,2
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	122.755	7,0	133.951	9,1	34.030	33.017	-3,0
Personal	20.677	6,1	22.124	7,0	4.507	4.962	10,1
Compras	3.388	-3,5	3.069	-9,4	813	861	5,9
Intereses	17.831	6,4	17.443	-2,2	8.209	6.290	-23,4
Transferencias corrientes	64.541	5,8	70.968	10,0	16.426	17.287	5,2
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	2.873	...	...	...	...
Inversiones reales	8.978	26,4	9.338	4,0	2.455	2.155	-12,2
Transferencias de capital	7.341	6,8	8.134	10,8	1.621	1.462	-9,8
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	6.022	...	-5.360	...	-3.011	244	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>							
Recursos no financieros	126.811	11,9	127.817	0,8	29.464	32.470	10,2
Empleos no financieros	123.550	0,7	131.775	6,7	26.324	27.886	5,9
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>							
	3.261	...	-3.958	...	3.140	4.584	...
(en porcentaje del PIB)	0,4	...	-0,4	...	0,3	0,5	...

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.

muy variables y es de prever que sus tasas de variación converjan en los próximos meses hacia cifras más acordes con las presupuestadas. Cabe destacar, también, los fuertes crecimientos de los dos capítulos que forman parte del consumo público (personal y compras) y, en especial, el capítulo de personal, con un crecimiento en torno al 10%, debido, en parte, a las mejoras retributivas de algunos colectivos. Por su parte, el capítulo de transferencias corrientes registró un crecimiento por debajo del presupuestado, como consecuencia, entre otros factores, de los menores pagos dirigidos a la Unión Europea en relación con el mismo período del año anterior.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, se cuenta con información del Sistema relativamente retrasada, pues se refiere al mes de enero. Las cotizaciones sociales experimentaron un aumento del 7,5% respecto a enero del año anterior, lo que supone un ritmo de crecimiento similar al registrado al final de 2005, aunque inferior al 8,4% de incremento previsto en el presupuesto, respecto al presupuesto del año anterior. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 5,5% en el primer trimestre del año 2006, cifra superior al

		ENERO	
		2005	2006
Millones de euros			
INGRESOS	Cuenta corriente	19.073	22.288
	<i>Mercancías</i>	11.114	12.923
	<i>Servicios</i>	5.186	5.147
	— Turismo	2.446	2.111
	— Otros servicios	2.739	3.035
	<i>Rentas</i>	1.934	3.374
	<i>Transferencias corrientes</i>	839	844
	Cuenta de capital	558	489
	Cuentas corriente y de capital	19.631	22.777
	PAGOS	Cuenta corriente	25.926
<i>Mercancías</i>		15.749	18.839
<i>Servicios</i>		3.848	5.023
— Turismo		860	1.109
— Otros servicios		2.987	3.915
<i>Rentas</i>		3.429	3.760
<i>Transferencias corrientes</i>		2.900	1.439
Cuenta de capital		67	159
Cuentas corriente y de capital		25.992	29.221
SALDOS		Cuenta corriente	-6.853
	<i>Mercancías</i>	-4.636	-5.916
	<i>Servicios</i>	1.338	123
	— Turismo	1.586	1.003
	— Otros servicios	-248	-880
	<i>Rentas</i>	-1.495	-387
	<i>Transferencias corrientes</i>	-2.061	-595
	Cuenta de capital	492	330
	Cuentas corriente y de capital	-6.361	-6.444

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

conjunto del año 2005. Por el lado del gasto, las pensiones aumentaron un 7,8% en enero, algo por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas registró una tasa de crecimiento del 2,5% en el primer trimestre. En lo referente al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el gasto en prestaciones por desempleo aumentó un 6,3% hasta febrero, frente al incremento del 6,9% en el conjunto del año 2005. Entre los factores determinantes está la caída del paro registrado, que se redujo un 1,3% en febrero del 2006, frente a la caída del 1,1% en el conjunto del año anterior. Sin embargo, la tasa de cobertura se situó en el 83,4% en enero de 2006, bastante por encima del nivel del año 2005.

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

En enero de 2006, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 6.444 millones de euros, un 1,3% por encima del contabilizado en igual mes del año anterior (véase cuadro 4). El déficit por cuenta corriente disminuyó ligeramente en este mes (-1,2%), hasta situarse en 6.744 millones de euros, mientras que descendió el superávit por operaciones de capital (-32,8%), que se situó en 330 millones de euros. Por partidas de la cuenta corriente, el déficit comercial y el superávit de servicios se deterioraron en enero en relación con idéntico mes de 2005, al tiempo que mejoraron notablemente los desequilibrios negativos de rentas y transferencias corrientes.

En el primer mes de 2006, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 1.280 millones de euros sobre el nivel registrado en enero del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 5.916 millones de euros; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 27,6%, prolongando la tónica de fuerte deterioro que le caracterizó en los dos ejercicios anteriores. En enero se intensificaron notablemente los intercambios de comercio exterior de bienes, aunque se mantuvo un importante diferencial de crecimiento nominal entre los flujos de importaciones (19,6%) y los de exportaciones (16,3%). No obstante, desde la segunda mitad del año anterior se ha moderado el ritmo de avance del desequilibrio del comercio no energético, mientras que el déficit energético continúa creciendo a tasas muy abultadas, derivadas del fuerte encarecimiento de la energía importada.

En cuanto a la balanza de servicios, en enero de 2006 arrojó un superávit de 123 millones de euros, 1.215 millones por debajo del contabilizado en igual fecha del año anterior, lo que se explica tanto por el descenso de 583 millones de euros que experimentó el superávit turístico, como por el aumento del déficit de servicios no turísticos, cifrado en 632 millones de euros. Los ingresos turísticos descendieron un 13,7% en enero, en términos nominales, prolongando el comportamiento negativo de diciembre de 2005. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 28,9% en el primer mes de 2006, prolongando el fuerte dinamismo que les ha caracterizado en los dos ejercicios anteriores, en un contexto de crecimiento sostenido de la demanda privada de consumo.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una importante corrección en enero, hasta situarse en -387 millones de euros, lo que supone una mejora de 1.108 millones en relación con el observado en idéntico mes del ejercicio anterior. Los ingresos mostraron un notable repunte (74,4%), destacando el impulso que adquirieron los correspondientes al sector privado no financiero; al mismo tiempo, los pagos registraron un avance más moderado (9,7%), debido al descenso de los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias y las AAPP, mientras que aumentaron notablemente los pagos efectuados por el sector privado no financiero. En este mes disminuyeron los flujos de inversiones directas del exterior en España; sin embargo, las inversiones de cartera y, en menor medida, el resto de inversiones procedentes del exterior crecieron notablemente. En cuanto a los flujos de inversiones de España en el exterior, las inversiones directas también retrocedieron en enero, mientras que tanto las inversiones de cartera como, especialmente, el resto de inversiones (fundamentalmente préstamos, depósitos y *repos*) registraron un crecimiento muy intenso.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 595 millones de euros en enero de 2006, inferior en 1.466 millones al déficit registrado en el mismo mes del año precedente. Los ingresos apenas se incrementaron un 0,6%: una de las principales partidas, los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, retrocedió, mientras que las transferencias comunitarias del Fondo Social Europeo reflejaron una evolución favorable. Los pagos, por su parte, disminuyeron notablemente (-50,4%), acusando, fundamentalmente, el notable descenso de los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso PNB y Recurso IVA. No obstante, los pagos por remesas de emigrantes siguieron mostrando un elevado dinamismo.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 330 millones de euros en el primer mes del ejercicio actual, arrojando un descenso de 161 millones de euros en relación con idéntica fecha del año anterior. Este deterioro se explica, en parte, por el retroceso que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación, aunque en los primeros meses del año suelen presentar retrasos, y a pesar de la evolución tan positiva que mostraron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

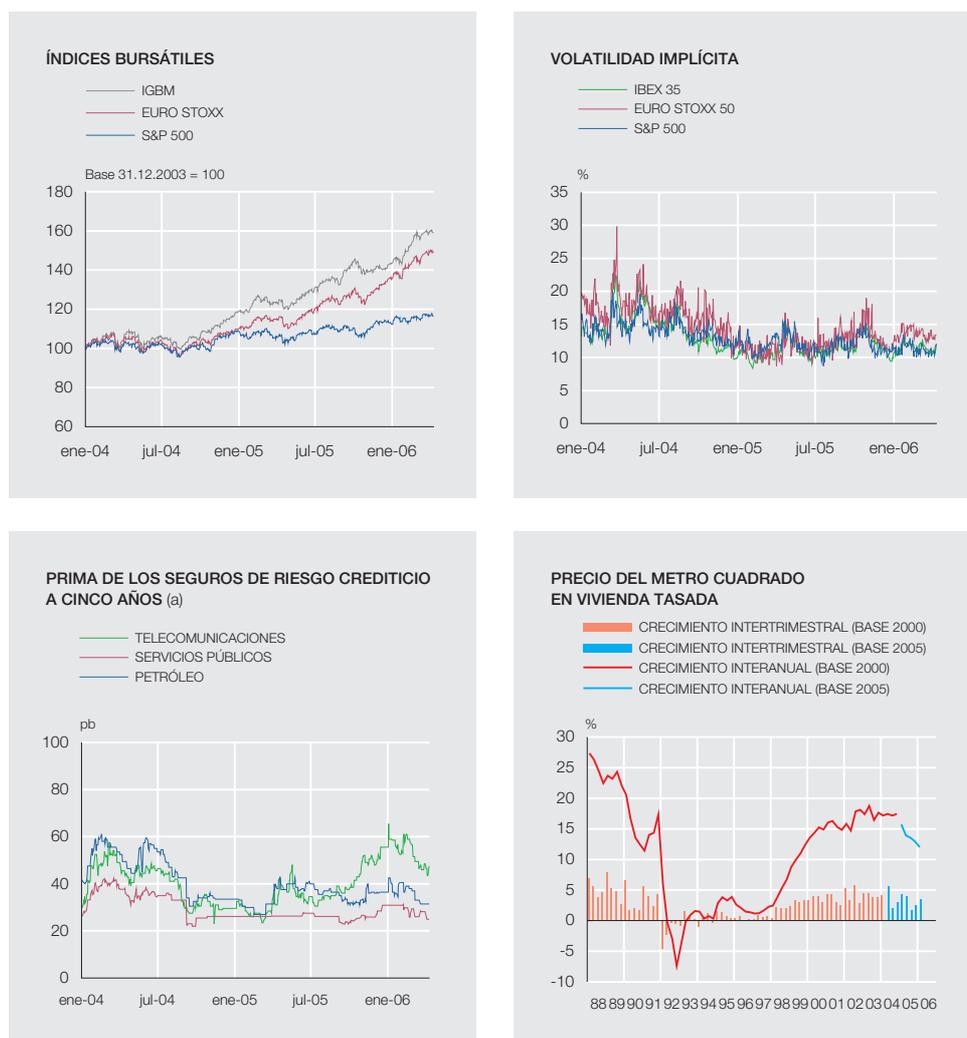
En los tres primeros meses de 2006 las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades españolas continuaron siendo bastante holgadas, aunque registraron un cierto endurecimiento, en un contexto en el que se mantuvo la senda creciente de las rentabilidades negociadas en los mercados con la que se cerró el ejercicio anterior. Así, el nivel medio del EURIBOR a un año se situó en marzo en el 3,11%, 33 puntos básicos (pb) por encima del nivel de diciembre de 2005, mientras que la rentabilidad del bono español a diez años se incrementó en 28 pb y alcanzó el 3,65%. En línea con esta evolución, aumentó el precio de los préstamos bancarios a empresas y familias, y el coste medio de la financiación con valores de renta fija (véase gráfico 24).

En los mercados bursátiles españoles, durante el primer trimestre de 2006 prosiguió la tendencia ascendente en las cotizaciones. A finales de marzo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización del 11,3% desde principios de año, siendo especialmente destacable el aumento en el precio de las acciones del sector de materiales básicos, industria y construcción (cercano al 25%). Esta evolución, que ha sido más favorable que la observada en las principales plazas internacionales (el Euro Stoxx amplio se incrementó un 10,3% durante este período, y el S&P 500, un 3,7%), estuvo acompañada de un mantenimiento de la volatilidad en niveles reducidos.

De acuerdo con los datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el primer trimestre de 2006 se prolongó la senda de desaceleración en el precio de los inmuebles. Así, su tasa de crecimiento interanual se situó en marzo en el 12%, lo que supone una moderada reducción (de 0,8 pp) respecto a la observada a finales de 2005. Esta información sigue apoyando el escenario esperado de corrección ordenada y gradual de la sobrevaloración actual de estos activos.

En este entorno caracterizado por costes reducidos de financiación y aumento del valor de los activos, el volumen de financiación concedida al sector privado continuó creciendo durante los últimos meses del año pasado a un ritmo elevado (en torno al 21%), tanto en el caso de familias como en el de las sociedades, lo que supone un ascenso, más acusado en el último caso, en relación con las cifras de septiembre. La información provisional disponible apunta a que durante los primeros meses de 2006 no se produjeron cambios significativos en la evolución de esta variable. El detalle por componentes dentro de los pasivos de los hogares muestra que durante el cuarto trimestre de 2005 la deuda para adquisición de vivienda se mantuvo como la rúbrica más expansiva, si bien la tasa de avance de la destinada a consumo y otros fines experimentó cierto aumento. Para las empresas, el desglose por actividades productivas del crédito de entidades residentes revela una aceleración generalizada durante dicho período, al tiempo que los recursos dirigidos a las ramas de servicios inmobiliarios y de la construcción volvieron a ser los que presentaron un comportamiento más dinámico.

Como resultado de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera de las familias siguieron deteriorándose entre octubre y diciembre de 2005, evolución que, según la información provisional disponible, se habría mantenido durante el primer trimestre de 2006. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera se incrementaron nuevamente, mientras que el ahorro no destinado al servicio de la deuda volvió a retroceder y las necesidades de financiación del sector aumentaron, hasta situarse próximas al 1,5% del PIB (véase cuadro 5). No obstante, a pesar del dinamismo de los pasivos, la riqueza agregada neta de los hogares



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

a. Primas medias ponderadas por activos.

habría continuado creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en el pasado reciente, gracias a la revalorización de los activos financieros y reales.

En el caso de las sociedades no financieras, las ratios agregadas de endeudamiento y de carga financiera también presentaron una trayectoria ascendente durante el último trimestre de 2005 y, de acuerdo con la información provisional disponible, esta misma tendencia se habría mantenido en los primeros meses de 2006. Además, tanto el saldo deudor de las operaciones financieras netas como la brecha de financiación aumentaron en la parte final del año pasado, de forma que superaron, respectivamente, el 7% y el 11% del PIB. Por otra parte, en dicho período la rentabilidad permaneció en niveles similares a los observados durante el verano. Sin embargo, para el agregado de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), los indicadores de endeudamiento y carga financiera no mostraron variaciones significativas, al tiempo que la rentabilidad continuó recuperándose, lo que conjuntamente revela la mejor evolución de la posición financiera de las sociedades de esta muestra, en la que tienen un peso elevado las compañías grandes. Estos desarrollos resultaron en una estabilidad de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y en un moderado descenso de los de empleo, que en ambos casos se mantienen en valores reducidos.

% del PIB (a)					2004		2005		
	2000	2001	2002	2003	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
	Economía nacional	-3,2	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-5,5	-6,0	-6,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,1	-4,3	-3,7	-4,2	-5,4	-6,3	-7,0	-7,7	-8,5
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-5,4	-4,4	-4,4	-4,7	-5,6	-6,3	-6,5	-7,1
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,4	1,1	0,7	0,1	-0,6	-0,7	-0,7	-1,2	-1,4
Instituciones financieras	0,8	1,4	1,4	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,9
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	1,0	1,1
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-15,5	-10,0	-8,6	-8,5	-9,0	-10,6	-10,9	-10,9	-11,2

FUENTE: Banco de España.

a. CNE, base 2000.

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

Las mayores necesidades de financiación de los hogares y de las sociedades no fueron compensadas por la mejoría de los recursos financieros netos de las instituciones financieras y de las Administraciones Públicas, de modo que la nación tuvo que incrementar la apelación al ahorro del resto del mundo, que se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 6,5% del PIB a finales de 2005, frente al 6,1% de septiembre. El sector financiero se ha mantenido como el principal canal a través del cual se han obtenido los fondos del exterior, operaciones que se han materializado fundamentalmente en préstamos interbancarios y, en mayor medida, en emisiones de valores distintos de acciones, entre los que destacan los que están vinculados a préstamos hipotecarios (véase recuadro 4).

En conjunto, la información más reciente muestra que los hogares y las sociedades han aumentado su exposición a perturbaciones adversas en las rentas, el precio de los activos o el coste de financiación. Esta sensibilidad adquiere, además, mayor relevancia en el contexto actual en el que ha aumentado la probabilidad de que en el futuro próximo los tipos de interés evolucionen hacia niveles acordes con un tono más neutral de la política monetaria y en el que el valor de la vivienda mantenga e incluso intensifique la pauta de desaceleración que ha iniciado. Por tanto, persisten los elementos de incertidumbre que se han señalado en informes anteriores sobre el curso a medio plazo del gasto de las empresas y, sobre todo, de las familias.

## 5.2 El sector hogares

En el primer trimestre de 2006 se observó un cierto endurecimiento en las condiciones de financiación a hogares. Así, en el mes de febrero los tipos de interés aplicados por las entidades en las nuevas operaciones acumulaban un ascenso de 32 pb con respecto a los niveles de diciembre, en el caso del crédito para vivienda, y de 2 pb en el del destinado a consumo y otros fines. De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades preveían para los primeros meses de 2006 una ligera relajación en las condiciones de oferta aplicadas en la concesión de créditos para consumo y otros fines, y un movimiento similar —pero en la dirección contraria— en las correspondientes a los préstamos destinados a la adquisición de vivienda.

El ascenso del coste de la financiación observado desde finales de 2005 no contuvo, sin embargo, el elevado dinamismo de la deuda de las familias, que en los últimos meses de 2005

Tal como ilustra el panel superior izquierdo del gráfico, durante los últimos años el crédito concedido por las entidades españolas al sector privado no financiero ha crecido a tasas persistentemente superiores a las de los depósitos frente a familias y empresas. En este contexto, estas instituciones han tenido que recurrir a otras modalidades de financiación, más onerosas, como son los préstamos interbancarios y, sobre todo, la emisión de títulos distintos de acciones, tanto de forma directa como a través de otros vehículos. Esta última vía incluye, básicamente, la actividad de los fondos de titulización de activos y las operaciones realizadas por las filiales especializadas en la emisión de participaciones preferentes y otros valores asimilados. En el primer caso, los fondos obtenidos revierten a la entidad que tituliza los préstamos, y en el segundo, a la matriz.

De este modo, el saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras españolas ha avanzado a un ritmo notable durante los últimos años. En términos del crédito concedido al sector no financiero<sup>1</sup>, dicho volumen ha pasado de estar por debajo

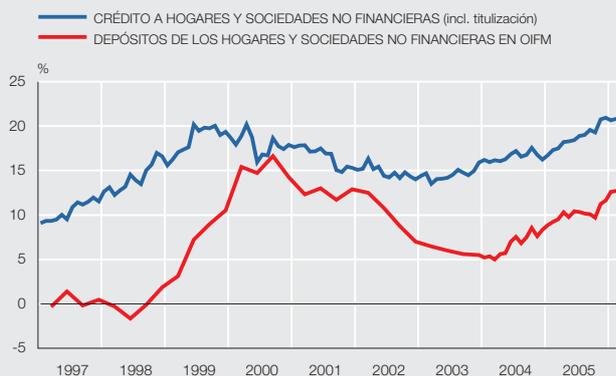
del 10% en 1997, un nivel muy inferior al de la media de la zona del euro, a situarse por encima del 30% a finales de 2005, una proporción cercana a la de la UEM, pero todavía menor (véase panel superior derecho del gráfico). De acuerdo con la información más reciente, dentro de los principales países del área los que presentaban una cifra más elevada eran Holanda, Alemania e Italia.

El detalle por subsectores muestra, asimismo, algunas diferencias relevantes dentro de la UEM (véase panel inferior izquierdo del gráfico). Así, en España, a finales de 2005, aproximadamente la mitad del saldo de las emisiones realizadas por las instituciones financieras correspondía a las no monetarias, donde se incluyen las realizadas por los fondos de titulización y por las filiales de las entidades de crédito especializadas en la emisión de participaciones preferentes y valores asimilados. Dicha proporción era notablemente superior a la de la UEM. Dentro de los principales países del área, solamente Holanda presenta un porcentaje superior al de nuestra economía. Por el contrario, en Francia y en Alemania el grueso del volumen emitido se explicaba por la actividad de las instituciones monetarias, entidades de crédito básicamente. En ambos casos, pero sobre todo en el segundo, dentro de estas operaciones destacan los instrumentos respal-

1. El crédito incluye tanto el que está dentro del balance de las entidades como el que está titulado y se ha dado de baja del balance.

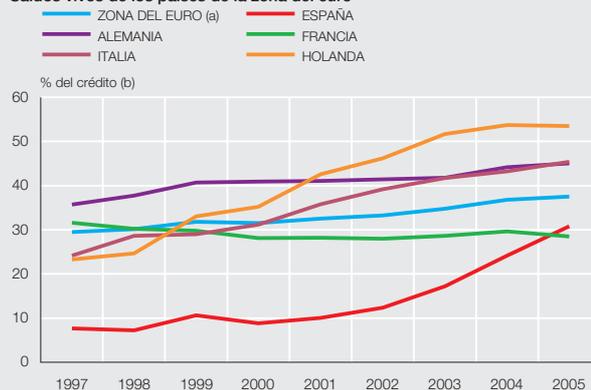
**1. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO Y DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE FRENTE A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

Tasas de crecimiento interanuales



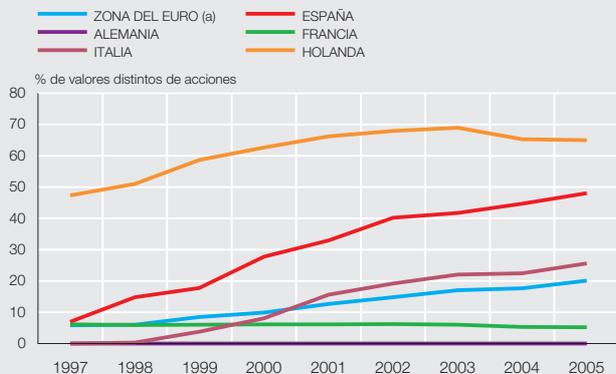
**2. VALORES DISTINTOS DE ACCIONES EMITIDOS POR EL SECTOR FINANCIERO**

Saldos vivos de los países de la zona del euro



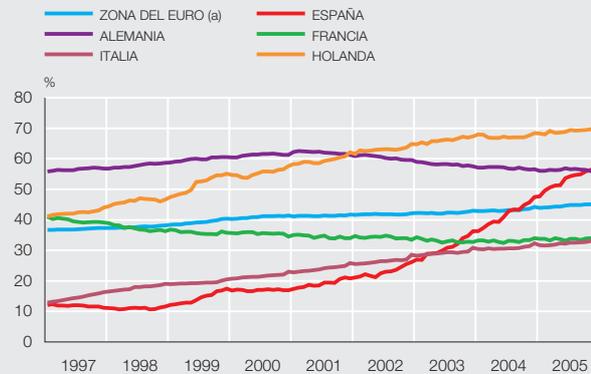
**3. PESO DE LAS EMISIONES DE IFNM SOBRE EL TOTAL DE VALORES DISTINTOS DE ACCIONES DEL SECTOR FINANCIERO**

Saldos vivos



**4. PESO DEL SECTOR FINANCIERO SOBRE EL TOTAL DE LOS MERCADOS NACIONALES DE RENTA FIJA**

Saldos vivos de los países de la zona del euro



FUENTE: BCE.

a. Excluye Irlanda y Luxemburgo, por falta de información.

b. Medidos como porcentaje del saldo vivo de créditos concedidos por instituciones financieras a hogares, sociedades y AAPP. Incluye el crédito dentro y fuera de balance.

dados por préstamos hipotecarios. En España, el peso de los títulos vinculados a este tipo de pasivos es significativo tanto dentro de los bonos emitidos por las instituciones monetarias (35%) como especialmente los del resto del sector financiero (54%).

El notable avance de la emisión de valores distintos de acciones del sector financiero, en un contexto de menor dinamismo de la deuda pública, ha hecho que el peso de estos títulos sobre el total del saldo vivo emitido por el sector residente haya aumentado desde algo más del 10% en 1997 a una cifra cercana al 60% en 2005, por encima de la media de la UEM, área donde dicha ratio ha crecido moderadamente durante el mismo período (véase panel inferior derecho del gráfico).

El dinamismo de las emisiones de las instituciones financieras se ha reflejado en un incremento notable de la actividad de los mer-

cados secundarios donde se negocian estos valores. Además de esto, la expansión en España de estos títulos tiene otras implicaciones relevantes. Así, por una parte, el hecho de que el coste de estas sea superior al de los depósitos tradicionales ha tendido a deprimir el margen entre la rentabilidad del activo y la remuneración del pasivo de las entidades de crédito. Sin embargo, en un contexto de ausencia de ahorro interno, este tipo de valores se ha convertido en uno de los principales instrumentos a través de los cuales se canaliza la apelación de nuestra economía a los fondos foráneos. Desde este punto de vista, su crecimiento y atractivo creciente para los no residentes han facilitado la financiación del gasto nacional. En todo caso, el hecho de que una proporción significativa de estos valores esté respaldada por préstamos hipotecarios significa que esta fuente de financiación está vinculada a la evolución del mercado inmobiliario.

creció a una tasa algo superior a la observada durante el verano (en torno al 21%). La información provisional correspondiente al primer trimestre de 2006 no muestra cambios significativos en la evolución de esta variable. En todo caso, su comportamiento en el último tramo del año pasado fue acorde con las previsiones de las entidades, que, según la EPB, anticipaban un aumento en la demanda de préstamos. Por finalidades, el crédito para adquisición de vivienda continuó siendo durante dicho período el componente más expansivo, con un avance interanual que se mantuvo por encima del 24%, lo que representó un flujo superior al 10% del PIB en términos acumulados de doce meses. Debe señalarse también que el ritmo de crecimiento de los fondos destinados a consumo y otros fines se incrementó casi 2 pp, hasta superar el 13%.

En relación con las decisiones de cartera, las adquisiciones de activos financieros de los hogares alcanzaron en diciembre un importe equivalente al 10,6% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 9,9% de septiembre (véase cuadro 6). Por productos, los instrumentos más líquidos y los de menor riesgo (efectivo y depósitos) se mantuvieron como el principal componente de la inversión financiera, y de hecho su volumen en relación con el PIB se incrementó con respecto al trimestre previo. Destacó también el ascenso de las compras netas de acciones y participaciones, que volvieron a presentar un valor positivo, tras los registros negativos observados desde principios de 2005.

El dinamismo de la financiación se tradujo en un mantenimiento de la trayectoria ascendente de la ratio de endeudamiento de las familias, que alcanzó a finales de 2005 un valor superior al 110% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución resultó en un nuevo incremento en la carga financiera, que se situó en el mismo período por encima del 14% de la RBD. Por otra parte, la expansión del crédito, junto con el nuevo descenso del ahorro bruto, determinó un retroceso adicional de su capacidad de ahorro, una vez descontados los pagos asociados a los pasivos contraídos. Del mismo modo, según las Cuentas Financieras, el sector aumentó sus necesidades de financiación, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en un nivel equivalente al 1,4% del PIB. Sin embargo, la información microeconómica procedente de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares para este período no refleja un descenso en el porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro o en el de aquellos con dificultades para llegar a fin de mes. De hecho, en ambos indicadores se observa una

% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,4	9,1	10,0	9,7	9,9	10,6
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,2	4,1	4,4
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,8	-0,1	1,7	2,4	2,3	2,3
Acciones y otras participaciones (c)	0,6	0,6	0,4	-0,1	-0,1	0,2
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,4	1,8	1,9
FIAMM	0,7	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,2
FIM	-0,5	1,7	1,6	1,3	1,4	1,5
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6
<i>De las cuales:</i>						
De vida	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
De jubilación	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8
Resto	-0,3	0,4	0,7	0,0	0,1	0,2
Operaciones financieras (pasivos)	7,7	9,0	10,7	10,4	11,1	12,0
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	7,2	9,2	10,8	11,4	11,9	12,6
Créditos para adquisición de vivienda (d)	5,1	7,0	8,7	9,5	9,9	10,3
Créditos para consumo y otros fines (d)	2,1	2,2	2,0	1,9	1,9	2,3
Resto	0,5	-0,2	-0,1	-1,0	-0,8	-0,6
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,4	16,1	15,9	16,6	17,0	18,0
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	1,1	1,2	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,4	1,4	0,8	1,4	1,7	1,1
Acciones y otras participaciones	6,6	7,5	6,2	6,0	6,6	6,5
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	4,6	4,5	3,7	4,2	4,2	3,8
Resto	4,7	6,4	8,0	8,1	7,5	8,3
Operaciones financieras (pasivos)	18,8	20,5	20,6	22,9	23,5	25,1
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,4	6,4	8,6	10,9	11,7	13,0
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,7	1,2	1,6	2,0
Valores de renta fija (b)	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0
Acciones y otras participaciones	5,9	5,2	4,6	3,7	3,5	3,2
Resto	5,1	6,4	6,7	7,1	6,8	7,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,2	18,4	19,6	20,9
Hogares e ISFLSH	16,2	19,0	20,1	20,0	20,6	21,2
Sociedades no financieras	12,4	13,5	13,2	17,1	18,8	20,7

FUENTE: Banco de España.

a. CNE, base 2000.

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

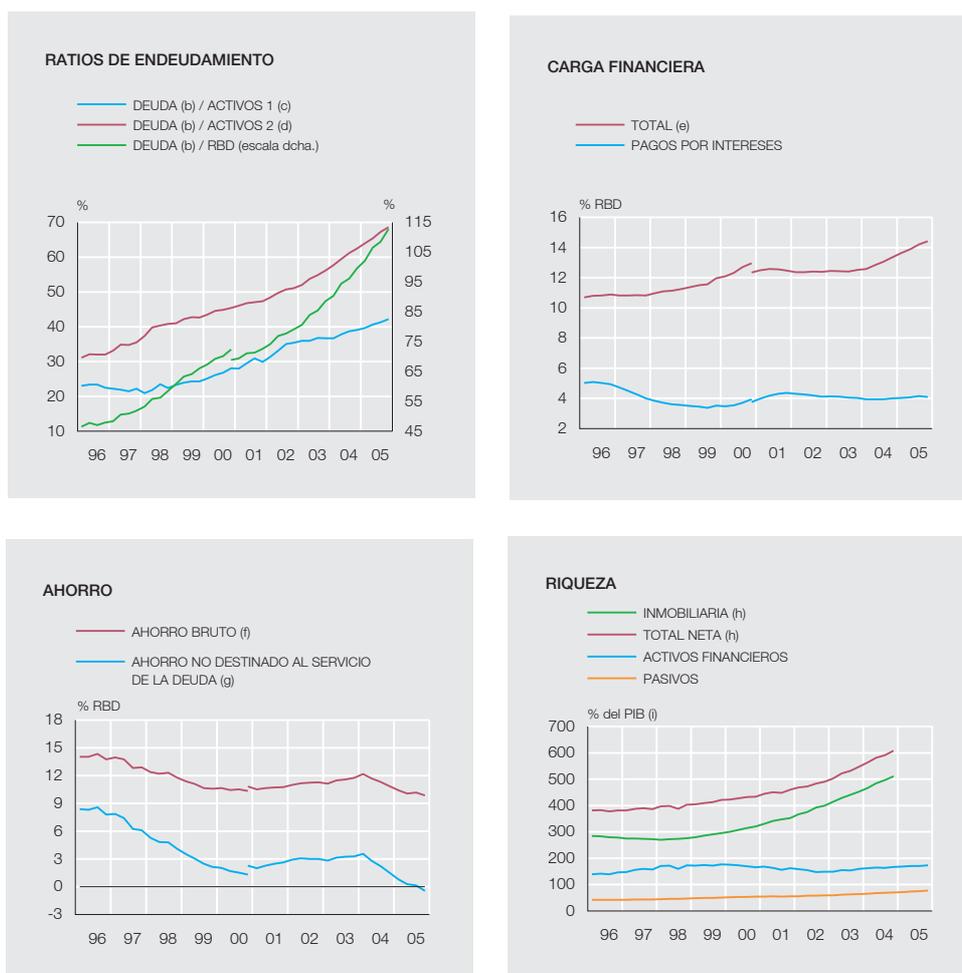
c. Excluye los fondos de inversión.

d. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

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

mejoría con respecto a los valores de hace un año, y una estabilidad en relación con los niveles de septiembre.

Por otra parte, a pesar del aumento del endeudamiento, la riqueza neta del sector habría continuado creciendo, gracias a la evolución mostrada por el valor de los activos financieros y el precio de la vivienda. Como resultado de este desarrollo y del ascenso en el coste de financiación, siguió aumentando el esfuerzo teórico que supone la adquisición de una vivienda.



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 2000, a la CNE, base 1995. Entre 2000 y 2005, corresponden a la CNE, base 2000.

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.

i. CNE, base 2000.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación con deuda de las sociedades también registraron un cierto endurecimiento durante el primer trimestre de 2006. Así, los tipos de interés acumularon entre enero y febrero un ascenso que fue más elevado en los préstamos de hasta un millón de euros (24 pb) que en los de un importe superior (11 pb). En todo caso, las condiciones de oferta crediticia previstas por las entidades para este período no habrían experimentado variaciones significativas de acuerdo con la EPB. También se incrementó el coste de financiación con valores de renta fija, como resultado del ascenso en la rentabilidad de la deuda pública, que no fue compensado por la ligera reducción de las primas medias de riesgo crediticio. En cambio, la trayectoria ascendente de las cotizaciones bursátiles, junto con su reducida volatilidad, ha propiciado la obtención de fondos en los mercados de renta variable.

A pesar del ligero endurecimiento observado en las condiciones de financiación desde finales del tercer trimestre, estas han seguido siendo holgadas, lo que favoreció el mayor dinamismo de

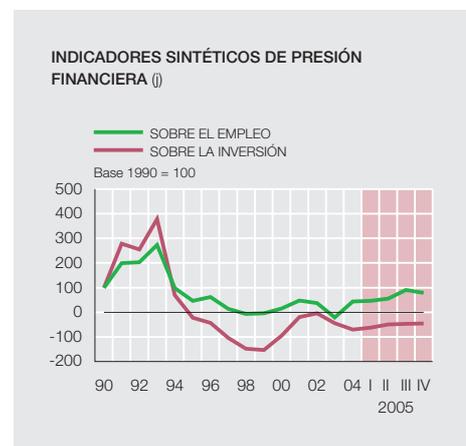
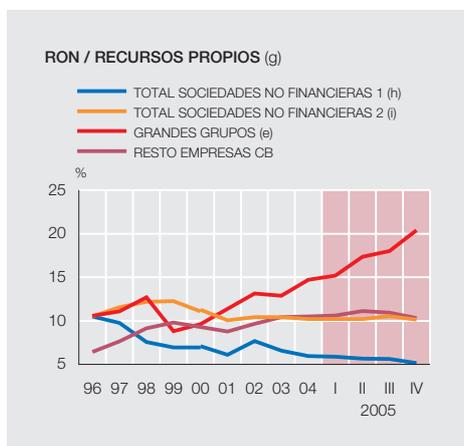
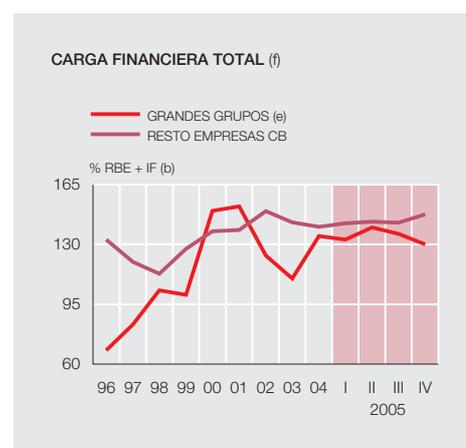
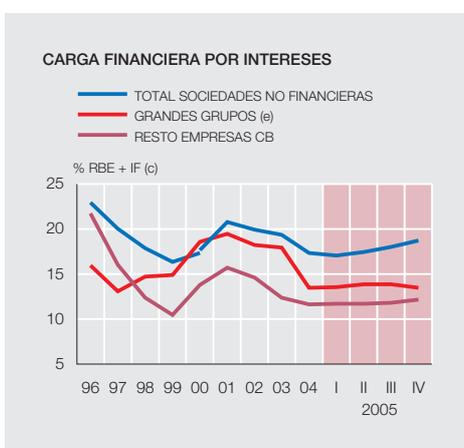
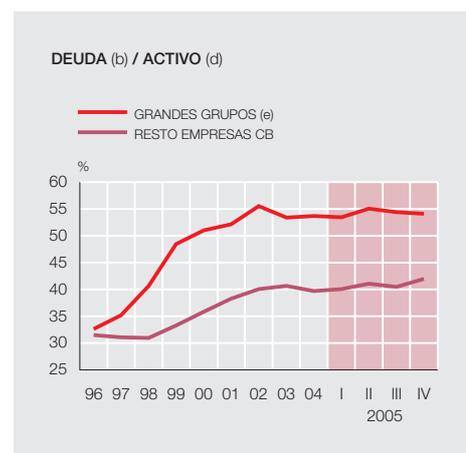
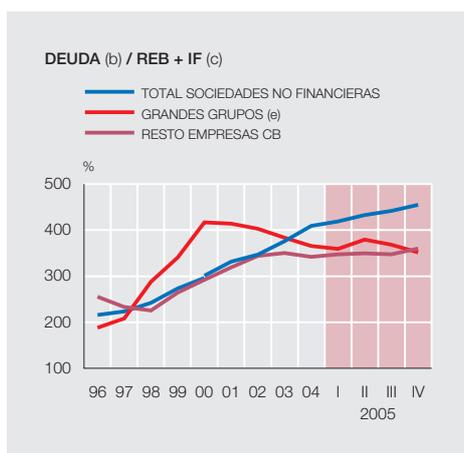
las operaciones de pasivo de las sociedades, que alcanzaron, en términos acumulados de doce meses, un volumen equivalente al 25,1% del PIB a finales de 2005, frente al 23,5% de septiembre (véase cuadro 6). Por instrumentos, los fondos captados mediante la emisión de acciones y participaciones fueron, en términos del PIB, algo inferiores a los de tres meses antes (un 3,2%), de modo que los recursos ajenos continuaron siendo el componente más expansivo. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la deuda del sector se situó próxima al 21%, casi dos puntos porcentuales por encima del valor del tercer trimestre y, según la información provisional disponible, en los primeros meses de 2006 no se habrían producido variaciones significativas en la evolución de dicha variable. Aunque el flujo procedente de préstamos exteriores aumentó durante el pasado año, fueron los concedidos por las instituciones financieras residentes los que mostraron un avance más destacado, en línea con las previsiones de las entidades, que, según la EPB, anticipaban un aumento de la demanda.

El desglose del crédito por actividad productiva revela que durante los últimos meses de 2005 se produjo una aceleración generalizada en todas las ramas, que fue más intensa en el caso de los servicios inmobiliarios y la construcción, que son las que presentaron un comportamiento más expansivo. En la industria se mantuvo la trayectoria de recuperación iniciada a mediados de 2004, de forma que la tasa de avance se encontraba cercana al 15%. En cambio, según la información de la CBT, la deuda de los grandes grupos se desaceleró notablemente durante el mismo período, de modo que su ritmo de crecimiento interanual se situó algo por debajo del 4%.

También las operaciones de activo de las sociedades se incrementaron, aunque de forma más moderada que las de pasivo, y alcanzaron en diciembre del año pasado el 18% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, los aumentos se concentraron en los medios de pago y, en concreto, en los depósitos a la vista, y en la partida «Resto», que incluye el crédito comercial. Para los restantes depósitos y los valores de renta fija se observó, en cambio, una ruptura de la senda ascendente observada en los trimestres previos y se registró un retroceso de 0,6 pp. Por su parte, la inversión en acciones y participaciones se redujo ligeramente, como resultado del descenso de las adquisiciones en el resto del mundo, que no fue compensado por la recuperación del volumen correspondiente a los valores emitidos por residentes.

Como resultado de esta evolución en las operaciones de activo y pasivo de las sociedades, sus necesidades de financiación se incrementaron en más de medio punto porcentual y superaron, en términos acumulados de doce meses, el 7% del PIB (véase cuadro 5). Esta contracción del ahorro financiero estuvo acompañada por una reducción de la inversión directa en el exterior del sector, de forma que la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, aumentó en menor medida (en torno a medio punto porcentual) y se situó ligeramente por encima del 11% del PIB.

El dinamismo de la financiación ajena durante los últimos meses de 2005 se tradujo en nuevos ascensos de los ratios de endeudamiento y de carga financiera de las sociedades en relación con los resultados generados (véase gráfico 26). Sin embargo, la información para este período sobre las rentas del sector evidencia un comportamiento bastante favorable. Así, el excedente bruto de explotación creció un 8,5% en el conjunto del año. Añadiendo los ingresos financieros netos y deduciendo la amortización de capital, se obtiene una medida del resultado ordinario neto del sector, que avanzó a una tasa del 6,1%. La ratio entre esta medida del resultado ordinario neto y los recursos propios a precios de mercado, que ofrece una aproximación al concepto de rentabilidad ordinaria de estos últimos, muestra una pauta ligeramente descendente a lo largo del pasado. Este comportamiento, no obstante, refleja en parte el



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). Hasta 2000, las rentas del sector corresponden a la CNE Base 1995. Entre 2000 y 2005, corresponden a la CNE Base 2000.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

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

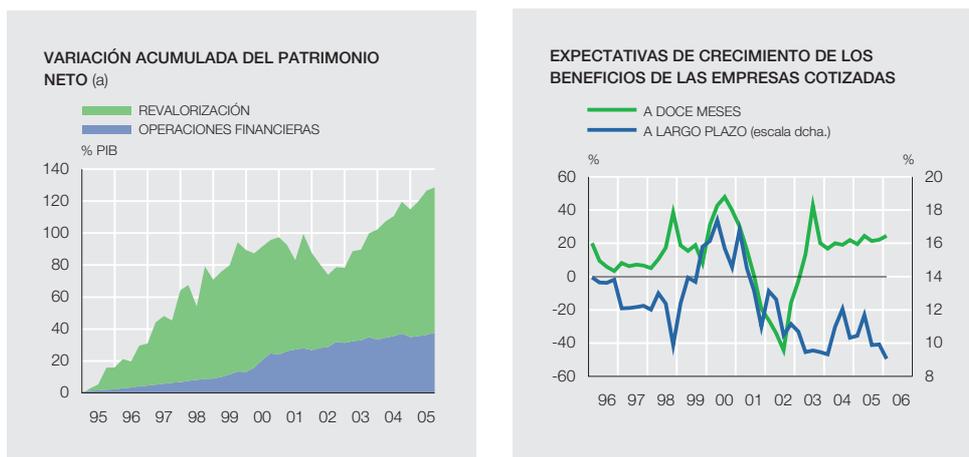
f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

g. Para el total de las sociedades no financieras RON = EBE + 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.

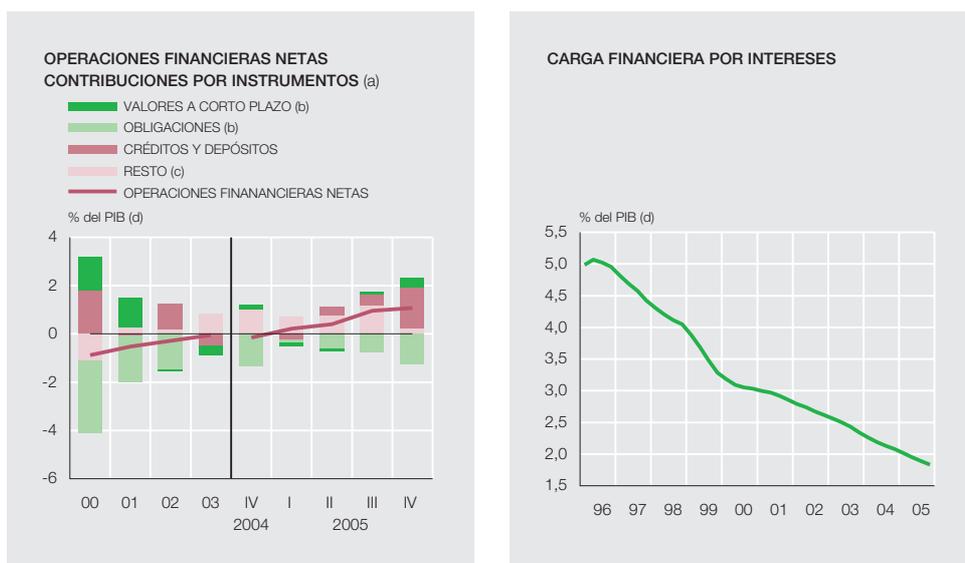
a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

ascenso de las cotizaciones bursátiles. Así, cuando en el denominador de la ratio se eliminan los efectos precio, el nuevo indicador presenta mayor estabilidad, y, en concreto, en 2005 esta ratio no mostró variaciones significativas.

Los indicadores financieros de las empresas colaboradoras con la CBT, en la que tienen un peso elevado las sociedades más grandes, muestran una evolución más favorable que los del conjunto del sector. Así, la información correspondiente al cuarto trimestre de 2005 evidencia una ligera reducción en la ratio de endeudamiento y un mantenimiento en la de carga financiera por intereses. Estos desarrollos están ligados al comportamiento de los grandes grupos, para los que, como se ha comentado anteriormente, la deuda avanzó a tasas muy moderadas. Por su parte, el resultado ordinario neto creció el pasado año a una tasa que, aunque inferior a la de 2004, se situó en valores elevados (12,5%, en términos interanuales), superiores al ascenso del resultado económico de explotación (5,2%). Esta evolución determinó un aumento medio de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que, sin embargo, escondió un comportamiento heterogéneo por tipo de compañías. Así, mientras que en el caso de los grandes grupos se produjo una notable recuperación, en el agregado que incluye el resto de empresas se registró un descenso.

Como resultado de esta evolución del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo construidos a partir de la muestra de la CBT, no experimentaron variaciones significativas en el primer caso, mientras que en el segundo se observó una ligera reducción, tras los aumentos de los trimestres anteriores. Los dos se sitúan en niveles reducidos en términos históricos.

Por último, fruto del aumento de las cotizaciones bursátiles, se observó un ascenso en el patrimonio neto de las sociedades no financieras en relación con el PIB a finales de 2005 (véase gráfico 27). La revalorización de las acciones se produjo en un contexto en el que el crecimiento de los resultados de las empresas no financieras cotizadas previsto por los analistas se mantuvo en tasas altas, evolución que se ha prolongado durante los primeros meses de 2006. Por el contrario, no se aprecian signos de recuperación de las expectativas de crecimiento de los resultados empresariales a largo plazo, que se sitúan en valores históricamente reducidos, si bien hay que tener en cuenta que el nivel actual de los beneficios sobre el que se aplican los incrementos esperados es relativamente elevado.



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.
- d. CNE, base 2000.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Durante el cuarto trimestre de 2005, la capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar, y se situó, en términos acumulados de doce meses, por encima del 1% del PIB (véase gráfico 28).

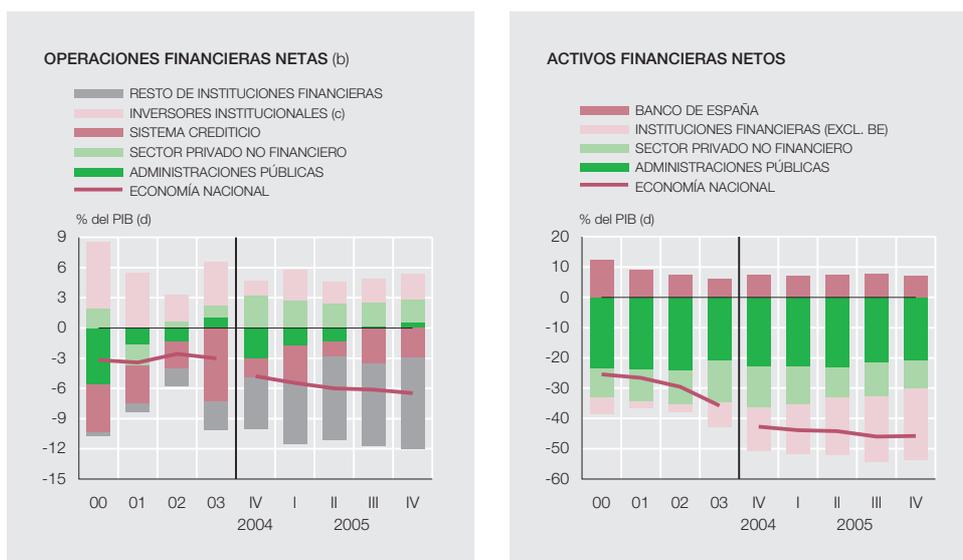
Por instrumentos, las AAPP incrementaron la emisión de valores a largo plazo, mientras que realizaron una amortización neta de títulos a corto plazo. Asimismo, se produjo un ascenso de los depósitos superior al incremento de préstamos, lo que resultó en un nuevo avance apreciable (1,3 pp) de la rúbrica que recoge el saldo neto de estos dos conceptos. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron reduciéndose, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento, y se situaron por debajo del 2%.

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En los últimos meses de 2005, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó aumentando, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 6,5% del PIB, frente al 6,1% observado en septiembre. Por sectores, las mayores necesidades de fondos resultaron del deterioro del ahorro de los hogares y, sobre todo, de las sociedades, que no fue compensado por la mejoría en la capacidad de financiación de las instituciones financieras y las Administraciones Públicas.

Las instituciones financieras han seguido canalizando el grueso de los fondos procedentes del exterior, y, dentro de ellas, ha crecido la relevancia de las no monetarias, de modo que las operaciones financieras netas de estas últimas con el resto del mundo supusieron el 9% del PIB en 2005, frente al 12,3% del conjunto del sector (véase gráfico 29).

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó a finales de 2005 el 17,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, lo que supone un incremento de 0,7 pp con respecto al valor del tercer trimestre (véase cuadro 7). Por instrumentos, destacó el ascenso observado en las compras netas de valores distintos de acciones, especialmente por



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.
- d. CNE, base 2000.

parte de las entidades de crédito, que concentraron un flujo por este concepto equivalente al 6,6% del PIB. De este modo, este tipo de adquisiciones, que ha ganado importancia a lo largo del año, pasó a ser la principal rúbrica de los flujos de activo, en un contexto de elevado dinamismo de los mercados de deuda. En contraste, para las acciones y participaciones se observó una contracción de casi 2 pp, evolución que en buena parte está afectada por una operación de inversión directa en el exterior realizada en 2004 por una entidad de crédito española.

Por su parte, las entradas netas de capital se situaron a finales de 2005 en el 24,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 23,1% del tercer trimestre. Los fondos captados a través de la inversión extranjera en valores distintos de acciones concentraron, al igual que en 2004 y los meses previos de 2005, el grueso fundamental de los flujos procedentes del resto del mundo (más del 50% del total), y, de hecho, aumentaron en relación con el PIB 1,1 pp en comparación con el dato de septiembre. De este modo, estos títulos (y, en concreto, los emitidos por las instituciones financieras), se mantienen como la principal vía por la que se canaliza la obtención de recursos del exterior para cubrir las necesidades de financiación de nuestra economía. Dentro de estos valores, siguen destacando los vinculados a préstamos hipotecarios. También los depósitos interbancarios supusieron una fuente importante de recursos (en términos netos, casi un 4% del PIB). En contraste, para el resto de los depósitos se volvió a registrar un flujo negativo, que refleja, en parte, la amortización neta de valores de renta fija emitidos por filiales establecidas en el exterior, al tiempo que la financiación materializada en acciones y participaciones registró un retroceso notable (2 pp), ligado al descenso de inversión en cartera en este tipo de instrumentos. Por su parte, los recursos obtenidos a través de préstamos exteriores se mantuvieron en niveles similares a los del trimestre previo.

Por lo que respecta a la inversión directa del exterior en España, no se observaron modificaciones significativas, y se situó en el 2% del PIB, mientras que la realizada por los españoles en el

% del PIB	2002	2003	2004	2005		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,6	-3,0	-4,8	-6,0	-6,1	-6,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,9	13,5	13,8	14,6	17,0	17,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,2	2,6	1,9	2,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	2,3	0,5	0,7	2,2	1,2	3,2
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,8	3,5	6,1	8,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	0,5	3,5	1,0	1,8	4,1	6,6
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,1	3,1	0,0	1,0	1,7	1,9
<i>Acciones y otras participaciones</i>	5,0	4,7	6,8	6,2	6,8	4,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	4,5	3,7	4,2	4,2	3,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-0,1	1,1	0,9	0,5	0,8	0,7
Préstamos	0,1	0,3	0,8	1,1	0,9	1,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,5	16,5	18,5	20,6	23,1	24,2
Depósitos	4,0	6,9	1,7	0,5	3,4	5,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	5,3	5,0	3,4	5,6	7,2
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,4	15,2	14,4	15,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,2	-1,0	2,7	1,1	0,0	0,0
<i>Entidades de crédito</i>	1,3	3,5	4,6	5,6	5,9	6,3
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	1,8	2,8	5,1	8,5	8,5	9,3
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	2,7	2,6	2,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,3	1,3	1,7	1,6	1,4	1,0
Préstamos	3,0	2,8	1,3	1,7	1,9	2,0
Otros neto (c)	-0,1	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,1
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	4,8	3,1	5,8	6,0	5,5	3,4
Inversión directa del exterior en España	5,7	2,9	2,4	2,0	2,1	2,0

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.

extranjero se redujo, movimiento ligado, en parte, a la ya comentada operación llevada a cabo el pasado año por una entidad de crédito española, que se tradujo en un flujo elevado en 2004. En términos netos, las entradas de capital se mantuvieron en niveles negativos (-1,4% del PIB).

Como resultado del comportamiento de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la posición deudora de la economía no experimentó cambios significativos, y se situó por encima del 45,8% del PIB (véase gráfico 29). Por sectores, esta evolución resultó de un aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras, que fue compensado por la mejoría de la mayoría del resto de sectores.

28.4.2006.



## ALGUNOS RASGOS DE LA SUPERVIVENCIA DE EMPRESAS EN ESPAÑA

## Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España

Este artículo ha sido elaborado por Paloma López-García y Sergio Puente, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

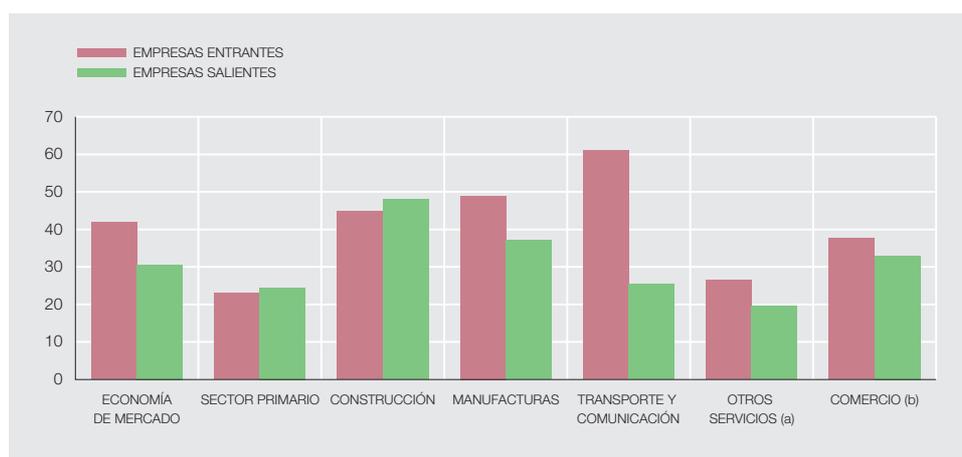
### Introducción<sup>1</sup>

A principios del siglo pasado, Joseph Schumpeter introdujo la entonces revolucionaria idea de que el motor fundamental del desarrollo económico no eran tanto las empresas establecidas, sino las recién creadas, capaces de desplazar del mercado a las empresas menos productivas: lo que se conoce como *destrucción creativa*. Hoy en día es algo aceptado que la demografía empresarial, esto es, la entrada, crecimiento y salida de empresas, desempeña un papel fundamental tanto en la determinación de la productividad agregada —se ha estimado que la entrada y salida de empresas pueden llegar a contribuir hasta en un 30% al incremento de esta<sup>2</sup>— como en la generación de empleo —en Estados Unidos, un 5% de las nuevas empresas, las que crecen más deprisa, puede llegar a crear hasta un 80% de los nuevos puestos de trabajo—<sup>3</sup>.

Dado el impacto que este fenómeno puede tener sobre la economía, existen en la actualidad numerosos estudios, tanto teóricos como empíricos, cuyo objetivo es comprender los determinantes de la entrada y salida de empresas, así como su comportamiento —en términos de supervivencia y crecimiento— tras su entrada en el mercado. Desde el punto de vista teórico, el fenómeno de la *destrucción creativa* implica que en un momento determinado conviven en el mismo mercado empresas de diferente edad, tamaño y tecnología de producción. Esto, que no sucedería si todas las empresas se enfrentaran a la misma estructura de costes y, por lo tanto, al mismo tamaño óptimo, ha sido explicado, entre otros, por los modelos de aprendizaje desarrollados en los años ochenta y noventa<sup>4</sup>. Estos modelos se basan en la existencia de incertidumbre sobre la viabilidad futura de la empresa, antes de su entrada en el mercado. Una vez iniciada su actividad económica, las empresas reciben información, de manera pasiva o activa (a través de los beneficios observados), y, en función de la misma, deciden salir, si se revelan ineficientes, o, en caso contrario, permanecer y, con el tiempo, crecer. Asimismo, la existencia de incertidumbre previa a la entrada puede explicar que las empresas comiencen sus operaciones con un tamaño menor que el de las empresas ya establecidas, para así minimizar las pérdidas en caso de tener que salir del mercado. Este es uno de los hechos estilizados de la literatura y, como muestra el gráfico 1, es también el caso en España, donde las empresas entran con un tamaño —medido en términos de empleo— en torno al 40% del de las empresas ya establecidas.

Además del tamaño de las empresas nuevas, en Núñez (2004) se analizan otros aspectos agregados de la demografía empresarial en España, a partir de los datos del Directorio Central de Empresas del INE (DIRCE). En particular, el análisis agregado verifica que se cumplen las regularidades empíricas encontradas en otros países, en relación con la entrada y salida de empresas y con su distribución, según tamaño y sectores, si bien con algunas diferencias de magnitud. Entre estas, cabe destacar que el tamaño medio de las empresas en España es menor que el de los otros países de la UE, en términos agregados y también a nivel sectorial. Además, aun cuando la tasa de entrada de empresas es parecida a la de otros países de nuestro entorno, la tasa de salida es sensiblemente menor en el caso de España.

1. Este artículo resume los principales resultados que se encuentran en López-García y Puente (2006). 2. Véase, por ejemplo, Foster, Haltiwanger y Krizan (1998). 3. Véase Birch et al. (1997). 4. Véanse Jovanovic (1982) y Ericson y Pakes (1995).



FUENTE: Base de datos de demografía empresarial del Banco de España.

a. Otros servicios incluye servicios financieros, inmobiliarios, seguros y servicios a las empresas.

b. Comercio incluye comercio minorista, mayorista, hoteles y restaurantes.

Para poder profundizar en mayor medida en el estudio de la dinámica empresarial, es necesario, no obstante, utilizar datos microeconómicos que ofrezcan información acerca de las empresas individuales, que puedan ayudar a entender los determinantes de la supervivencia de las empresas. En España, la mayor parte de los estudios de este tipo está basada en datos de empresas del sector manufacturero<sup>5</sup>. Dada la importancia que ha adquirido el sector servicios en las economías desarrolladas, este enfoque puede considerarse incompleto. Una excepción es el trabajo de Eurostat, que ha iniciado de forma reciente la construcción de una base de datos armonizada para diversos países europeos, incluyendo empresas de todos los sectores de la economía<sup>6</sup>. Sin embargo, esta base de datos solo tiene información individual para un conjunto muy reducido de variables de la empresa, que no permite analizar con suficiente detalle la entrada, salida o crecimiento de las empresas.

En el caso de España, esta carencia de información se ha visto paliada por la construcción de una nueva base de datos a partir de los registros mercantiles y del DIRCE, que recoge el momento de entrada y salida de las empresas, así como diversas características, tales como su tamaño, sector de actividad y cuentas financieras. La riqueza de esta nueva base de datos permite realizar un análisis detallado de la demografía empresarial en España y de su impacto sobre la economía. Este artículo resume el primer estudio realizado con esta base de datos, que se concentra en el análisis de los determinantes de la supervivencia de las empresas en España y que forma parte de un proyecto más amplio.

La siguiente sección detalla las características de la base de datos. A continuación, se enumeran las variables utilizadas en el análisis y se explican las razones por las que pueden afectar a la supervivencia de las empresas. Después, se presentan los principales resultados, que permiten cuantificar el efecto de dichas variables sobre la probabilidad de supervivencia. La última sección presenta las conclusiones y detalla los próximos pasos de la investigación.

5. Véanse, por ejemplo, Fariñas y Moreno (2000), Esteve et al. (2004) y Callejón y Segarra (2002). 6. Véase Comisión Europea (2004).

### **Base de datos de demografía empresarial**

La base de datos de demografía empresarial consiste en una muestra representativa de unas 90.000 empresas creadas entre 1995 y 2002, de todos los sectores de la economía de mercado<sup>7</sup>. Cuenta con información sobre el año de entrada y salida, así como con otro tipo de datos específicos de la empresa, tales como el empleo, el sector de actividad, la condición jurídica y las principales partidas contables del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias.

La principal fuente de datos han sido los registros mercantiles, obtenidos a través de la Central de Balances del Banco de España, información que ha sido completada con los datos sobre supervivencia empresarial proporcionados por el DIRCE. La utilización de los registros mercantiles implica que solo se dispone de información sobre sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas, excluyéndose por tanto del análisis a los autónomos.

La muestra utilizada es representativa de la población de empresas en términos de sector, empleo y condición jurídica. Sin embargo, adolece de un sesgo de autoselección introducido por el hecho de que solo cuenta con empresas que hayan presentado sus datos en los registros mercantiles, lo que excluye a aquellas empresas que, por su mala situación económica, no hayan presentado sus cuentas. La consecuencia de este sesgo es una menor tasa de salida de empresas o, alternativamente, una mayor supervivencia de las mismas en comparación con la información agregada del DIRCE. No obstante, este sesgo no debería influir sobre los resultados que se presentan aquí, que se refieren a los impactos de las diferentes variables consideradas sobre la probabilidad de salida de las empresas, ya que se comparan las características de las empresas salientes con las que permanecen, sin importar el número de salidas o permanencias.

### **Metodología y variables utilizadas**

El procedimiento empleado para la estimación de los efectos parciales de las distintas variables explicativas sobre la probabilidad de supervivencia sigue de cerca la metodología semiparamétrica expuesta en Cox (1972 y 1975). Esta metodología permite cuantificar el efecto medio que tiene un incremento de una variable sobre la probabilidad de salida de las empresas, sin necesidad de asumir una forma funcional concreta para la relación entre la edad de la empresa, una de las variables explicativas más importantes, y dicha probabilidad de salida.

Las variables que se han incluido en la estimación son todas aquellas que, estando disponibles en la base de datos antes descrita, se considera que pueden influir, de una manera u otra, sobre la probabilidad de supervivencia de las empresas de acuerdo con la teoría y los ejercicios empíricos disponibles. Así, se ha considerado el efecto del tamaño inicial de las empresas, medido por el número de empleados con los que inician su actividad económica. Esta es una variable relevante, puesto que puede existir un tamaño mínimo eficiente por debajo del cual las empresas no sean rentables, de forma que las que inician su actividad más cerca de ese tamaño tienen más posibilidades de sobrevivir. Si las empresas entrantes tuvieran que enfrentarse con restricciones de financiación, es posible que algunas de ellas (las que afrontaran mayores restricciones) no logran iniciar su actividad con un tamaño suficientemente cercano al óptimo, reduciendo su probabilidad de supervivencia. En consecuencia, es de esperar una relación positiva entre el tamaño inicial de la empresa y su probabilidad de supervivencia, que debería ser más fuerte en aquellos sectores donde las restricciones financieras son más importantes. Además, pudiera ocurrir que las empresas que tengan más información acerca de sus posibilidades de éxito antes de empezar a operar decidan entrar con un tamaño mayor, lo que redundaría de nuevo en la existencia de una relación positiva entre el tamaño inicial y la supervivencia de las empresas.

---

7. Excluyendo agricultura y pesca, así como servicios sociales y comunitarios.

Las características del sector en el que la nueva empresa desarrolla su actividad son también importantes para determinar su patrón de supervivencia, en especial las relativas al grado de dinamismo y de competencia de cada sector. La importancia del grado de dinamismo deriva de que las empresas que inician su actividad en sectores inmersos en una fase de desarrollo pueden tener más posibilidades de crecer y, por tanto, de sobrevivir. Por otro lado, es posible que en sectores más dinámicos las mejoras tecnológicas y de eficiencia sean tan rápidas que hagan que las empresas entren de inmediato en un estado de obsolescencia, dificultando con ello la supervivencia. Estos argumentos contrapuestos implican que es difícil determinar, en principio, el signo de la relación entre el grado de dinamismo de un sector y la probabilidad de supervivencia de las empresas que operan en él. En el caso del grado de competencia, también pueden encontrarse argumentos contrapuestos. Por un lado, unas menores presiones competitivas hacen que sea más sencilla la supervivencia de las nuevas empresas, que, como se ha dicho antes, pueden verse en la necesidad de operar ineficientemente durante sus primeros años. Por otro lado, la presión de las empresas establecidas hacia los nuevos entrantes puede ser mayor en sectores con menos competencia, en los que las empresas establecidas gozan de mayor poder de mercado. Por todo ello, se han incluido en el análisis la tasa de entrada y un índice de concentración<sup>8</sup>, como medidas del grado de dinamismo y de competencia de cada sector, respectivamente, además de variables sectoriales artificiales.

Evidentemente, la situación macroeconómica general y la edad de las empresas pueden afectar a la probabilidad de supervivencia, por lo que son variables que necesariamente han de tenerse en cuenta. En la modelización de ambas se ha optado por el procedimiento más flexible posible, de forma que se ha incluido una variable artificial distinta para cada posible edad de la empresa, y otro conjunto de variables artificiales, una por cada año en el que la empresa desempeña su actividad.

Finalmente, se ha considerado el efecto de la estructura financiera de las empresas en el momento en que inician su actividad económica. Este efecto puede ser importante, al igual que en el caso del tamaño inicial, si las nuevas empresas se enfrentan a restricciones de financiación que no les permiten acercarse a la estructura financiera más favorable para la supervivencia. Por todo ello, se han incluido como variables explicativas de la supervivencia empresarial tanto las tenencias iniciales de efectivo como la composición inicial del pasivo entre deuda a corto plazo, deuda a largo plazo y capital propio. Respecto a ambos tipos de deuda, se ha optado por estimar sus efectos por tramos, para captar la posibilidad de una relación no lineal y/o no monótona entre deuda y probabilidad de salida de la empresa. Hay que señalar que la inclusión de la estructura financiera de la empresa como uno de los posibles determinantes de su supervivencia es una de las contribuciones novedosas de este trabajo a la literatura.

### **Principales resultados**

El cuadro 1 muestra los efectos medios de las variables mencionadas —exceptuando la edad y la estructura del pasivo— sobre la probabilidad de salida<sup>9</sup>, así como un intervalo de confianza al 95%. Dado que se ha estimado un efecto no lineal de la deuda, el cuadro 2 resume los efectos de esta en los distintos tramos en los que se ha permitido que dicho efecto varíe. Finalmente, el gráfico 2 muestra la relación existente entre la edad de la empresa y su probabilidad de salida.

La primera conclusión que puede extraerse del cuadro 1 es que un mayor tamaño inicial de la empresa favorece de forma importante su supervivencia. Además, este efecto está estimado

---

8. Tanto el índice de concentración como la tasa de entrada están calculados a un nivel de desagregación de dos dígitos, según la CNAE-93. 9. Por tanto, un signo positivo en el efecto de una variable ha de interpretarse como que esa variable incrementa la probabilidad de salida o, lo que es lo mismo, reduce las posibilidades de supervivencia.

**EFFECTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE SALIDA DEL EMPLEO INICIAL,  
LAS VARIABLES SECTORIALES Y LA TESORERÍA INICIAL**

CUADRO 1

Efecto sobre la probabilidad de salida de:	Efecto medio (en %)	Intervalo de confianza (95%)	
Duplicar el empleo inicial	-9,39	-10,59	-8,18
Aumentar 5 pp el índice de concentración	-2,13	-3,31	-0,90
Aumentar 5 pp la tasa de entrada de empresas	+8,74	+4,89	+12,87
Aumentar 5 pp la ratio tesorería/activos totales	-0,40	-0,90	+0,05

FUENTE: Base de datos de demografía empresarial del Banco de España.

**EFFECTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE SALIDA DE UN AUMENTO  
DE 5 PP EN CADA TIPO DE DEUDA PARA EMPRESAS CON DIFERENTES  
NIVELES INICIALES DE DEUDA**

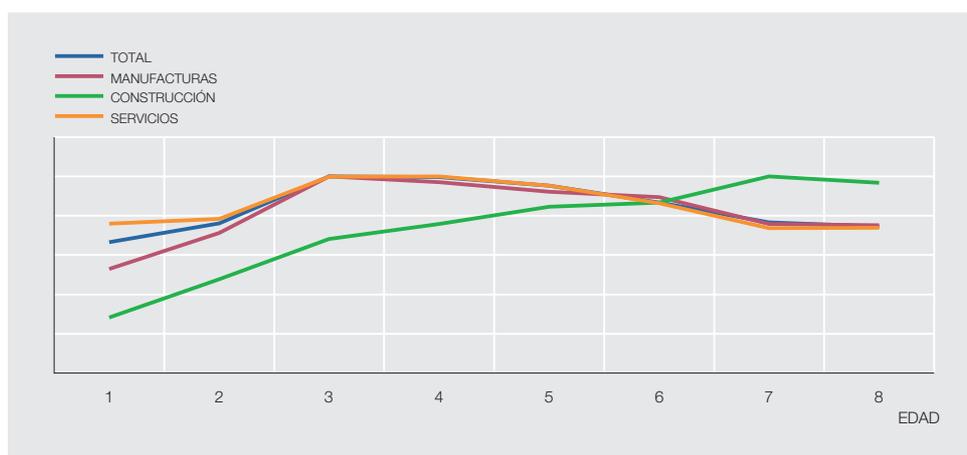
CUADRO 2

Efecto de la deuda a largo plazo sobre la probabilidad de salida de una empresa, siempre que la deuda esté:	Efecto medio (en %)	Intervalo de confianza (95%)	
Por debajo del 50%	-1,52	-2,20	-0,84
Entre el 50% y el 75%	+2,09	+0,35	+3,86
Entre el 75% y el 90%	+3,79	+0,67	+7,00
Por encima del 90%	+3,72	-5,14	+13,40
Efecto de la deuda a corto plazo sobre la probabilidad de salida de una empresa, siempre que la deuda esté:			
Por debajo del 50%	-2,47	-3,17	-1,77
Entre el 50% y el 75%	+0,88	+0,01	+1,76
Entre el 75% y el 90%	+3,98	+2,90	+5,08
Por encima del 90%	+8,08	+6,37	+9,81

FUENTE: Base de datos de demografía empresarial del Banco de España.

con un alto grado de precisión, como muestra el intervalo de confianza asociado. Como se ha argumentado antes, este resultado puede estar sugiriendo la existencia de restricciones de financiación que hagan que algunas empresas tengan que iniciar su actividad con un tamaño inferior al óptimo, poniendo así en peligro su supervivencia en los primeros años de vida. En López-García y Puente (2006) se realiza un análisis más desagregado, el cual muestra evidencia de que el efecto positivo del empleo sobre la supervivencia es más intenso en el sector servicios. De nuevo, de acuerdo con la anterior argumentación, esta diferencia sectorial puede sugerir que las empresas del sector servicios se enfrentan a mayores restricciones de financiación.

Se ha explicado anteriormente que, en principio, cabría esperar cualquier signo en la relación entre las dos variables sectoriales consideradas (concentración y tasa de entrada) y la probabilidad de supervivencia. Los resultados obtenidos indican que un mayor índice de concentración del sector puede implicar mayores probabilidades de supervivencia, mientras que un mayor dinamismo, medido por la tasa de entrada en el sector el año de creación de la empresa, también tiene efectos sobre la supervivencia, aunque en este caso negativos. A nivel de sector, el efecto de la concentración solo se encuentra presente en la industria, mientras que el de la tasa de entrada se observa de forma homogénea en los distintos sectores considerados. El hecho de que el índice de concentración esté calculado sin tener en cuenta la desagregación geográfica puede estar detrás de estos resultados, ya que el mercado relevante a



FUENTE: Base de datos de demografía empresarial del Banco de España.

a. El gráfico está reescalado, de forma que el máximo es el mismo para todos los sectores.

efectos de medir la competencia puede tener una extensión geográfica mayor en las manufacturas que en los servicios.

En cuanto a la estructura financiera inicial, se observa que el efecto de la tesorería es positivo para la supervivencia, aunque débil. Respecto a la estructura del pasivo<sup>10</sup>, el cuadro 2 muestra que hay una fuerte evidencia de efectos no monótonos de los dos tipos de deuda considerados. Así, mientras que un incremento de la deuda a corto plazo de 5 puntos porcentuales (pp) *reduce* la probabilidad de salida en un 2,47% si la empresa está poco endeudada (esto es, si la deuda a corto está por debajo del 50% del pasivo), el mismo incremento *augmenta* la probabilidad de salida en un 8,08% si la deuda a corto es mayor del 90% del pasivo. La misma conclusión se extrae para la deuda a largo plazo, si bien la precisión de los estimadores es muy reducida para altos niveles de endeudamiento. La interpretación de estos resultados no es inmediata, pero se puede afirmar que la evidencia apunta a que decisiones de financiación inicial extremas (es decir, ratios de endeudamiento muy altas o muy bajas) no son óptimas para la supervivencia de las empresas en sus primeros años de existencia.

Finalmente, el gráfico 2 ilustra la relación existente entre la edad de la empresa y su probabilidad de salida. En él puede observarse que, durante los primeros años de vida de una empresa, la probabilidad de salida es reducida. Esta se va incrementando hasta llegar a un máximo a los tres años de edad, para declinar suavemente a partir de entonces. Este patrón es coherente con una situación en la que las nuevas empresas tardan un tiempo en descubrir si su proyecto es o no suficientemente rentable, de forma que intentan posponer la salida hasta tener suficiente información para decidir. En cuanto a las diferencias sectoriales, el gráfico revela un comportamiento similar entre los distintos sectores, exceptuando la construcción, para el que la máxima probabilidad de salida se sitúa a los siete años de edad. Esto podría deberse a la existencia de unos costes irre recuperables mayores, o a un proceso de aprendizaje más lento.

## Conclusiones

En este artículo se resumen los principales resultados de López-García y Puente (2006), donde se analizan los determinantes de la supervivencia de las empresas en España. Así, se en-

<sup>10</sup>. Dentro de los tres componentes considerados del pasivo, se ha tomado como referencia el capital propio. Por ello, los incrementos de deuda a los que se hace referencia en el cuadro 2 son en detrimento del capital propio.

cuentra que empresas con un mayor tamaño inicial tienen mayores probabilidades de sobrevivir. Además, parece que la estructura financiera inicial de la empresa es un determinante importante de su supervivencia, ya que un aumento de la deuda, en detrimento del capital propio, favorece la supervivencia, siempre que la empresa no esté demasiado endeudada, y la perjudica en caso contrario. Por último, las características del sector económico donde la empresa opera también afectan a su supervivencia, siendo la probabilidad de supervivencia mayor si la empresa opera en un sector con alta concentración de ventas, y menor si la empresa ha entrado en un sector muy dinámico.

El estudio de los determinantes de la entrada y de la salida, así como de la supervivencia y del crecimiento de las empresas en España, es de gran interés, dado el impacto que la demografía empresarial puede tener sobre el crecimiento de la productividad y sobre la creación de empleo. Por ello, este trabajo es solo un primer paso en el estudio de la demografía empresarial en España. El próximo será el análisis de la contribución de la entrada y de la salida de empresas, así como de la expansión y contracción de las ya establecidas, al crecimiento de la productividad agregada de la economía.

18.4.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- BIRCH, D., A. HAGGERTY y W. PARSONS (1997). *Who's Creating Jobs?*, Cambridge, MA, Cognetics.
- CALLEJÓN, M., y A. SEGARRA (2002). «New firm's survival and market turbulence: New evidence from Spain», *Review of Industrial Organization*, 20, pp. 1-14.
- COMISIÓN EUROPEA (2004). *Business Demography in Europe. Results for 10 Member States and Norway. Data 1997-2001*, Bruselas.
- COX, D. R. (1972). «Regression models and life tables», *Journal of the Royal Statistical Society. Series B*, 34 (2), pp. 187-220.
- (1975). «Partial likelihood», *Biometrika*, 62 (2), pp. 269-276.
- ERICSON, R., y A. PAKES (1995). «Markov perfect industry dynamics: A framework for empirical analysis», *Review of Economic Studies*, 62 (1), pp. 53-82.
- ESTEVE, S., A. SANCHIS y J. A. SANCHIS (2004). «The determinant of survival of Spanish manufacturing firms», *Review of Industrial Organization*, 25, pp. 251-273.
- FARIÑAS, J. C., y L. MORENO (2000). «Firms' growth, size and age: A nonparametric approach», *Review of Industrial Organization*, 17, pp. 249-265.
- FOSTER, L., J. HALTIWANGER y C. J. KRIZAN (1998). *Aggregate productivity growth: Lessons from microeconomic evidence*, NBER Working Paper 6803.
- JOVANOVIC, B. (1982). «Selection and evolution of industry», *Econometrica*, 50 (3), pp. 649-670.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., y S. PUENTE (2006). *Business Demography in Spain: Determinants of Firm Survival*, Documentos de Trabajo, n.º 0608, Banco de España.
- NÚÑEZ, S. (2004). «Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España, pp. 53-60.

## LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

## La posición financiera de las pequeñas empresas españolas

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez-Carrascal y Maristela A. Mulino, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El análisis de la posición financiera de las sociedades constituye un elemento importante para valorar las perspectivas económicas y la estabilidad financiera, dado que condiciona las decisiones de empleo e inversión de las empresas y determina su capacidad para hacer frente a los pagos asociados a los pasivos contraídos<sup>1</sup>. Para ello, resulta relevante complementar el uso de indicadores agregados con una perspectiva más microeconómica, ya que el primer enfoque puede ocultar situaciones de vulnerabilidad en ciertos segmentos que solo el segundo estudio permite identificar.

Dada la importancia que tiene el análisis desagregado con vistas a identificar factores de riesgo para la estabilidad macroeconómica y financiera, el Banco de España complementa el seguimiento de indicadores calculados para el conjunto del sector empresarial con el de los obtenidos a partir de la información microeconómica disponible. Hasta ahora, los esfuerzos en este sentido se han centrado principalmente en la explotación de la información de la Central de Balances del Banco de España (CBBE)<sup>2</sup>. La principal ventaja de esta fuente es que la periodicidad es elevada (trimestral) y el desfase de la recepción de las cifras es reducido (inferior a tres meses). No obstante, las sociedades de tamaño mediano y, especialmente, las pequeñas están infrarrepresentadas en esta base de datos.

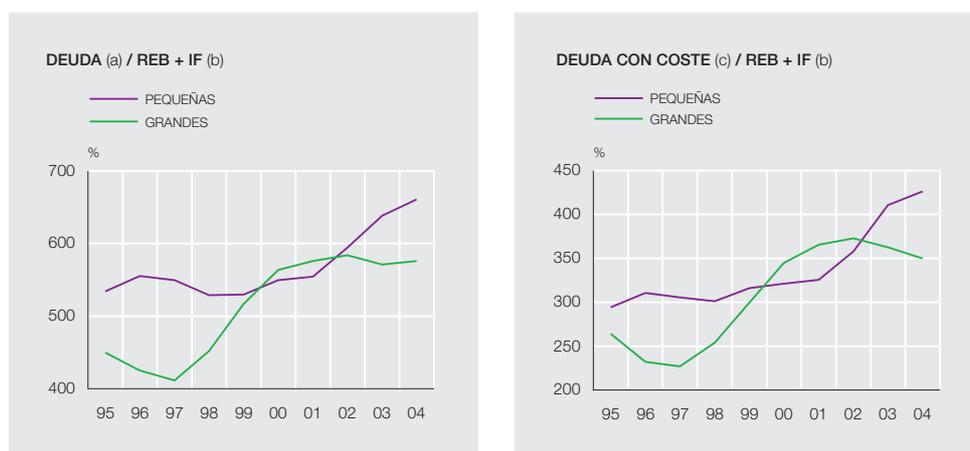
En este contexto, el presente artículo se centra en el análisis de la posición financiera de las empresas pequeñas, que se definen como aquellas que tienen menos de 50 trabajadores. Para ello se utiliza una muestra procedente de los Registros Mercantiles que colaboran con la CBBE, junto con los datos contenidos en esta última para este tipo de sociedades. Esta información, cuyo detalle es menor que el de la CBBE, solo está disponible con una frecuencia anual y llega con un desfase de casi un año. Estas características dificultan su utilización para el seguimiento coyuntural de la situación del sector, pero su estudio es, no obstante, muy relevante para realizar un análisis estructural de la misma e identificar posibles cambios de tendencia a más largo plazo.

Concretamente, se analizan los ratios de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad, indicadores que, de acuerdo con la evidencia empírica disponible, condicionan las decisiones de inversión y empleo de las sociedades<sup>3</sup>. El estudio se centra en el período comprendido entre 1995 y 2004<sup>4</sup>. Tras la aplicación de varios filtros, se dispone finalmente de un promedio anual de unas 240.000 observaciones. En términos del excedente bruto de explotación, la muestra explica, en los últimos años del período analizado, algo más del 10% del total del sector de sociedades no financieras.

Tras esta introducción, el artículo se organiza de la siguiente manera. En la segunda sección se describe la evolución de los indicadores de endeudamiento, rentabilidad y carga financie-

---

1. Para más detalle, véanse Hernando y Martínez-Carrascal (2003) y Benito et al. (2004). 2. Véase, por ejemplo, Benito (2002). 3. Para más detalle, véase Hernando y Martínez-Carrascal (2003). 4. Aunque las series comienzan en 1990, solamente se dispone de un número significativo de empresas a partir de 1995 (por encima de las 100.000). En el momento de la publicación de este artículo no se han recibido todavía los datos para el año 2005.



FUENTES: Central de Balances y Registro Mercantil.

a. Incluye la deuda comercial. En el caso de las grandes empresas, se ha ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

c. Se ha excluido de la financiación ajena la deuda comercial, que ha sido estimada. En el caso de las grandes empresas, se ha ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

ra para el agregado de empresas pequeñas, y se compara con la de las sociedades de mayor tamaño. En la tercera se realiza un análisis sectorial. A continuación se estudia la distribución estadística de las ratios y, finalmente, se resumen las principales conclusiones del trabajo.

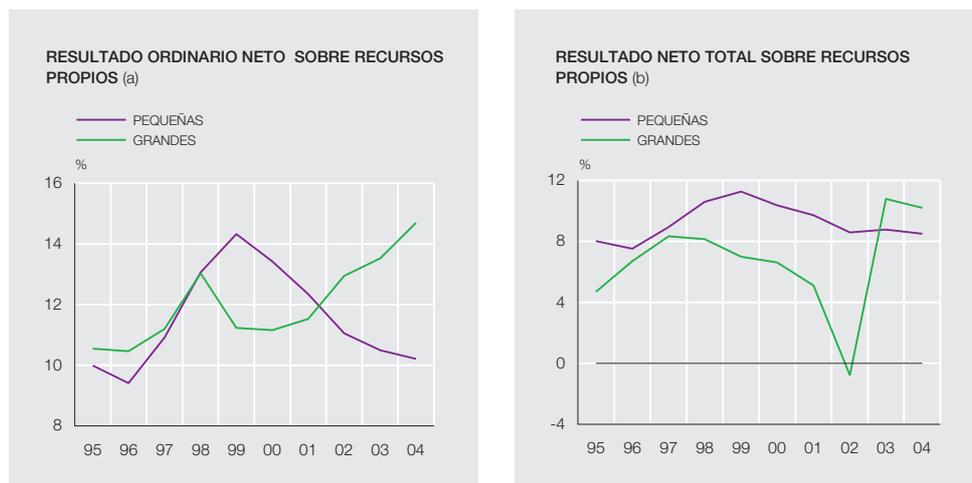
### **La evolución comparada de la posición financiera de las empresas pequeñas frente a la de las grandes**

ENDEUDAMIENTO

En el gráfico 1 se presentan dos indicadores alternativos que miden el nivel de endeudamiento en relación con los resultados (aproximados como resultado bruto de la explotación más los ingresos financieros) de las empresas pequeñas. En el primer caso (panel izquierdo), el concepto de deuda que se utiliza incluye todos los recursos ajenos, tanto los que tienen coste explícito como los préstamos comerciales, que no lo tienen. En el segundo (panel derecho), en cambio, este último tipo de financiación se excluye. A efectos comparativos, se ha añadido también la evolución de estas dos ratios para las sociedades grandes, definidas como aquellas con más de 250 empleados. Estas últimas series se han elaborado a partir de la información de la CBBE e incluyen, en promedio, unas 1.000 observaciones por año.

Como ilustra el panel izquierdo, en el que se considera una definición amplia de los recursos ajenos (se incluye la deuda comercial), durante la mayor parte del período analizado el nivel de endeudamiento de las empresas pequeñas se ha situado por encima del de las grandes. Se aprecian, además, algunos comportamientos diferenciales en la evolución de dicha ratio. Así, para el primer grupo de sociedades el indicador, tras mantenerse relativamente estable durante la segunda mitad de los noventa, presentó un perfil creciente durante la década actual. En cambio, las sociedades de mayor tamaño incrementaron notablemente el cociente entre los pasivos y los resultados en el período 1997-2000, en línea con la expansión e internacionalización de su actividad, y lo han mantenido estable entre 2001 y 2004.

Al considerar una definición más restrictiva de los pasivos (panel derecho del gráfico 1), se obtienen unos resultados similares, aunque lógicamente el nivel de la ratio es inferior, especialmente en el caso de las pequeñas empresas, que son las que recurren en mayor medida al



FUENTES: Central de Balances y Registro Mercantil.

a. El resultado ordinario neto se calcula deduciendo del resultado económico bruto de la explotación la carga financiera neta, las amortizaciones y las provisiones de explotación.

b. El resultado neto total se calcula sumando al resultado ordinario neto las plusvalías e ingresos extraordinarios (netos, en ambos casos) y restando del importe resultante las otras dotaciones netas a provisiones y los impuestos.

crédito comercial<sup>5</sup>. Si acaso, se observa que las diferencias en la evolución en los últimos años son incluso más marcadas de lo que se deriva del indicador anterior. Concretamente, de acuerdo con esta medida de endeudamiento, entre 2002 y 2004 se ha producido un descenso en las sociedades de mayor tamaño, frente a la estabilidad que mostraba el indicador alternativo. Esta reducción refleja los procesos de saneamiento de los balances que han llevado a cabo algunas de dichas compañías, y que, de acuerdo con la información disponible para 2005, podrían haber concluido ya.

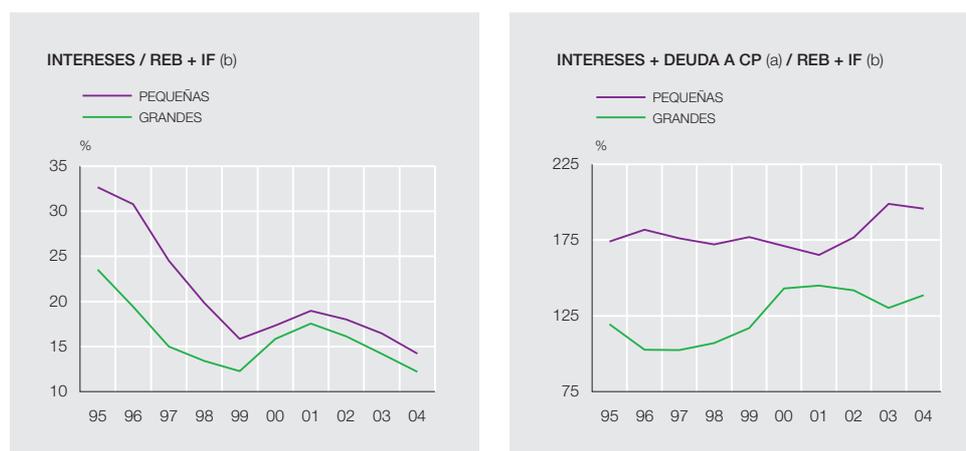
RENTABILIDAD

El gráfico 2 muestra, para los dos grupos de empresas, la evolución de la rentabilidad, definida como el cociente entre los beneficios, medidos de dos formas alternativas, y los recursos propios. En el primer indicador (panel izquierdo), el numerador de la ratio es el resultado ordinario neto, mientras que en el segundo (panel derecho) es el resultado neto. Las principales diferencias entre los dos conceptos son que el segundo tiene en cuenta las plusvalías y minusvalías y los resultados extraordinarios, y que se calcula después de impuestos.

De acuerdo con la primera definición (panel izquierdo), la rentabilidad de las empresas pequeñas experimentó una evolución muy favorable durante la segunda mitad de los noventa, mejor incluso que la mostrada por las de mayor tamaño. Sin embargo, desde el año 2000 la ratio ha presentado una trayectoria descendente para las primeras, que contrasta con la recuperación observada en las grandes. De este modo, en 2004, año más reciente disponible, el indicador se situaba para este último grupo claramente por encima del nivel correspondiente a las empresas de menor tamaño, y la brecha entre ambos alcanzó el valor más elevado desde 1995.

La segunda definición de rentabilidad, calculada como el cociente entre el resultado neto total y los recursos propios, muestra —en el caso de las empresas pequeñas— un perfil similar al indi-

5. El Registro Mercantil no distingue qué parte de la deuda es comercial. Por ese motivo, en este artículo se ha estimado dicho concepto. Concretamente, se ha supuesto que el tipo de interés de la deuda con coste coincide con el de la muestra de empresas pequeñas de la CBBE. A partir de dicho supuesto y del importe de intereses pagados por financiación recibida, se ha derivado el volumen de pasivos con coste.



FUENTES: Central de Balances, Registro Mercantil y Cuentas Nacionales.

a. Intereses por financiación recibida más deuda a corto plazo con coste, que ha sido estimada. En el caso de las grandes empresas, se ha ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

cadador anterior, aunque su nivel es inferior (panel derecho). En cambio, para las grandes se observan algunas diferencias, especialmente durante 2001 y, sobre todo, 2002. En este último año, las discrepancias aparecen como consecuencia de las cuantiosas provisiones que realizaron algunas de dichas compañías para cubrir posibles pérdidas asociadas a inversiones en el exterior. Por otra parte, los ratios presentan durante todo el período analizado, excepto los dos últimos ejercicios, unos valores más elevados para las sociedades de menor tamaño.

#### CARGA FINANCIERA

El gráfico 3 muestra la evolución temporal de los ratios de carga financiera por intereses y total para los dos grupos de empresas. El primero se calcula como el cociente entre los pagos por intereses y los beneficios (aproximados como resultado bruto de la explotación más los ingresos financieros). El segundo incluye en el numerador, además de los gastos financieros, la deuda a corto plazo con coste. De este modo, recoge en cierta medida los riesgos asociados a la refinanciación de los pasivos.

La importante reducción de los costes de financiación que tuvo lugar en la segunda mitad de los noventa permitió que la carga financiera por intereses de las pequeñas empresas registrase una notable contracción en ese período (véase panel izquierdo del gráfico 3), más acusada que la observada para las sociedades de mayor tamaño. Como estas últimas partían de niveles bastante inferiores, la diferencia entre ambos grupos disminuyó considerablemente. A partir del año 2000, la evolución de ambas series ha sido bastante similar, retomándose la trayectoria descendente tras un breve repunte en la etapa 2000-2001.

El panel derecho del gráfico 3 muestra cómo durante todo el período analizado la carga financiera total (que considera, junto con los intereses, la deuda corto plazo) también ha tomado valores más elevados para las empresas de menor tamaño, como consecuencia no solo de los mayores pagos por intereses (en relación con sus resultados) comentados en el párrafo anterior, sino también del mayor nivel endeudamiento y, dentro de este, de la proporción más elevada que suponen los pasivos a corto plazo. La diferencia con respecto a las compañías más grandes se redujo desde el comienzo de la muestra en 1995 hasta principios de la década actual, aunque ha aumentado de forma moderada durante los tres últimos años del período analizado.



FUENTES: Central de Balances y Registro Mercantil.

- a. Excluye la deuda comercial, que ha sido estimada.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Resultado ordinario neto. Se calcula deduciendo del resultado económico bruto de la explotación la carga financiera neta, las amortizaciones y las provisiones de explotación.
- d. Recursos propios medios en el período.
- e. Intereses por financiación recibida más deuda a corto plazo con coste, que ha sido estimada.

**Análisis por sectores de la posición financiera de las empresas pequeñas**

La información contenida en la base de datos utilizada en este artículo permite realizar un estudio a nivel sectorial de la evolución de los indicadores anteriores, que resulta interesante para identificar hasta qué punto existen ramas con una situación muy diferente de la del conjunto de sociedades pequeñas. Para analizar estas cuestiones, el gráfico 4 presenta la evolución de algunas de estas ratios para tres agrupaciones productivas: industria, construcción y servicios.

Tal como se observa en panel superior izquierdo del gráfico 4, el indicador de deuda sobre resultados muestra algunos comportamientos diferenciales por ramas productivas. Así, las sociedades industriales son las que han presentado durante el período analizado unos niveles más reducidos de la ratio. Por su parte, las compañías del sector de la construcción mostraban al principio de la muestra los valores de endeudamiento más elevados, aunque la evolución entre 1995 y 2001 fue descendente, lo que contrasta con la pauta ligeramente ascendente de las otras dos agrupaciones. De este modo, las empresas de servicios pasaron a ser

las que tenían un volumen de fondos ajenos más alto en relación con los beneficios generados.

En el panel superior derecho del gráfico 4 se presenta la evolución del resultado ordinario neto sobre recursos propios en las ramas anteriores. En general, se observan pautas comunes entre las tres series, aunque se aprecian también algunos comportamientos diferenciales. Así, durante la segunda mitad de los noventa esta ratio aumentó en todos los sectores, en línea con la recuperación económica de estos años. El ascenso fue, no obstante, más acusado para las compañías del sector de la construcción, que partían de unos niveles de rentabilidad inferiores. En los años posteriores y hasta el final de la muestra, se produce, en cambio, una trayectoria descendente del indicador. En este período, las empresas industriales, que son las que están más sometidas a la competencia exterior, fueron las que tuvieron un comportamiento más desfavorable. De este modo, en 2004 la ratio para estas últimas se situaba en torno a los mismos valores de las sociedades clasificadas en la rama servicios y por debajo de los correspondientes al grupo de la construcción.

Por lo que respecta a la ratio de carga financiera por intereses, se observa un perfil descendente generalizado por sectores a lo largo de todo el período muestral (véase panel inferior izquierdo del gráfico 4). En cuanto a los niveles, el rasgo más destacado es la convergencia que ha presentado el indicador para los tres grupos analizados.

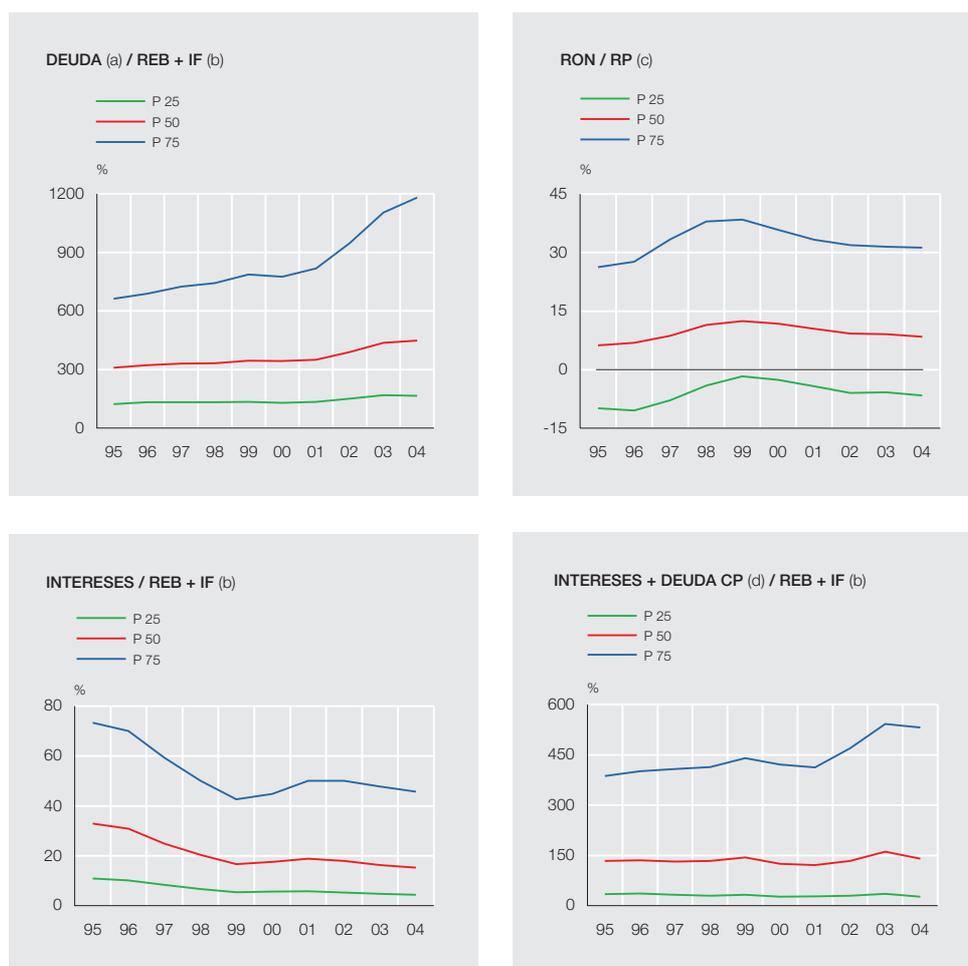
Por su parte, la ratio de carga financiera que incluye los pasivos a corto plazo de las empresas del sector de la construcción se situaba al principio de la muestra muy por encima de las otras dos series, lo que refleja su mayor grado de endeudamiento (véase panel inferior derecho del gráfico 4). No obstante, entre 1996 y 2001 se produjo una reducción notable del indicador, hasta alcanzar unos valores intermedios entre los de los otros dos grupos. Durante la década actual se ha registrado un ascenso generalizado de la ratio en las tres categorías, que ha sido especialmente acusado en la industria. De este modo, estas últimas sociedades, a pesar de ser las menos endeudadas, han pasado a ser las que presentan un nivel más alto del indicador, lo que es debido a la elevada proporción de deuda a corto plazo dentro de su financiación ajena.

### ***La distribución estadística de la posición financiera de las empresas pequeñas***

Otro nivel de desagregación interesante es el que proporciona la distribución estadística de los indicadores. Para identificar situaciones de vulnerabilidad, resulta especialmente relevante el estudio de las compañías que presentan un mayor grado de presión financiera. Con el fin de analizar este aspecto, el gráfico 5 muestra, para cada una de las ratios anteriores, la evolución de los percentiles 25, 50 y 75 de las distribuciones. Estos valores recogen los niveles que, tras ordenar todas las observaciones, dejan a la izquierda, respectivamente, el 25%, 50% y 75% de las empresas. El percentil 50 o mediana refleja la sociedad promedio, que se suele tomar como representativa del sector. Por el contrario, los otros dos muestran la posición de las sociedades en las colas de la distribución (con mayor o menor exposición, según la variable analizada)<sup>6</sup>.

Los tres percentiles representados en el gráfico 5 muestran, en general, una trayectoria similar para cada una de las variables analizadas, evolución que, a su vez, coincide con la que presentan los indicadores calculados a partir de la información agregada. No obstante, el aspecto más llamativo del gráfico 5 es la elevada dispersión que muestra la distribución estadística

6. Así, por ejemplo, para los indicadores de endeudamiento y de carga financiera el percentil 75 recoge la situación de las sociedades con mayor exposición. Por el contrario, en el caso de la ratio de rentabilidad la posición de las empresas que se encuentran en una situación más desfavorable vendrá recogida por el percentil 25.



FUENTES: Central de Balances y Registro Mercantil.

- a. Se ha excluido de la financiación ajena la deuda comercial, que ha sido estimada.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Resultado ordinario neto sobre recursos propios medios en el período. El resultado ordinario neto se calcula deduciendo del resultado económico bruto de la explotación la carga financiera neta, las amortizaciones y las provisiones de explotación.
- d. Intereses por financiación recibida más deuda a corto plazo con coste, que ha sido estimada.

de las ratios. Aproximando este último concepto como la distancia entre los percentiles 75 y 25 en relación con la mediana (variable que se conoce como coeficiente de variación intercuartílico), se observa, además, que durante los últimos años de la muestra se ha producido, en general, un incremento de la misma (véase cuadro 1). En este sentido, resulta destacable el notable aumento del cociente entre recursos ajenos y beneficios generados que han presentado las empresas con niveles más altos de dicha variable.

### Conclusiones

En este artículo se ha caracterizado la posición financiera de las sociedades españolas pequeñas entre 1995 y 2004, y se la ha comparado con la de las grandes. El análisis muestra que en 2004, último dato disponible, y durante gran parte de la muestra temporal analizada, la presión financiera soportada por el conjunto de las empresas de menor tamaño era más elevada, dado que presentaban niveles de endeudamiento y carga financiera mayores y una menor rentabilidad. Además, en el período más reciente la evolución de estas ratios ha sido, en la mayoría de los casos, menos benigna que la de las compañías más grandes. Por sectores, el mayor deterioro durante los últimos años se ha observado en la rama industrial.

	Endeudamiento (b)	Carga financiera por intereses (c)	Carga financiera total (d)	Rentabilidad (e)
1995	1,75	1,90	2,63	5,87
1996	1,72	1,94	2,70	5,56
1997	1,79	2,05	2,85	4,76
1998	1,84	2,13	2,89	3,69
1999	1,88	2,24	2,84	3,23
2000	1,88	2,23	3,15	3,27
2001	1,95	2,36	3,18	3,60
2002	2,05	2,51	3,30	4,10
2003	2,14	2,64	3,16	4,13
2004	2,27	2,73	3,61	4,50

FUENTES: Central de Balances y Registro Mercantil.

a. Percentil 75 de la distribución menos percentil 25 dividido por percentil 50.

b. Deuda con coste sobre resultado económico bruto más ingresos financieros.

c. Intereses por financiación recibida sobre resultado económico bruto más ingresos financieros.

d. Intereses por financiación recibida más deuda a corto plazo con coste (que ha sido estimada) sobre resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

e. Resultado ordinario neto sobre recursos propios medios del período. El resultado ordinario neto se calcula deduciendo del resultado económico bruto de la explotación la carga financiera neta, las amortizaciones y las provisiones de explotación.

El análisis de la distribución estadística de los indicadores relevantes dentro del grupo de las pequeñas empresas muestra que la dispersión en las ratios de posición financiera es elevada y que, además, ha aumentado en los últimos años. Destaca, en este sentido, el incremento comparativamente más acusado que se ha observado en el cociente entre los recursos ajenos y los resultados para las sociedades más endeudadas.

Estos resultados ilustran la importancia de complementar los indicadores construidos para el conjunto del sector con otros con un mayor nivel de desagregación, ya que los primeros pueden no reflejar adecuadamente la situación de las sociedades con una posición financiera menos benigna, que son las que, en principio, pueden verse más afectadas en sus decisiones de gasto o en su capacidad para hacer frente a las obligaciones contraídas ante perturbaciones adversas.

17.4.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

BENITO, A. (2002). «La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos microeconómicos para el período 1985-2001», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

BENITO, A., F. J. DELGADO y J. MARTÍNEZ PAGÉS (2004). *A synthetic indicator of financial pressure for Spanish firms*, Documentos de Trabajo, n.º 0411, Banco de España.

HERNANDO, I., y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2003). *The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data*, Documentos de Trabajo, n.º 0319, Banco de España.

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

## 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

Este artículo ha sido elaborado por Sergio Gavilá y Emiliano González Mota, de la Dirección General de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

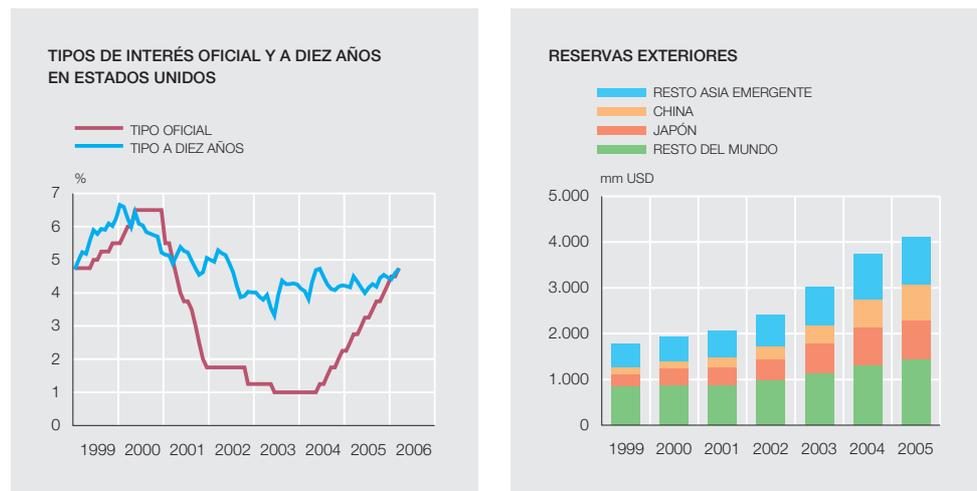
### Introducción

Los tipos de interés a largo plazo en las principales economías desarrolladas han permanecido relativamente estables en torno a niveles reducidos en los últimos años, a pesar del vigoroso crecimiento económico y, en numerosos casos, del significativo deterioro registrado del déficit público. Este fenómeno ha sido generalizado, pero resulta particularmente llamativo en el caso de Estados Unidos, donde esta evolución ha venido acompañada por un gradual —aunque persistente— incremento de los tipos de interés oficiales. De esta suerte, desde finales de junio de 2004, fecha en la que se inició el actual ciclo de tipos de interés, se han instrumentado 15 incrementos sucesivos de 25 puntos básicos (pb) cada uno en el objetivo de tipo de interés de los fondos federales, hasta alcanzar el 4,75% a finales de abril, frente al 1% vigente a inicios del ciclo. Por su parte, el tipo de interés de la deuda pública americana a diez años apenas ha aumentado durante este período, manteniéndose por debajo del 5%, frente al 4,6% a finales de junio de 2004. Además, durante este período el tipo de interés a largo plazo ha oscilado en un rango relativamente estrecho.

Este atípico comportamiento ha llamado la atención tanto de los inversores y analistas como de las autoridades monetarias, y ha dado pie a numerosos estudios, que han tratado de explicar los reducidos tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, en comparación con lo que cabría esperar, dada la situación cíclica de su economía y el escaso nivel de ahorro. El buen comportamiento de la tasa de inflación, el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos en torno a niveles reducidos, las condiciones holgadas de liquidez, el exceso de ahorro respecto a las necesidades de inversión en numerosas áreas del mundo y los crecientes flujos internacionales de capitales hacia Estados Unidos han podido contribuir a esta evolución, si bien existe una percepción ampliamente compartida que estos factores resultan insuficientes para explicar los reducidos niveles registrados. Por ello, en la medida en que esta evolución ha coincidido con un intenso proceso de acumulación de reservas de divisas exteriores, particularmente acusado en algunos países asiáticos, se ha planteado en qué medida la inversión de estas reservas en activos financieros de renta fija en Estados Unidos podrían estar teniendo un efecto significativo en los elevados precios alcanzados por los bonos públicos en ese país (véase gráfico 1).

Este aspecto es relevante no solo en términos de la determinación de los precios de los activos de renta fija pública (y de otros instrumentos financieros ligados), sino también para evaluar otros aspectos relacionados con la transmisión de los cambios en los tipos de interés a lo largo de la curva de rendimientos por plazos y sobre la sostenibilidad de dichas valoraciones. Nótese que las características asociadas a la inversión de reservas por parte de los bancos centrales podrían suponer una demanda inelástica al precio de la deuda pública y hacer que las valoraciones alcanzadas por la deuda estuvieran determinadas, en mayor o menor medida, por las estrategias de política cambiaria y monetaria de algunos países, más que por consideraciones de rentabilidad ajustada del riesgo por parte de los inversores.

1. Este artículo es un resumen del estudio publicado por el BCE (2006), anejo 6, *El impacto de la acumulación de reservas asiáticas sobre los precios de los activos financieros*, elaborado por L. Cuadro, S. Gavilá, E. González Mota y T. Reis.



FUENTES: Reserva Federal y FMI.

Este tema (el impacto sobre los precios de los activos financieros de la acumulación de reservas por los países asiáticos) resulta controvertido. Si bien los argumentos dados por numerosos economistas a favor de un impacto fuerte resultan atractivos y razonables, la evidencia empírica es menos concluyente. Las estimaciones disponibles ofrecen un rango relativamente amplio y, en la mayoría de los casos, están sujetas a importantes cautelas en el ámbito econométrico.

El objeto de este artículo es repasar la evidencia empírica disponible y aportar unas estimaciones propias sobre el impacto de las compras de bonos por parte de los bancos centrales asiáticos sobre los tipos de interés de la deuda pública en Estados Unidos. Así, los resultados apuntan a que las compras de bonos por parte de los bancos centrales asiáticos no han ejercido una influencia significativa en el nivel del tipo de interés a diez años en Estados Unidos, si bien, para el período 1999-2005, sí habrían afectado a la dinámica de los tipos de interés, pudiendo haber acentuado una tendencia a la baja ya existente. Sin embargo, en las estimaciones referidas al tramo intermedio de la curva de rendimientos por plazos, en el período 1999-2005, estas compras sí habrían resultado significativas para explicar tanto el nivel como la dinámica de los tipos de interés.

Tras esta introducción, la sección siguiente trata el papel de los cambios en la oferta relativa sobre los tipos de interés; seguidamente, se ofrece la evidencia empírica disponible sobre el impacto de las compras de los bancos centrales asiáticos sobre los tipos de interés en Estados Unidos y, finalmente, la última sección muestra las estimaciones propias realizadas.

***El papel de los cambios en la oferta relativa de los bonos sobre los tipos de interés***

Bajo los supuestos de mercados financieros completos —sin fricciones— y de perfecta sustitución entre activos financieros, los cambios en la oferta relativa de un activo financiero no tienen impacto sobre su precio. Este último estaría determinado por los fundamentos, y las operaciones de arbitraje garantizarían que el precio no diverge de su nivel de equilibrio. Nótese que, en el ámbito del análisis financiero, la estimación de la curva de tipos de interés por plazos supone la admisión implícita de esta perfecta sustitución entre bonos a distintos plazos.

En el ámbito de análisis de este artículo, si estos supuestos se cumplieran, una fuerte reducción en la oferta de bonos disponible para los inversores a un plazo determinado, resultado de una gran demanda inelástica al precio por parte de algunos bancos centrales, no debería afectar al tipo de interés a este plazo. En la medida en que el precio del bono tendiera a au-

mentar y divergiera respecto a su nivel de equilibrio, se crearían incentivos a «vender» esta parte de la curva que resulta particularmente cara. Aún más, si la demanda adicional fuera tan grande que excediera la oferta disponible, entonces el emisor de deuda tendría incentivos a aumentar su endeudamiento a este plazo.

No obstante, algunos estudios sostienen la sustitución imperfecta entre activos financieros y defienden una segmentación de la curva de rendimientos por plazos (teoría del hábitat preferido). De esta suerte, cambios en la oferta relativa de bonos a un determinado plazo sí tendrían un impacto sobre su precio. Entre estos estudios resulta particularmente relevante el de Bernanke, Reinhart y Sack (2004). Los autores, en un documento en el que se discute la posibilidad de que un banco central mantenga una influencia sobre los tipos de interés a largo plazo en un contexto deflacionista, identifican tres episodios en los que cambios en la oferta relativa de bonos estadounidenses, o en las expectativas de mercado sobre la evolución de la oferta relativa, tuvieron un impacto sobre sus tipos de interés. Estos episodios fueron los anuncios por parte del Tesoro norteamericano de realizar amortizaciones anticipadas de deuda, en un contexto caracterizado por fuertes superávits presupuestarios a finales de los noventa; las compras de deuda pública por parte del Banco de Japón, siguiendo algunos episodios de intervenciones cambiarias masivas entre enero de 2000 y marzo de 2004; y la percepción de los mercados en 2003 de que la Reserva Federal podría modificar la instrumentación de su política monetaria a favor de objetivos directos de compras de deuda en caso de materializarse los riesgos deflacionistas existentes por el momento.

El segundo episodio mencionado está íntimamente relacionado con el propósito de este artículo. Bernanke, Reinhart y Sack (2004) obtienen un efecto significativo de las intervenciones cambiarias japonesas sobre los tipos de interés a lo largo de la curva de rendimientos por plazos, concretamente para las duraciones a dos, cinco y diez años. No obstante, el impacto que identifican se restringe a los días inmediatamente anteriores o siguientes a las intervenciones cambiarias por parte del Banco de Japón, y no abordan la estimación del impacto cuantitativo, que, en cualquier caso, es absorbido una vez superado este horizonte temporal tan breve.

***Evidencia empírica disponible sobre el impacto de la acumulación de reservas asiáticas sobre los tipos de interés en Estados Unidos***

Existen numerosos estudios, tanto en el ámbito académico como en el más próximo a los participantes de mercado, en los que se relacionan las compras de bonos americanos por el sector oficial no residente con los tipos de interés de la deuda pública en Estados Unidos. La metodología usada en la mayoría de los trabajos que sustentan su valoración en estimaciones empíricas consiste en la regresión de medidas alternativas de compras de deuda por parte del sector no residente sobre la discrepancia entre un tipo de interés estimado como de equilibrio y el tipo de interés efectivamente vigente. Las conclusiones de estos estudios no son concluyentes y están sujetas, en la mayoría de los casos, a cautelas de interpretación importantes. Conforme a estos, el impacto de las compras por los bancos centrales asiáticos difiere ampliamente e incluye un rango que abarca desde efectos prácticamente insignificantes hasta un impacto tan grande como 200 pb. En cualquier caso, cabe subrayar que los estudios en los que el impacto se identifica como mayor no están respaldados por un análisis empírico explícito.

Respecto a los estudios en los que sí se aporta evidencia cuantitativa, hay que notar una importante limitación, derivada de la escasez de datos precisos sobre las compras —directas o indirectas— de bonos u otros instrumentos financieros por parte de los bancos centrales. Si bien se han producido avances notables en la diseminación de datos sobre el nivel de reservas exteriores de las autoridades monetarias, esta transparencia es mucho más reducida cuando se trata de identificar en qué activos se invierten dichas reservas. En el ámbito del análisis presentado en este artículo, es decir, el impacto derivado de la acumulación por parte

de los bancos centrales asiáticos, tan solo algunos ofrecen información en cuanto a dónde invierten sus reservas (Japón), mientras que en otros casos el conocimiento es reducido o prácticamente inexistente.

La mayoría de estudios identifica las compras de deuda pública norteamericana por los bancos centrales asiáticos conforme a los datos mensuales que proporciona el Tesoro americano en su publicación *Treasury International Capital data* —conocidos por el acrónimo TICs— o a través de los datos semanales que publica la Reserva Federal de Nueva York sobre los bonos y agencias americanas propiedad de autoridades monetarias no residentes que mantiene como custodio. Estos datos ciertamente infravalorarán las compras de deuda por parte de los bancos centrales, ya que, en el primer caso (TICs), solo incluyen las compras directas de títulos a largo plazo y, en el segundo, aquellos bonos que se depositan en la institución monetaria norteamericana<sup>2</sup>. Ambas fuentes suponen, entre otras carencias, dejar de lado las adquisiciones efectuadas en los mercados secundarios. Así, conforme a los datos de TICs, las compras de China serían relativamente reducidas, aspecto que contrasta fuertemente con la considerable acumulación de reservas de este país desde 1999. Otras fuentes alternativas sobre las tenencias de deuda en manos del sector oficial no residente son los datos que se publican trimestralmente sobre los flujos de capitales hacia bonos y agencias americanas, en el contexto de la Balanza de Pagos, y, ya con periodicidad anual, el informe anual del Fondo Monetario Internacional y el del Banco de Pagos Internacionales de Basilea.

A continuación se ofrece un breve repaso a estimaciones sobre el impacto de las compras de deuda por el sector no residente oficial sobre los tipos de interés en Estados Unidos<sup>3</sup>.

McCauley y Jiang (2004) examinan la hipótesis de una relación negativa entre las compras de bonos americanos por los bancos centrales y sus tipos de interés. Mediante simples regresiones por mínimos cuadrados ordinarios, en ventanas móviles que abarcan períodos de 26 semanas, de los cambios semanales de los rendimientos de los bonos a diez años sobre los cambios en las tenencias en custodia en la Reserva Federal del sector oficial no residente, obtienen una relación negativa estadísticamente significativa, pero solo durante períodos de tiempo relativamente breves y concretos. No obstante, estos resultados deben considerarse con mucha cautela, ya que en otros períodos el signo de esta relación, que también resulta estadísticamente significativa, es positivo. Además, conforme citan los autores, cambios en la metodología econométrica o una ampliación de la ventana de estimación a 52 semanas reducen considerablemente la fiabilidad de las estimaciones. Los autores concluyen que el efecto es significativo, pero efímero.

Otro estudio con datos de custodia de la Reserva Federal es Kasman y Malik (2004). Estos autores sostienen que la acumulación de tenencias de deuda en la parte corta de la curva de rendimientos por plazos, por parte de los bancos centrales asiáticos, habría afectado a la estructura temporal de los tipos de interés. Así, los tipos de interés a tres años no habrían aumentado lo que cabría esperar en relación con el fuerte crecimiento en la emisión de títulos públicos a este plazo. Conforme a este trabajo, obtienen un efecto de las compras sobre los tipos de interés en este tramo de la curva estadísticamente significativo y relativamente importante, entre 30 pb y 50 pb. No obstante, tal y como citan Genberg, McCauley, Chul Park y Persaud (2005), las propiedades estadísticas de los datos sobre custodia de bonos que usan (variaciones en doce meses) limitan la validez de las estimaciones realizadas.

---

2. Para una discusión sobre los datos disponibles y las limitaciones de estos, véanse Merrill Lynch (2005), M. Feldstein (2005) y F. Warnock y V. Warnock (2005). 3. La lista dista de ser exhaustiva, y tan solo se citan aquellos trabajos considerados como más próximos a las estimaciones que se proporcionan en el apartado siguiente. Para una revisión más completa (aunque tampoco exhaustiva), véase BCE (2006).

Biggs y Heider (2005), a partir de un modelo de determinación de los tipos de interés de equilibrio, en virtud del cual estos dependen de los tipos de interés a corto plazo y los déficits fiscales, estiman que los tipos de interés a diez años deberían haberse situado por encima del 6% a finales de 2005. La inclusión de las compras de bonos por los bancos centrales asiáticos en las variables explicativas del modelo (conforme a los datos TICs) resulta estadísticamente significativa y con un parámetro estimado de cuantía similar al asociado al déficit fiscal. Los autores interpretan estos resultados como evidencia a favor de que la oferta neta de títulos —aproximada como la diferencia entre el déficit público y los flujos del sector oficial no residente— sí afecta a los tipos de interés, en línea con lo que predice la teoría del hábitat preferido. Las compras de bonos por el sector oficial no residente, conforme a sus estimaciones, explica hasta 60 pb de la discrepancia entre los tipos de interés que predice el modelo básico y los existentes.

Frey y Moëc (2005) establecen una relación a largo plazo entre los tipos de interés a diez años, los tipos de interés a tres meses y el déficit público. Luego añaden una ecuación a corto plazo en la que se incluye un término de corrección del error estimado conforme a la ecuación a largo plazo descrita anteriormente. En la ecuación a corto plazo incorporan, además, las variaciones en los tipos de interés a tres meses y del déficit público, así como un indicador de confianza empresarial, concretamente el índice de gestores de compras. Este modelo les sirve para estimar un impacto en los tipos de interés a largo plazo de las compras del sector oficial no residente significativo y relativamente grande, hasta 125 pb en el primer semestre de 2004. Los autores realizan una llamada a la cautela en la interpretación de sus resultados, que los consideran como una estimación máxima del impacto, ya que reconocen algunas limitaciones en el ámbito econométrico relacionadas con la inestabilidad de los coeficientes estimados y la autocorrelación en los residuos.

Warnock y Warnock (2005) utilizan un modelo similar al desarrollado por Meyer y Sack (2004) en el que estiman los tipos de interés a diez años de la deuda pública americana en función de algunos factores macro, tales como la inflación, las expectativas de crecimiento, los déficits públicos, los tipos de interés oficiales y algunas primas de riesgo. Al modelo le añaden algunas series que construyen sobre los flujos de capitales hacia Estados Unidos (públicos y privados). Obtienen que estos flujos han tenido un impacto grande y estadísticamente significativo sobre los tipos de interés, hasta de 150 pb, lo que explicaría en gran medida su comportamiento atípico en el período reciente. Sus estimaciones también distinguen el impacto del flujo de capitales del sector oficial no residente —que es la variable relevante para el tema tratado en este artículo—. En este caso, el impacto se reduce a 60 pb sobre los tipos de interés a diez años.

***Una estimación propia del impacto de la acumulación de reservas asiática sobre los tipos de interés en Estados Unidos<sup>4</sup>***

La metodología utilizada es similar a la presentada en el trabajo de Frey y Moëc (2005). En consecuencia, se estima una relación a largo plazo entre los tipos de interés y un conjunto de variables macro que incluyen la posición monetaria y fiscal, así como las expectativas de inflación. Posteriormente se estima una relación a corto plazo en la que se incluye un mecanismo de corrección basado en el residuo obtenido de la ecuación a largo plazo. En cualquier caso, estas estimaciones difieren de las presentadas por Frey y Moëc (2005) en varios aspectos: se incorpora explícitamente el papel de las expectativas de inflación en la determinación de los tipos de interés a largo plazo; se usan los datos trimestrales de déficit público y no los déficits esperados, ya que estos últimos tienen una periodicidad semestral, lo que reduce sensiblemente el número de datos disponibles; además, se estima por el método de mínimos cuadra-

---

4. En BCE (2006) se presentan los resultados preliminares que se obtuvieron a este respecto como contribución del Banco de España a un grupo de trabajo dependiente del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo, encargado de estudiar la acumulación de reservas asiáticas.

dos generalizados, con objeto de corregir la autocorrelación de los residuos que se obtendría mediante la aplicación de mínimos cuadrados ordinarios. Hay que notar que la variable «déficit público» trata de incorporar una aproximación a la evolución de la oferta relativa de deuda, sin que, en principio, ofrezca información adicional a la recogida en las expectativas de inflación y en la posición monetaria sobre la senda esperada de tipos de interés.

Así, el modelo a largo plazo que se ha de estimar es el siguiente:

$$\text{Tipo interés a diez años} = a_0 + a_1 \text{ tipo oficial} + a_2 \pi^e + a_3 \text{ déficit} + a_4 \text{ Residuo}$$

donde el tipo de interés oficial es el de los fondos federales, las expectativas de inflación ( $\pi^e$ ) se miden por el índice de gasto del consumidor (subyacente) y el déficit público se mide en proporción de la deuda pública total.

La ecuación a corto plazo del modelo es:

$$\partial \text{ Tipo de interés a diez años} = a_0 + a_1 \partial \text{ tipo oficial} + a_2 \partial \pi^e + a_3 \partial \text{ déficit} + a_4 \text{ Residuo}$$

donde  $\partial$  denota la variación de la variable sobre la que se aplica y el residuo utilizado es el derivado de la ecuación de largo plazo estimada.

En un segundo paso se añadieron distintas medidas de compras de bonos por parte del sector no residente para valorar en qué medida estas tendrían un impacto sobre los precios de la deuda o sobre su dinámica. Los datos sobre compras por el sector no residente se normalizan en proporción al saldo de deuda viva y cabe subrayar que provienen de los TICs, por lo que, en consecuencia, están sujetos a las limitaciones comentadas en la sección anterior. Se estimaron dos períodos, uno más amplio (desde 1994 hasta 2004)<sup>5</sup> y otro más reducido (desde 1999 hasta 2004), coincidiendo este último con la fase en la que se ha producido la fuerte acumulación de reservas por parte de los bancos centrales asiáticos.

Los resultados obtenidos en el período amplio (1994-2004) muestran que las variables seleccionadas —posición monetaria, expectativas de inflación y posición fiscal— son estadísticamente significativas para explicar los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, las medidas de compras de bonos por las autoridades asiáticas (conforme a TICs) no resultan significativas para explicar ni los niveles de tipos de interés ni su dinámica conforme a la ecuación de corto plazo.

Las estimaciones para el período más corto (1999-2004) resultan más relevantes para el objeto de nuestro estudio y se muestran en el cuadro 1. Conforme a estas, en este horizonte temporal desaparece la significatividad de las expectativas de inflación y de la posición fiscal, al tiempo que se constata una reducción en la sensibilidad de los tipos de interés a largo plazo respecto a la posición monetaria (una de las principales características de la evolución atípica de los tipos de interés a largo plazo en el período reciente). Además, las compras de bonos por el sector oficial asiático resultan significativas y con signo negativo para explicar la dinámica de los tipos de interés, aunque no su nivel. En consecuencia, las intervenciones de los bancos centrales asiáticos, aun sin ser un factor determinante de los niveles de tipos de interés a largo plazo, sí habrían contribuido a ampliar una tendencia decreciente de los mismos, cuyas causas subyacentes exceden el ámbito de las compras oficiales de bonos por parte del sector oficial no residente.

5. Los resultados obtenidos en el período amplio son robustos a una ampliación hasta 1990.

**IMPACTO DE LAS COMPRAS ASIÁTICAS SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS  
A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS (a)**

CUADRO 1

Variable dependiente: Tipo de interés a diez años en EEUU (a)	Baseline		Compras asiáticas	
	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo
Período: 1999-2004				
Déficit público (sobre deuda)	0,016		-0,035	
Fondos federales	<b>0,318***</b>		<b>0,293***</b>	
Expectativas de inflación	0,417		0,532	
Variación tipo de interés a diez años (-1)		0,265		0,325
Variación déficit público (-1)		<b>-0,351**</b>		-0,215
Variación fondos federales		<b>0,452***</b>		<b>0,312*</b>
Variación expectativas inflación		0,437		0,805*
Residuo (-1)		<b>-0,864***</b>		<b>-0,724***</b>
Compras netas			-0,229	
Variación compras netas				<b>-0,385*</b>
Constante	<b>3,219***</b>	0,010	<b>3,194***</b>	0,025
Observaciones	24	24	24	24
R-cuadrado ajustado	0,721	0,319	0,708	0,284

FUENTE: Banco de España.

a. Las variables en negrita son significativas. Los asteriscos especifican el nivel de significatividad de dichas variables: \* significativo al 10%, \*\* significativo al 5% y \*\*\* significativo al 1%.

**IMPACTO DE LAS COMPRAS ASIÁTICAS SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS  
A CORTO-MEDIO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS (a)**

CUADRO 2

Variable dependiente: Tipo de interés a tres años en EEUU (a)	Baseline		Compras asiáticas	
	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo
Período: 1999-2004				
Déficit público (sobre deuda)	0,001		-0,060	
Fondos federales	<b>0,693***</b>		<b>0,643***</b>	
Expectativas de inflación	0,431		0,639	
Variación tipo de interés a diez años (-1)		-0,064		0,168
Variación déficit público (-1)		<b>-0,486**</b>		-0,215
Variación fondos federales		<b>0,870***</b>		<b>0,656**</b>
Variación expectativas inflación		0,287		1,027**
Residuo (-1)		<b>-0,879*</b>		-0,602
Compras netas			<b>-0,332*</b>	
Variación compras netas				<b>-0,514*</b>
Constante	1,049	-0,028	1,004	0,015
Observaciones	24	24	24	24
R-cuadrado ajustado	0,857	0,515	0,828	0,460

FUENTE: Banco de España.

a. Las variables en negrita son significativas. Los asteriscos especifican el nivel de significatividad de dichas variables: \* significativo al 10%, \*\* significativo al 5% y \*\*\* significativo al 1%.

Este mismo ejercicio se realizó para el período 1999-2004, sustituyendo el tipo de interés del bono americano a diez años por el tipo de interés a tres años, en la medida en que se considera que las compras de deuda por los bancos centrales asiáticos podrían haberse concentrado en el tramo corto-intermedio de la curva de tipos de interés, más que en la parte larga. Los resultados se muestran en el cuadro 2. De forma no sorprendente, la sensibilidad de los tipos de interés a corto-medio plazo respecto a los tipos de interés oficiales es mayor que en

el caso del bono a diez años. Además, las compras de bonos por los bancos centrales asiáticos resultan estadísticamente significativas para explicar los tipos de interés, así como su dinámica<sup>6</sup>. En el período de máximas intervenciones, los tipos de interés en la parte corta-intermedia de la curva de rendimientos por plazos podrían haberse reducido hasta en 65 pb.

18.4.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2006). *The Accumulation of Foreign Reserves*, Occasional Paper Series, n.º 43, febrero.
- BERNANKE, B., V. REINHART y B. SACK (2004). *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*, Finance and Economics Discussion Series 2004-48, Federal Reserve Board, Washington, DC.
- BIGGS, M., y M. HEIDER (2005). «Bond Yields and Economic Fundamentals», *The Bond Puzzle*, Global Markets Research, Deutsche Bank, marzo.
- FELDSTEIN, M. (2005). *Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows*, NBER Working Paper Series, n.º 11856.
- FREY, L., y G. MOËC (2005). «An econometric quantification of the impact of purchases of US Treasury securities by the foreign official sector on long-term yields in the United States», *Bulletin Digest*, n.º 137, Banque de France, mayo.
- GENBERG, H., R. MCCAULEY, Y. CHUL PARK y A. PERSAUD (2005). «Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, Reality and the Future», en *7th Geneva Report on the World Economy*, CEPR y ICMB.
- KASMAN, B., y H. MALIK (2004). «Special topic: the Asian currency-policy link to the US interest rates», *JP Morgan fixed income strategy*, febrero.
- MCCAULEY, R., y G. JIANG (2004). «Treasury yields and foreign official holdings of US bonds», *BIS Quarterly Review*, marzo.
- MERRIL LYNCH (2005). «Cause & FX: The Role of Central Banks», en *Foreign Exchange Strategy*, septiembre.
- MEYER, L., y B. SACK (2004). «Foreign Official Purchases and Treasury Yields», *Monetary Policy Insights*, Macroeconomic Advisers, diciembre.
- ROUBINI, N., y B. SETSER (2005). «Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon?», Symposium on the *Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?*, Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley, San Francisco, febrero.
- WARNOCK, F., y V. WARNOCK (2005). *International Capital flows and U.S. Interest Rates*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, n.º 840, septiembre.

---

6. No obstante, téngase en cuenta que la significatividad del coeficiente de las compras por el sector oficial asiático en la ecuación a largo plazo del modelo se encuentra próxima al límite del 10%.



### Introducción

La promulgación de nuevas disposiciones de carácter financiero durante el primer trimestre de 2006 ha sido escasa en relación con el mismo período del año anterior.

En primer lugar, se ha publicado una Orientación del Banco Central Europeo que modifica las anteriores normas en relación con los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, en concreto, en lo que se refiere a los criterios de selección de los activos de garantía utilizados en las operaciones de política monetaria.

En el área de la deuda pública, como es habitual en este período, se han desarrollado las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2006 y para el mes de enero del año 2007, con la limitación establecida en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2006. En líneas generales, se mantienen las condiciones de emisión de años anteriores.

Por otro lado, se han establecido los supuestos en los que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá autorizar la apertura, fuera del Banco de España, de cuentas del Tesoro Público en entidades de crédito.

En otro orden de cosas, y en cumplimiento de la normativa de protección de datos de carácter personal, el Banco de España ha creado un nuevo fichero automatizado con datos de carácter personal y ha modificado dos de los ya existentes.

Finalmente, y dentro del ámbito comunitario, cabe reseñar la prórroga hasta finales de año del programa de acción en materia de intercambios, asistencia y formación para la protección del euro contra la falsificación de moneda.

### Instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema

La Orientación BCE/2000/7 del Banco Central Europeo, de 31 de agosto de 2000, desarrolló los instrumentos y los procedimientos para aplicar una política monetaria única en el Eurosistema, quedando los bancos centrales nacionales (BCN) obligados a actuar conforme a lo dispuesto en dicha Orientación. Más adelante, esta norma fue modificada por la Orientación BCE/2002/2, de 7 de marzo de 2002, y por la Orientación BCE/2005/2, de 3 de febrero de 2005<sup>1</sup>, con el fin de ir ajustándola a los cambios surgidos en la definición y ejecución de la política monetaria en la zona del euro.

Recientemente, se ha publicado la *Orientación BCE/2005/17 del Banco Central Europeo, de 30 de diciembre de 2005* (DOUE de 2 de febrero), por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, en especial en lo referente a los criterios de selección de los activos de garantía de la lista *uno* y *dos*<sup>2</sup>.

Esta Orientación mantiene sustancialmente los criterios mínimos de selección de los activos de garantía de la lista *uno*. En concreto, continúa admitiéndose que dichos activos deben ser

---

1. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2005», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2005, Banco de España, pp. 107-109. 2. El Eurosistema acepta en sus operaciones un amplio conjunto de activos de garantía. Fundamentalmente, se distinguen dos categorías de activos: la lista *uno* y la lista *dos*. La lista *uno* se compone de instrumentos de renta fija negociables que cumplen unos criterios de selección uniformes para toda la Unión Monetaria y que especifica el BCE. La lista *dos* incluye otros activos, negociables y no negociables, que resultan de particular importancia para los mercados financieros y los sistemas bancarios, y cuyos criterios de selección son establecidos por los BCN, previa aprobación del BCE.

instrumentos de renta fija que tengan: a) un principal fijo no sometido a condiciones, y b) un cupón que no pueda dar lugar a un flujo financiero negativo. Además, el cupón debe ser cupón cero, cupón fijo, o un cupón variable ligado a un tipo de interés de referencia. Por otra parte, siguen aceptándose los bonos indicados con la inflación, y sus características deben mantenerse hasta que se amortice la obligación. Asimismo, la Orientación clarifica que los bonos de titulización podrán ser seleccionados como activos de garantía, a pesar del requisito de la letra a) citado anteriormente, ya que la propia naturaleza de los bonos de titulización permite que su principal pueda estar sometido a condiciones.

El Eurosistema determinará la admisión de los bonos de titulización distintos de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, teniendo en cuenta los siguientes criterios:

Los activos que generan un flujo financiero, en primer lugar, deben ser adquiridos legalmente, de acuerdo con las leyes de un Estado miembro, del originador<sup>3</sup> o un intermediario, por la entidad instrumental en la titulización de activos, de forma que el Eurosistema considere que constituye una *auténtica compraventa* oponible a terceros, y deben estar fuera del alcance del originador y sus acreedores, incluso en caso de insolvencia del originador; y, en segundo lugar, no deben consistir (en todo o en parte, real o potencialmente) en pagarés vinculados a créditos o en activos similares derivados de la transferencia del riesgo de crédito por medio de derivados sobre créditos.

Por otro lado, el Eurosistema se reserva el derecho de solicitar a cualquier tercero pertinente (como el emisor, el originador o el coordinador financiero) la aclaración o la confirmación legal que considere necesaria para determinar la admisión de los bonos de titulización.

La Orientación también introduce idéntica novedad en los criterios mínimos de selección de los activos de la lista *dos*.

Por último, los BCN remitirán al BCE, a más tardar el 1 de marzo de 2006, información detallada de los textos y mecanismos mediante los cuales se propongan dar cumplimiento a la presente Orientación, que será de aplicación desde el 1 de mayo de 2006.

**Deuda del Estado:  
condiciones de emisión  
durante el año 2006  
y enero de 2007**

La Ley 30/2005, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 2006<sup>4</sup>, autorizó al ministro de Economía y Hacienda para aumentar la deuda del Estado en ese año, con la limitación de que el saldo vivo de la misma al término de dicho año no supere el correspondiente saldo a 1 de enero en más de 14.082 millones de euros.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se ha publicado la *Orden EHA/4247/2005, de 30 de diciembre* (BOE del 16 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2006 y enero de 2007 y se delegan determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 17 de enero de 2006*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 27 de enero y de 24 de enero, respectivamente), 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 2006 y el mes de enero de 2007.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores. Asimismo, al igual que en el año 2005, el Ministerio de Economía podrá disponer la crea-

3. También denominado «cedente», que es la entidad cuyos activos se van a titular. 4. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 143 y 144.

ción de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas.

Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, 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.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

#### LETRAS DEL TESORO

Para el año 2006 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, para su publicación en el BOE. Asimismo, continúan las subastas de letras a doce y a dieciocho meses, pero se suspenden las de letras a seis meses, debido a la moderación en el volumen total que se desea emitir; este hecho aconseja reducir el número de plazos de emisión, como ocurrió en el año 2005, en el que se suprimió el plazo de tres 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 tienen lugar el tercer miércoles de cada mes, y se ponen en oferta, con esa periodicidad, las letras a doce y dieciocho meses; los plazos de emisión pueden diferir en el número de días necesarios para facilitar la agrupación de vencimientos, de forma que la periodicidad de estos sea de dos meses, y tenga lugar en los meses pares, coincidiendo con las fechas de emisión, para facilitar la reinversión a los tenedores. De esta forma, se mantiene la agrupación de emisiones, a fin de consolidar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y potenciar la competitividad con el resto de emisores institucionales del área del euro.

Al igual que en años anteriores, las peticiones en las subastas se realizarán en términos de «tipo de interés», tal como cotizan las letras en los mercados secundarios. 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 dicha cantidad. Respecto a las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo es de 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de 1.000 euros. Como novedad, se eleva el importe nominal máximo por postor, que pasa de 200.000 a un millón de euros, al objeto de permitir a los suscriptores asegurarse letras hasta ese importe, sin necesidad de presentar peticiones competitivas que puedan distorsionar el precio medio de la subasta.

No obstante, este límite continuará siendo de 100 millones de euros para ciertas entidades, como son: el Fondo de Garantía 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 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, que se desarrollará según la normativa que regula a dichas entidades.

Durante 2006, los criterios y procedimientos de emisión establecidos para bonos y obligaciones del Estado serán, básicamente, los vigentes en 2005, manteniéndose la obligación de elaborar el calendario anual de subastas, para su publicación en el BOE. En él se señalarán las fechas de las subastas, determinándose el plazo de los bonos y obligaciones que se pondrán 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 aconsejaran, 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, a título indicativo, 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, no estando previsto reanudar la emisión a quince años, como medida para compaginar, por un lado, la moderación en el volumen total que se desea emitir, y, por otro, 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 e irán seguidas, como en años anteriores, 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. No obstante, se han introducido pequeñas modificaciones para mejorar su funcionamiento y adaptar la normativa a la migración desde la antigua Central de Anotaciones de Deuda del Estado a Iberclear. Entre estas modificaciones cabe destacar que, para las peticiones no competitivas, se mantiene el importe nominal mínimo de 1.000 euros, pero se eleva el importe nominal máximo por postor de 200.000 a un millón de euros, de forma que los suscriptores puedan asegurarse valores del Tesoro hasta ese importe, sin necesidad de presentar peticiones competitivas que puedan distorsionar el precio medio de la subasta. Finalmente, para las entidades especiales citadas en el apartado anterior, este límite continuará siendo de 100 millones de euros.

### **Cuentas del Tesoro Público fuera del Banco de España**

Conforme a la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria<sup>5</sup>, los ingresos y pagos del Estado y sus Organismos Autónomos se canalizarían, con carácter general, a través de las cuentas que se mantengan en el Banco de España, sometiéndose al régimen de autorización por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la apertura de cuentas de situación de fondos del Tesoro fuera de dicha entidad.

Asimismo, el ministro de Economía y Hacienda quedaba facultado para establecer los supuestos excepcionales en los que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podría autorizar la apertura de dichas cuentas.

Haciendo uso de la mencionada habilitación, se ha publicado la *Orden EHA/333/2006, de 9 de febrero* (BOE del 15 de febrero), por la que se establecen los supuestos en los que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá autorizar la apertura, fuera del Banco de España, de cuentas de situación de fondos del Tesoro Público en entidades de crédito.

<sup>5</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 89 y 90.

Dichos supuestos son los siguientes:

- a) Cuentas restringidas de ingresos no tributarios.
- b) Cuentas corrientes para pagos de haberes y retribuciones al personal en activo de la Administración del Estado y de los Organismos Autónomos a través de establecimientos bancarios o cajas de ahorros.
- c) Cuentas corrientes para pagos pendientes de justificar y para anticipos de caja fija.
- d) Cuentas corrientes para la realización de pagos a través de un agente mediador.
- e) Cuentas corrientes para el pago de los gastos ocasionados por la celebración de procesos electorales.
- f) Cuentas de pagos de Organismos Autónomos de la Administración General del Estado distintas de las anteriores, siempre que reúnan los siguientes requisitos:
  - Que no exista sucursal del Banco de España en la misma localidad en la que se encuentre situada la sede del Organismo que vaya a ser titular de la cuenta, y que, además, dicho servicio no pueda ser prestado por cualquier otro medio.
  - Que las provisiones se efectúen para atender pagos concretos, por los importes precisos y con la antelación mínima indispensable para la correcta realización de los mismos, de manera que el saldo que presente la cuenta sea, en todo momento, el indispensable para la correcta efectividad de las operaciones.

***Nuevos ficheros con datos de carácter personal gestionados por el Banco de España***

La CBE 2/2005, de 25 de febrero, ha ido recogiendo las descripciones de los ficheros automatizados con datos de carácter personal existentes en el Banco de España, en cumplimiento de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, en lo referente a la creación, modificación o supresión de ficheros de las Administraciones Públicas.

Diversas medidas que se pondrán en funcionamiento próximamente van a modificar ciertos aspectos del tratamiento automatizado de datos de carácter personal en el Banco de España, ocasionando la necesidad de crear un fichero y de modificar dos de los ya existentes. En consecuencia, se ha publicado la *CBE 4/2005, de 23 de diciembre* (BOE de 16 de enero), de actualización de la CBE 2/2005, de 25 de febrero, sobre ficheros automatizados con datos de carácter personal gestionados por el Banco de España.

La actualización consiste en la inclusión de la descripción de un nuevo fichero, denominado «Expedientes de la Central de Información de Riesgos», y la modificación de las descripciones actuales correspondientes al fichero «Central de Información de Riesgos» y el fichero «Tasadores más activos por valor de tasación de las sociedades y servicios de tasación», que, además, cambia su nombre, para pasar a denominarse «Tasadores más activos y principales clientes de las sociedades y servicios de tasación». Tanto el fichero que se crea como los dos que se modifican se describen detalladamente en el anejo de esta Circular.

***Programa de protección del euro contra la falsificación de moneda***

Conforme a la Decisión 2001/923/CE del Consejo, de 21 de diciembre, la Comisión presentó el 30 de noviembre de 2004 al Parlamento Europeo y al Consejo un informe de evaluación independiente, en relación con el gestor del programa, sobre la pertinencia y la eficacia del programa de acción en materia de intercambios, asistencia y formación para la protección

del euro contra la falsificación de moneda, que reflejaba la necesidad de mantener dicho programa en el futuro. Asimismo, la eficacia del programa podría aumentar si se ampliara la asistencia técnica con la participación de Europol, y se creara una asistencia financiera para la cooperación de los Estados miembros en las operaciones transfronterizas.

A la vista de dicho informe, se ha publicado la *Decisión del Consejo, de 30 de enero de 2006* (DOUE de 8 de febrero), que modifica y proroga la Decisión 2001/923/CE, por la que se establece un programa de acción en materia de intercambios, asistencia y formación para la protección del euro contra la falsificación de moneda (Programa Pericles), al menos hasta el 31 de diciembre de 2006.

6.4.2006.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

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

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	1.1	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro	7*
	1.2	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle	8*
	1.3	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España	9*
	1.4	PIB. Deflatores implícitos. España	10*
ECONOMÍA INTERNACIONAL	2.1	PIB a precios constantes. Comparación internacional	11*
	2.2	Tasas de paro. Comparación internacional	12*
	2.3	Precios de consumo. Comparación internacional	13*
	2.4	Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés	14*
	2.5	Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales	15*
	2.6	Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales	16*
	2.7	Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro	17*
DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD	3.1	Indicadores de consumo privado. España y zona del euro	18*
	3.2	Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España	19*
	3.3	Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España	20*
	3.4	Índice de producción industrial. España y zona del euro	21*
	3.5	Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro	22*
	3.6	Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro	23*
	3.7	Diversas estadísticas de turismo y transporte. España	24*
MERCADO DE TRABAJO	4.1	Población activa. España	25*
	4.2	Ocupados y asalariados. España y zona del euro	26*
	4.3	Empleo por ramas de actividad. España	27*
	4.4	Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España	28*
	4.5	Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España	29*
	4.6	Convenios colectivos. España	30*
	4.7	Encuesta trimestral de coste laboral	31*
	4.8	Costes laborales unitarios. España y zona del euro	32*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2001	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 1996	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES 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 miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup>	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup>	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes de la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup>	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup>	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup>	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España	50*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España	55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España	58*

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

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS  
DE CAMBIO

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

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

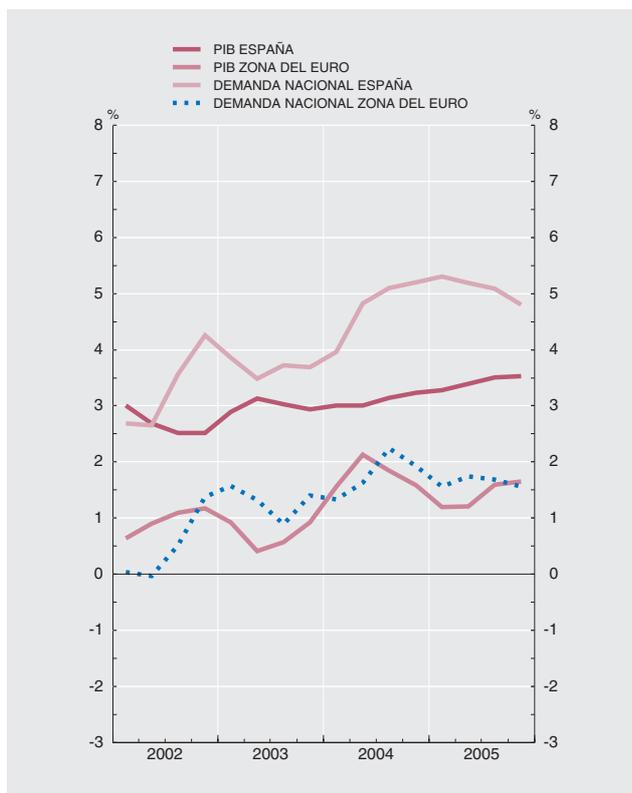
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

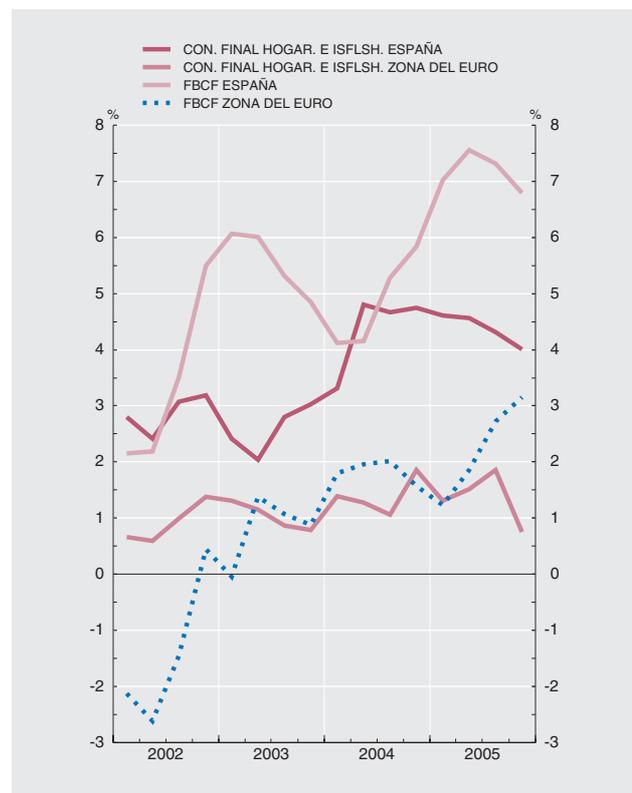
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda 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 (c)	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	0,7	2,6	1,0	4,8	1,7	5,6	0,8	3,7	1,3	3,6	1,2	6,0	3,0	781	7 446
<b>04</b>	P	3,1	1,8	4,4	1,4	6,0	1,1	4,9	1,8	4,8	1,8	3,3	5,9	9,3	6,2	837	7 723
<b>05</b>	P	3,4	1,4	4,4	1,4	4,5	1,3	7,2	2,2	5,1	1,6	1,0	3,9	7,1	4,7	904	7 968
<b>03 /</b>	P	2,9	0,9	2,4	1,3	5,5	2,0	6,1	-0,0	3,9	0,9	4,6	2,7	7,8	4,8	190	1 840
<b>///</b>	P	3,1	0,4	2,0	1,1	4,4	1,4	6,0	1,4	3,5	0,4	3,6	-0,4	4,8	2,2	193	1 848
<b>///</b>	P	3,0	0,6	2,8	0,9	4,5	1,7	5,3	1,1	3,7	0,6	4,1	1,2	6,4	2,1	197	1 872
<b>///</b>	P	2,9	0,9	3,0	0,8	4,8	1,6	4,8	0,9	3,7	0,9	2,2	1,4	5,1	2,8	200	1 886
<b>04 /</b>	P	3,0	1,6	3,3	1,4	5,5	1,3	4,1	1,8	4,0	1,6	4,0	3,9	7,4	3,3	204	1 906
<b>///</b>	P	3,0	2,1	4,8	1,3	6,0	1,3	4,1	2,0	4,8	2,1	3,0	7,7	9,6	6,6	207	1 927
<b>///</b>	P	3,1	1,8	4,7	1,1	6,5	1,1	5,3	2,0	5,1	1,8	3,7	6,3	10,5	7,7	211	1 939
<b>///</b>	P	3,2	1,6	4,7	1,9	6,0	0,7	5,8	1,6	5,2	1,6	2,7	5,8	9,7	7,1	215	1 951
<b>05 /</b>	P	3,3	1,2	4,6	1,3	5,2	0,8	7,0	1,2	5,3	1,2	-1,4	3,1	6,2	4,3	220	1 967
<b>///</b>	P	3,4	1,2	4,6	1,5	4,0	1,2	7,6	1,9	5,2	1,2	1,3	2,6	7,9	4,2	223	1 982
<b>///</b>	P	3,5	1,6	4,3	1,9	4,2	1,6	7,3	2,7	5,1	1,6	2,1	4,9	7,8	5,4	229	2 002
<b>///</b>	P	3,5	1,7	4,0	0,8	4,6	1,7	6,8	3,2	4,8	1,7	1,9	5,1	6,6	5,0	233	2 017

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

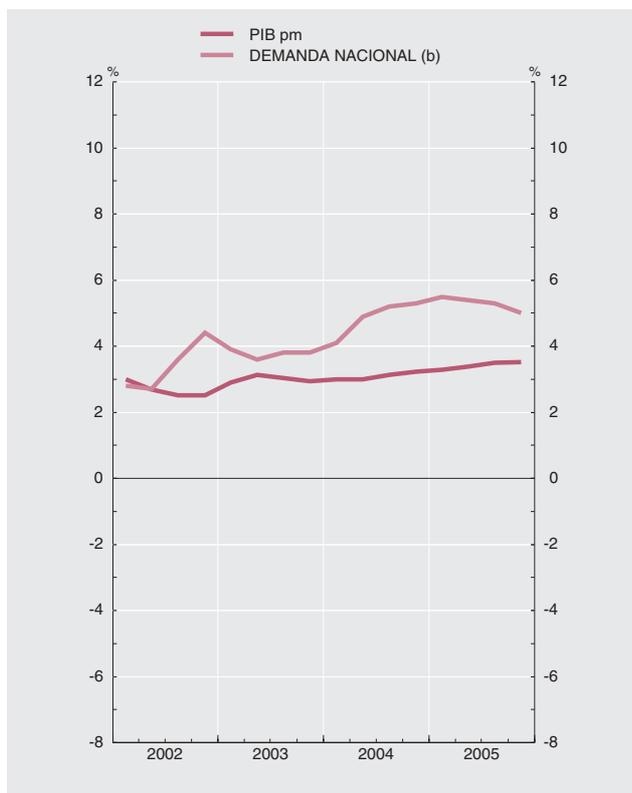
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

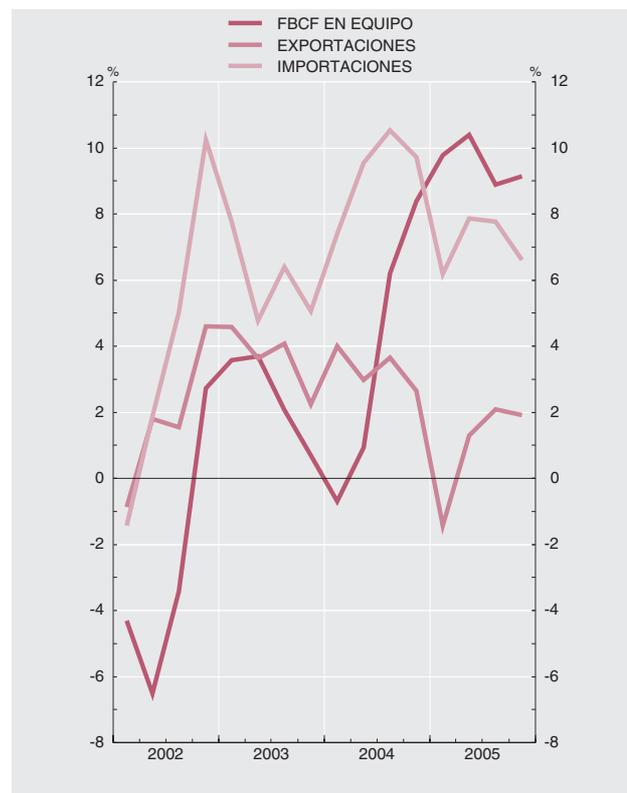
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				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
03	P	5,6	2,5	6,3	7,7	-0,0	3,6	5,0	0,4	1,1	6,0	6,4	5,0	4,1	3,8	3,0
04	P	4,9	3,7	5,5	4,4	0,0	3,3	4,4	-0,1	2,6	9,3	10,1	20,6	3,7	4,9	3,1
05	P	7,2	9,5	6,0	7,6	-0,0	1,0	-0,4	1,9	6,4	7,1	7,0	22,2	4,5	5,3	3,4
03 /	P	6,1	3,6	6,9	7,4	0,0	4,6	6,5	-2,1	3,9	7,8	8,2	0,8	6,8	3,9	2,9
II	P	6,0	3,7	6,4	8,1	0,0	3,6	3,8	4,8	1,6	4,8	4,9	3,5	4,3	3,6	3,1
III	P	5,3	2,1	6,0	8,2	0,0	4,1	5,9	0,3	0,5	6,4	7,2	5,7	2,7	3,8	3,0
IV	P	4,8	0,7	6,0	7,3	-0,1	2,2	3,9	-1,0	-1,3	5,1	5,4	10,1	2,6	3,8	2,9
04 /	P	4,1	-0,7	6,1	5,2	0,1	4,0	5,3	1,0	1,5	7,4	7,7	17,3	4,3	4,1	3,0
II	P	4,1	0,9	5,5	4,2	0,0	3,0	5,1	-4,6	2,0	9,6	10,3	20,2	4,1	4,9	3,0
III	P	5,3	6,2	5,3	4,1	-0,0	3,7	4,7	0,6	2,5	10,5	11,6	20,5	3,5	5,2	3,1
IV	P	5,8	8,4	5,2	4,2	-0,0	2,7	2,3	2,8	4,3	9,7	10,6	24,0	2,7	5,3	3,2
05 /	P	7,0	9,8	6,0	6,5	-0,0	-1,4	-2,8	1,0	2,1	6,2	7,6	21,0	-3,3	5,5	3,3
II	P	7,6	10,4	6,2	8,1	-0,1	1,3	1,9	-4,9	5,4	7,9	8,4	23,7	2,2	5,4	3,4
III	P	7,3	8,9	6,3	8,5	-0,0	2,1	-0,3	7,4	7,1	7,8	7,0	23,9	8,5	5,3	3,5
IV	P	6,8	9,1	5,6	7,5	-0,1	1,9	-0,6	4,1	11,1	6,6	5,3	20,1	10,7	5,0	3,5

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

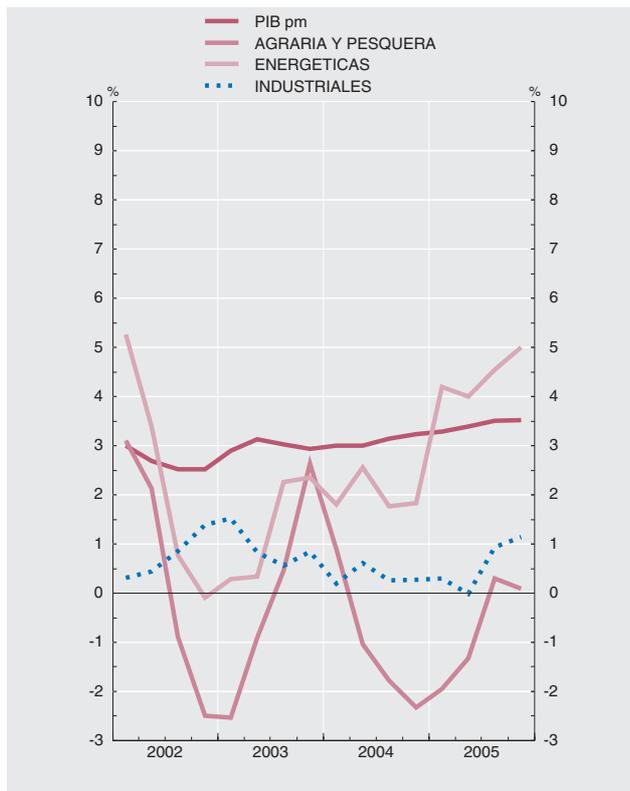
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

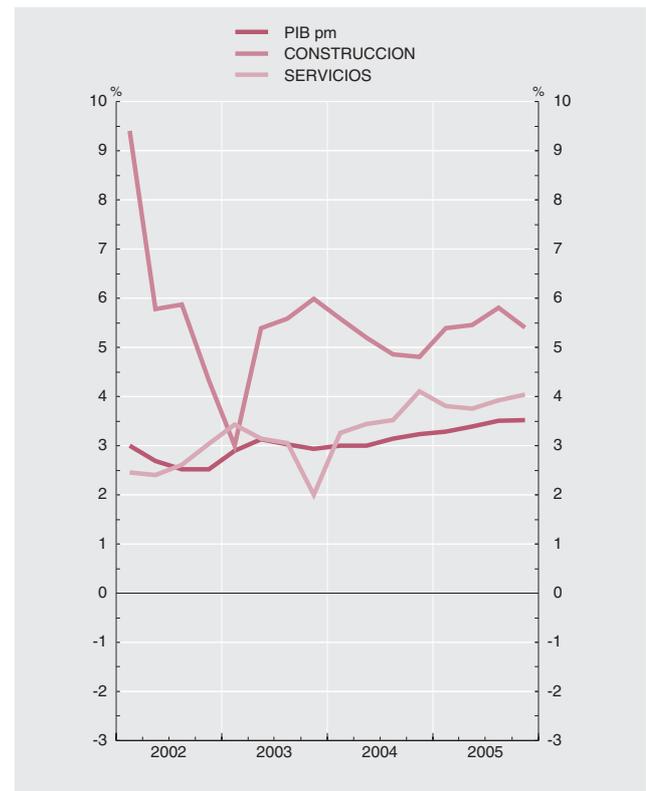
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	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	-0,1	1,3	0,9	5,0	2,9	2,6	4,2	5,3	6,6	9,5
04	P	3,1	-1,1	2,0	0,3	5,1	3,6	3,6	3,6	2,5	12,0	6,5
05	P	3,4	-0,7	4,4	0,6	5,5	3,9	4,0	3,5	4,4	3,6	2,9
03	I	2,9	-2,5	0,3	1,5	3,0	3,4	3,0	4,8	1,8	4,5	9,6
	II	3,1	-0,9	0,3	0,8	5,4	3,1	2,8	4,4	6,7	5,5	8,1
	III	3,0	0,4	2,3	0,6	5,6	3,1	2,9	3,8	3,8	8,1	9,1
	IV	2,9	2,6	2,3	0,8	6,0	2,0	1,5	3,7	9,3	8,4	11,1
04	I	3,0	0,9	1,8	0,2	5,6	3,3	3,2	3,3	0,4	12,4	11,3
	II	3,0	-1,0	2,6	0,6	5,2	3,4	3,5	3,3	-0,4	12,9	9,6
	III	3,1	-1,8	1,8	0,3	4,9	3,5	3,5	3,7	5,6	10,8	5,4
	IV	3,2	-2,3	1,8	0,3	4,8	4,1	4,1	4,1	4,4	12,0	0,3
05	I	3,3	-1,9	4,2	0,3	5,4	3,8	3,8	3,8	5,0	9,8	2,2
	II	3,4	-1,3	4,0	-0,0	5,4	3,8	3,9	3,0	6,8	3,4	3,6
	III	3,5	0,3	4,5	0,9	5,8	3,9	4,0	3,5	3,5	0,6	2,8
	IV	3,5	0,1	5,0	1,1	5,4	4,0	4,1	3,8	2,5	1,0	2,9

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).

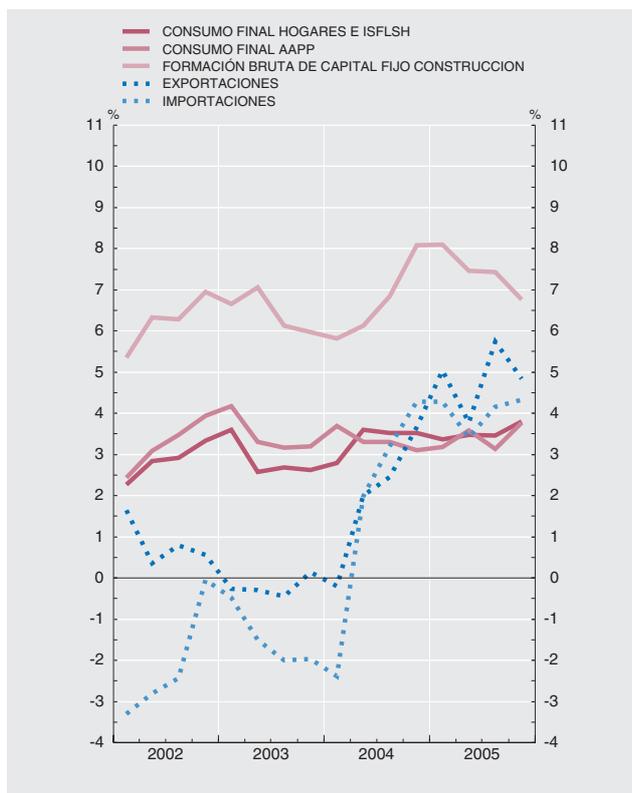
## 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

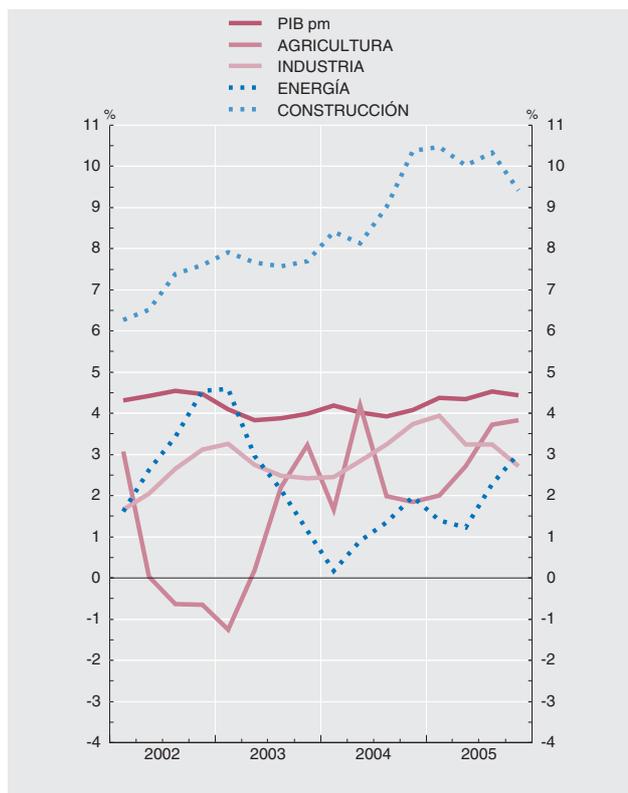
Tasas de variación interanual

		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
<b>03</b>	P	2,8	3,4	1,5	6,4	4,6	-0,2	-1,5	4,0	1,1	2,7	2,7	7,7	3,7	3,8
<b>04</b>	P	3,4	3,3	2,1	6,7	5,9	2,0	1,8	4,1	2,4	1,1	3,1	9,0	3,4	3,3
<b>05</b>	P	3,5	3,4	3,2	7,4	5,6	4,9	4,1	4,4	3,1	2,0	3,3	10,0	3,3	3,4
<b>03 /</b>	P	3,6	4,2	0,7	6,6	3,7	-0,3	-0,5	4,1	-1,2	4,6	3,3	7,9	3,8	3,7
<b>II</b>	P	2,6	3,3	1,5	7,1	4,6	-0,3	-1,5	3,8	0,2	3,0	2,8	7,7	3,6	3,6
<b>III</b>	P	2,7	3,2	1,7	6,1	5,0	-0,4	-2,0	3,9	2,2	2,1	2,5	7,6	3,7	3,6
<b>IV</b>	P	2,6	3,2	2,0	6,0	5,2	0,1	-2,0	4,0	3,2	1,1	2,4	7,7	3,8	3,1
<b>04 /</b>	P	2,8	3,7	1,4	5,8	5,2	-0,2	-2,4	4,2	1,7	0,2	2,4	8,4	3,8	3,8
<b>II</b>	P	3,6	3,3	2,1	6,1	6,3	2,0	2,0	4,0	4,2	0,9	2,8	8,1	3,3	3,3
<b>III</b>	P	3,5	3,3	2,5	6,8	6,3	2,4	3,2	3,9	2,0	1,4	3,2	9,0	3,2	3,8
<b>IV</b>	P	3,5	3,1	2,9	8,1	5,8	3,7	4,3	4,1	1,8	2,0	3,7	10,4	3,2	3,1
<b>05 /</b>	P	3,4	3,2	3,0	8,1	5,8	5,0	4,3	4,4	2,0	1,4	3,9	10,5	3,4	3,2
<b>II</b>	P	3,5	3,6	3,1	7,5	5,8	3,8	3,4	4,3	2,7	1,2	3,2	10,0	3,3	3,1
<b>III</b>	P	3,5	3,1	3,1	7,4	5,5	5,7	4,2	4,5	3,7	2,3	3,2	10,3	3,4	3,2
<b>IV</b>	P	3,8	3,8	3,4	6,8	5,4	4,8	4,3	4,4	3,8	3,0	2,7	9,4	3,3	3,3

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.

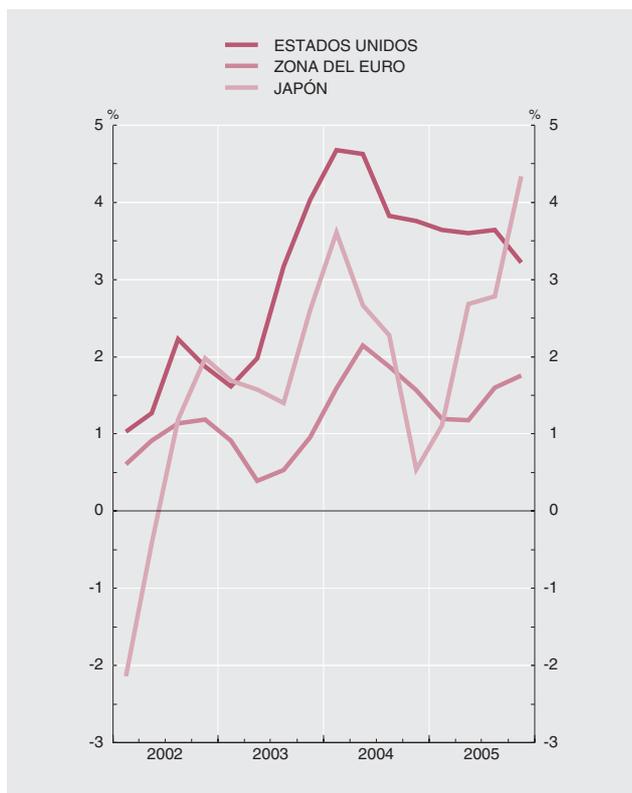
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

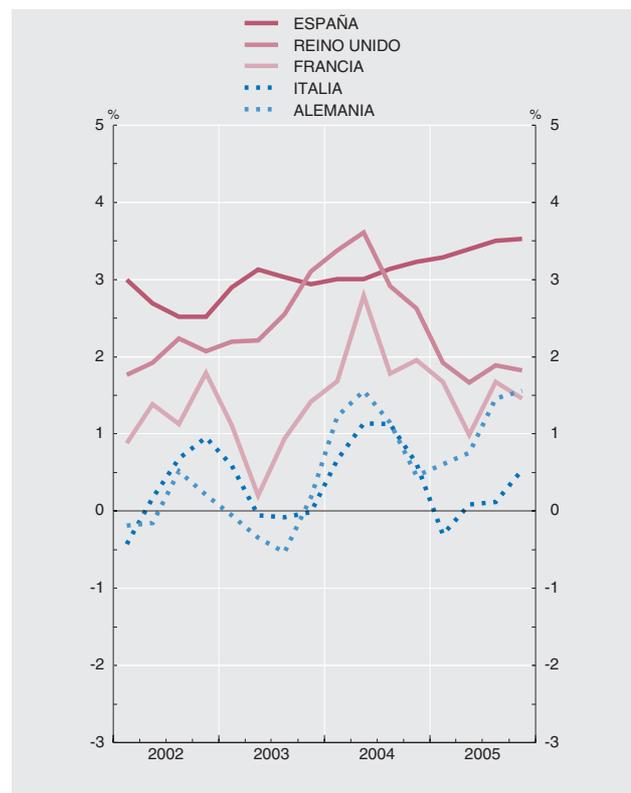
Tasas de variación interanual

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

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.

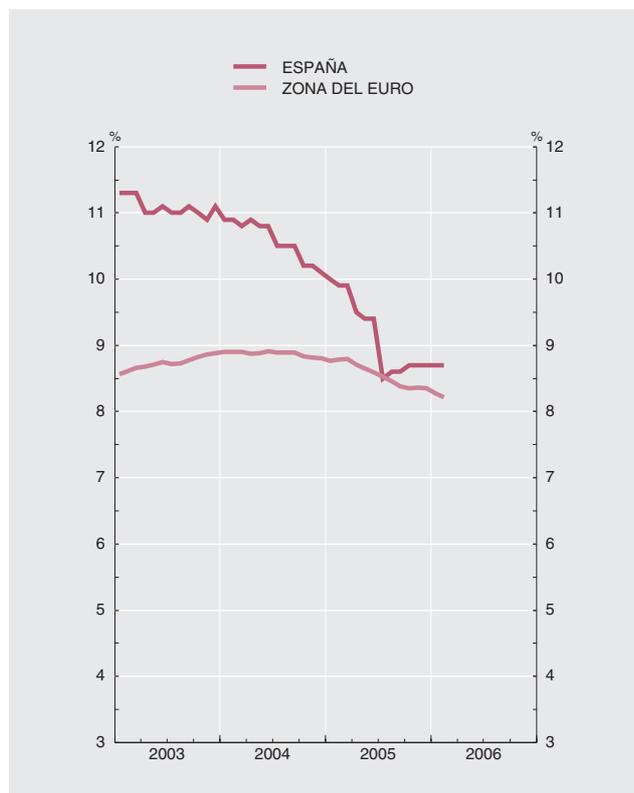
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

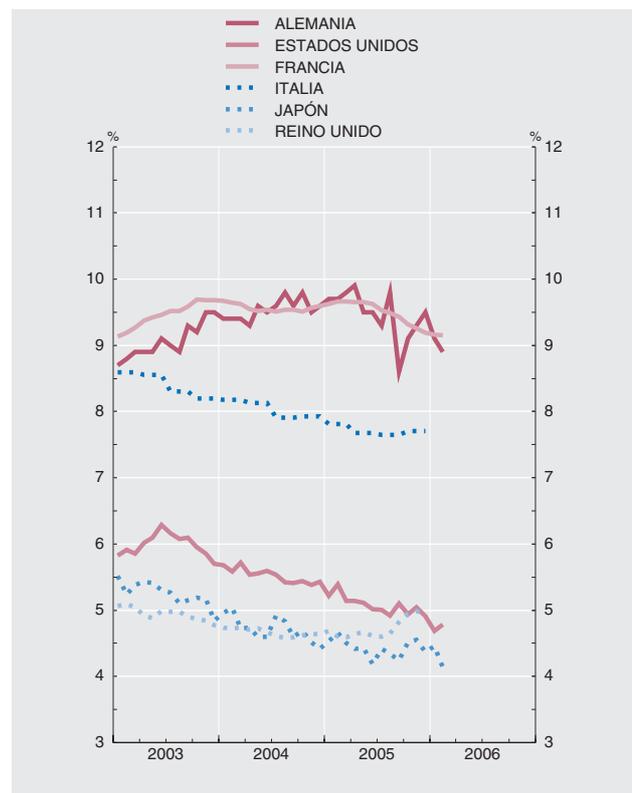
Porcentajes

	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>03</b>	7,1	8,0	8,7	9,1	11,1	6,0	9,5	8,4	5,2	4,9
<b>04</b>	6,9	8,1	8,9	9,5	10,6	5,5	9,6	8,0	4,7	4,7
<b>05</b>	6,6	7,8	8,6	9,5	9,2	5,1	9,5	7,7	4,4	4,7
<b>04</b>										
Sep	6,8	8,1	8,9	9,6	10,5	5,4	9,5	7,9	4,6	4,6
Oct	6,8	8,1	8,8	9,8	10,2	5,4	9,5	7,9	4,7	4,6
Nov	6,8	8,1	8,8	9,5	10,2	5,4	9,6	7,9	4,5	4,6
Dic	6,8	8,0	8,8	9,6	10,1	5,4	9,6	7,9	4,4	4,6
<b>05</b>										
Ene	6,7	8,0	8,8	9,7	10,0	5,2	9,6	7,8	4,5	4,7
Feb	6,8	8,0	8,8	9,7	9,9	5,4	9,7	7,8	4,7	4,6
Mar	6,7	8,0	8,8	9,8	9,9	5,1	9,7	7,8	4,5	4,6
Abr	6,6	8,0	8,7	9,9	9,5	5,1	9,7	7,7	4,4	4,6
May	6,6	7,9	8,7	9,5	9,4	5,1	9,7	7,7	4,4	4,7
Jun	6,5	7,9	8,6	9,5	9,4	5,0	9,6	7,7	4,2	4,6
Jul	6,5	7,8	8,5	9,3	8,5	5,0	9,5	7,7	4,4	4,6
Ago	6,5	7,8	8,5	9,8	8,6	4,9	9,5	7,7	4,3	4,7
Sep	6,5	7,7	8,4	8,6	8,6	5,1	9,4	7,7	4,2	4,8
Oct	6,5	7,7	8,3	9,1	8,7	4,9	9,3	7,7	4,5	5,0
Nov	6,5	7,7	8,4	9,3	8,7	5,0	9,3	7,7	4,6	5,0
Dic	6,4	7,7	8,3	9,5	8,7	4,9	9,2	7,7	4,4	4,9
<b>06</b>										
Ene	6,3	7,7	8,3	9,1	8,7	4,7	9,2	...	4,5	...
Feb	6,3	7,7	8,2	8,9	8,7	4,8	9,2	...	4,1	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

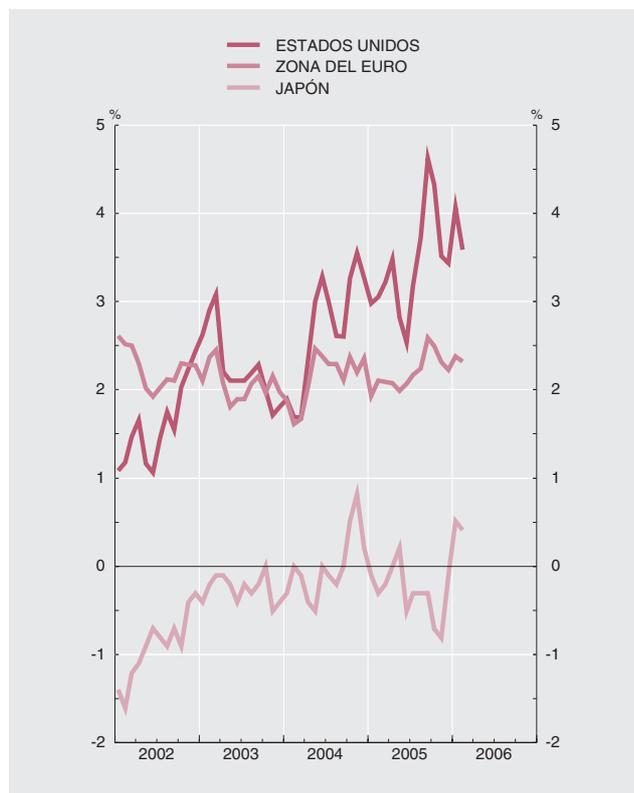
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

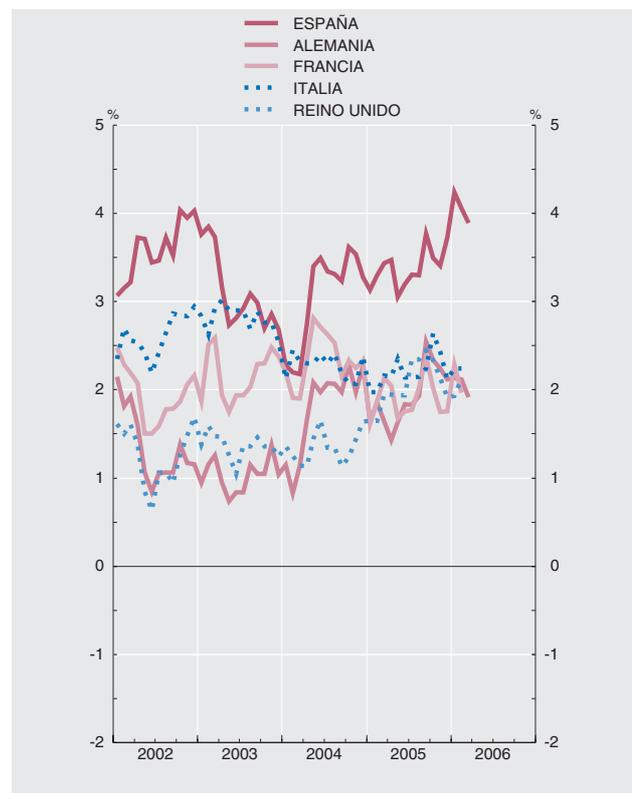
Tasas de variación interanual

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>02</b>	2,5	2,1	2,2	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3
<b>03</b>	2,5	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,3	1,4
<b>04</b>	2,4	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
<b>05</b>	2,6	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
<b>04 Oct</b>	2,8	2,1	2,4	2,3	3,6	3,3	2,3	2,1	0,5	1,2
<b>Nov</b>	2,8	2,0	2,2	2,0	3,5	3,5	2,2	2,1	0,8	1,4
<b>Dic</b>	2,7	2,2	2,4	2,3	3,3	3,3	2,3	2,4	0,2	1,6
<b>05 Ene</b>	2,4	1,8	1,9	1,6	3,1	3,0	1,6	2,0	-0,1	1,6
<b>Feb</b>	2,5	2,0	2,1	1,9	3,3	3,1	1,9	2,0	-0,3	1,6
<b>Mar</b>	2,4	2,0	2,1	1,6	3,4	3,2	2,1	2,2	-0,2	2,0
<b>Abr</b>	2,7	2,0	2,1	1,4	3,5	3,5	2,0	2,1	-	1,9
<b>May</b>	2,3	1,9	2,0	1,6	3,0	2,8	1,7	2,3	0,2	1,9
<b>Jun</b>	2,2	2,0	2,1	1,8	3,2	2,5	1,8	2,1	-0,5	1,9
<b>Jul</b>	2,4	2,2	2,2	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	-0,3	2,4
<b>Ago</b>	2,7	2,3	2,2	1,9	3,3	3,7	2,0	2,1	-0,3	2,3
<b>Sep</b>	3,2	2,5	2,6	2,5	3,8	4,6	2,4	2,2	-0,3	2,4
<b>Oct</b>	2,9	2,4	2,5	2,3	3,5	4,3	2,0	2,6	-0,7	2,3
<b>Nov</b>	2,6	2,3	2,3	2,2	3,4	3,5	1,8	2,4	-0,8	2,1
<b>Dic</b>	2,6	2,2	2,2	2,1	3,7	3,4	1,8	2,1	-0,1	1,9
<b>06 Ene</b>	3,0	2,3	2,4	2,1	4,2	4,1	2,3	2,2	0,5	1,9
<b>Feb</b>	2,8	2,2	2,3	2,1	4,1	3,6	2,0	2,2	0,4	2,1
<b>Mar</b>	...	...	...	1,9	3,9	...	...	...	...	...

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.

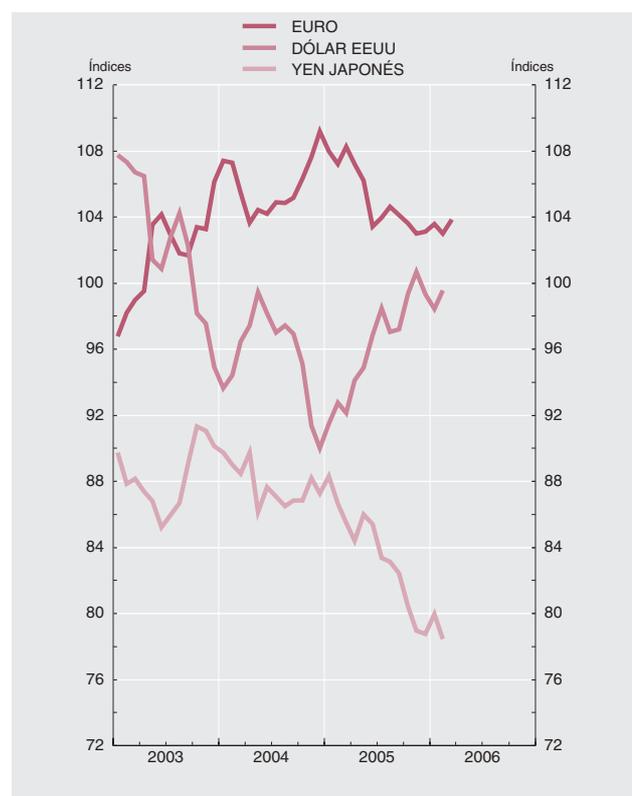
Media de cifras diarias

	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>03</b>	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,3	102,2	102,8	87,9
<b>04</b>	1,2433	134,41	108,18	103,8	89,7	101,5	105,9	95,6	87,8	105,2	96,6	87,6
<b>05</b>	1,2445	136,88	110,17	103,0	88,5	99,5	105,2	96,2	83,6	103,6	98,3	84,0
<b>05 E-M</b>	1,3115	137,02	104,48	105,7	85,4	102,2	107,8	92,1	86,8	106,9	93,8	86,7
<b>06 E-M</b>	1,2023	140,51	116,87	101,2	90,3	95,2	103,5	99,0	79,2	102,2	100,6	80,7
<b>05 Ene</b>	1,3119	135,63	103,38	105,8	85,2	103,3	108,0	91,5	88,3	107,1	93,2	88,1
<b>Feb</b>	1,3014	136,55	104,93	105,1	86,0	102,1	107,2	92,8	86,6	106,4	94,2	86,7
<b>Mar</b>	1,3201	138,83	105,18	106,0	85,2	101,1	108,2	92,1	85,5	107,3	94,0	85,3
<b>Abr</b>	1,2938	138,84	107,31	105,1	86,7	100,1	107,2	94,1	84,4	105,8	95,7	84,9
<b>May</b>	1,2694	135,37	106,66	104,0	87,7	101,7	106,2	94,9	86,0	104,6	96,7	86,4
<b>Jun</b>	1,2165	132,22	108,69	101,2	89,4	101,7	103,4	96,9	85,4	102,1	98,6	86,0
<b>Jul</b>	1,2037	134,75	111,94	101,7	90,5	99,5	104,0	98,5	83,4	102,3	100,6	84,0
<b>Ago</b>	1,2292	135,98	110,63	102,3	88,9	99,5	104,6	97,0	83,1	102,9	99,1	83,9
<b>Sep</b>	1,2256	136,06	111,03	101,8	88,5	99,1	104,1	97,2	82,4	101,9	99,8	82,9
<b>Oct</b>	1,2015	138,05	114,90	101,4	90,2	96,8	103,6	99,4	80,4	101,5	103,0	80,7
<b>Nov</b>	1,1786	139,59	118,45	100,7	91,9	94,9	103,0	100,7	79,0	100,9	102,6	80,1
<b>Dic</b>	1,1856	140,58	118,58	100,7	91,3	94,4	103,1	99,3	78,8	101,1	101,9	79,7
<b>06 Ene</b>	1,2103	139,82	115,53	101,4	89,7	96,0	103,6	98,4	80,0	102,0	100,6	80,7
<b>Feb</b>	1,1938	140,77	117,91	100,7	90,6	94,6	103,0	99,5	78,4	101,8	...	...
<b>Mar</b>	1,2020	140,96	117,27	101,5	90,5	95,0	103,9	...	...	102,6	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

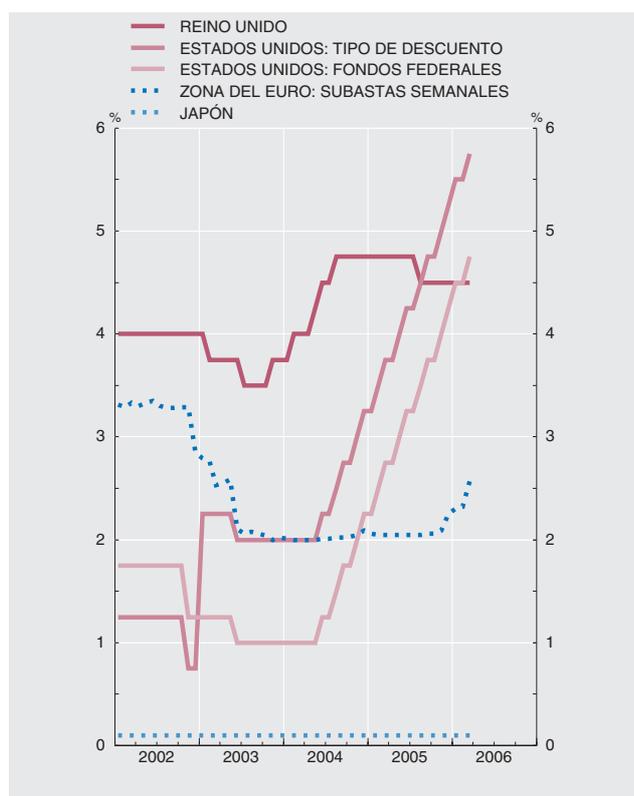
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

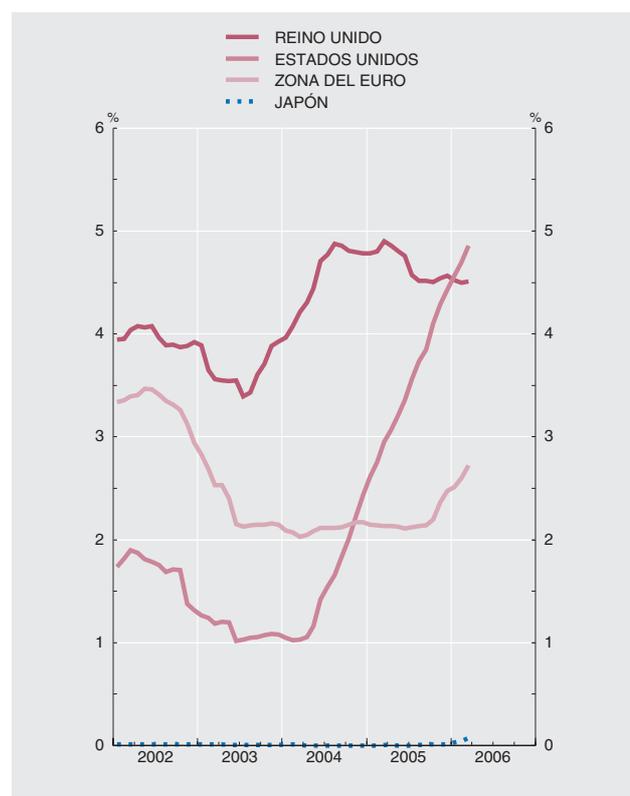
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>03</b>	2,00	2,00	1,10	0,10	3,75	1,63	2,55	2,33	-	-	1,12	-	-	0,01	3,64
<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>04 Oct</b>	2,00	2,75	1,75	0,10	4,75	1,97	2,55	2,15	-	-	2,01	-	-	0,00	4,81
<b>Nov</b>	2,00	3,00	2,00	0,10	4,75	2,07	2,56	2,17	-	-	2,23	-	-	0,00	4,79
<b>Dic</b>	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,15	2,56	2,17	-	-	2,43	-	-	0,00	4,78
<b>05 Ene</b>	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,21	2,54	2,15	-	-	2,61	-	-	0,00	4,79
<b>Feb</b>	2,00	3,50	2,50	0,10	4,75	2,26	2,54	2,14	-	-	2,76	-	-	0,00	4,80
<b>Mar</b>	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,35	2,55	2,14	-	-	2,95	-	-	0,01	4,90
<b>Abr</b>	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,40	2,54	2,14	-	-	3,07	-	-	0,01	4,86
<b>May</b>	2,00	4,00	3,00	0,10	4,75	2,44	2,53	2,13	-	-	3,20	-	-	0,00	4,81
<b>Jun</b>	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,49	2,50	2,11	-	-	3,36	-	-	0,00	4,76
<b>Jul</b>	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,56	2,47	2,12	-	-	3,56	-	-	0,00	4,57
<b>Ago</b>	2,00	4,50	3,50	0,10	4,50	2,63	2,48	2,13	-	-	3,74	-	-	0,01	4,51
<b>Sep</b>	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,69	2,48	2,14	-	-	3,84	-	-	0,01	4,52
<b>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

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).

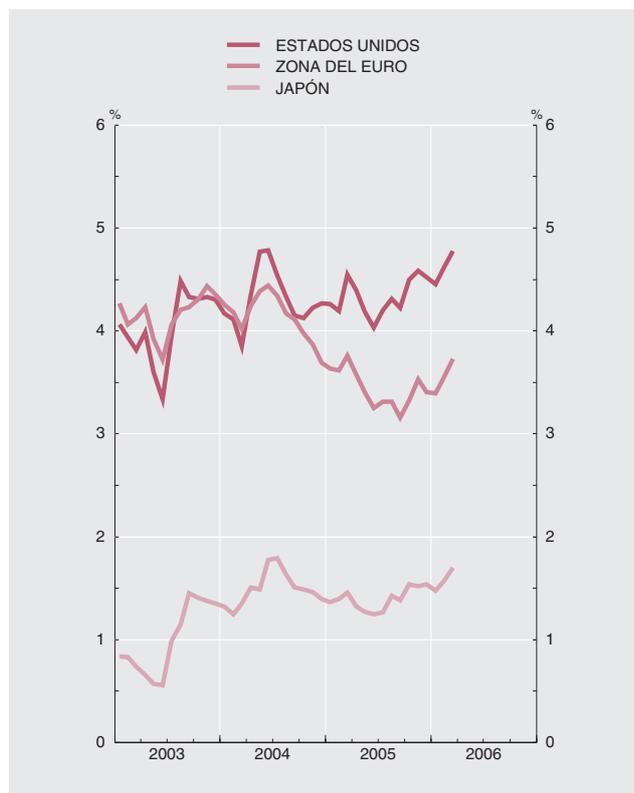
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
<b>03</b>	3,68	4,22	4,16	4,10	4,12	4,04	4,13	4,24	0,99	4,53
<b>04</b>	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93
<b>05</b>	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
<b>04</b>										
Oct	3,74	4,12	3,98	3,92	3,97	4,13	3,98	4,08	1,49	4,82
Nov	3,73	4,01	3,87	3,82	3,85	4,22	3,86	3,96	1,46	4,74
Dic	3,66	3,82	3,69	3,65	3,64	4,27	3,64	3,79	1,39	4,58
<b>05</b>										
Ene	3,63	3,77	3,63	3,59	3,59	4,26	3,58	3,72	1,36	4,62
Feb	3,60	3,76	3,62	3,57	3,58	4,20	3,59	3,68	1,40	4,66
Mar	3,83	3,93	3,76	3,73	3,73	4,55	3,76	3,84	1,46	4,88
Abr	3,66	3,73	3,57	3,51	3,53	4,39	3,55	3,66	1,32	4,69
May	3,49	3,56	3,41	3,35	3,36	4,19	3,38	3,52	1,27	4,47
Jun	3,36	3,40	3,25	3,19	3,19	4,04	3,20	3,41	1,24	4,33
Jul	3,44	3,44	3,32	3,23	3,22	4,20	3,27	3,44	1,26	4,34
Ago	3,52	3,47	3,32	3,26	3,23	4,31	3,30	3,46	1,43	4,36
Sep	3,42	3,31	3,16	3,09	3,09	4,23	3,13	3,29	1,38	4,25
Oct	3,62	3,47	3,32	3,26	3,27	4,50	3,29	3,45	1,54	4,40
Nov	3,73	3,64	3,53	3,47	3,48	4,59	3,49	3,66	1,52	4,36
Dic	3,66	3,54	3,41	3,37	3,37	4,52	3,38	3,56	1,54	4,25
<b>06</b>										
Ene	3,60	3,50	3,39	3,34	3,33	4,45	3,34	3,55	1,47	4,12
Feb	3,74	3,64	3,55	3,49	3,48	4,61	3,51	3,70	1,57	4,21
Mar	3,89	3,81	3,73	3,66	3,65	4,78	3,68	3,87	1,70	4,36

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

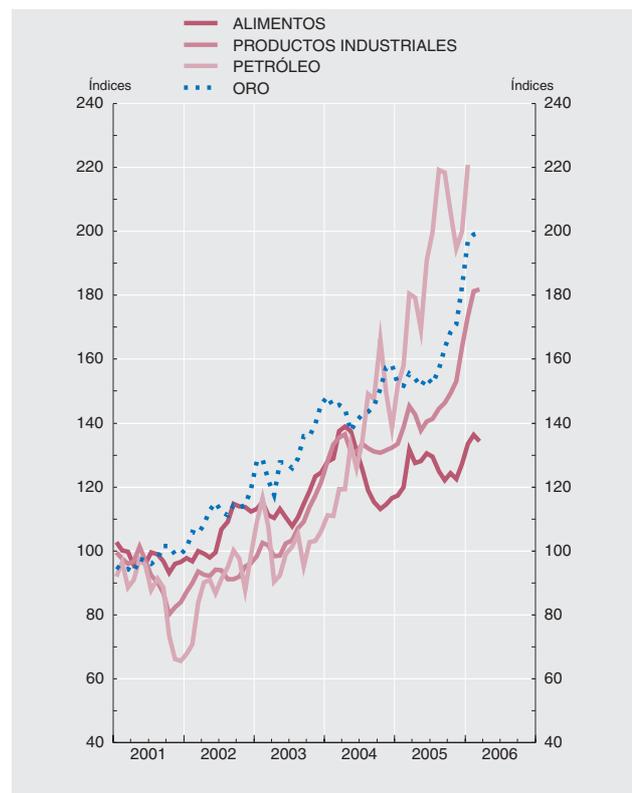
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>01</b>	100,2	95,0	97,7	91,9	94,8	88,4	86,1	24,6	97,2	271,1	9,74
<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>05 E-M</b>	92,4	130,1	123,1	139,1	126,8	146,0	163,6	47,6	153,2	427,3	10,48
<b>06 E-M</b>	118,4	153,9	134,6	178,8	146,8	196,1	...	61,4	198,6	554,0	14,78
<b>05 Feb</b>	91,2	128,1	119,9	138,7	127,2	145,0	157,8	45,4	151,8	423,4	10,46
<b>Mar</b>	96,5	137,6	131,7	145,2	132,1	152,4	180,4	53,3	155,4	433,5	10,57
<b>Abr</b>	96,0	134,2	127,6	142,8	129,7	149,9	179,4	51,1	153,9	429,2	10,67
<b>May</b>	96,6	132,3	128,0	137,8	129,2	142,5	169,3	48,0	151,4	422,3	10,69
<b>Jun</b>	102,8	134,9	130,5	140,6	129,7	146,1	190,9	54,0	154,4	430,7	11,39
<b>Jul</b>	103,5	134,7	129,6	141,2	135,6	144,3	199,7	57,7	152,3	424,9	11,34
<b>Ago</b>	100,7	133,5	124,9	144,5	130,3	152,2	219,1	64,3	157,0	437,9	11,45
<b>Sep</b>	100,3	132,6	122,1	146,2	134,6	152,5	218,4	62,6	163,5	456,0	11,98
<b>Oct</b>	104,0	135,9	124,3	149,3	135,7	156,7	206,1	58,3	168,4	469,9	12,57
<b>Nov</b>	106,6	135,8	122,4	153,1	132,8	164,2	194,7	55,0	170,9	476,7	13,01
<b>Dic</b>	111,6	143,3	127,3	163,9	136,0	179,0	200,0	56,5	182,8	509,9	13,81
<b>06 Ene</b>	115,2	150,9	133,4	173,4	143,0	189,5	220,9	62,9	197,1	549,9	14,53
<b>Feb</b>	121,0	155,9	136,2	181,3	149,5	198,6	...	59,7	198,9	555,0	14,94
<b>Mar</b>	119,4	155,2	134,4	182,0	148,3	200,3	...	61,6	199,7	557,1	14,89

### 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.

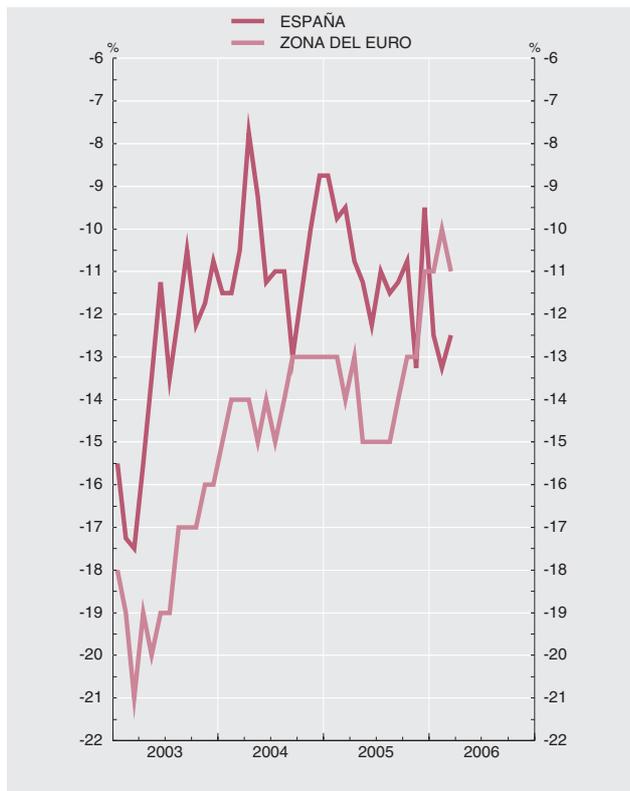
### 3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

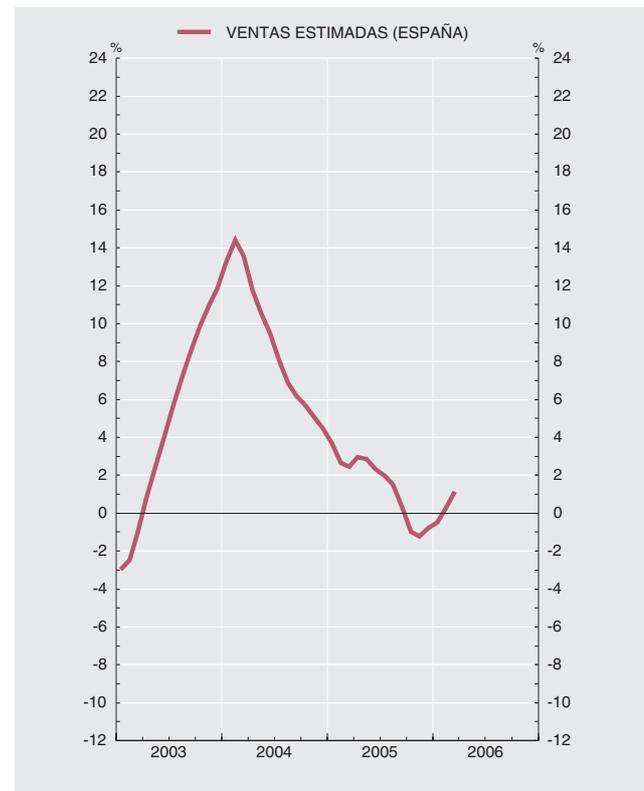
Tasas de variación interanual

	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	Matriculaciones	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			Nominal	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)		Resto (c)
				1			2			3	4					5	
<b>03</b>		-13	-9	-2	-2	-18	-11	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,9	5,2	0,8	4,2	0,7
<b>04</b>	P	-11	-4	-1	-6	-14	-9	10,8	12,2	9,8	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,4
<b>05</b>	P	-11	-7	-1	-5	-14	-9	1,4	1,9	0,8	1,3	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,4
<b>05 E-M</b>	P	-9	-4	-1	-10	-13	-10	0,7	1,0	-0,0	0,5	4,1	1,2	4,4	0,3	1,7	1,9
<b>06 E-M</b>	A	-13	-11	-3	-12	-11	-4	2,9	5,1	2,5	...	...	...	...	...	...	...
<b>05 Abr</b>	P	-11	-7	-2	-2	-13	-10	7,7	14,0	6,5	1,0	7,3	3,7	6,1	1,1	5,5	-0,5
<b>May</b>	P	-11	-9	-1	-2	-15	-11	7,9	3,1	7,1	-4,2	4,6	1,9	1,6	-0,2	3,3	2,2
<b>Jun</b>	P	-12	-9	-2	-6	-15	-11	1,6	-0,7	1,8	6,1	4,3	1,4	0,8	-0,3	2,6	1,1
<b>Jul</b>	P	-11	-7	-	-4	-15	-11	-2,9	-3,1	-2,8	3,0	1,7	-1,3	-0,5	-1,6	-1,0	0,5
<b>Ago</b>	P	-12	-8	-1	-4	-15	-10	9,4	9,1	9,5	7,4	6,4	3,3	5,0	2,0	4,4	2,2
<b>Sep</b>	P	-11	-7	-1	-5	-14	-7	5,4	6,3	4,6	4,6	5,6	1,8	4,1	1,5	2,0	1,6
<b>Oct</b>	P	-11	-7	-1	-4	-13	-5	-8,6	-6,3	-9,6	0,1	3,3	-0,1	1,6	-0,2	0,1	1,6
<b>Nov</b>	P	-13	-14	-3	-2	-13	-8	-3,1	0,6	-4,0	-2,0	3,6	0,4	1,1	-1,6	1,6	1,4
<b>Dic</b>	P	-10	-9	1	-5	-11	-5	0,8	2,1	-0,4	-1,8	4,4	0,8	4,8	-0,9	1,9	1,0
<b>06 Ene</b>	A	-13	-10	-3	-10	-11	-6	0,0	-1,1	-0,3	2,1	4,6	0,1	-0,2	-0,5	0,2	1,2
<b>Feb</b>	A	-13	-11	-3	-13	-10	-5	-1,6	3,8	-2,3	2,6	3,7	-0,4	1,6	-1,1	-	1,1
<b>Mar</b>	A	-13	-12	-3	-13	-11	-2	8,6	11,7	8,3	...	...	...	...	...	...	...

#### 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.

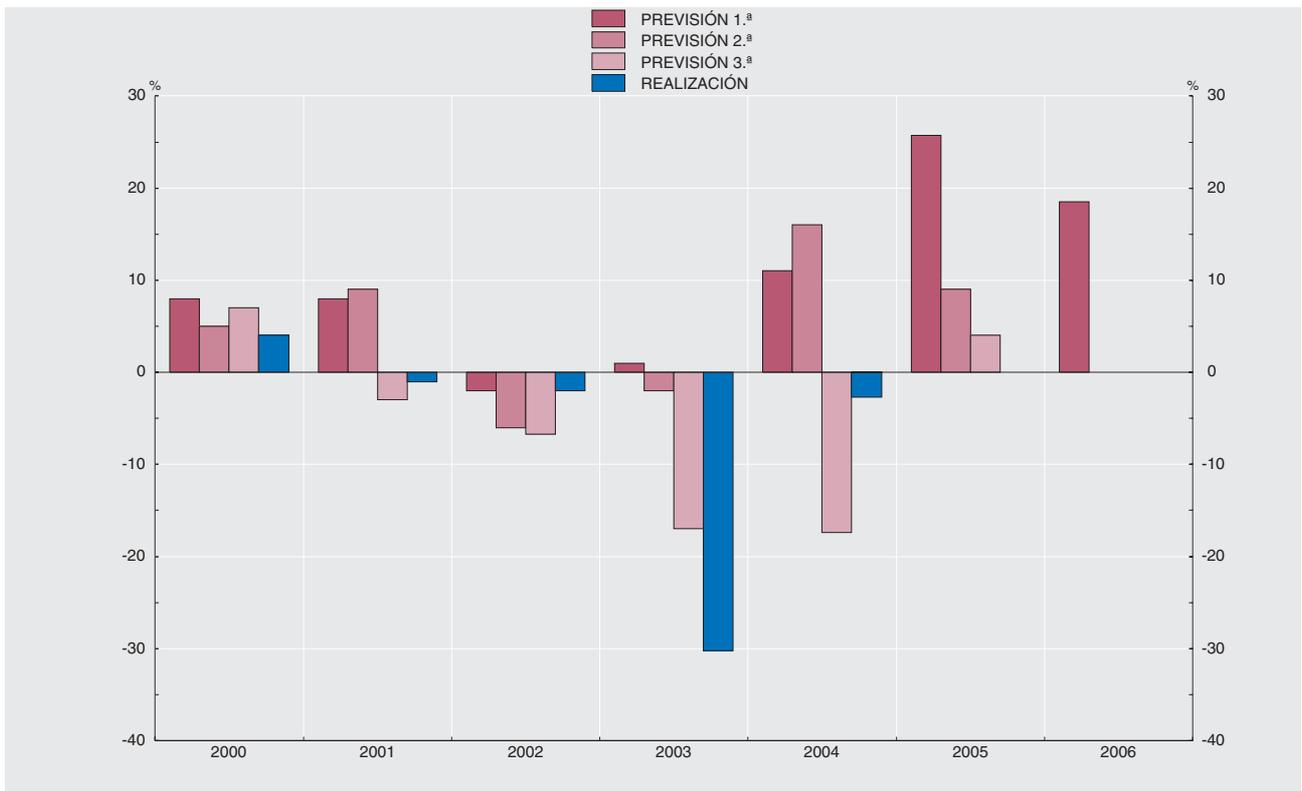
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ 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>
00	1			
01		4		
02		-1		
03		-2		
04		-30		
05		-3		
06		...		
		8		
		8		
		-2		
		1		
		11		
		26		
		19		
			5	
			9	
			-6	
			-2	
			16	
			9	
			...	
				7
				-3
				-7
				-17
				-17
				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.

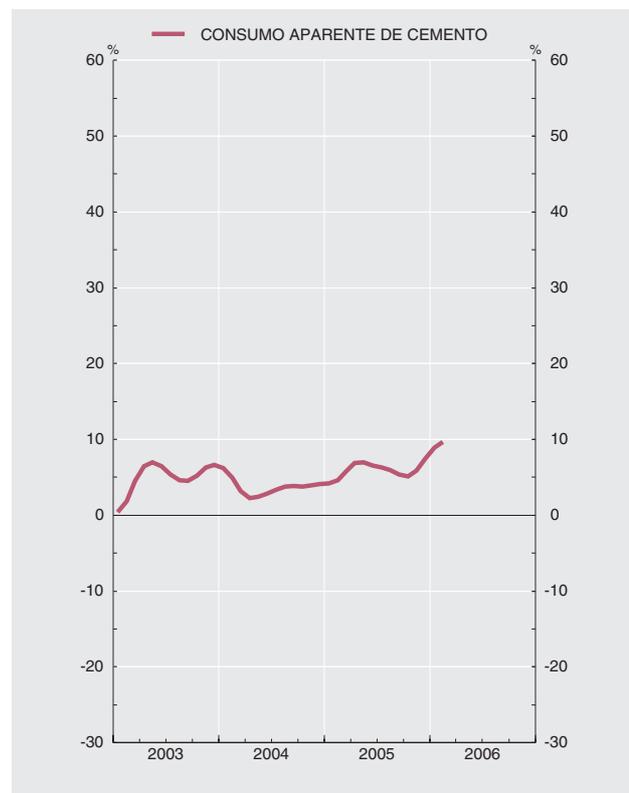
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			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	
03	12,4	14,6	14,7	3,0	17,5	19,9	-10,9	-10,9	-0,3	-11,7	35,4	3,8	-14,8	4,8
04	12,4	13,1	13,9	9,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,7
05	...	...	...	...	5,3	4,8	18,5	18,5	40,5	15,1	30,3	51,0	10,7	5,2
05 E-F	3,2	5,3	5,7	-6,4	5,8	9,0	4,7	4,7	23,5	-3,8	13,5	35,8	0,2	1,4
06 E-F	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	13,0
04 Nov	39,3	44,5	44,8	15,4	14,8	16,1	60,0	15,2	160,2	176,1	175,8	156,6	28,8	12,8
04 Dic	16,4	22,0	21,0	-4,8	-5,8	-0,5	61,7	18,3	144,6	365,4	259,0	102,5	28,6	6,1
05 Ene	4,4	6,0	4,9	-2,8	4,7	13,2	63,0	63,0	21,0	117,9	-17,8	-0,8	74,6	0,3
05 Feb	2,3	4,9	6,3	-8,7	6,8	5,8	-38,7	4,7	25,8	-52,7	91,5	84,6	-52,2	2,4
05 Mar	1,9	7,3	7,6	-21,2	3,0	-3,2	7,7	5,8	101,0	109,7	-16,4	97,6	-12,2	-2,3
05 Abr	-1,6	-3,7	-6,6	10,7	7,6	12,9	57,8	15,6	94,4	229,3	213,0	73,3	45,6	16,9
05 May	20,7	21,2	23,6	17,7	4,7	3,6	142,2	29,9	122,4	28,5	-19,4	159,4	152,0	12,4
05 Jun	23,4	23,8	25,5	21,7	2,4	2,2	-10,4	19,9	93,6	-19,1	21,2	150,6	-32,6	4,9
05 Jul	26,0	21,8	21,0	46,1	-2,5	-10,7	-30,9	7,1	8,3	66,0	-23,2	-10,3	-42,9	-0,1
05 Ago	8,5	12,8	11,5	-13,0	-6,0	-1,8	21,0	9,1	11,8	-23,9	559,0	50,3	24,2	15,9
05 Sep	6,9	8,1	11,0	1,2	20,9	19,9	89,7	13,3	48,0	8,9	2,4	62,8	108,7	3,1
05 Oct	5,2	6,1	5,6	0,6	3,1	4,9	63,3	17,0	33,2	-7,2	189,3	47,6	80,8	3,2
05 Nov	...	...	...	...	5,8	6,8	42,9	18,9	81,6	88,7	101,7	79,9	18,6	1,6
05 Dic	...	...	...	...	14,8	13,7	15,1	18,5	-21,2	-35,3	-16,1	-15,1	42,7	6,7
06 Ene	...	...	...	...	23,9	18,9	18,8	18,8	143,0	262,1	192,9	83,9	-5,1	13,6
06 Feb	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	12,5

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



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



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

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

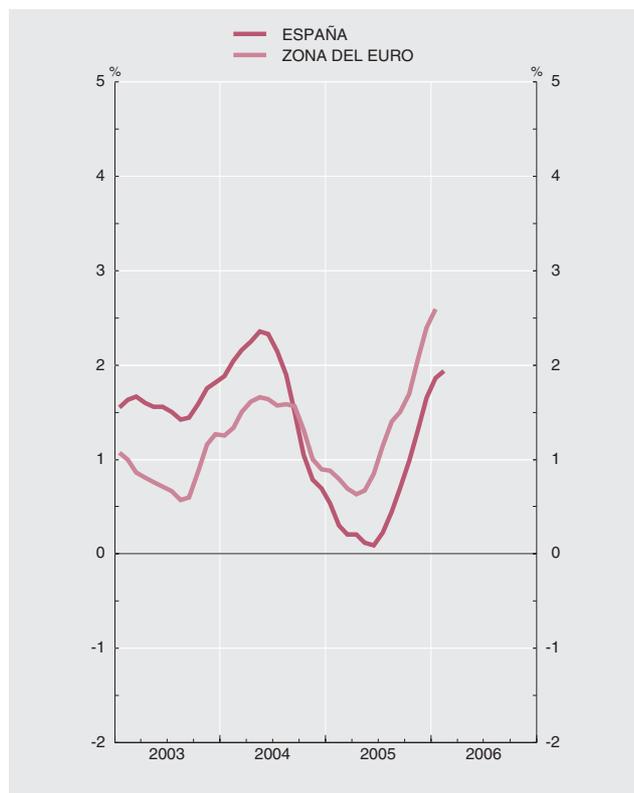
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

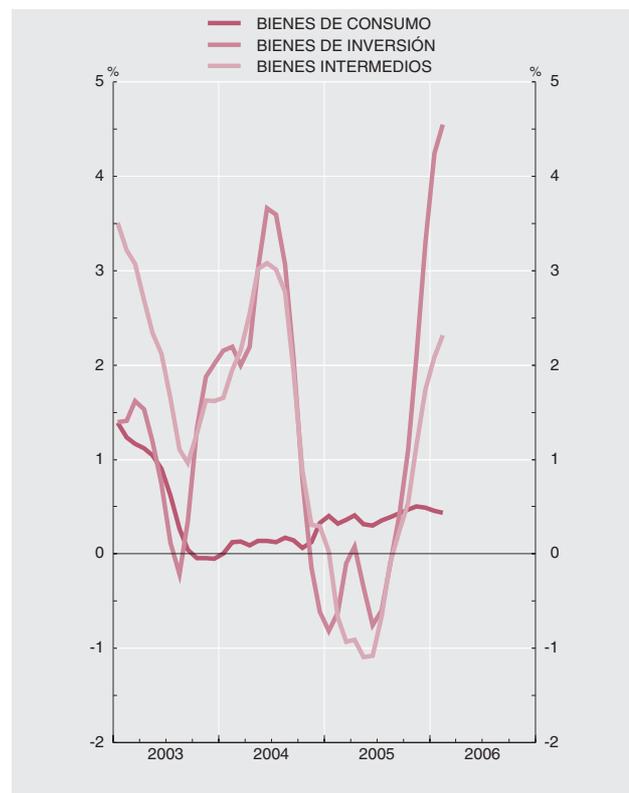
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro					
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,3	
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	1,9	2,0	0,5	3,0	2,2	
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,2	1,2	0,6	2,5	0,8	
05	E-F	MP	98,5	-0,1	-0,4	-3,0	-0,7	5,7	-10,9	-1,2	9,3	1,1	1,2	-0,2	2,3	1,3
06	E-F	MP	102,2	3,8	1,7	8,1	3,5	3,4	3,9	3,9	3,0	...	...	...	...	
04	Nov	P	109,6	4,3	4,5	4,1	3,5	6,1	3,6	3,9	7,6	0,8	0,2	-0,5	0,7	1,1
	Dic	P	95,5	1,2	1,4	-1,7	1,1	4,8	2,3	0,4	6,4	1,2	0,8	0,9	-0,3	1,2
05	Ene	P	96,8	0,8	1,1	-4,7	0,6	7,8	-10,1	-0,3	10,9	1,7	2,4	0,5	3,3	2,8
	Feb	P	100,1	-1,0	-1,7	-1,4	-2,0	3,6	-11,6	-2,0	7,7	0,4	0,0	-0,8	1,4	-0,2
	Mar	P	105,0	-6,7	-7,0	-6,7	-8,7	-0,4	-16,2	-7,7	2,9	-0,1	-1,0	-1,9	1,8	-1,0
	Abr	P	107,2	7,4	9,7	11,6	6,1	0,8	-	8,2	2,1	1,3	2,2	0,8	3,4	0,5
	May	P	106,9	0,1	-0,1	1,7	-0,6	1,0	5,1	-0,2	2,3	0,0	-0,2	0,5	0,7	-0,5
	Jun	P	110,1	-0,2	1,1	-1,4	-1,2	1,7	1,6	-0,5	3,0	0,7	0,6	0,6	2,5	-1,2
	Jul	P	106,3	-3,5	-2,8	-6,2	-4,5	2,1	-3,4	-4,1	2,6	0,6	0,1	-0,2	2,8	-0,9
	Ago	P	76,0	3,7	4,2	5,7	4,8	-0,7	5,9	4,3	-0,4	2,7	3,1	3,6	2,9	3,5
	Sep	P	107,9	0,2	0,5	-2,2	-0,1	3,9	-1,7	-	2,1	1,3	1,6	1,8	2,9	0,8
	Oct	P	104,7	-0,1	-	-0,9	-1,1	3,7	-4,8	-0,2	1,4	0,3	0,7	0,5	0,4	0,9
	Nov	P	110,6	0,9	0,2	-1,3	1,1	5,5	-2,1	0,4	6,3	3,0	3,4	1,1	4,7	3,7
	Dic	P	96,8	1,4	-1,1	2,4	1,0	5,4	-8,6	0,8	6,7	2,8	2,4	1,3	3,9	2,6
06	Ene	P	101,9	5,3	2,6	12,2	4,8	3,8	0,6	5,5	4,5	2,6	2,4	1,0	4,5	2,2
	Feb	P	102,4	2,3	0,8	4,5	2,3	2,9	7,1	2,5	1,4	...	...	...	...	...

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.

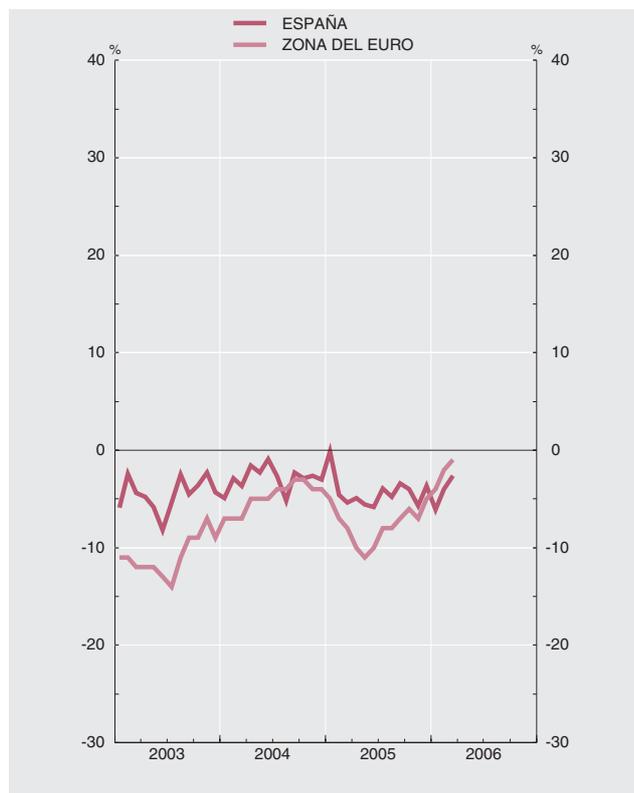
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

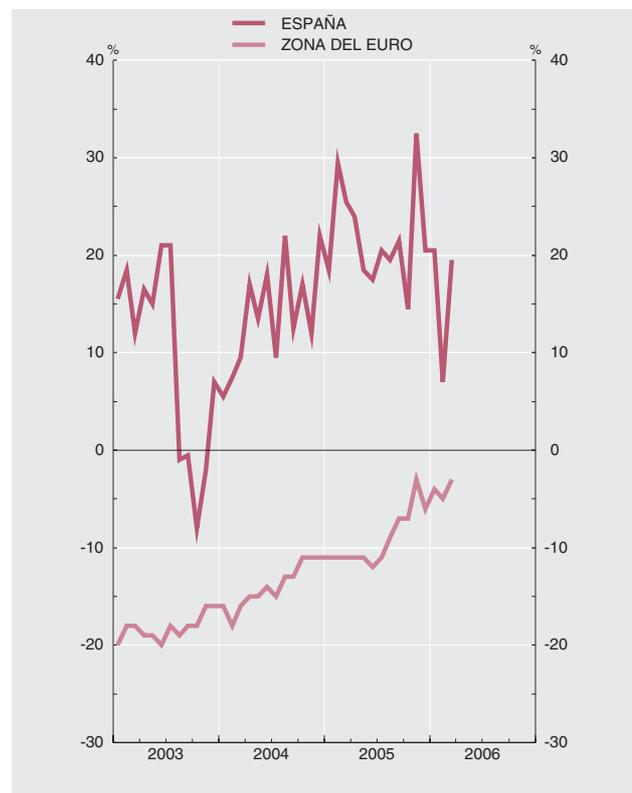
Saldo

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

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

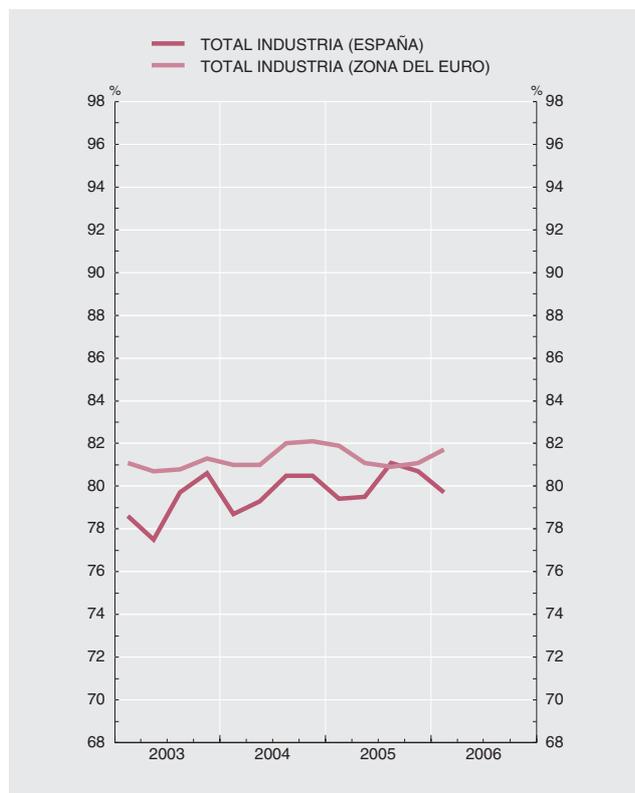
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

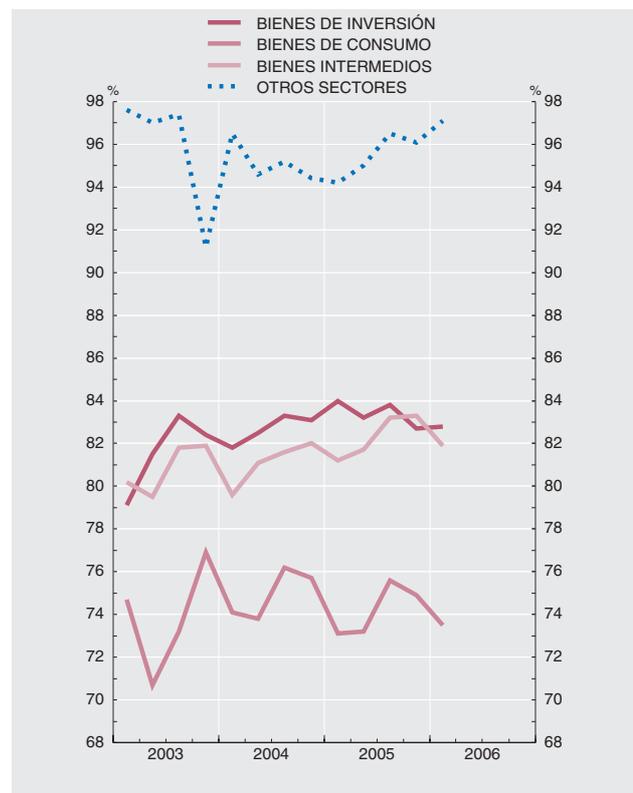
Porcentajes y saldos

	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>03</b>	79,1	80,9	6	73,9	76,7	7	81,6	83,0	7	80,9	82,2	5	95,8	95,6	-1	81,0
<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	81,5
<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	81,3
<b>05 I-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	-	81,9
<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	-	81,7
<b>03 III</b>	79,7	80,9	7	73,2	75,3	6	83,3	84,3	9	81,8	82,5	7	97,4	96,9	-	80,8
<b>04 IV</b>	80,6	82,0	8	76,9	78,5	13	82,4	83,8	7	81,9	83,2	6	91,2	91,1	-	81,3
<b>04 I</b>	78,7	80,2	10	74,1	75,8	13	81,8	82,8	10	79,6	81,4	7	96,5	96,4	-	81,0
<b>04 II</b>	79,3	81,2	6	73,8	76,2	5	82,5	83,8	8	81,1	83,0	7	94,6	94,6	-	81,0
<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	-	82,0
<b>04 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	82,1
<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	-	81,9
<b>05 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	-	81,1
<b>05 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	-	80,9
<b>05 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	81,1
<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	-	81,7

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

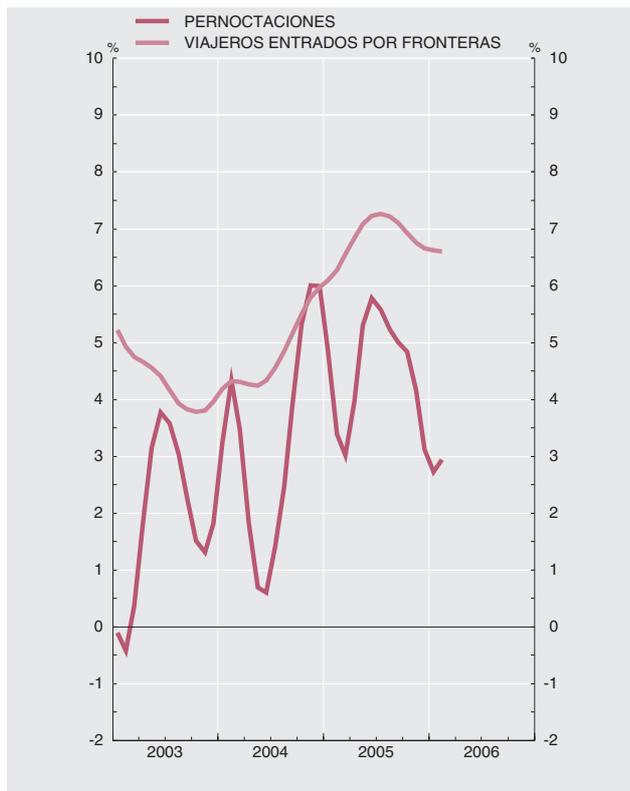
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

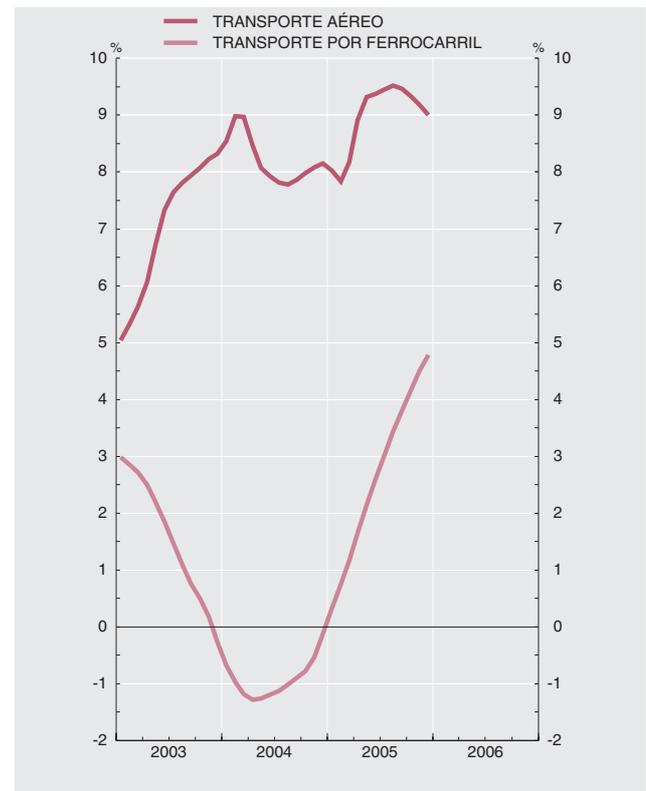
Tasas de variación interanual

	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	
03	3,8	2,1	2,4	0,7	2,9	-2,8	13,6	7,4	8,1	7,0	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1
04	6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,1
05	5,7	5,2	4,6	3,3	7,3	6,1	9,0	9,2	13,6	6,2	-3,0	...	...	4,1	-2,2
05 E-F	4,0	3,3	3,7	2,3	3,2	3,0	3,6	6,2	7,6	5,0	1,4	-4,2	22,2	2,7	-8,3
06 E-F	4,5	1,5	0,8	-1,4	5,0	1,0	10,0	...	...	...	...	...	...	...	...
04 Nov	6,9	5,4	6,0	5,3	6,7	8,0	5,0	6,7	9,9	3,9	7,5	15,3	4,5	-1,6	1,1
04 Dic	8,1	1,3	9,2	3,4	8,9	12,2	5,4	9,7	9,5	9,9	11,7	-0,0	10,6	-1,6	-13,2
05 Ene	6,4	6,9	6,6	6,3	5,3	6,2	4,2	9,9	10,0	9,7	4,2	9,8	44,1	4,3	-3,5
05 Feb	2,0	0,4	1,2	-1,0	1,4	0,2	2,9	2,9	5,5	0,7	-1,1	-18,5	5,3	1,2	-12,8
05 Mar	10,5	0,1	9,5	-2,2	17,8	16,3	20,0	12,2	14,1	10,8	-3,3	33,6	8,9	-0,5	-22,8
05 Abr	-1,4	-3,6	-6,7	-5,5	-0,7	0,0	-1,7	5,4	12,3	0,4	8,1	-18,0	5,7	15,9	-0,8
05 May	8,1	3,8	8,0	2,3	7,6	5,4	11,6	11,2	17,8	6,8	-6,9	-11,1	7,1	5,3	-3,5
05 Jun	6,4	8,4	5,0	4,6	11,0	7,8	17,0	8,8	13,7	5,6	-3,4	-4,4	11,4	3,7	-4,8
05 Jul	7,5	7,7	6,6	5,0	10,4	7,7	15,5	11,9	17,5	8,5	-6,9	6,4	6,6	2,5	-10,6
05 Ago	5,1	5,1	4,1	3,5	5,9	5,5	6,6	8,7	14,9	5,0	-2,2	7,6	5,7	2,5	2,5
05 Sep	6,5	9,0	5,4	5,3	10,9	8,3	16,1	10,6	16,4	7,0	-5,0	12,4	3,7	3,8	4,5
05 Oct	3,5	5,4	5,5	6,9	4,9	4,6	5,4	8,3	14,7	4,4	-1,2	-16,0	5,4	2,0	31,3
05 Nov	9,0	9,9	7,1	7,2	5,7	7,7	3,1	10,7	12,5	9,1	-3,1	-1,7	5,3	3,2	-2,4
05 Dic	3,8	7,9	0,8	2,9	5,0	2,8	7,5	9,0	10,4	7,8	-10,5	...	...	3,2	8,8
06 Ene	3,3	0,9	-0,3	-1,2	3,6	-0,1	7,9	...	...	...	...	...	...	...	...
06 Feb	5,6	1,9	1,8	-1,7	6,4	2,0	12,2	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.

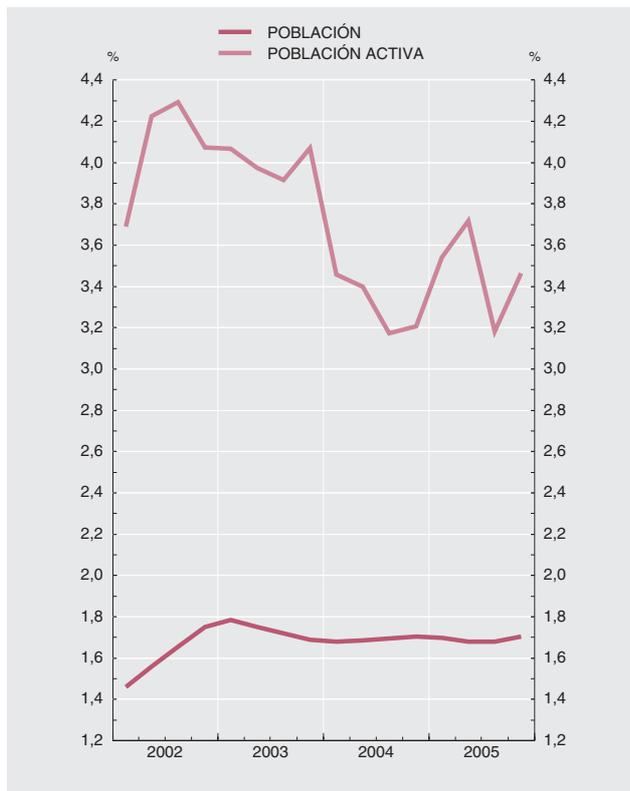
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

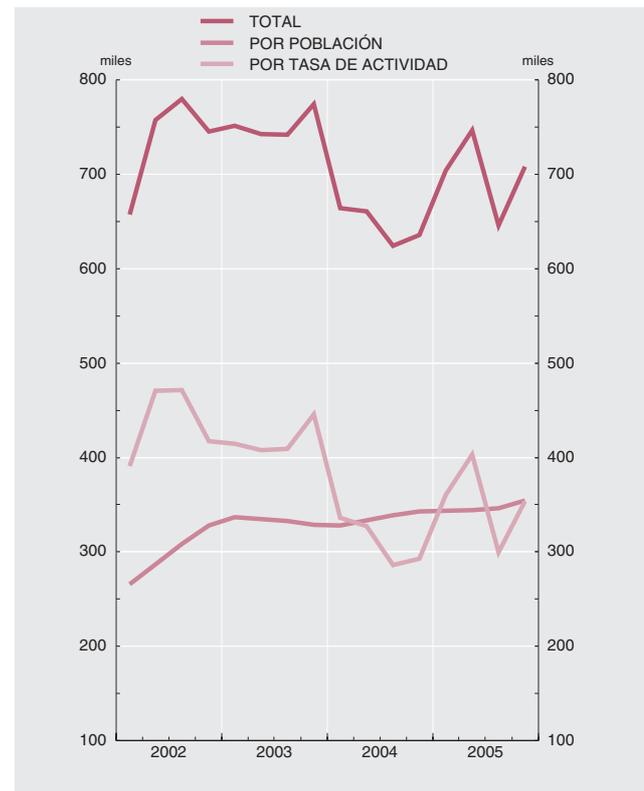
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa				
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4 3	Tasa de actividad (%) (a) 4	Miles de personas (a) 5	Variación interanual (b)			1 T 4 9
							Total (Miles de personas) 6	Por población (Miles de personas) 7	Por tasa de actividad (Miles de personas) 8	
02	M	34 615	547	1,6	54,27	18 786	735	297	438	4,1
03	M	35 215	601	1,7	55,48	19 538	753	333	419	4,0
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3
04 I-IV	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	2 585	1 343	1 242	3,3
05 I-IV	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	2 805	1 388	1 417	3,5
03 II		35 142	605	1,8	55,30	19 432	743	334	408	4,0
03 III		35 288	597	1,7	55,79	19 685	742	333	409	3,9
03 IV		35 434	588	1,7	55,91	19 812	775	329	446	4,1
04 I		35 583	587	1,7	55,89	19 888	664	328	336	3,5
04 II		35 735	593	1,7	56,23	20 093	661	333	327	3,4
04 III		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2
04 IV		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
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

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).

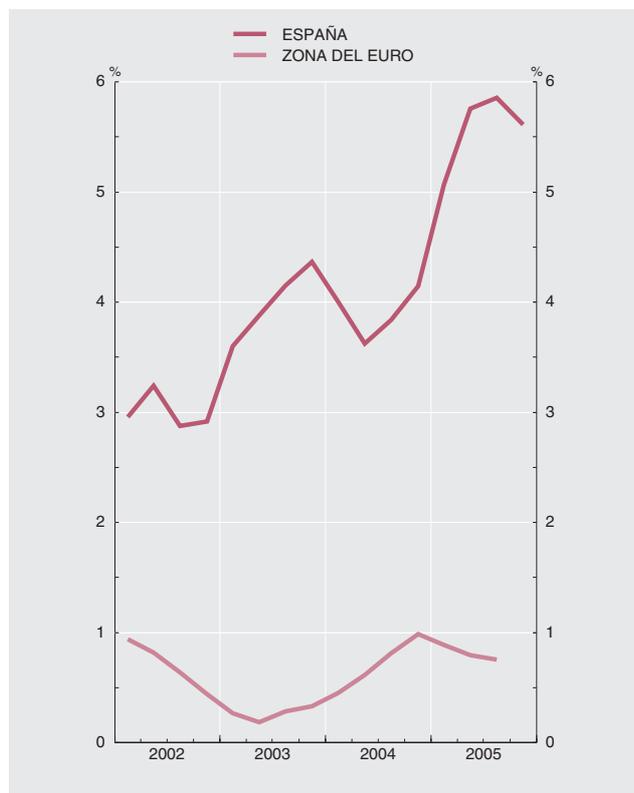
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

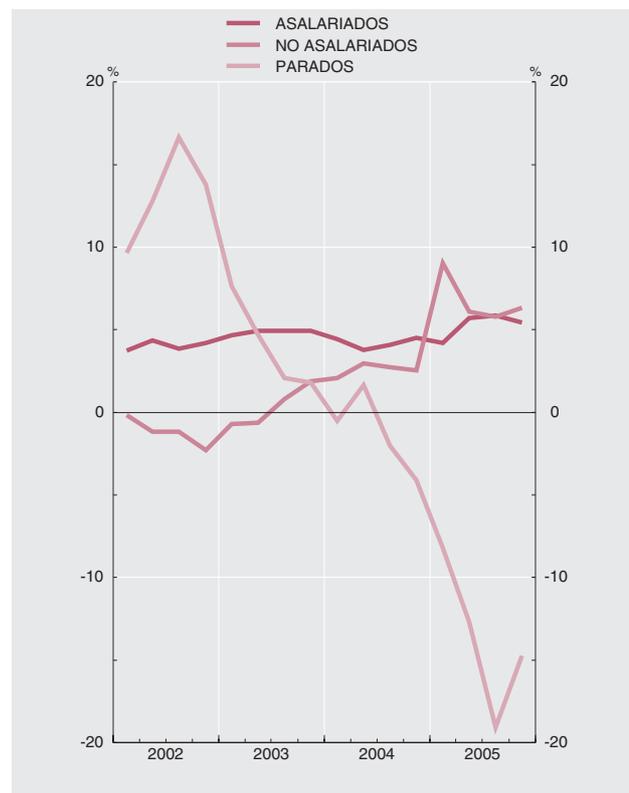
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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 (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
02	M	16 630	484	3,0	13 472	522	4,0	3 158	-38	-1,2	2 155	251	13,2	11,47	0,7	8,28
03	M	17 296	666	4,0	14 127	656	4,9	3 169	10	0,3	2 242	87	4,0	11,48	0,3	8,73
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,7	8,87
04 I-IV	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,7	8,87
05 I-IV	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	...	8,56
03 II		17 241	644	3,9	14 078	664	4,9	3 163	-20	-0,6	2 191	99	4,7	11,28	0,2	8,71
III		17 459	696	4,2	14 293	672	4,9	3 166	25	0,8	2 226	45	2,1	11,31	0,3	8,74
IV		17 560	734	4,4	14 375	676	4,9	3 185	59	1,9	2 252	40	1,8	11,37	0,3	8,86
04 I		17 600	677	4,0	14 375	612	4,4	3 225	65	2,1	2 287	-12	-0,5	11,50	0,4	8,90
II		17 866	625	3,6	14 609	531	3,8	3 256	93	3,0	2 227	36	1,6	11,08	0,6	8,89
III		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,8	8,89
IV		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	1,0	8,82
05 I		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,9	8,78
II		18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,8	8,65
III		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,8	8,46
IV		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	...	8,35

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

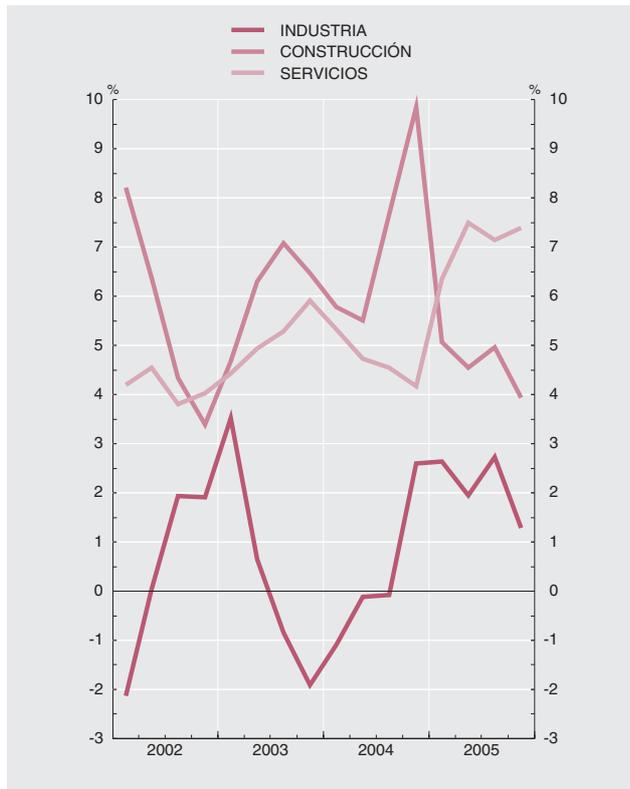
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

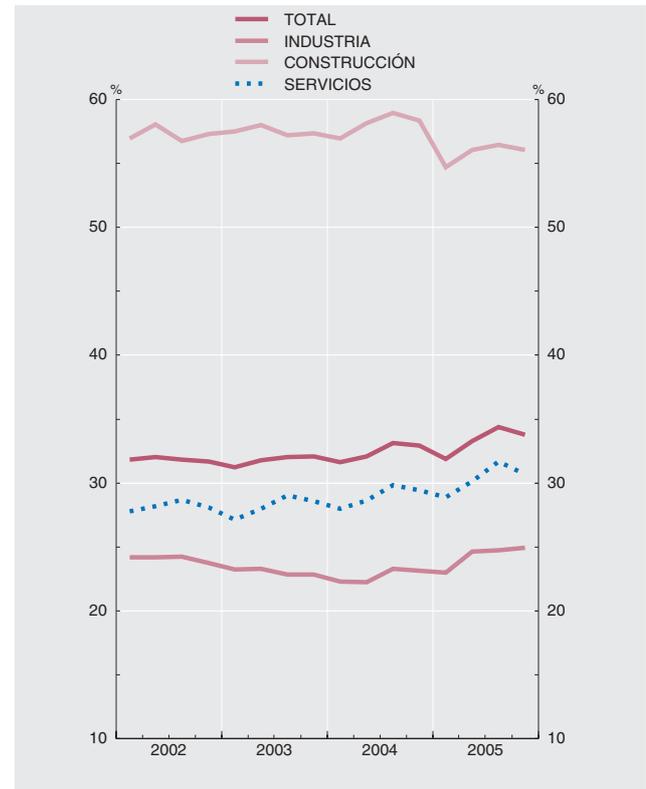
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
02	M	3,0	4,0	31,8	-4,8	-4,0	60,4	0,4	0,7	24,1	5,5	5,9	57,3	4,1	5,3	28,2	3,5	3,4	4,1
03	M	4,0	4,9	31,8	-0,4	3,7	60,6	0,3	-0,0	23,0	6,1	7,5	57,5	5,1	6,0	28,2	4,3	4,2	5,3
04	M	3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9
04 I-IV	M	3,9	4,2	2,1	-0,2	3,9	2,6	0,3	1,0	-1,4	7,2	6,4	1,0	4,7	4,8	2,8	4,6	4,4	3,7
05 I-IV	M	5,6	5,3	2,7	1,2	1,7	0,6	2,1	0,5	7,0	4,6	3,3	-3,9	7,1	7,3	4,7	5,8	...	...
03 II		3,9	4,9	31,8	-1,6	3,4	59,7	0,6	0,0	23,3	6,3	8,0	58,0	4,9	6,1	28,0	4,2	4,0	4,7
03 III		4,2	4,9	32,0	2,6	5,4	56,7	-0,8	-0,8	22,8	7,1	8,6	57,2	5,3	6,1	29,0	4,2	4,1	5,3
03 IV		4,4	4,9	32,1	4,0	12,7	61,9	-1,9	-2,1	22,8	6,5	7,1	57,4	5,9	6,5	28,6	4,4	4,5	6,6
04 I		4,0	4,4	31,6	2,6	8,4	63,7	-1,1	-0,5	22,3	5,8	5,5	56,9	5,3	5,6	28,0	4,1	4,2	5,9
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
04 III		3,8	4,1	33,1	0,2	7,5	60,3	-0,1	0,6	23,3	7,7	6,5	58,9	4,6	4,6	29,8	4,0	4,1	4,8
04 IV		4,1	4,5	32,9	-3,1	-1,7	63,5	2,6	3,3	23,1	9,8	9,4	58,3	4,2	4,3	29,4	4,6	4,4	3,7
05 I		5,1	4,2	31,9	-1,4	-8,5	61,7	2,6	0,9	23,0	5,1	3,4	54,7	6,4	6,0	28,9	5,5	...	...
05 II		5,8	5,7	33,3	0,7	3,3	61,9	2,0	0,7	24,6	4,5	3,7	56,0	7,5	7,7	30,1	6,1	...	...
05 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	...	...
05 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	...	...

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).

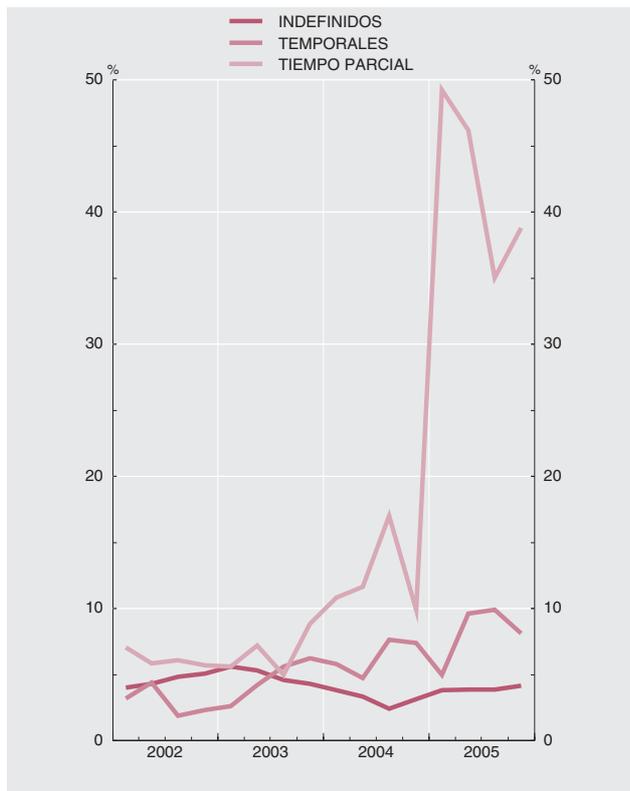
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

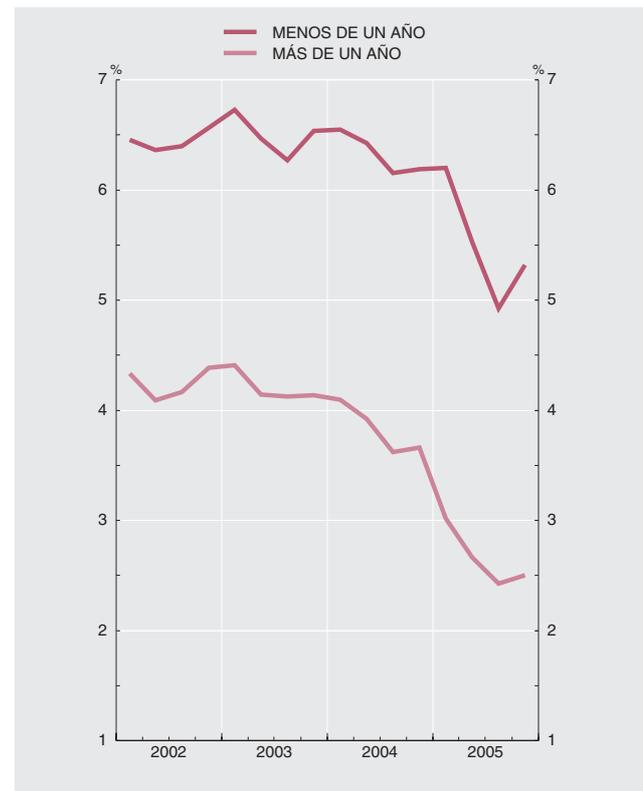
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
02	M	400	4,6	122	2,9	31,84	458	3,8	65	6,2	8,30	6,45	22,3	4,24	5,0	20,16	43,32	48,93
03	M	455	4,9	201	4,7	31,77	581	4,7	75	6,7	8,44	6,50	4,9	4,20	3,0	19,99	42,30	47,61
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
04 I-IV	M	306	3,2	288	6,4	32,44	524	4,0	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
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	...	...	...
03 II		483	5,3	181	4,2	31,78	583	4,7	81	7,2	8,60	6,46	5,6	4,14	5,3	20,54	44,07	49,43
03 III		428	4,6	243	5,6	32,03	617	4,9	54	5,0	8,03	6,27	1,9	4,13	2,9	19,47	38,58	43,80
03 IV		405	4,3	271	6,2	32,06	574	4,6	101	8,9	8,66	6,54	3,7	4,14	-1,7	19,34	43,87	49,23
04 I		362	3,8	250	5,8	31,63	485	3,9	127	10,8	9,00	6,55	0,7	4,09	-3,9	17,99	42,10	47,98
04 II		320	3,3	211	4,7	32,07	390	3,0	141	11,6	9,26	6,43	2,8	3,92	-2,1	18,77	42,48	47,89
04 III		234	2,4	349	7,6	33,13	388	2,9	195	17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07
04 IV		308	3,2	340	7,4	32,94	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	...	...	...

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

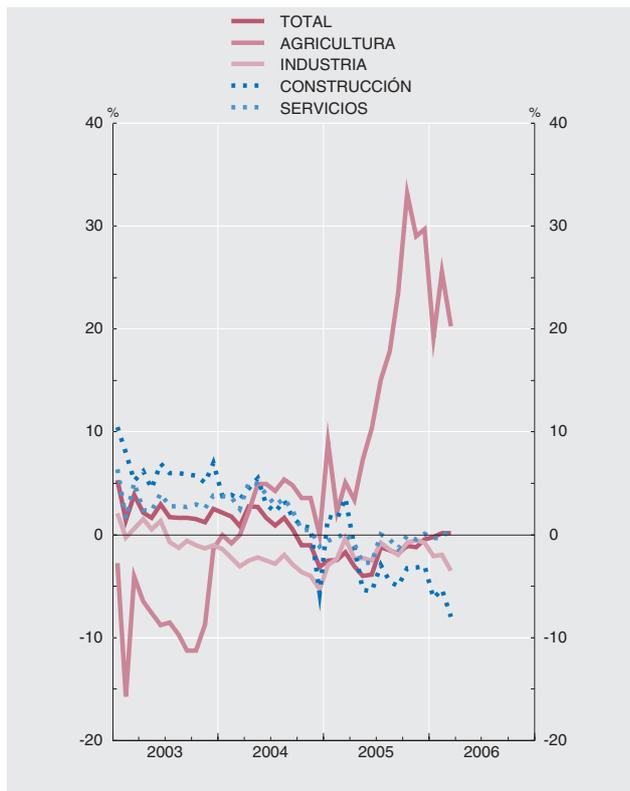
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

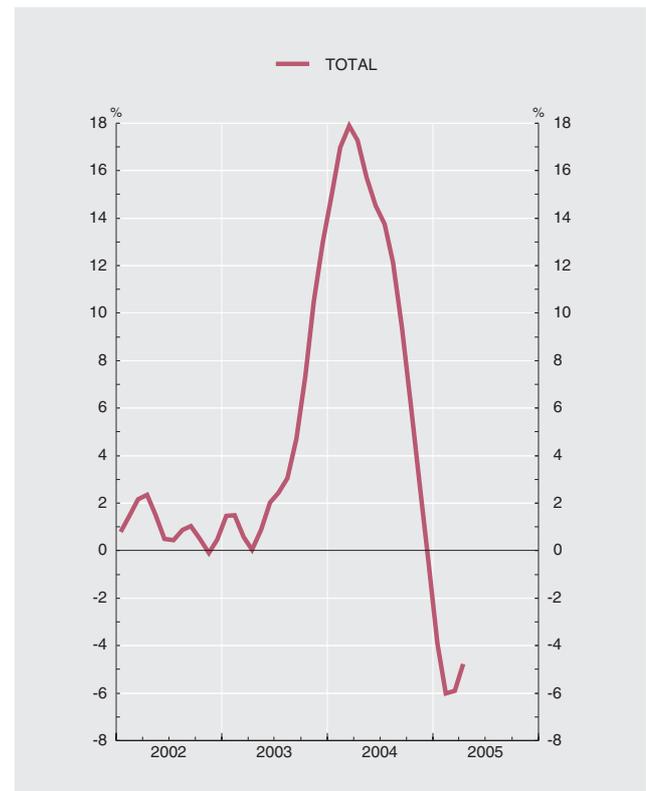
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
						Total	Agri-cultura	Total	Industria	Construcción								Servicios
03	M	2 097	47	2,3	-0,5	2,7	-8,2	3,1	-0,0	6,4	3,3	1 222	3,4	8,67	21,21	91,33	1 193	4,2
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	...	...
05	E-M	2 162	-49	-2,2	-17,9	-0,0	5,4	-0,2	-1,9	2,3	-0,3	1 274	-8,8	10,35	21,60	89,65	1 226	-11,5
06	E-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	...	...
05	Feb	2 165	-54	-2,4	-17,8	-0,3	2,2	-0,4	-2,3	1,5	-0,3	1 230	-11,0	10,98	21,72	89,02	1 175	-14,2
	Mar	2 145	-37	-1,7	-18,0	0,6	5,1	0,5	-0,4	3,6	0,1	1 307	-8,0	10,76	22,91	89,24	1 248	-11,5
	Abr	2 096	-66	-3,1	-17,3	-1,0	3,4	-1,2	-2,3	-1,2	-0,9	1 323	5,3	10,07	22,68	89,93	1 278	3,6
	May	2 007	-83	-4,0	-12,9	-2,7	7,3	-3,0	-2,3	-5,4	-2,8	1 430	11,8	9,40	22,85	90,60	...	...
	Jun	1 975	-79	-3,9	-12,3	-2,6	10,4	-3,0	-2,5	-5,5	-2,7	1 567	12,6	8,49	22,88	91,51	...	...
	Jul	1 989	-25	-1,2	-9,5	-0,1	15,1	-0,5	-0,8	-2,9	0,0	1 570	5,6	7,40	24,16	92,60	...	...
	Ago	2 019	-31	-1,5	-7,7	-0,7	17,9	-1,2	-1,4	-4,5	-0,5	1 298	15,4	7,09	21,77	92,91	...	...
	Sep	2 013	-37	-1,8	-6,1	-1,2	23,5	-1,9	-2,0	-5,0	-1,3	1 618	9,6	8,58	24,53	91,42	...	...
	Oct	2 053	-23	-1,1	-11,3	0,3	33,2	-0,6	-0,7	-3,3	-0,1	1 637	11,2	9,05	27,18	90,95	...	...
	Nov	2 096	-26	-1,2	-10,1	0,0	29,0	-0,8	-0,5	-3,2	-0,5	1 569	8,5	9,10	25,24	90,90	...	...
	Dic	2 103	-10	-0,5	-6,8	0,4	29,7	-0,5	-0,7	-3,0	0,1	1 330	8,7	8,16	23,95	91,84	...	...
06	Ene	2 172	-5	-0,2	4,9	-0,8	19,2	-1,4	-2,1	-6,2	-0,3	1 473	14,6	10,85	21,25	89,15	...	...
	Feb	2 169	4	0,2	5,9	-0,5	25,6	-1,2	-1,9	-5,3	-0,3	1 367	11,1	11,75	21,83	88,25	...	...
	Mar	2 149	4	0,2	6,5	-0,6	20,3	-1,2	-3,5	-7,9	0,6	1 556	19,0	11,33	22,42	88,67	...	...

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.

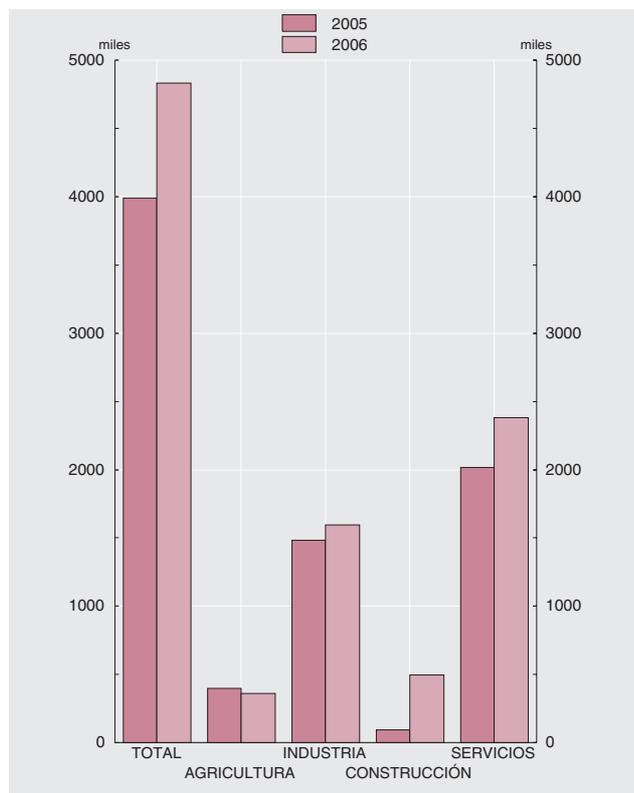
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

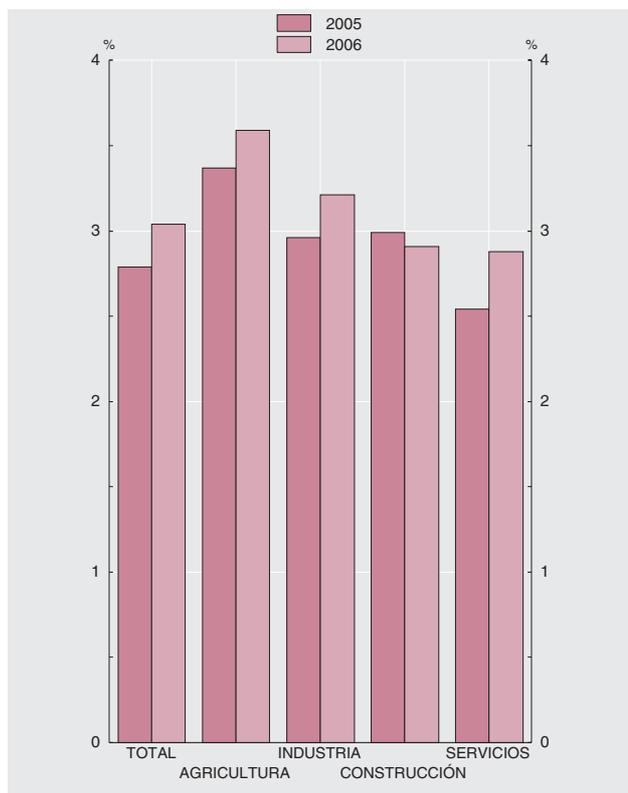
Miles de personas y porcentajes

	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 revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>03</b>	9 995	3,68	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41
<b>04</b>	9 981	3,63	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>	8 745	3,95	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>04</b>																	
Sep	9 863	3,62	5 005	1 743	6 748	-212	325	2 094	877	3 451	2,90	2,93	2,90	2,99	2,96	3,41	2,73
Oct	9 979	3,63	5 073	1 943	7 017	-460	331	2 229	927	3 530	2,90	2,92	2,91	2,95	2,96	3,41	2,74
Nov	9 980	3,63	5 187	2 279	7 466	-341	497	2 301	1 046	3 622	2,93	3,00	2,95	3,32	2,96	3,43	2,76
Dic	9 981	3,63	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,32	2,96	3,43	2,75
<b>05</b>																	
Ene	8 048	3,98	3 268	2	3 269	387	398	1 220	93	1 558	2,73	2,00	2,72	3,37	2,75	2,98	2,52
Feb	8 076	3,98	3 988	3	3 991	888	399	1 483	93	2 016	2,79	2,64	2,79	3,37	2,96	2,99	2,54
Mar	8 127	3,98	4 581	181	4 762	651	410	1 565	283	2 503	2,82	3,63	2,85	3,38	2,95	3,00	2,69
Abr	8 448	3,96	4 805	189	4 994	488	410	1 650	309	2 625	2,85	3,61	2,88	3,38	3,00	3,05	2,70
May	8 594	3,95	4 919	633	5 553	813	454	1 719	523	2 856	2,87	3,37	2,92	3,46	3,02	2,95	2,78
Jun	8 637	3,95	4 989	650	5 639	580	454	1 729	523	2 932	2,86	3,36	2,92	3,46	3,01	2,95	2,77
Jul	8 641	3,95	5 178	740	5 918	325	456	1 773	532	3 157	2,85	3,32	2,90	3,46	3,02	2,95	2,75
Ago	8 641	3,95	5 324	1 010	6 334	361	456	1 817	562	3 499	2,87	3,27	2,93	3,46	3,02	3,00	2,80
Sep	8 744	3,95	5 324	1 382	6 706	-42	456	2 104	562	3 584	2,87	3,09	2,91	3,46	2,96	3,00	2,80
Oct	8 745	3,95	5 457	1 862	7 319	303	491	2 207	742	3 879	2,86	3,08	2,92	3,44	2,97	2,92	2,82
Nov	8 745	3,95	5 539	2 384	7 923	457	491	2 345	969	4 117	2,86	3,14	2,95	3,44	2,98	2,92	2,88
Dic	8 745	3,95	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>																	
Ene	4 654	3,05	3 708	1	3 709	440	336	1 057	483	1 833	2,79	2,62	2,79	3,55	2,65	2,85	2,71
Feb	4 671	3,06	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

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.

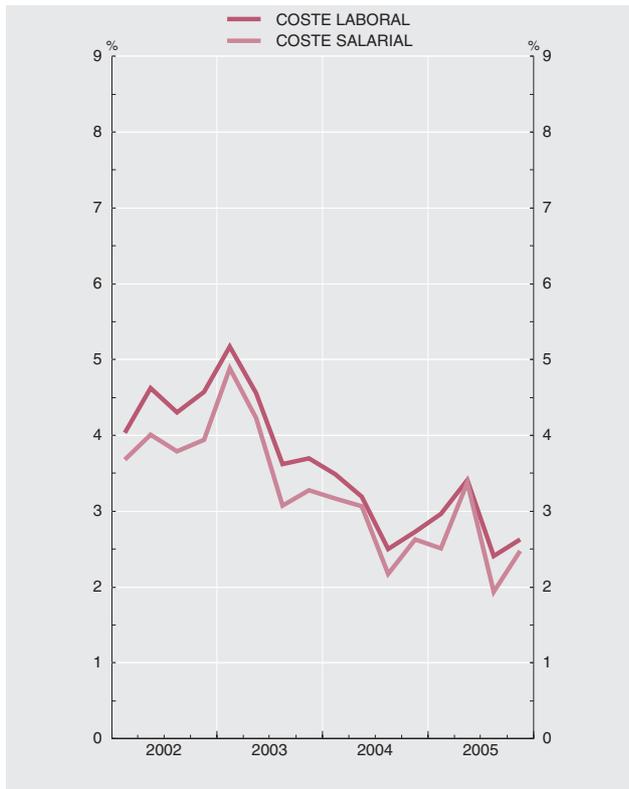
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

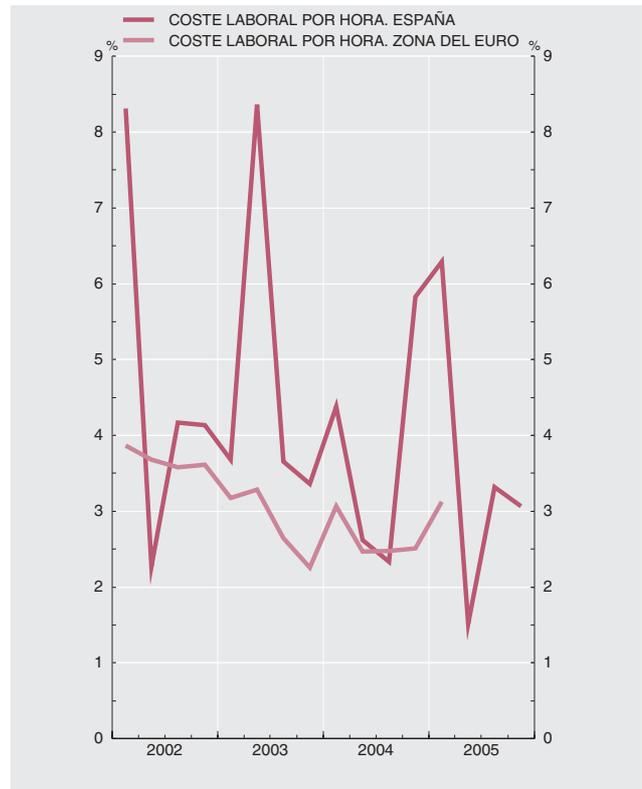
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
02	M	4,4	4,8	4,8	4,4	4,6	3,9	4,7	4,1	3,8	4,1	6,0	3,7
03	M	4,2	4,7	6,3	3,8	4,7	3,8	4,4	5,0	3,5	4,3	5,4	2,8
04	M	3,0	3,4	5,2	2,6	3,8	2,8	3,3	4,2	2,5	3,6	3,6	2,6
04 I-IV	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 I-IV	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	...
03 II		4,6	5,5	6,3	4,0	8,4	4,2	5,1	4,9	3,9	8,0	5,5	3,3
03 III		3,6	4,4	6,4	2,9	3,7	3,1	3,7	5,1	2,6	3,1	5,2	2,6
03 IV		3,7	3,9	6,3	3,3	3,4	3,3	3,7	5,1	3,0	3,0	5,0	2,3
04 I		3,5	4,3	6,0	2,9	4,4	3,2	4,0	5,2	2,7	4,1	4,4	3,1
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
04 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
04 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
05 II		3,4	3,7	3,3	3,6	1,5	3,4	3,1	3,3	3,8	1,5	3,5	...
05 III		2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	...
05 IV		2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	...

**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.

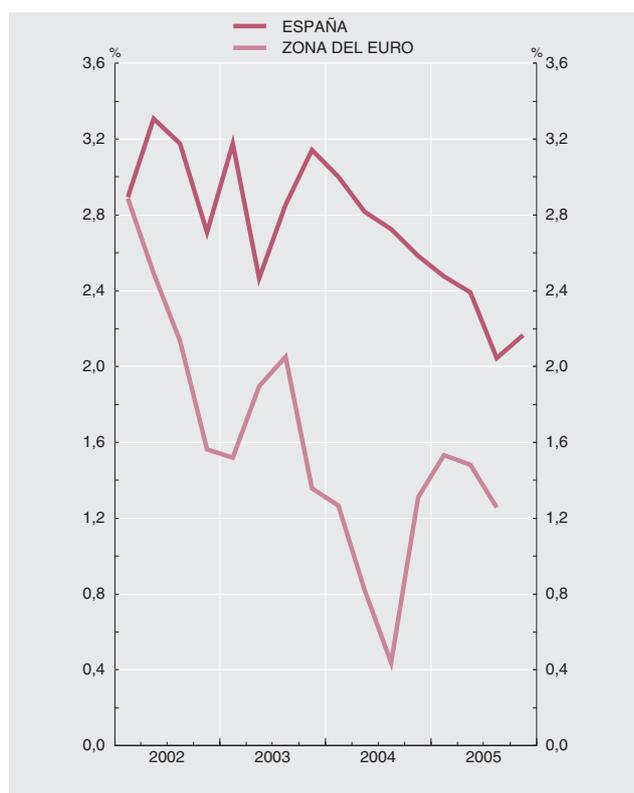
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

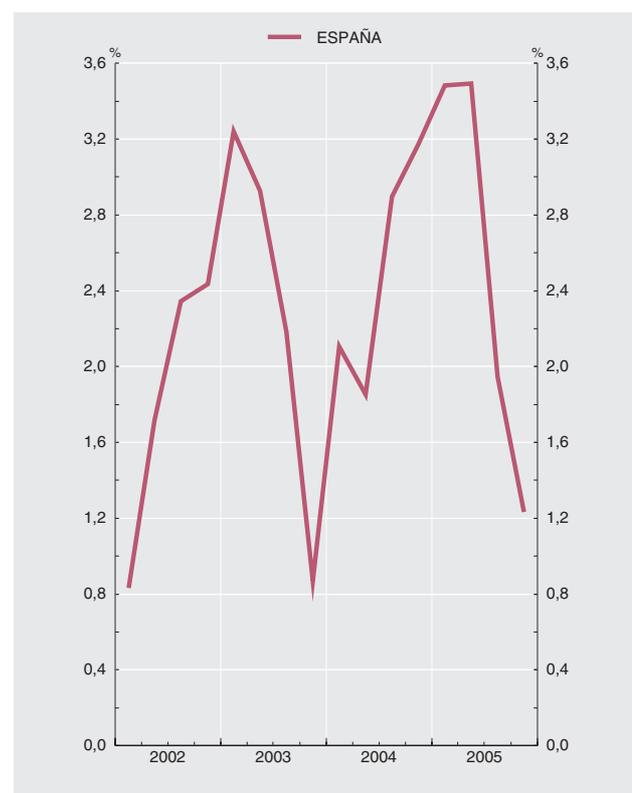
Tasas de variación interanual

		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	2,9	1,7	3,4	2,1	0,4	0,4	3,0	0,7	2,5	0,3	2,3	...
<b>04</b>	P	2,8	1,0	3,3	2,0	0,5	1,1	3,1	1,8	2,6	0,7	2,5	...
<b>05</b>	P	2,3	...	2,5	2,0	0,3	...	3,4	1,4	3,1	...	2,5	...
<b>03 /</b>	P	3,2	1,5	3,8	2,2	0,6	0,6	2,9	0,9	2,3	0,3	3,2	...
<b>II</b>	P	2,5	1,9	3,3	2,1	0,8	0,2	3,1	0,4	2,3	0,2	2,9	...
<b>III</b>	P	2,9	2,1	3,1	2,3	0,2	0,3	3,0	0,5	2,8	0,3	2,2	...
<b>IV</b>	P	3,1	1,4	3,3	2,0	0,2	0,6	2,9	1,0	2,8	0,3	0,9	...
<b>04 /</b>	P	3,0	1,3	3,3	2,4	0,3	1,1	3,0	1,6	2,7	0,4	2,1	...
<b>II</b>	P	2,8	0,8	3,6	2,3	0,7	1,5	3,0	2,1	2,2	0,6	1,9	...
<b>III</b>	P	2,7	0,4	3,3	1,5	0,6	1,0	3,1	1,9	2,6	0,8	2,9	...
<b>IV</b>	P	2,6	1,3	3,0	1,9	0,4	0,6	3,2	1,6	2,8	1,0	3,2	...
<b>05 /</b>	P	2,5	1,5	2,8	1,8	0,3	0,3	3,3	1,2	3,0	0,9	3,5	...
<b>II</b>	P	2,4	1,5	2,6	1,9	0,2	0,4	3,4	1,2	3,2	0,8	3,5	...
<b>III</b>	P	2,0	1,3	2,3	2,1	0,3	0,8	3,5	1,6	3,2	0,8	1,9	...
<b>IV</b>	P	2,2	...	2,5	2,1	0,3	...	3,5	1,8	3,2	...	1,2	...

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

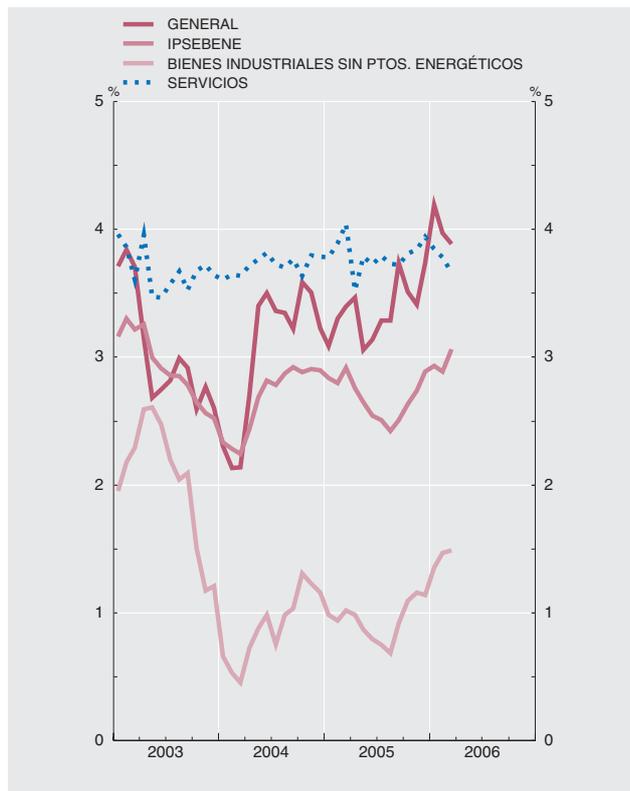
### 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

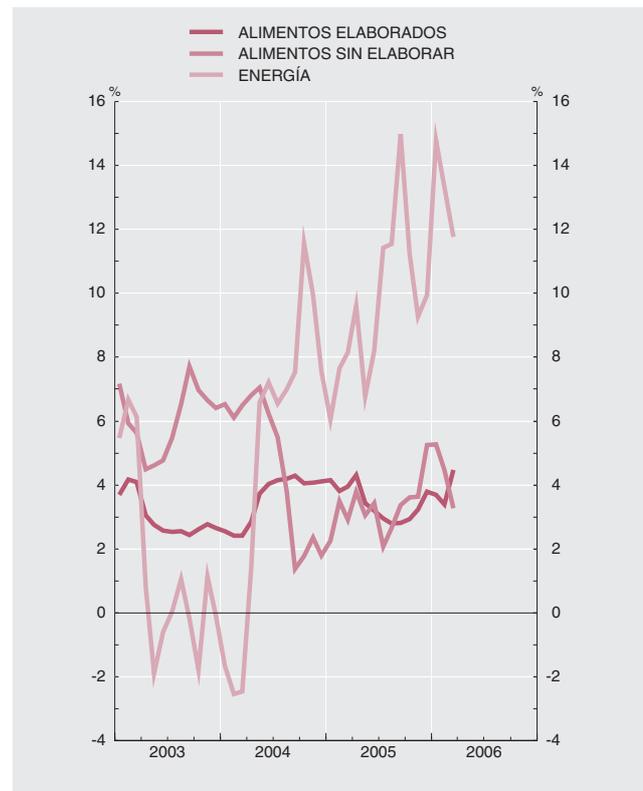
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m 1 (b)	T 12 (c)	s/ T dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T 12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
03	M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,8	5,5
04	M	109,9	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	113,6	—	3,4	3,7	3,3	3,4	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
05	E-M	M	111,2	0,1	3,3	-0,4	2,9	4,0	1,0	7,3	3,9	120,7	11,2
06	E-M	M	115,7	0,1	4,0	-0,1	4,3	3,9	1,4	13,3	3,8	...	...
04	Dic		111,7	-0,1	3,2	3,2	1,8	4,1	1,2	7,6	3,8	111,3	2,5
05	Ene		110,8	-0,8	3,1	-0,8	2,3	4,2	1,0	6,1	3,8	115,2	8,4
	Feb		111,0	0,3	3,3	-0,6	3,5	3,8	0,9	7,6	3,9	120,5	12,2
	Mar		111,9	0,8	3,4	0,2	2,9	4,0	1,0	8,2	4,0	126,5	13,2
	Abr		113,5	1,4	3,5	1,6	3,8	4,3	1,0	9,6	3,5	122,7	6,6
	May		113,7	0,2	3,1	1,8	3,0	3,4	0,9	6,8	3,8	120,1	-0,9
	Jun		114,0	0,2	3,1	2,1	3,4	3,2	0,8	8,2	3,7	106,9	-11,9
	Jul		113,3	-0,6	3,3	1,5	2,1	3,0	0,7	11,4	3,8	102,9	-5,1
	Ago		113,8	0,4	3,3	1,9	2,7	2,8	0,7	11,5	3,7	102,3	9,2
	Sep		114,5	0,6	3,7	2,5	3,4	2,8	0,9	15,0	3,7	99,5	6,7
	Oct		115,4	0,8	3,5	3,4	3,6	2,9	1,1	11,2	3,8	99,6	-0,8
	Nov		115,6	0,2	3,4	3,5	3,6	3,2	1,2	9,3	3,8	106,9	2,0
	Dic		115,9	0,2	3,7	3,7	5,2	3,8	1,1	9,9	3,9	113,6	2,1
06	Ene		115,4	-0,4	4,2	-0,4	5,3	3,7	1,4	14,8	3,8	119,9	4,0
	Feb		115,4	0,0	4,0	-0,4	4,5	3,4	1,5	13,3	3,8	...	...
	Mar		116,3	0,7	3,9	0,3	3,3	4,5	1,5	11,8	3,1	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

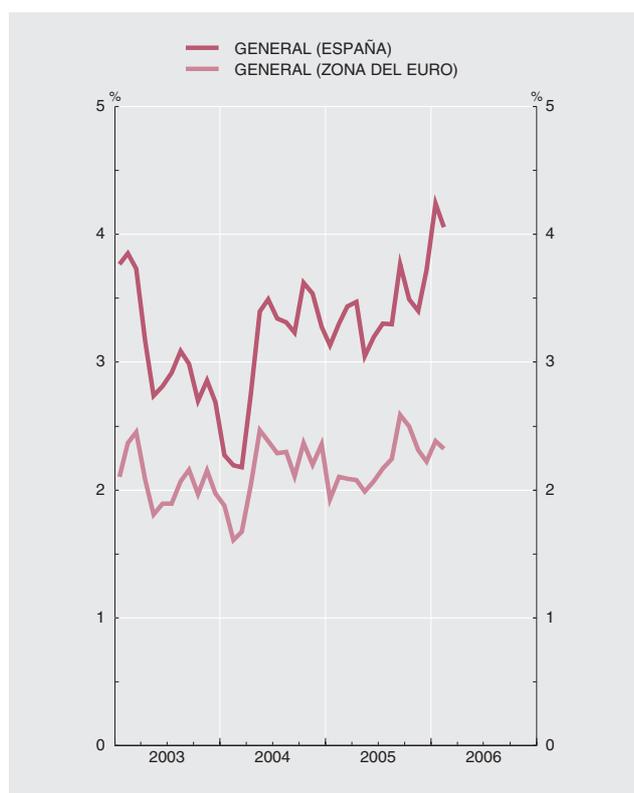
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

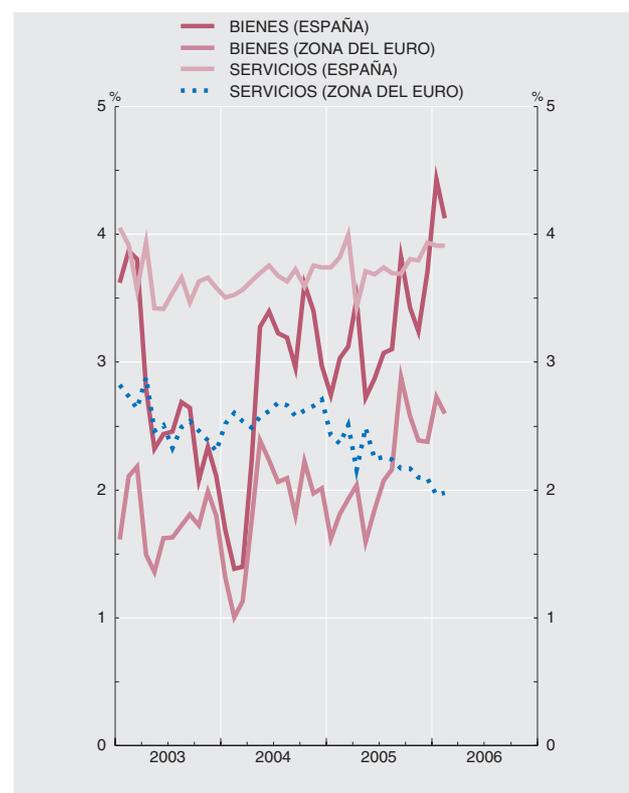
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>03</b>	M	3,1	2,1	2,8	1,8	4,0	2,8	3,5	3,3	4,6	2,1	2,0	1,2	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5
<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>05 E-F</b>	M	3,2	2,0	2,9	1,7	3,6	1,7	3,9	2,7	3,3	0,0	2,4	1,7	1,0	0,3	6,8	7,0	3,8	2,4
<b>06 E-F</b>	MP	4,1	2,4	4,3	2,7	4,0	1,9	3,9	1,9	4,1	1,9	4,5	3,1	1,5	0,2	14,1	13,1	3,9	2,0
<b>04 Nov</b>		3,5	2,2	3,4	2,0	3,5	1,0	4,2	2,3	2,7	-1,0	3,4	2,5	1,3	0,8	9,9	8,7	3,8	2,7
<b>Dic</b>		3,3	2,4	3,0	2,0	3,4	2,0	4,2	3,2	2,4	-	2,7	2,0	1,2	0,8	7,6	6,9	3,7	2,7
<b>05 Ene</b>		3,1	1,9	2,7	1,6	3,5	1,5	4,1	2,8	2,9	-0,6	2,2	1,7	1,1	0,5	6,0	6,2	3,7	2,4
<b>Feb</b>		3,3	2,1	3,0	1,8	3,7	1,9	3,6	2,7	3,8	0,7	2,6	1,8	1,0	0,2	7,6	7,7	3,8	2,4
<b>Mar</b>		3,4	2,1	3,1	1,9	3,6	1,5	3,9	1,6	3,3	1,3	2,8	2,1	1,2	0,4	8,2	8,8	4,0	2,5
<b>Abr</b>		3,5	2,1	3,5	2,0	4,1	1,3	4,3	1,7	3,9	0,8	3,1	2,4	1,1	0,3	9,6	10,1	3,4	2,2
<b>May</b>		3,0	2,0	2,7	1,6	3,3	1,3	3,2	1,5	3,4	1,0	2,3	1,7	1,0	0,3	6,8	6,8	3,7	2,5
<b>Jun</b>		3,2	2,1	2,9	1,8	3,2	1,1	3,1	1,5	3,4	0,5	2,6	2,2	0,9	0,2	8,3	9,4	3,7	2,2
<b>Jul</b>		3,3	2,2	3,1	2,1	2,7	1,1	2,9	1,6	2,4	0,3	3,4	2,6	0,8	-	11,5	11,7	3,7	2,3
<b>Ago</b>		3,3	2,2	3,1	2,2	2,7	1,4	2,8	1,7	2,7	1,0	3,4	2,5	0,8	-	11,6	11,5	3,7	2,2
<b>Sep</b>		3,8	2,6	3,8	2,9	3,0	1,8	2,9	2,3	3,1	1,0	4,4	3,4	1,0	0,2	15,1	15,0	3,7	2,2
<b>Oct</b>		3,5	2,5	3,4	2,6	3,2	1,9	3,0	2,4	3,3	1,1	3,6	2,9	1,2	0,3	11,3	12,1	3,8	2,2
<b>Nov</b>		3,4	2,3	3,2	2,4	3,4	2,2	3,5	2,6	3,2	1,5	3,1	2,5	1,2	0,4	9,3	10,0	3,8	2,1
<b>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>	P	4,2	2,4	4,4	2,7	4,3	1,9	4,1	1,8	4,4	2,0	4,6	3,1	1,4	0,2	14,8	13,6	3,9	2,0
<b>Feb</b>	P	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

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)

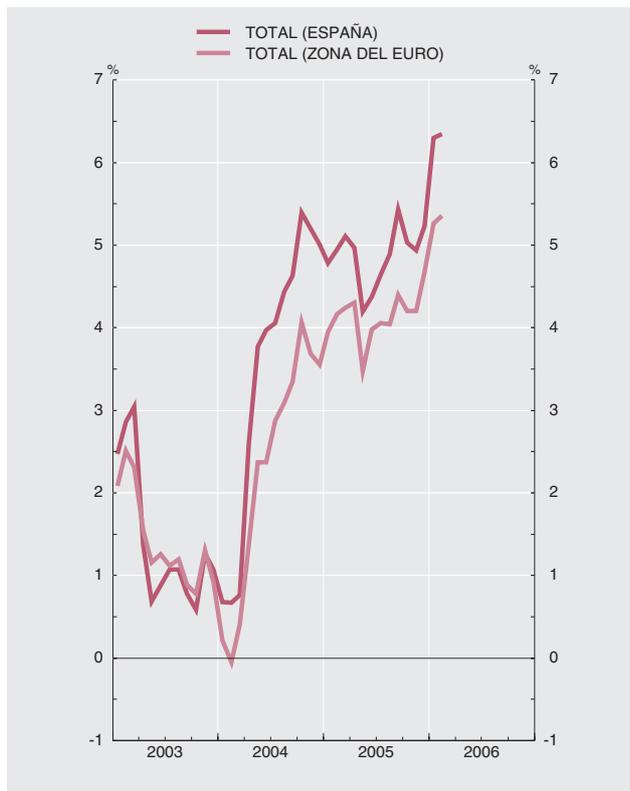
■ Serie representada gráficamente.

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 <sup>1</sup> <sub>(b)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	MP	103,9	-	1,4	-	2,3	-	1,2	-	0,8	-	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8	
04	MP	107,4	-	3,4	-	2,5	-	1,5	-	4,5	-	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9	
05	MP	112,7	-	4,9	-	2,8	-	1,9	-	3,8	-	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4	
05	E-F	MP	109,9	-	4,9	-	3,2	-	1,9	-	5,9	-	9,9	4,1	1,3	1,6	5,3	9,2
06	E-F	MP	116,9	-	6,3	-	3,5	-	2,1	-	3,7	-	20,4	5,3	1,5	1,0	2,1	19,7
04	Nov	P	109,3	-0,1	5,2	-0,1	2,2	-	1,5	0,3	6,3	-0,9	12,6	3,7	1,0	1,1	5,5	8,3
	Dic	P	109,0	-0,3	5,0	0,3	2,8	0,1	1,6	-	6,2	-2,1	10,7	3,6	1,5	1,3	5,4	7,0
05	Ene	P	109,5	0,5	4,8	0,8	3,2	0,6	1,8	0,8	6,2	-0,5	8,8	3,9	1,3	1,6	5,5	8,4
	Feb	P	110,3	0,7	4,9	0,4	3,2	0,4	1,9	0,5	5,5	1,5	11,0	4,2	1,3	1,7	5,2	10,0
	Mar	P	111,2	0,8	5,1	0,4	2,8	0,2	2,0	0,2	4,9	3,4	13,1	4,2	0,9	1,7	4,5	11,7
	Abr	P	111,9	0,6	5,0	0,4	2,8	0,1	2,0	-	3,7	2,6	14,5	4,3	0,9	1,5	3,7	13,2
	May	P	111,8	-0,1	4,2	0,1	2,5	0,1	2,1	0,1	3,3	-0,8	11,0	3,5	0,9	1,5	3,0	9,7
	Jun	P	112,1	0,3	4,4	-0,1	2,2	0,2	2,1	-0,2	3,1	1,9	13,5	4,0	0,8	1,4	2,6	13,4
	Jul	P	112,7	0,5	4,6	0,1	2,1	-	1,9	0,1	3,0	2,7	15,7	4,1	0,7	1,2	1,9	15,1
	Ago	P	113,6	0,8	4,9	0,3	2,5	-	1,8	0,2	2,9	3,3	16,4	4,0	0,9	1,1	1,7	15,2
	Sep	P	114,5	0,8	5,4	0,2	2,6	0,1	1,9	0,7	3,2	2,5	17,9	4,4	1,1	1,2	1,6	16,6
	Oct	P	114,9	0,3	5,0	0,3	3,0	0,1	1,8	0,4	3,1	0,7	15,2	4,2	1,3	1,2	1,6	15,3
	Nov	P	114,7	-0,2	4,9	-0,1	3,1	0,2	2,0	0,4	3,2	-1,3	14,7	4,2	1,4	1,0	1,8	14,7
	Dic	P	114,7	-	5,2	0,4	3,2	0,1	2,0	-	3,2	-1,3	15,6	4,7	1,3	1,0	1,9	17,0
06	Ene	P	116,4	1,5	6,3	1,0	3,5	0,6	2,1	1,2	3,6	3,8	20,6	5,3	1,5	1,0	2,0	19,8
	Feb	P	117,3	0,8	6,3	0,6	3,6	0,4	2,1	0,7	3,8	1,1	20,1	5,4	1,5	1,0	2,2	19,6

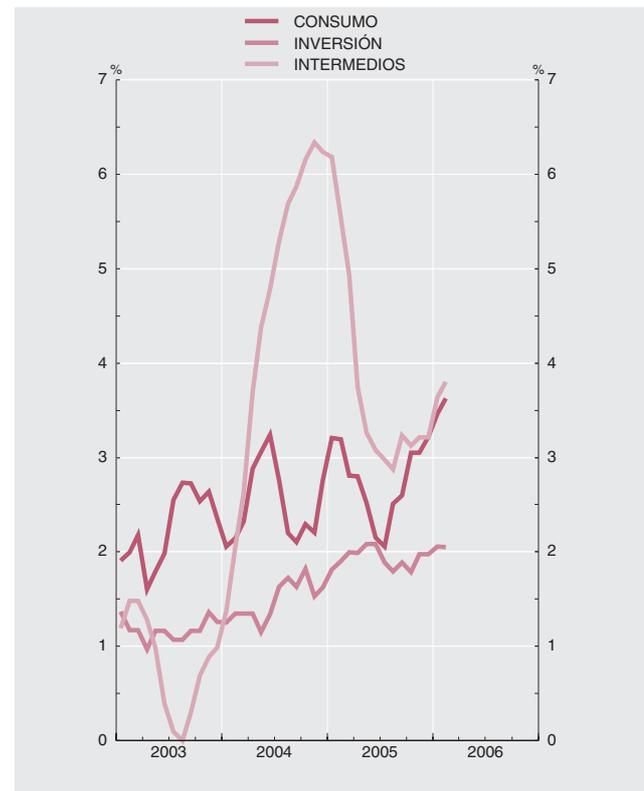
#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

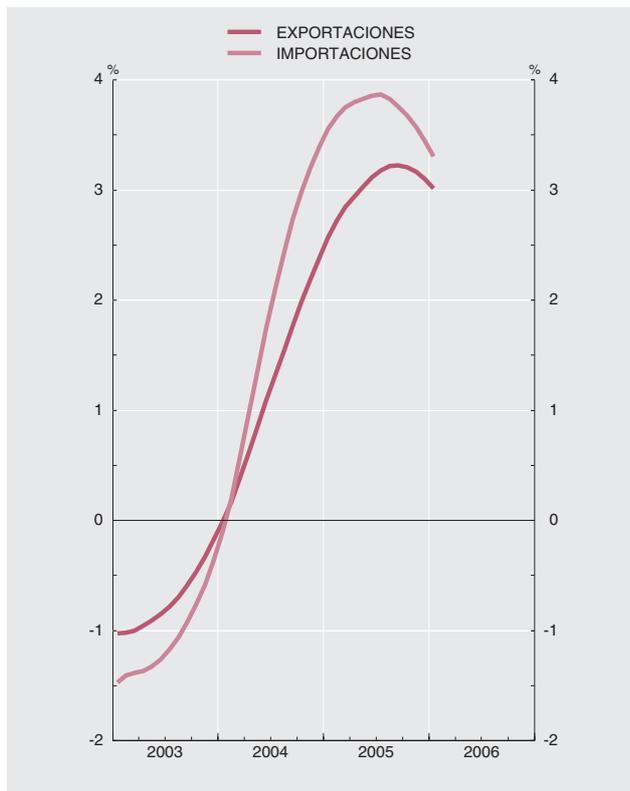
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA.

■ Serie representada gráficamente.

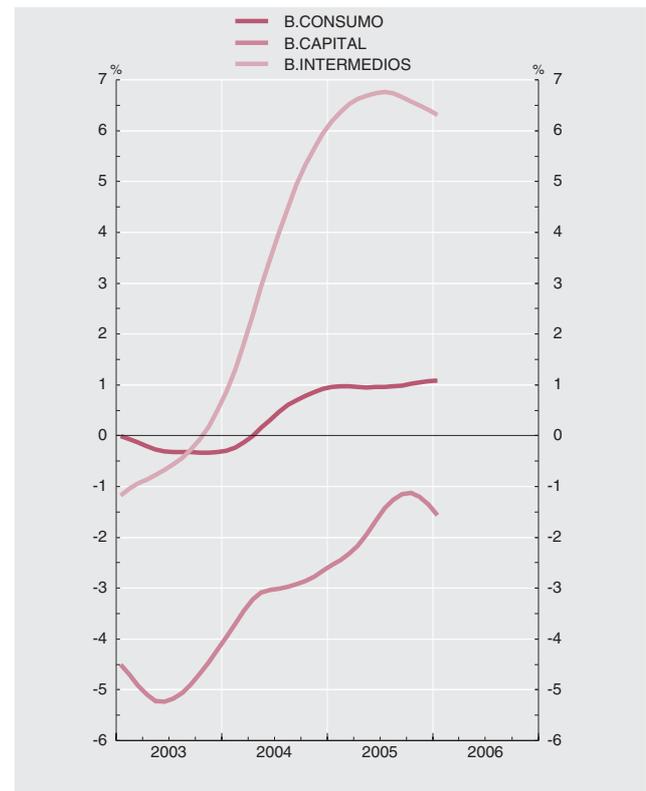
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>03</b>	-1,5	0,0	-9,6	-1,2	-1,7	-1,1	-1,3	-0,1	-7,3	-0,7	0,7	-1,1
<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>05 E-E</b>	5,1	2,7	-0,5	7,8	35,5	6,3	5,0	3,4	-1,6	7,2	16,7	4,8
<b>06 E-E</b>	4,2	1,6	9,4	5,8	24,8	4,7	1,5	-6,5	-5,1	7,5	15,2	4,6
<b>04 Ago</b>	2,0	-0,9	2,8	3,9	15,9	3,0	6,8	4,4	-1,8	9,9	20,9	6,9
<b>Sep</b>	1,0	0,1	-2,3	2,2	23,8	1,0	5,4	0,8	-3,1	9,6	21,5	6,9
<b>Oct</b>	3,9	4,2	5,2	3,6	34,6	1,9	5,2	1,7	-7,3	9,7	30,9	5,8
<b>Nov</b>	3,5	0,9	0,5	6,6	33,1	5,3	4,6	1,8	-3,0	7,5	27,4	3,6
<b>Dic</b>	2,2	-1,4	0,2	5,2	23,8	4,1	5,8	4,2	-3,7	9,4	19,9	7,1
<b>05 Ene</b>	5,1	2,7	-0,5	7,8	35,5	6,3	5,0	3,4	-1,6	7,2	16,7	4,8
<b>Feb</b>	5,4	4,2	6,9	6,1	40,8	4,6	5,4	1,0	-1,9	9,3	23,2	6,5
<b>Mar</b>	4,8	4,4	2,8	5,4	25,1	4,4	5,3	2,6	-7,6	9,7	27,8	5,6
<b>Abr</b>	2,7	-1,2	1,0	6,2	36,6	4,7	4,6	0,9	-7,5	9,1	32,8	4,2
<b>May</b>	3,3	-1,1	7,5	6,2	38,5	4,6	0,9	-3,2	-6,5	4,7	20,0	1,6
<b>Jun</b>	3,2	-0,3	-0,9	7,0	41,0	5,2	5,3	3,6	-1,3	7,7	26,3	3,5
<b>Jul</b>	5,7	2,2	15,6	6,3	32,7	4,9	8,2	0,6	10,4	11,7	38,6	5,1
<b>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
<b>Sep</b>	5,4	0,6	11,5	8,4	33,8	6,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	29,5	0,7
<b>Oct</b>	4,2	1,2	8,2	6,0	24,0	4,8	4,8	0,8	14,0	5,3	16,2	1,8
<b>Nov</b>	4,3	2,7	8,3	4,6	26,1	3,2	3,8	3,3	-0,8	5,6	22,5	0,8
<b>Dic</b>	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	1,5	-6,5	-5,1	7,5	15,2	4,6

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).

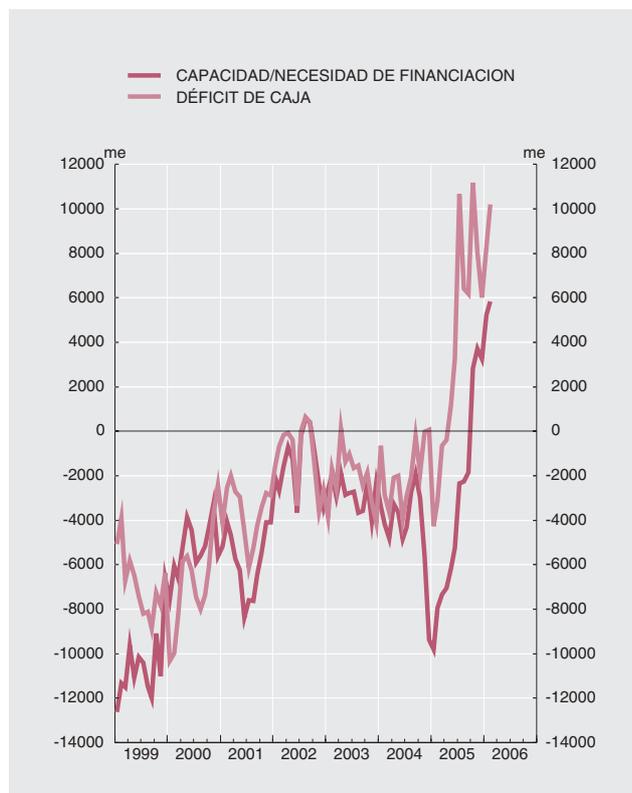
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

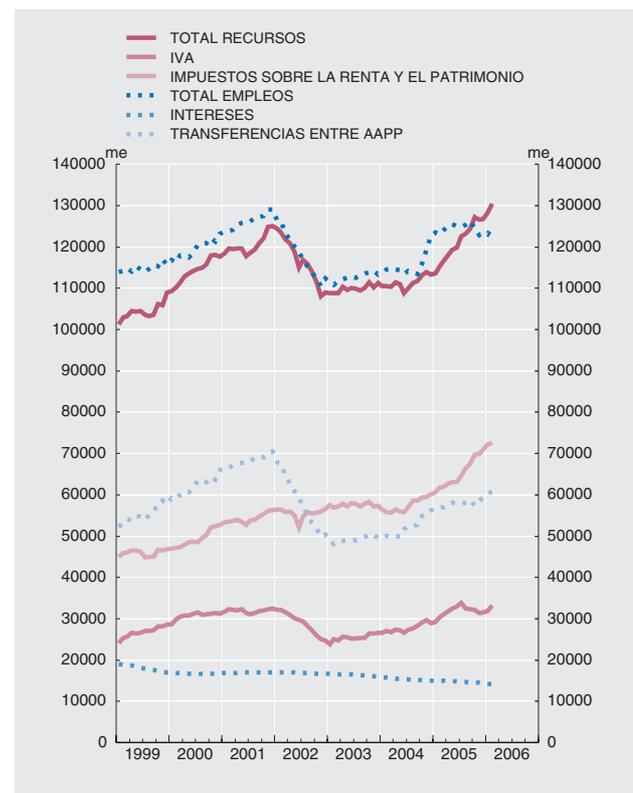
Millones de euros

	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	117 598	31 262	17 171	5 316	52 671	11 178	123 225	15 806	16 809	65 992	3 633	20 985	-2 431	118 693	121 124
01	-4 104	124 992	32 433	17 838	7 022	56 312	11 387	129 096	16 067	17 030	70 539	3 297	22 163	-2 884	125 193	128 077
02	P -3 428	108 942	24 701	11 431	5 414	56 616	10 780	112 370	16 978	16 666	50 348	3 244	25 134	-2 626	108 456	111 082
03	P -2 274	111 319	26 539	10 918	5 029	57 415	11 418	113 350	17 670	15 900	49 406	2 695	27 679	-4 132	109 655	113 787
04	A -9 390	113 330	28 950	10 991	4 714	60 059	8 616	122 720	15 619	15 053	56 347	7 419	28 282	59	114 793	114 734
05	A 3 261	126 811	31 542	11 069	4 661	70 987	8 552	123 550	16 466	14 313	59 404	3 539	29 828	6 022	128 777	122 755
05 E-F	A 8 276	24 744	11 544	1 739	422	10 169	870	16 468	2 147	2 431	7 995	66	3 829	-28	25 580	25 608
06 E-F	A 10 857	28 477	13 187	1 743	460	11 848	1 239	17 620	2 375	2 268	9 404	93	3 480	4 163	28 371	24 207
05 Abr	A 9 277	18 654	6 263	966	238	10 477	710	9 377	1 590	1 211	4 539	154	1 883	10 150	18 510	8 360
May	A -5 202	3 711	781	1 023	577	408	922	8 913	1 434	1 217	4 126	192	1 944	-3 651	3 840	7 491
Jun	A -8 409	757	-560	849	250	214	4	9 166	829	1 193	6 040	216	888	-6 992	2 406	9 397
Jul	A 8 586	17 679	5 658	1 026	247	10 573	175	9 093	1 222	1 234	4 671	70	1 896	10 068	18 175	8 107
Ago	A -9	8 297	-2 965	786	228	9 755	493	8 306	1 221	1 182	4 276	22	1 605	-4 157	9 096	13 252
Sep	A 725	9 927	2 987	1 251	182	4 480	1 027	9 202	1 303	1 145	4 726	153	1 875	1 191	9 048	7 857
Oct	A 11 907	21 828	5 697	1 070	257	13 883	921	9 921	1 234	1 197	5 746	161	1 583	10 622	21 550	10 927
Nov	A -5 144	6 515	671	595	1 160	3 365	724	11 659	1 258	1 156	6 197	442	2 606	-3 012	6 127	9 140
Dic	A -11 610	9 275	313	953	914	5 783	1 312	20 885	2 203	1 152	6 796	1 622	9 112	-5 187	9 006	14 194
06 Ene	A 2 024	9 612	-349	821	246	8 392	502	7 588	1 143	1 215	4 345	10	875	-4 557	10 255	14 812
Feb	A 8 833	18 865	13 536	922	214	3 456	737	10 032	1 232	1 053	5 059	83	2 605	8 720	18 115	9 395

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

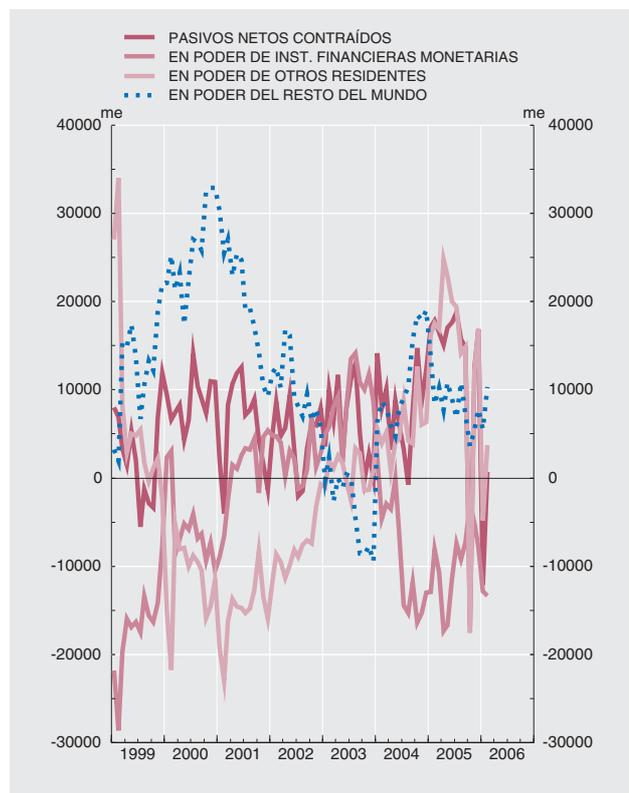
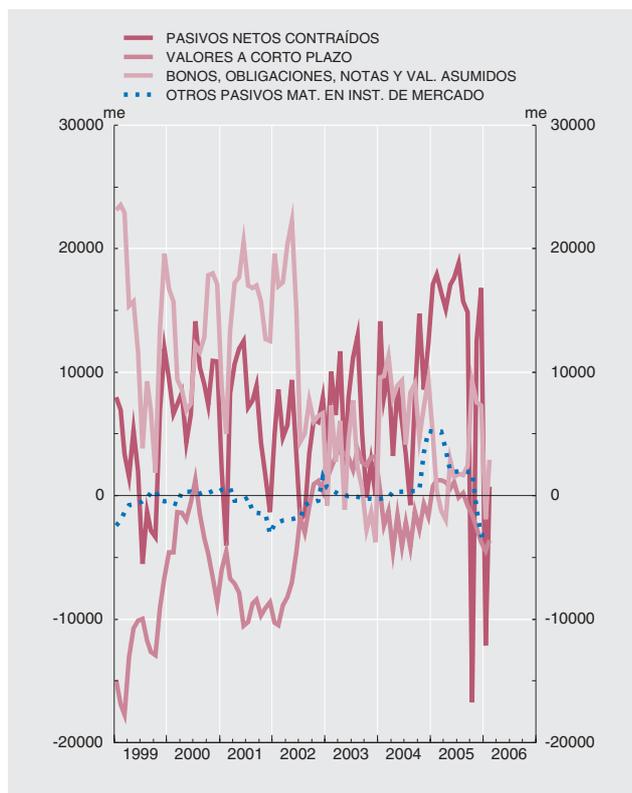
■ Serie representada gráficamente.

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	Depósitos en el Banco de España	Total	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
					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	5 337	4 574	11 922	209	-6 629	19 592	-499	-446	-96	-10 103	-7 734	-2 369	22 026	12 018	
00	-5 627	5 237	5 690	10 864	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 636	-22 060	-10 554	-11 506	32 924	8 228	
01	-4 104	-5 451	-20 141	-1 347	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 652	-10 553	5 387	-15 940	9 206	305	
02	P -3 428	4 498	-95	7 926	-888	346	6 655	-486	1 488	-77	2 140	2 798	-657	5 785	8 002	
03	A -2 274	-2 025	0	6	-135	3 146	-3 761	-486	-281	1 388	9 478	8 664	815	-9 472	-1 381	
04	A -9 390	2 906	0	12 296	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	-150	-6 679	-12 978	6 299	18 975	12 446	
05	A 3 261	20 056	0	16 795	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 174	16 950	9 016	-7 866	16 883	7 779	-155	
05 E-F	A 8 276	16 157	0	7 881	-7	-580	-3 300	-	-95	11 856	5 640	-5 314	10 954	2 241	-3 974	
06 E-F	A 10 857	2 649	0	-8 208	16	-445	-7 668	-	-5	-90	-13 018	-10 825	-2 193	4 810	-8 118	
05 Abr	A 9 277	7 730	275	-1 547	-3	-2 662	2 045	-	-1 124	194	-1 674	-5 618	3 943	128	-1 741	
May	A -5 202	-488	-275	4 714	18	2 010	4 151	-	-1 715	269	2 655	-242	2 897	2 059	4 446	
Jun	A -8 409	-5 815	1	2 594	18	-2 381	3 679	-	17	1 278	2 560	5 654	-3 093	34	1 316	
Jul	A 8 586	1 372	-1	-7 214	-537	1 618	-12 680	-	14	3 834	-4 136	-3 363	-773	-3 078	-11 048	
Ago	A -9	-5 858	1	-5 849	5	-2 340	1 060	-	44	-4 613	-7 216	-3 601	-3 615	1 367	-1 236	
Sep	A 725	8 797	-0	8 072	-28	1 824	5 962	-	-48	335	5 442	5 385	57	2 630	7 737	
Oct	A 11 907	-17 217	-0	-29 124	8	-2 257	-1 014	-	2	-25 855	-28 106	-1 491	-26 615	-1 018	-3 268	
Nov	A -5 144	21 580	-0	26 724	9	1 786	3 704	-	-9	21 244	24 974	1 091	23 884	1 750	5 480	
Dic	A -11 610	-4 106	1	7 504	-254	-2 568	2 189	-486	-227	8 596	5 314	-1 620	6 933	2 190	-1 092	
06 Ene	A 2 024	-16 510	-1	-18 534	12	1 991	-11 363	-	-4	-9 158	-20 644	-9 113	-11 530	2 110	-9 376	
Feb	A 8 833	19 159	1	10 326	4	-2 436	3 695	-	-1	9 068	7 626	-1 711	9 337	2 700	1 258	

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.

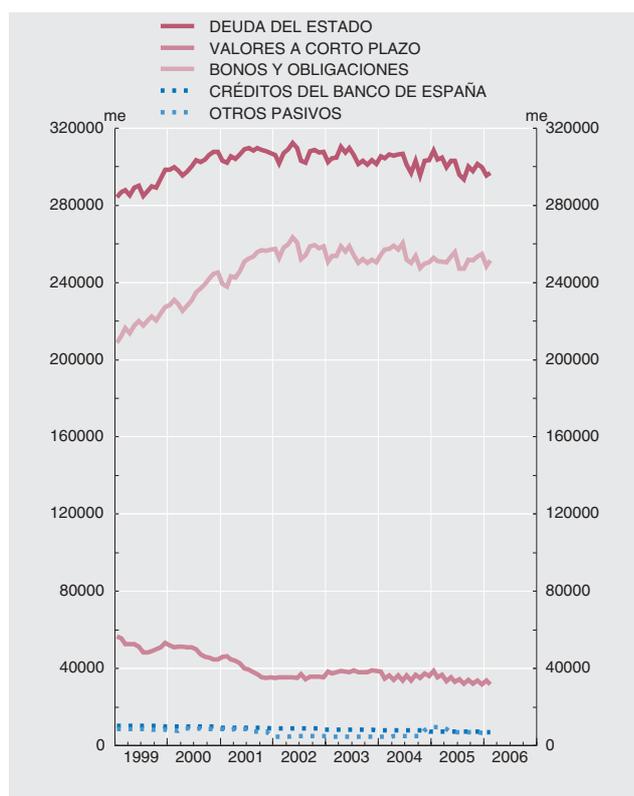
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

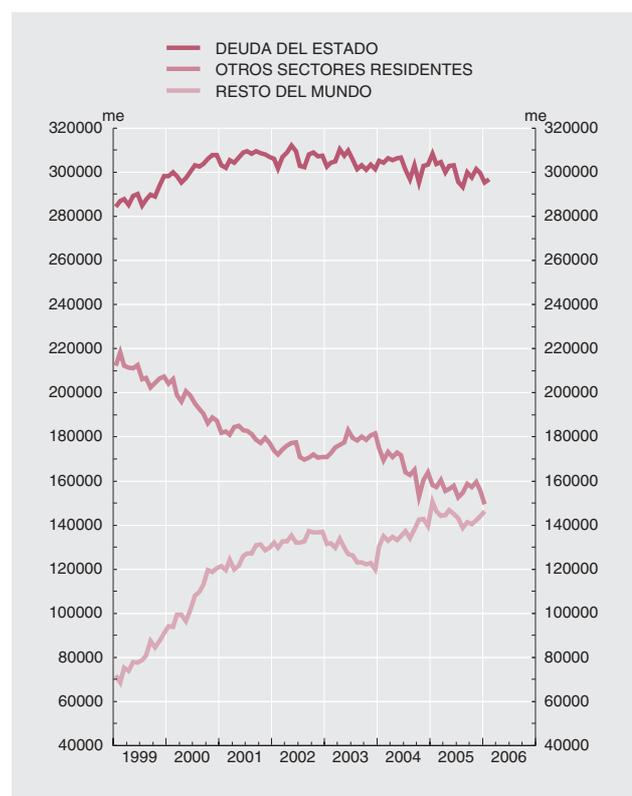
Millones de euros

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	Avalos 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			
97		274 168	23 270	71 730	180 566	10 578	11 295	211 530	445	211 085	63 083	9 829	7 251	
98		284 153	30 048	59 939	205 189	10 341	8 684	215 200	305	214 895	69 258	10 273	6 412	
99		298 378	7 189	53 142	227 157	9 843	8 236	207 458	150	207 308	91 070	14 846	5 310	
00		307 720	8 197	44 575	245 255	9 344	8 546	188 482	1 187	187 296	120 424	20 536	5 430	
01		306 890	7 611	35 413	257 192	8 845	5 440	179 118	2 018	177 100	129 791	395	5 460	
02	P	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03	P	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04	A	303 540	3 267	35 996	250 410	7 388	9 746	182 967	19 127	163 840	139 700	300	7 186	
05	Feb	A	303 654	3 313	35 513	251 101	7 388	9 653	175 449	18 141	157 308	146 346	300	7 032
	Mar	A	304 628	3 301	36 702	250 914	7 388	9 624	180 027	19 531	160 495	144 132	300	7 100
	Abr	A	299 848	3 343	33 342	250 614	7 388	8 504	177 401	21 956	155 444	144 403	575	6 987
	May	A	302 938	3 426	35 332	253 416	7 388	6 802	178 379	22 139	156 240	146 698	300	6 949
	Jun	A	303 061	3 286	33 059	255 792	7 388	6 822	179 951	22 117	157 834	145 227	300	6 949
	Jul	A	295 254	2 465	34 346	247 159	7 388	6 832	175 370	22 746	152 624	143 100	299	6 570
	Ago	A	293 464	2 457	32 111	247 091	7 388	6 874	177 346	22 717	154 629	138 835	300	6 531
	Sep	A	300 087	2 458	33 917	251 955	7 388	6 827	181 461	22 774	158 687	141 400	300	6 360
	Oct	A	297 668	2 416	31 976	251 481	7 388	6 824	179 824	22 496	157 328	140 340	300	6 348
	Nov	A	301 509	2 401	33 752	253 553	7 388	6 816	182 496	23 066	159 430	142 079	300	7 102
	Dic	A	299 730	2 154	31 614	254 627	6 902	6 588	178 350	22 658	155 692	144 038	300	6 017
06	Ene	A	295 468	2 114	33 602	248 385	6 902	6 579	171 016	21 656	149 360	146 109	299	...
	Feb	A	296 662	2 156	31 656	251 523	6 902	6 582	...	21 195	...	...	300	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

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

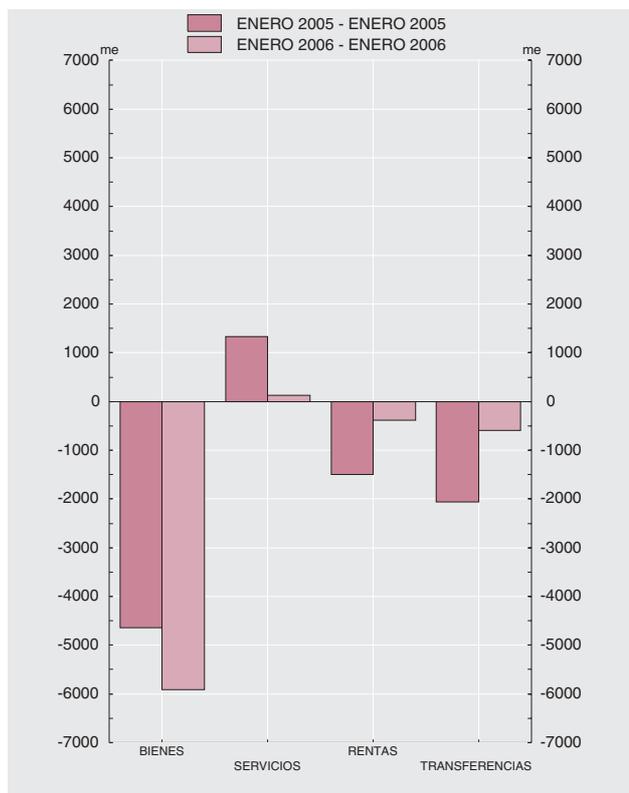
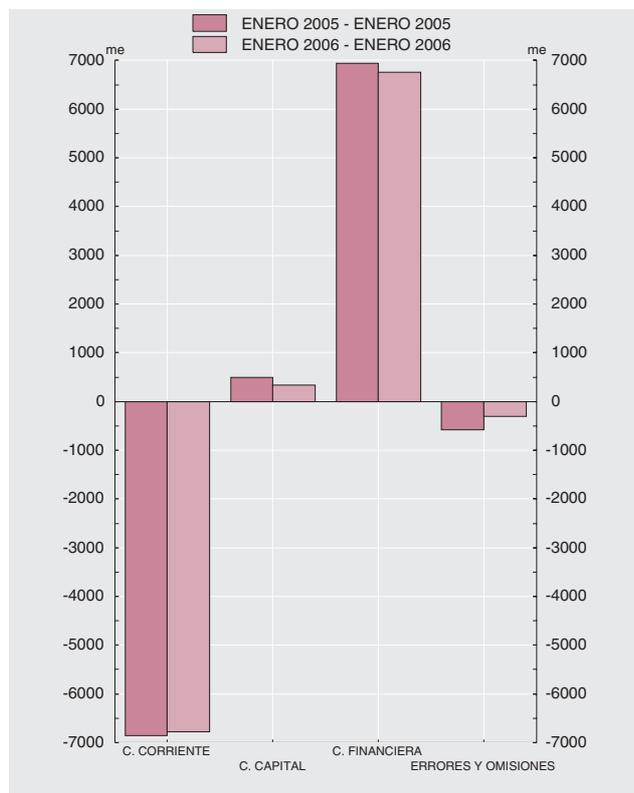
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)											Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones		
		Bienes			Servicios				Rentas										
Total (saldo)		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos							
1=2+5+10+13		2=3-4	3	4	5=6-8	Del cual		Del cual		10=11-12	11	12							
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes										
						6	7	8	9										
03		-27 910	-39 839	139 754	179 593	23 301	65 689	35 047	42 389	8 010	-11 604	22 570	34 173	232	8 165	-19 745	18 876	869	
04		-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885	
05	P	-66 627	-68 969	156 375	225 344	22 635	75 410	38 495	52 776	12 125	-17 208	31 312	48 520	-3 084	7 972	-58 655	59 551	-897	
05	E-E	P	-6 853	-4 636	11 114	15 749	1 338	5 186	2 446	3 848	860	-1 495	1 934	3 429	-2 061	492	-6 361	6 940	-578
06	E-E	P	-6 774	-5 916	12 923	18 839	123	5 147	2 111	5 023	1 109	-387	3 374	3 760	-595	330	-6 444	6 755	-311
04	Oct		-3 334	-4 733	13 029	17 761	2 404	6 546	3 622	4 141	945	-651	2 198	2 849	-355	291	-3 042	3 931	-889
	Nov		-2 668	-4 833	13 916	18 749	1 196	5 253	2 352	4 056	897	-561	2 686	3 247	1 529	425	-2 243	2 765	-522
	Dic		-4 722	-5 503	12 226	17 729	918	5 286	2 059	4 368	803	-1 550	2 973	4 523	1 414	1 645	-3 077	2 378	699
05	Ene	P	-6 853	-4 636	11 114	15 749	1 338	5 186	2 446	3 848	860	-1 495	1 934	3 429	-2 061	492	-6 361	6 940	-578
	Feb	P	-5 114	-4 433	12 371	16 803	1 000	4 766	2 055	3 767	832	-1 237	1 738	2 975	-444	80	-5 034	5 826	-792
	Mar	P	-6 039	-5 611	13 133	18 744	1 179	5 421	2 570	4 242	958	-1 500	2 144	3 643	-108	543	-5 496	4 690	805
	Abr	P	-5 437	-5 777	13 657	19 434	950	5 004	2 106	4 054	719	-455	3 292	3 748	-155	308	-5 128	5 238	-110
	May	P	-5 398	-5 632	13 565	19 197	2 121	6 072	2 997	3 951	793	-1 697	2 166	3 863	-190	974	-4 424	4 223	201
	Jun	P	-6 241	-5 833	13 824	19 657	1 972	6 501	3 228	4 528	1 159	-2 184	2 176	4 360	-196	1 383	-4 858	4 234	623
	Jul	P	-4 602	-5 429	13 022	18 451	3 192	8 227	4 802	5 034	1 174	-2 015	2 418	4 433	-350	497	-4 106	3 737	369
	Ago	P	-4 651	-6 522	10 090	16 612	3 614	8 174	5 096	4 560	1 302	-1 370	4 073	5 443	-372	726	-3 925	3 977	-52
	Sep	P	-5 830	-6 222	13 772	19 995	2 981	7 769	4 767	4 787	1 172	-1 828	2 671	4 499	-761	460	-5 370	7 672	-2 301
	Oct	P	-4 764	-5 931	13 448	19 379	2 563	7 120	4 017	4 557	1 163	-1 150	2 362	3 512	-246	279	-4 485	5 333	-848
	Nov	P	-4 643	-6 491	14 860	21 350	1 364	5 984	2 709	4 620	1 050	-890	2 923	3 814	1 374	359	-4 283	3 735	549
	Dic	P	-7 056	-6 454	13 519	19 973	360	5 187	1 701	4 827	942	-1 386	3 415	4 801	424	1 871	-5 185	3 947	1 238
06	Ene	P	-6 774	-5 916	12 923	18 839	123	5 147	2 111	5 023	1 109	-387	3 374	3 760	-595	330	-6 444	6 755	-311

### RESUMEN

### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

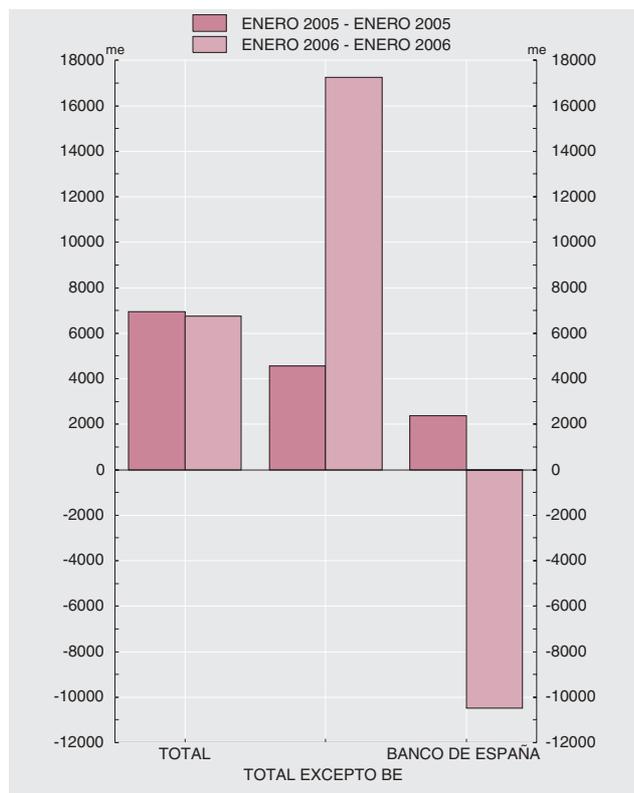
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

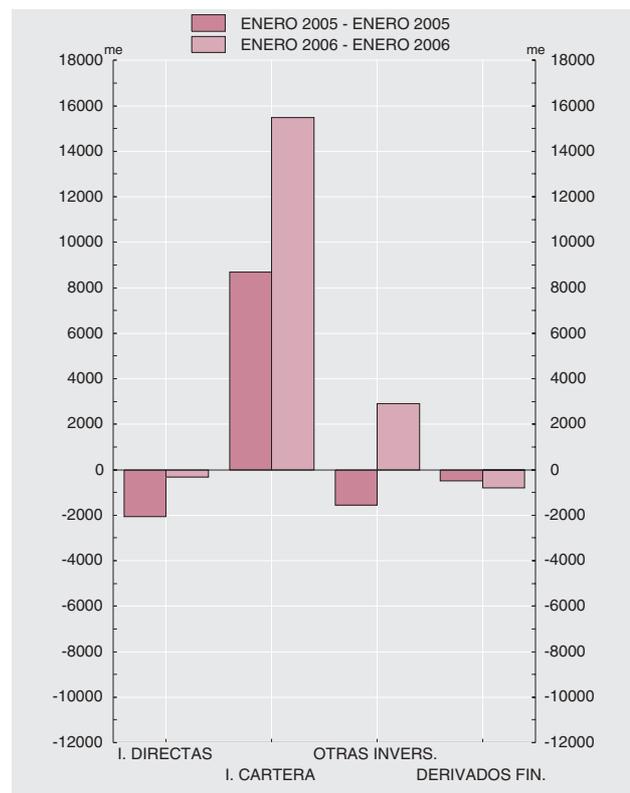
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)		
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)							
		1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10	11
03	18 876	17 301	-1 421	24 392	22 971	-26 592	65 634	39 042	48 749	15 973	64 722	-3 435	1 575	13 626	4 382	-16 433	
04	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397	
05	59 551	61 812	-12 693	31 177	18 484	57 890	78 714	136 605	16 599	46 258	62 857	16	-2 261	1 439	14 855	-18 555	
05 E-E	P	6 940	4 557	-2 072	4 166	2 094	8 699	-1 370	7 329	-1 568	5 755	4 187	-502	2 383	94	2 351	-62
06 E-E	P	6 755	17 245	-334	2 107	1 773	15 477	6 077	21 554	2 908	1 501	4 409	-806	-10 490	45	-9 761	-773
04 Oct		3 931	32 357	-3 260	3 857	596	9 972	3 573	13 545	-4 811	20 812	23	-28 426	344	-27 589	-1 181	
Nov		2 765	-9 628	-12 852	14 592	1 740	20 477	1 914	22 391	-18 452	1 816	-16 636	1 200	12 393	12	13 138	-758
Dic		2 378	-1 412	-2 233	8 508	6 275	8 323	1 549	9 871	-6 073	1 756	-4 317	-1 429	3 789	44	3 045	700
05 Ene	P	6 940	4 557	-2 072	4 166	2 094	8 699	-1 370	7 329	-1 568	5 755	4 187	-502	2 383	94	2 351	-62
Feb	P	5 826	13 698	1 575	1 518	3 093	11 052	3 846	14 898	986	2 855	3 841	85	-7 872	112	-5 202	-2 782
Mar	P	4 690	-2 012	-4 817	4 677	-139	7 771	5 561	13 332	-3 917	8 709	4 792	-1 049	6 702	1 343	9 579	-4 220
Abr	P	5 238	6 024	-1 198	1 732	534	3 817	2 061	5 878	4 321	4 771	9 092	-915	-786	189	1 021	-1 996
May	P	4 223	-734	-334	1 339	1 005	8 593	1 123	9 715	-8 873	5 221	-3 652	-119	4 956	-39	6 595	-1 600
Jun	P	4 234	10 613	-4 291	3 291	-1 001	14 020	12 127	26 147	-445	2 853	2 408	1 330	-6 379	8	-4 430	-1 956
Jul	P	3 737	-851	110	1 185	1 295	-12 894	14 717	1 823	11 533	2 494	14 027	399	4 588	109	6 086	-1 606
Ago	P	3 977	492	304	625	929	-13 296	8 479	-4 817	13 995	-14 251	-257	-510	3 486	3	4 913	-1 431
Sep	P	7 672	18 950	-331	2 860	2 529	25 795	-1 808	23 988	-6 433	13 261	6 827	-82	-11 278	-100	-10 184	-994
Oct	P	5 333	6 522	987	1 252	2 239	3 078	6 285	9 363	1 562	6 572	8 134	896	-1 190	-71	-986	-133
Nov	P	3 735	-103	4 548	2 622	7 170	-8 569	23 580	15 011	3 088	6 465	9 553	830	3 838	-463	4 286	15
Dic	P	3 947	4 657	-7 173	5 908	-1 265	9 824	4 113	13 938	2 352	1 554	3 905	-346	-710	253	826	-1 789
06 Ene	P	6 755	17 245	-334	2 107	1 773	15 477	6 077	21 554	2 908	1 501	4 409	-806	-10 490	45	-9 761	-773

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

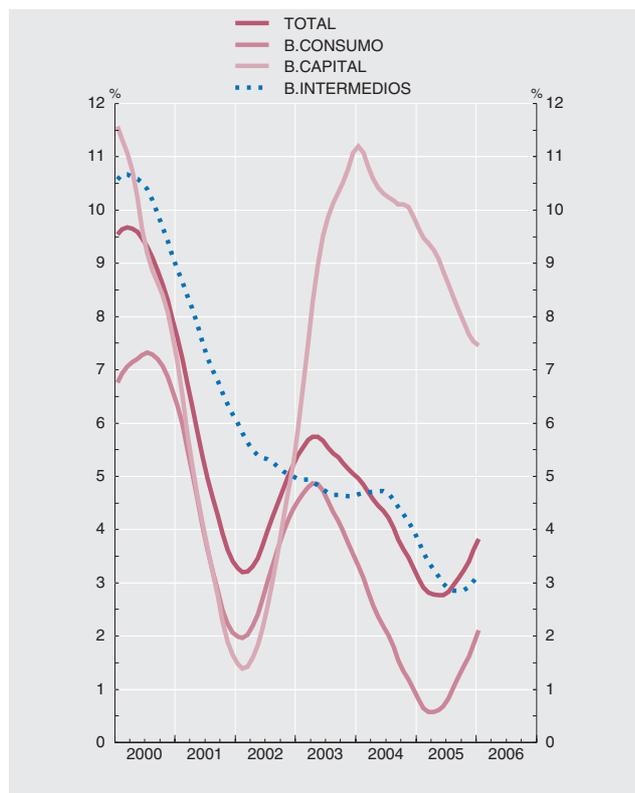
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Zona del euro	Total				Estados Unidos
<b>01</b>	129 771	4,5	4,2	3,7	-1,4	5,7	-22,8	7,5	6,3	6,0	5,1	4,5	-6,6	8,3	-6,1	-6,6
<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>	153 559	5,0	0,2	-2,0	6,2	0,9	-8,7	1,5	2,5	2,3	1,9	3,2	6,1	14,8	12,3	14,1
<b>04 Dic</b>	12 350	6,7	4,4	1,9	4,2	7,2	26,8	6,3	5,7	5,1	7,0	5,9	8,8	64,9	-17,2	9,0
<b>05 Ene</b>	10 905	1,9	-3,1	-5,2	-16,7	1,3	-5,9	1,8	3,5	3,8	5,3	3,5	9,6	8,7	-39,8	15,1
<b>05 Feb</b>	12 141	5,3	-0,1	-3,1	-9,0	4,1	-37,0	6,8	6,9	7,0	7,0	4,5	-8,9	15,8	6,4	-0,0
<b>05 Mar</b>	12 885	-1,5	-6,0	-12,3	-3,8	-1,0	-5,4	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	-2,3	-14,3	7,6	8,8	-1,0
<b>05 Abr</b>	13 405	8,4	5,6	6,5	13,6	3,6	-4,8	4,1	4,8	5,3	6,5	5,2	10,7	47,6	21,3	1,7
<b>05 May</b>	13 307	4,8	1,4	-3,0	5,4	4,7	-18,5	6,1	1,6	1,2	3,0	2,8	5,4	71,9	-19,3	15,2
<b>05 Jun</b>	13 581	3,8	0,5	-3,3	15,6	0,4	-3,5	0,6	-0,3	-1,1	-1,2	4,6	7,3	1,1	-0,8	3,2
<b>05 Jul</b>	12 800	-0,6	-6,0	-8,0	-2,8	-5,0	-12,6	-4,6	-5,3	-5,9	-7,7	-3,0	4,4	11,6	-3,9	19,6
<b>05 Ago</b>	9 920	11,6	5,2	6,1	22,1	2,2	-0,3	2,4	7,3	6,8	3,2	9,1	17,8	11,1	20,9	12,1
<b>05 Sep</b>	13 516	11,7	5,9	6,1	16,1	4,2	-0,1	4,5	7,8	7,0	5,3	9,7	27,1	25,9	21,9	12,0
<b>05 Oct</b>	13 216	1,6	-2,4	0,6	-11,2	-3,4	-4,1	-3,4	0,4	-0,1	-0,5	2,4	11,3	-14,7	-11,1	24,0
<b>05 Nov</b>	14 593	5,9	1,5	-1,9	25,0	0,1	-1,8	0,2	-1,2	-1,4	-1,6	-1,3	6,1	25,7	82,5	53,5
<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	3,1	-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	9,7	52,6	6,6	102,4	4,0

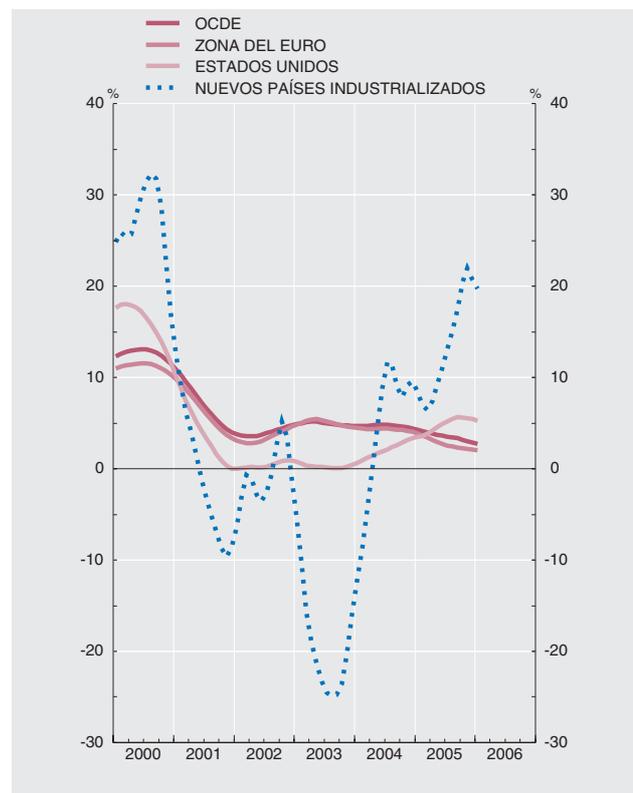
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRAFICAS

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 EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

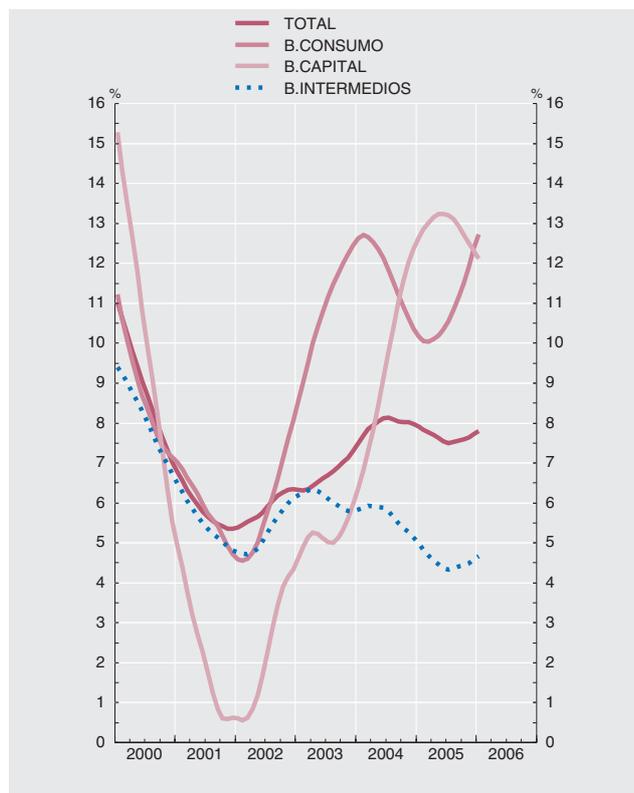
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Estados Unidos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01	173 210	2,2	3,4	6,4	-2,0	3,2	-1,0	4,3	3,5	3,0	3,8	2,6	-10,1	-8,1	3,7	-2,2
02	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6
05	231 372	11,9	6,4	7,9	20,3	3,0	9,8	1,8	5,5	5,3	5,5	5,8	5,1	36,1	32,3	12,4
04 Dic	18 546	16,9	10,5	7,0	49,2	4,2	12,3	2,3	14,5	15,8	18,2	15,4	-15,4	18,1	-12,7	50,2
05 Ene	16 185	13,9	8,5	3,4	21,7	8,7	6,0	9,4	11,0	12,1	12,7	12,2	-6,0	7,1	14,9	9,4
05 Feb	17 235	13,0	7,2	12,0	18,6	2,9	24,4	-1,3	8,1	9,1	8,9	7,1	-0,4	32,8	21,2	7,2
05 Mar	19 315	10,8	5,1	4,3	43,0	-0,6	18,2	-4,4	6,1	7,4	7,0	5,7	-8,7	41,9	12,4	14,2
05 Abr	19 929	15,8	10,7	6,8	50,5	5,8	3,3	6,4	8,3	8,6	8,4	11,7	33,1	60,6	19,8	24,1
05 May	19 681	12,9	11,9	15,5	28,4	7,1	-0,1	8,7	4,4	4,1	4,3	6,5	34,6	16,4	36,2	14,5
05 Jun	20 152	8,5	3,0	3,5	29,8	-1,9	5,9	-3,5	3,5	3,2	4,4	5,8	18,8	28,3	9,1	6,8
05 Jul	18 927	5,4	-2,6	4,4	-8,0	-4,8	-1,5	-5,6	-2,8	-3,3	-3,8	-1,3	7,7	25,8	12,9	17,8
05 Ago	17 112	20,0	13,1	10,5	44,3	9,5	27,6	4,3	10,6	10,0	11,7	11,2	7,6	48,5	32,1	0,2
05 Sep	20 622	12,1	7,6	9,0	17,0	5,1	9,4	4,1	6,5	6,0	6,7	6,8	-4,7	59,1	-15,4	22,3
05 Oct	19 855	7,9	3,0	6,8	-4,0	2,4	17,2	-0,7	0,8	-0,6	-0,2	1,9	-8,5	30,5	45,1	13,4
05 Nov	21 886	12,4	8,3	7,7	47,9	1,1	12,8	-1,4	3,6	2,9	3,0	0,3	-18,2	39,9	149,1	35,5
05 Dic	20 472	10,4	3,1	11,5	-11,9	3,7	-4,9	5,9	6,0	4,8	2,8	2,6	5,9	43,7	49,7	-15,3
06 Ene	19 337	19,5	17,7	40,4	20,8	7,0	27,3	1,7	13,8	13,2	13,8	9,9	18,2	44,3	50,1	49,5

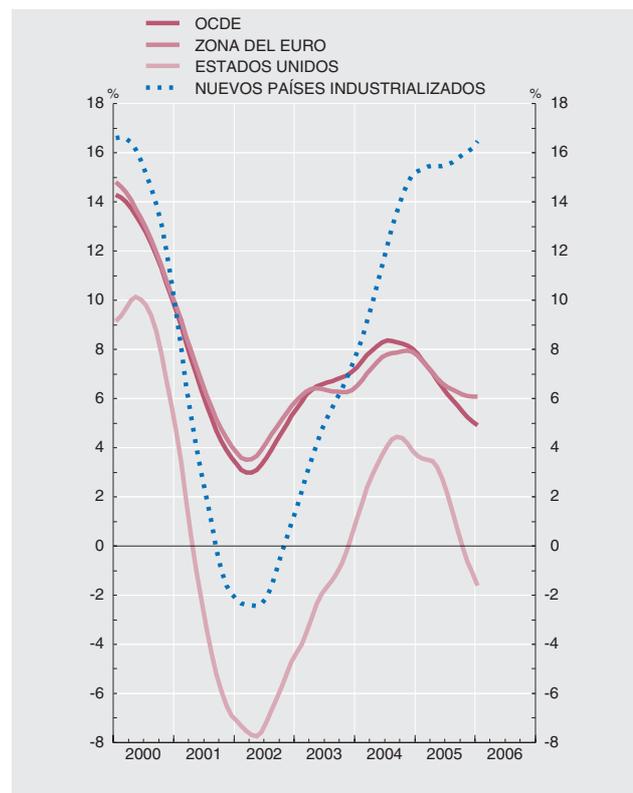
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRAFICAS

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.

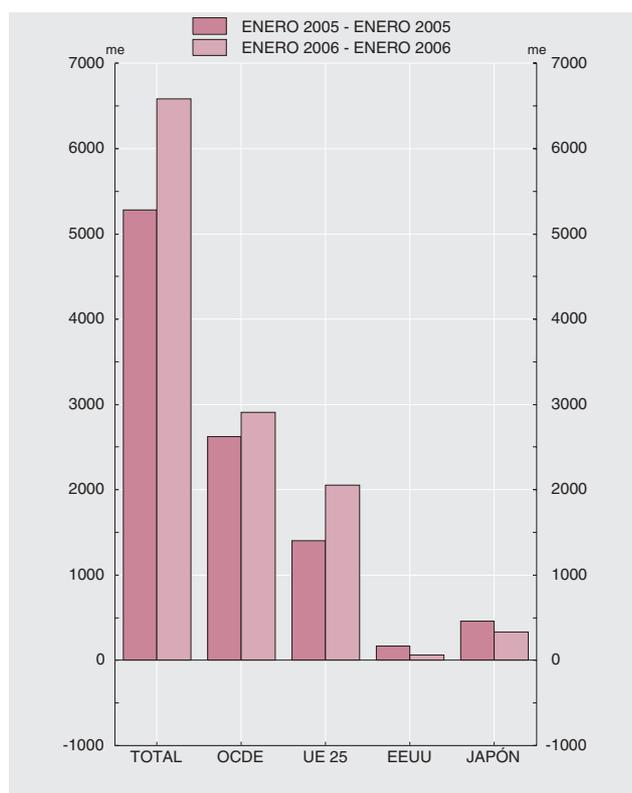
## 7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

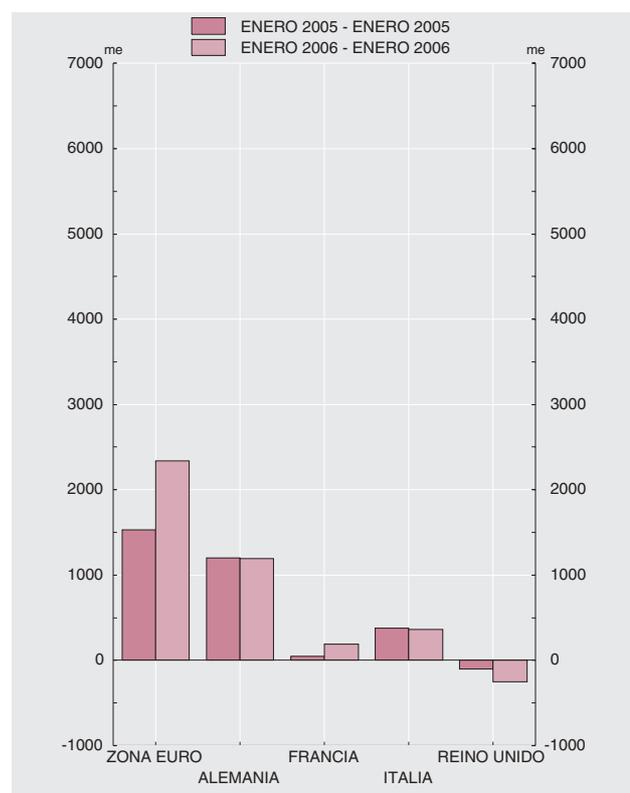
Millones de euros

	Unión Europea (UE 25)									OCDE					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	OPEP			
			Total	Del cual:												
				Alemania	Francia	Italia										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
00	-45 291	-19 173	-20 065	-17 816	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-388	-27 681	-2 707	-3 616	-10 879	936	-2 151	
01	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176	
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176	
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600	
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104	
05	-77 813	-30 022	-29 422	-29 320	-16 278	-3 187	-6 995	-170	67	-41 662	-1 722	-4 716	-13 288	-3 080	-3 427	
05 E-E	-5 280	-1 395	-1 400	-1 530	-1 199	-47	-380	101	29	-2 627	-169	-457	-896	-207	-259	
06 E-E	-6 584	-2 113	-2 057	-2 336	-1 197	-189	-363	252	28	-2 909	-63	-330	-1 386	-170	-432	
05 Ene	-5 280	-1 395	-1 400	-1 530	-1 199	-47	-380	101	29	-2 627	-169	-457	-896	-207	-259	
Feb	-5 093	-1 763	-1 816	-1 914	-1 256	-166	-492	133	-34	-2 645	-173	-332	-843	-145	-229	
Mar	-6 431	-2 445	-2 489	-2 407	-1 117	-363	-608	-62	-20	-3 568	-125	-479	-1 056	-207	-281	
Abr	-6 524	-2 494	-2 406	-2 257	-1 459	-37	-530	-132	-17	-3 878	-286	-385	-957	-358	-293	
May	-6 374	-2 423	-2 341	-2 367	-1 445	-94	-644	59	-32	-3 473	-376	-397	-910	-344	-291	
Jun	-6 571	-2 898	-2 842	-2 855	-1 573	-321	-466	78	-65	-3 842	-279	-373	-973	-284	-301	
Jul	-6 128	-2 442	-2 424	-2 585	-1 379	-157	-704	129	32	-3 190	-64	-368	-1 057	-227	-257	
Ago	-7 192	-2 645	-2 604	-2 613	-1 253	-530	-574	-52	61	-3 543	-141	-291	-1 358	-255	-212	
Sep	-7 106	-2 365	-2 349	-2 469	-1 404	-376	-494	70	50	-3 296	-55	-394	-1 609	-226	-307	
Oct	-6 639	-2 673	-2 494	-2 472	-1 378	-239	-586	-54	33	-3 516	29	-373	-1 060	-395	-302	
Nov	-7 293	-2 780	-2 707	-2 567	-1 363	-267	-674	-193	53	-3 649	-93	-443	-1 294	-528	-386	
Dic	-7 182	-3 700	-3 551	-3 282	-1 451	-589	-841	-246	-23	-4 436	11	-424	-1 275	96	-311	
06 Ene	-6 584	-2 113	-2 057	-2 336	-1 197	-189	-363	252	28	-2 909	-63	-330	-1 386	-170	-432	

### 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.

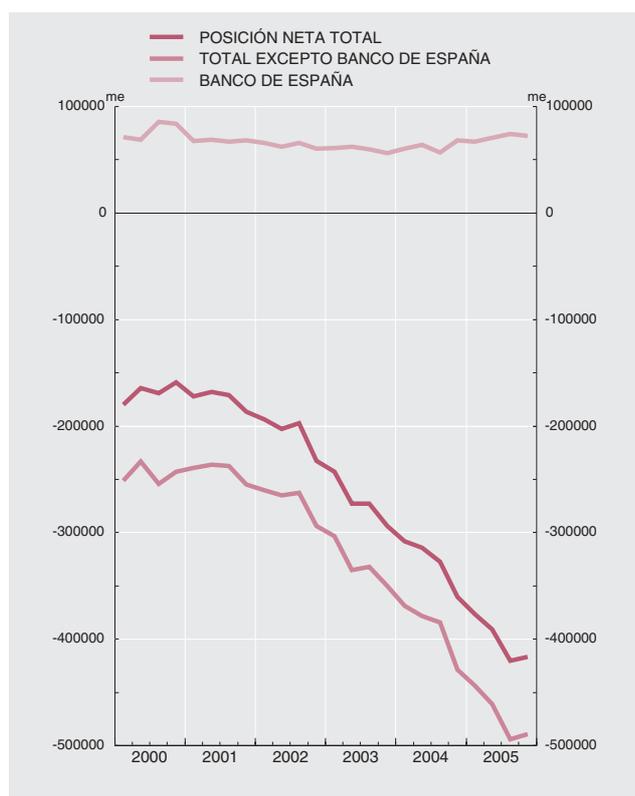
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

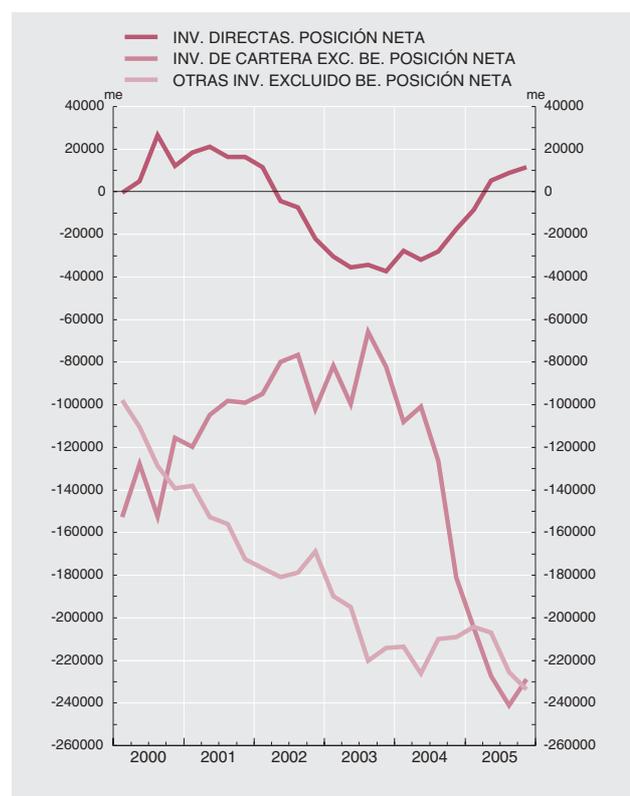
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España										Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
															1=2+12
97	-121,6	-185,9	-47,6	48,4	96,0	-124,5	33,3	157,8	-13,7	144,2	157,9	64,3	64,2	-	0,1
98	-160,5	-213,1	-44,5	63,5	108,0	-136,4	73,1	209,5	-32,2	161,5	193,7	52,5	52,1	-	0,4
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	73,7	37,3	36,0	0,4
00	-158,7	-242,6	12,2	180,2	168,0	-115,5	193,7	309,2	-139,3	166,4	305,8	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-186,5	-255,0	16,3	217,5	201,1	-99,0	232,6	331,6	-172,3	172,5	344,8	68,5	38,9	29,2	0,4
02 IV	-232,9	-293,6	-22,1	223,1	245,2	-102,6	256,8	359,4	-168,9	197,4	366,3	60,6	38,4	22,7	-0,4
03 I	-242,6	-303,7	-30,4	223,9	254,3	-83,2	278,3	361,6	-190,0	194,7	384,7	61,0	35,4	24,3	1,3
II	-272,6	-335,1	-35,5	222,9	258,4	-104,6	287,3	391,9	-195,1	194,7	389,8	62,4	31,3	26,8	4,3
III	-272,6	-332,4	-34,3	229,5	263,8	-77,9	309,6	387,4	-220,2	193,2	413,4	59,8	25,4	22,2	12,1
IV	-294,1	-350,2	-37,4	231,6	268,9	-98,6	319,8	418,4	-214,2	204,0	418,1	56,1	21,2	18,3	16,6
04 I	-308,3	-368,8	-27,7	242,0	269,8	-127,4	332,8	460,2	-213,6	210,9	424,5	60,5	17,6	23,1	19,9
II	-314,3	-378,6	-32,0	247,6	279,7	-120,5	347,9	468,4	-226,1	222,1	448,2	64,2	16,2	27,9	20,0
III	-327,3	-384,1	-28,0	254,4	282,4	-146,2	344,4	490,5	-209,9	229,7	439,7	56,8	15,9	20,5	20,4
IV	-360,6	-428,7	-17,6	272,5	290,1	-202,1	359,3	561,4	-208,9	222,4	431,3	68,1	14,5	31,9	21,7
05 I	-376,6	-443,9	-8,6	287,2	295,8	-231,1	366,5	597,7	-204,2	240,7	444,9	67,3	13,3	25,2	28,8
II	-390,7	-461,0	5,3	303,8	298,5	-259,5	390,8	650,3	-206,9	256,0	462,9	70,4	13,7	22,0	34,7
III	-420,1	-494,1	8,7	311,7	302,9	-277,3	417,7	695,0	-225,5	256,3	481,8	74,0	14,0	21,2	38,7
IV	-416,7	-488,9	11,4	323,1	311,7	-266,7	460,0	726,7	-233,7	270,3	504,0	72,2	14,6	17,1	40,5

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

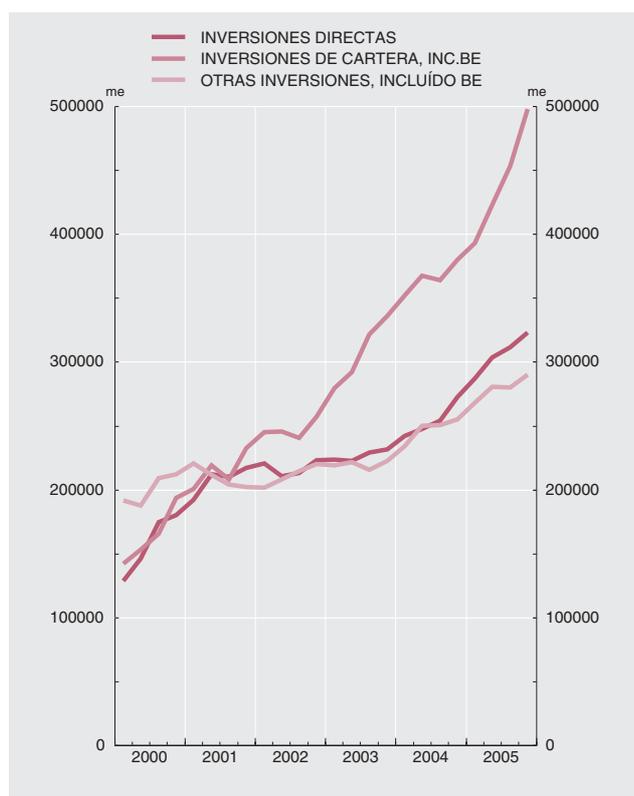
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

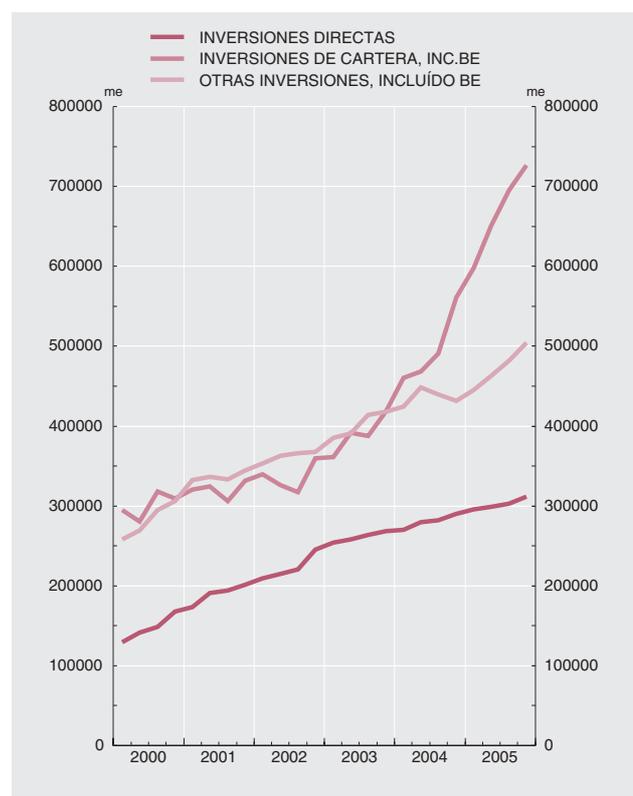
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España
	1	2	3	4	5	6	7	8		
	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		
<b>97</b>	45 227	3 141	83 046	12 957	9 917	23 352	75 414	82 364	144 390	157 981
<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	161 672	212 159	305 778
<b>01</b>	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	187 459	202 099	344 845
<b>02 IV</b>	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	242 432	220 483	367 646
<b>03 I</b>	206 602	17 300	203 995	50 338	47 089	232 844	116 359	245 201	219 438	385 462
<b>II</b>	205 551	17 399	207 551	50 851	51 400	240 717	133 812	258 086	221 881	390 621
<b>III</b>	213 679	15 798	210 597	53 203	56 847	264 746	130 593	256 851	215 885	413 722
<b>IV</b>	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	270 550	222 670	418 202
<b>04 I</b>	225 194	16 833	208 256	61 519	70 575	281 731	153 501	306 722	234 377	424 549
<b>II</b>	230 136	17 510	214 813	64 839	75 270	292 225	149 108	319 292	250 473	448 152
<b>III</b>	234 813	19 624	218 183	64 231	71 014	293 161	150 702	339 837	250 827	439 658
<b>IV</b>	254 696	17 791	223 215	66 917	78 053	302 067	183 210	378 218	255 181	431 348
<b>05 I</b>	267 094	20 127	225 510	70 304	79 828	313 129	184 792	412 862	268 200	444 867
<b>II</b>	283 979	19 833	229 405	69 112	83 674	339 216	178 505	471 746	280 676	462 938
<b>III</b>	290 978	20 680	230 683	72 258	93 652	360 151	204 333	490 672	280 165	481 856
<b>IV</b>	301 850	21 250	239 784	71 868	104 150	393 747	197 346	529 316	290 091	504 122

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

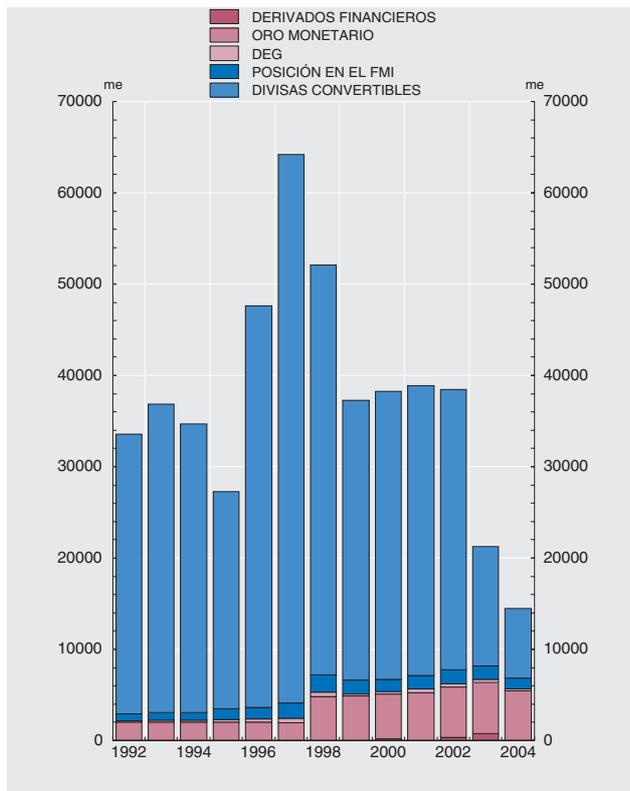
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

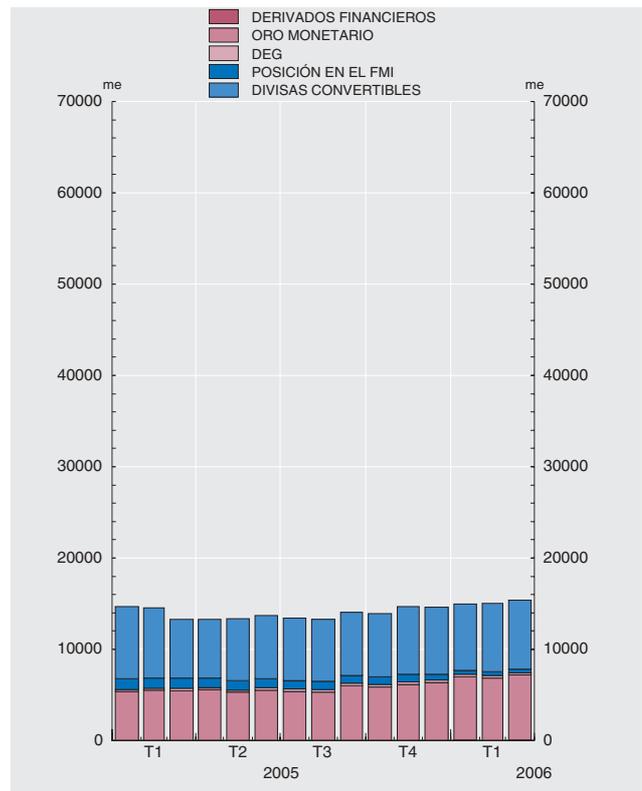
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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>00</b>	38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>							
Oct	15 368	8 138	1 264	343	5 623	-	16,8
Nov	15 061	7 796	1 197	337	5 729	1	16,8
Dic	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>							
Ene	14 712	7 962	1 142	250	5 453	-94	16,8
Feb	14 576	7 719	1 107	253	5 531	-35	16,8
Mar	13 321	6 490	1 117	255	5 549	-90	16,8
Abr	13 276	6 439	1 000	256	5 667	-87	16,8
May	13 356	6 782	1 022	262	5 577	-286	16,6
Jun	13 672	6 895	989	269	5 846	-327	16,2
Jul	13 409	6 827	918	270	5 726	-332	16,2
Ago	13 260	6 784	882	274	5 610	-290	15,9
Sep	14 032	6 896	839	275	6 236	-214	15,9
Oct	13 893	6 894	820	275	5 959	-55	15,2
Nov	14 694	7 423	825	281	6 238	-72	14,8
Dic	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<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

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN**
*Saldos a fin de periodo*
*Millones de euros*

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>02 IV</b>	672 115	194 649	1 461	1 072	179 644	12 473	-	307 780	346	154 007	34 190	119 237
<b>03 I</b>	694 062	183 831	2 196	710	168 451	12 474	-	328 247	315	165 842	39 596	122 493
II	714 542	188 667	3 069	267	173 146	12 185	-	339 679	323	170 814	44 803	123 739
III	742 230	180 683	3 560	1 780	163 164	12 179	-	362 703	353	183 340	49 208	129 801
IV	772 151	176 501	4 386	335	159 152	12 628	-	374 134	326	187 752	56 363	129 693
<b>04 I</b>	815 215	192 147	3 676	489	174 928	13 055	-	392 792	361	186 529	72 417	133 485
II	856 271	189 040	3 270	428	172 191	13 151	-	425 717	353	207 118	79 569	138 676
III	868 750	195 531	3 136	1 755	177 265	13 374	-	423 118	362	198 299	88 484	135 974
IV	904 325	205 323	2 956	705	184 800	16 863	-	427 328	301	194 245	100 711	132 071
<b>05 I</b>	954 641	206 611	2 600	1 024	185 261	17 726	-	456 631	467	202 197	121 665	132 301
II	1 034 314	215 489	2 268	437	196 053	16 731	-	486 308	577	232 191	135 730	117 810
III	1 075 270	214 956	3 168	1 424	193 837	16 527	-	514 123	340	264 976	147 031	101 776
IV	1 137 322	215 091	2 547	65	195 014	17 465	-	544 853	705	276 510	160 788	106 850

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)**
*Saldos a fin de periodo*
*Millones de euros*

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>02 IV</b>	1 371	1 371	106 278	3 001	19 895	78	23 790	58 757	450	307	62 036	32 569	29 468
<b>03 I</b>	798	798	117 787	2 678	19 084	123	31 964	62 955	446	537	63 399	32 831	30 568
II	870	870	119 491	2 497	17 701	167	34 248	63 864	437	576	65 836	33 091	32 745
III	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128
IV	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947
<b>04 I</b>	62	62	146 270	2 321	20 105	359	53 019	69 393	405	669	83 944	36 235	47 710
II	1	1	152 686	2 561	18 327	229	61 346	69 195	402	625	88 826	37 125	51 702
III	0	0	160 845	3 312	18 685	634	67 278	70 008	392	537	89 255	37 445	51 810
IV	16	16	176 899	4 043	18 952	1 175	85 408	66 403	413	505	94 759	38 513	56 246
<b>05 I</b>	0	0	194 487	4 274	20 580	787	98 595	69 030	405	817	96 912	39 800	57 112
II	71	71	232 818	3 839	19 958	1 569	133 280	72 974	397	801	99 630	41 705	57 925
III	42	42	243 407	3 401	19 386	1 636	142 895	74 943	392	753	102 742	42 823	59 918
IV	126	126	273 367	3 313	19 321	996	166 949	81 647	388	753	103 885	43 218	60 666

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros		Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	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		
<b>04 Oct</b>	330 710	255 309	75 001	-	10	442	51 188 106	468 150	10 658	298 569	7 866	1 803	139 747	1 054		
<i>Nov</i>	339 060	263 841	75 000	295	16	169	261 196 810	472 556	17 770	298 041	4 525	1 971	140 136	144		
<i>Dic</i>	352 610	278 196	75 000	-652	14	164	112 209 818	493 999	9 424	296 742	3 136	3 317	139 475	-		
<b>05 Ene</b>	345 223	269 024	75 714	381	0	203	99 204 736	490 694	8 798	280 795	-13 960	1 852	138 635	-		
<i>Feb</i>	358 741	277 826	80 749	125	-1	121	78 217 765	488 278	26 949	280 344	-17 118	825	140 152	-		
<i>Mar</i>	363 955	278 761	85 217	-152	-0	218	87 220 986	495 751	27 381	279 511	-22 636	373	142 597	-		
<i>Abr</i>	366 616	276 523	90 002	-	-1	200	108 223 659	502 026	26 012	287 206	-17 174	-98	143 054	-		
<i>May</i>	361 885	271 865	90 000	-	8	93	81 214 859	511 289	10 493	286 876	-20 047	611	146 415	-		
<i>Jun</i>	379 967	290 273	90 002	-169	20	145	305 232 941	518 749	24 141	286 606	-23 343	818	146 207	-		
<i>Jul</i>	396 451	307 025	90 000	-457	1	67	185 246 362	529 715	27 514	306 173	-4 694	523	149 566	-		
<i>Ago</i>	398 523	308 783	89 998	-22	11	18	266 246 736	532 886	24 501	304 931	-5 720	771	151 016	-		
<i>Sep</i>	379 522	289 091	89 999	432	9	76	85 226 489	530 079	9 620	304 733	-8 476	1 556	151 477	-		
<i>Oct</i>	380 847	291 327	89 999	-405	-7	61	128 227 409	534 411	7 149	315 263	1 112	2 194	151 245	-		
<i>Nov</i>	389 195	299 224	90 002	-	1	80	113 234 860	538 109	11 412	313 526	-1 135	2 625	151 709	-		
<i>Dic</i>	406 048	317 137	89 211	-341	5	145	109 248 369	558 128	5 237	312 391	-2 605	3 092	154 588	-		
<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	-		
<i>Feb</i>	398 591	296 300	102 017	325	0	62	114 239 384	549 393	9 701	324 915	5 204	2 797	156 410	-		
<i>Mar</i>	405 993	295 305	110 886	-113	-0	42	126 244 219	554 137	12 476	324 109	1 715	2 014	159 760	-		

**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									
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
1=2+3+4 +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>04 Oct</b>	28 088	25 882	2 201	-	6	0	- 38 575	66 286	8 347	19 975	-16 083	-24 539	-23 012	-1 527	14 052	-	
<i>Nov</i>	22 313	20 361	1 931	2	9	11	- 36 719	66 473	8 591	19 962	-18 382	-27 803	-26 391	-1 411	13 396	-	
<i>Dic</i>	24 540	22 266	2 270	-	4	-	0 36 123	69 795	4 360	19 942	-18 089	-26 265	-25 035	-1 230	14 682	-	
<b>05 Ene</b>	25 136	22 414	2 721	-	1	-	0 37 359	69 878	5 213	18 833	-18 899	-26 045	-24 869	-1 176	13 821	-	
<i>Feb</i>	24 353	21 467	2 882	-	1	2	- 37 045	69 247	6 501	18 821	-19 883	-26 880	-25 629	-1 250	14 187	-	
<i>Mar</i>	26 496	23 987	2 540	-30	-2	0	- 35 977	70 599	7 890	18 811	-23 701	-24 017	-22 653	-1 364	14 536	-	
<i>Abr</i>	29 675	26 863	2 809	-	3	-	0 33 212	71 134	6 329	19 220	-25 030	-18 113	-16 452	-1 662	14 576	-	
<i>May</i>	29 050	26 029	3 020	-	2	0	1 33 933	71 959	7 008	19 178	-25 856	-19 224	-16 640	-2 584	14 341	-	
<i>Jun</i>	28 526	25 508	3 017	-	6	-	5 35 021	73 124	8 845	18 997	-27 950	-21 561	-18 951	-2 610	15 065	-	
<i>Jul</i>	30 823	28 108	2 725	-11	1	-	0 31 762	75 194	5 883	20 121	-29 194	-16 150	-13 372	-2 778	15 211	-	
<i>Ago</i>	31 232	28 332	2 902	-	1	-	4 28 673	74 978	3 781	19 996	-30 091	-13 211	-10 398	-2 813	15 770	-	
<i>Sep</i>	29 186	26 296	2 890	-	2	-	1 25 857	74 026	4 375	19 927	-32 617	-12 528	-10 124	-2 404	15 857	-	
<i>Oct</i>	27 830	25 082	2 762	-8	-5	-	1 28 243	74 576	7 007	20 359	-32 981	-16 551	-14 554	-1 997	16 138	-	
<i>Nov</i>	30 344	27 660	2 690	-	-1	0	5 29 321	74 987	8 288	20 102	-33 852	-14 259	-12 459	-1 800	15 282	-	
<i>Dic</i>	30 285	27 714	2 599	-28	1	0	1 28 287	78 418	4 987	20 091	-35 027	-14 642	-12 803	-1 839	16 640	-	
<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	-	
<i>Feb</i>	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	-	
<i>Mar</i>	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	-	

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

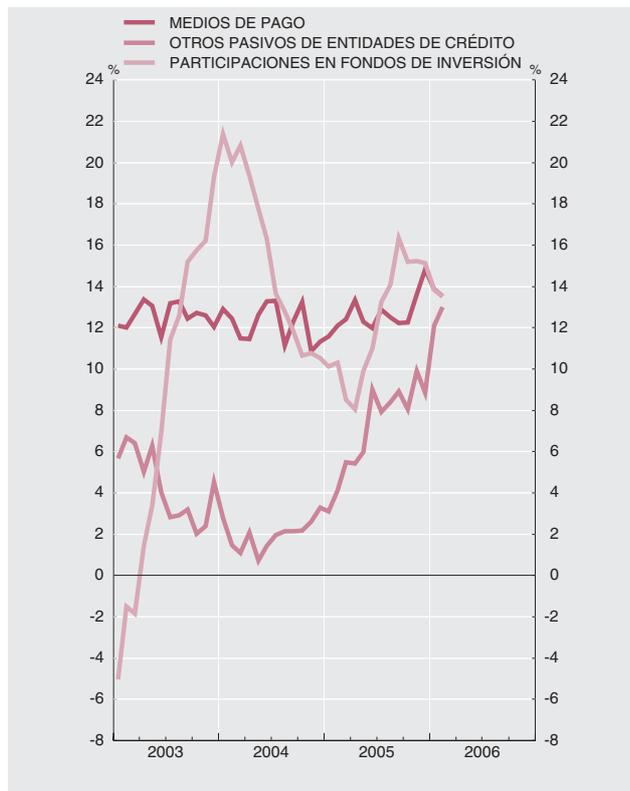
**8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a)  
DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA**

■ Serie representada gráficamente.

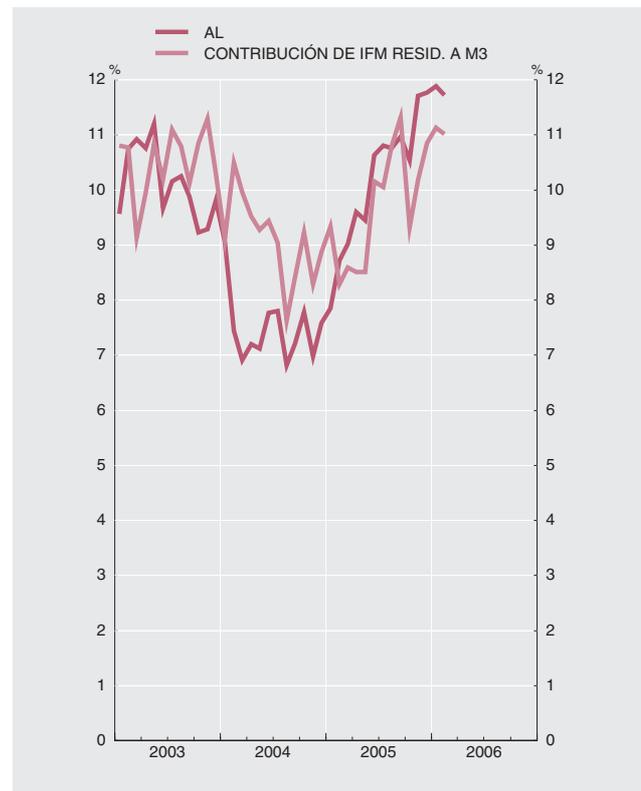
Millones de euros y porcentajes

	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)	Contribución 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>03</b>	360 691	12,0	20,9	10,3	278 224	4,5	2,2	14,9	-0,7	173 917	19,3	18,5	20,2	9,8	10,3
<b>04</b>	401 569	11,3	19,7	9,5	287 354	3,3	8,4	-12,1	-8,3	192 210	10,5	5,9	15,8	7,6	8,9
<b>05</b>	461 130	14,8	18,0	14,1	312 767	8,8	10,6	3,1	1,1	221 291	15,1	7,8	22,8	11,8	10,9
<b>04 Nov</b>	393 163	10,8	20,0	9,0	279 500	2,6	8,1	-13,3	-16,0	190 665	10,8	5,0	17,6	7,0	8,3
<b>04 Dic</b>	401 569	11,3	19,7	9,5	287 354	3,3	8,4	-12,1	-8,3	192 210	10,5	5,9	15,8	7,6	8,9
<b>05 Ene</b>	396 854	11,6	19,9	9,8	285 547	3,1	8,7	-8,7	-28,6	194 486	10,1	7,8	12,7	7,9	9,3
<b>05 Feb</b>	402 476	12,1	19,2	10,6	286 991	4,1	9,3	-9,1	-22,5	198 006	10,3	9,3	11,4	8,7	8,3
<b>05 Mar</b>	408 970	12,4	19,0	11,0	290 499	5,5	8,8	-3,7	-9,3	198 909	8,5	6,3	10,8	9,0	8,6
<b>05 Abr</b>	412 266	13,3	18,2	12,2	291 306	5,4	9,5	-3,4	-21,7	200 162	8,0	7,5	8,6	9,6	8,5
<b>05 May</b>	417 032	12,3	17,8	11,1	291 950	6,0	10,0	-2,5	-23,5	204 210	9,9	8,5	11,5	9,5	8,5
<b>05 Jun</b>	435 667	12,0	17,8	10,7	299 131	9,0	11,5	2,5	-6,1	207 466	11,0	9,9	12,1	10,6	10,2
<b>05 Jul</b>	440 736	12,9	17,4	11,9	295 556	7,9	10,4	-0,0	-4,0	211 403	13,3	10,5	16,1	10,8	10,1
<b>05 Ago</b>	429 631	12,5	17,6	11,4	300 587	8,4	11,2	0,1	-6,1	214 149	14,1	10,7	17,7	10,8	10,8
<b>05 Sep</b>	436 815	12,2	18,7	10,8	300 234	8,9	10,6	6,7	-9,7	217 835	16,3	11,7	21,2	11,0	11,3
<b>05 Oct</b>	436 966	12,3	17,8	11,0	299 822	8,0	9,7	4,5	-8,1	217 087	15,2	10,8	19,8	10,5	9,3
<b>05 Nov</b>	446 668	13,6	18,4	12,5	307 171	9,9	10,4	9,2	3,6	219 666	15,2	9,3	21,5	11,7	10,2
<b>05 Dic</b>	461 130	14,8	18,0	14,1	312 767	8,8	10,6	3,1	1,1	221 291	15,1	7,8	22,8	11,8	10,9
<b>06 Ene</b>	P 451 875	13,9	17,4	13,0	320 075	12,1	12,4	13,8	-0,1	221 399	13,8	3,4	24,8	11,9	11,1
<b>06 Feb</b>	P 456 932	13,5	17,5	12,6	324 276	13,0	13,3	13,7	4,0	224 799	13,5	0,9	26,5	11,7	11,0

**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.

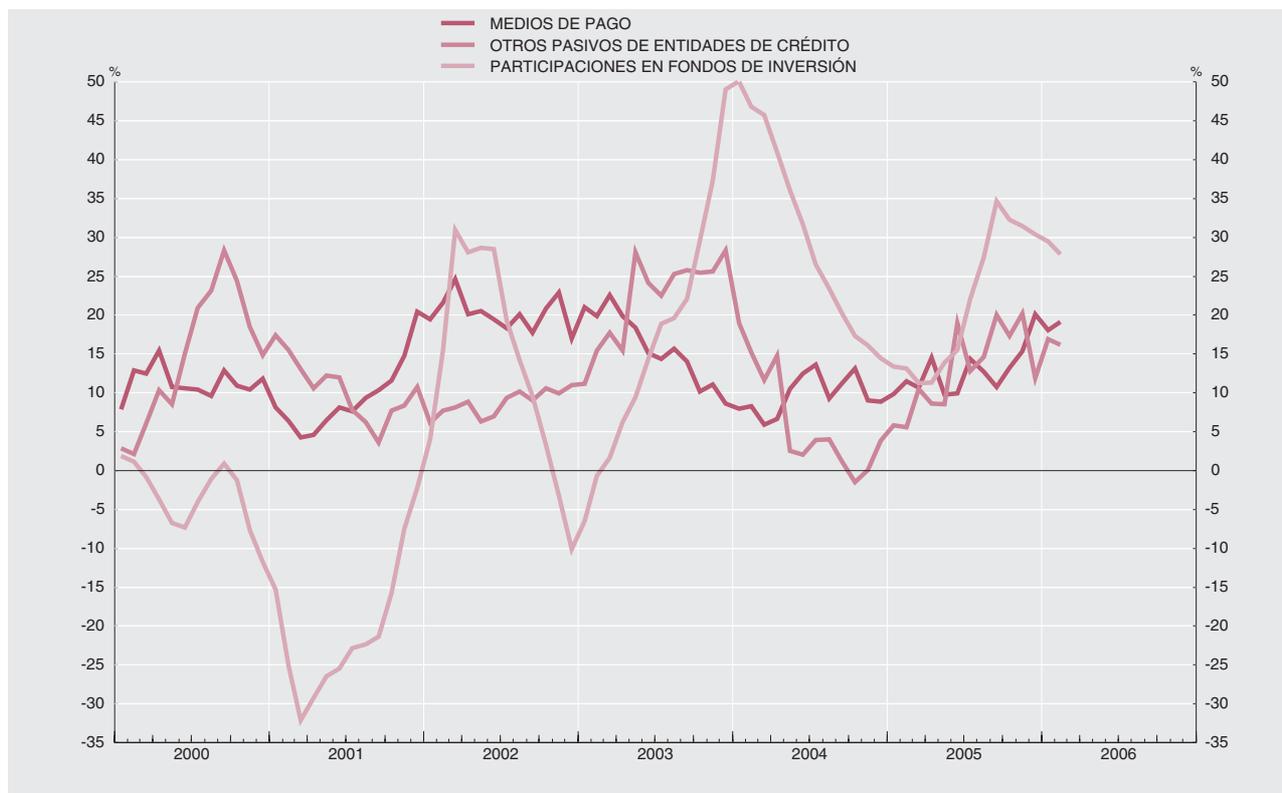
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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>03</b>	85 186	8,6	63 525	28,4	39,2	22,0	20 465	49,0	37,8	61,9
<b>04</b>	92 764	8,9	65 961	3,8	24,6	-10,0	23 418	14,4	17,5	11,5
<b>05</b>	111 423	20,1	73 818	11,9	30,8	-5,5	30 538	30,4	15,8	45,3
<b>04 Nov</b>	91 559	9,1	59 614	0,1	19,7	-14,2	23 006	16,1	18,1	14,0
<b>04 Dic</b>	92 764	8,9	65 961	3,8	24,6	-10,0	23 418	14,4	17,5	11,5
<b>05 Ene</b>	90 754	9,9	62 417	5,8	28,4	-10,1	23 976	13,4	15,5	11,3
<b>05 Feb</b>	93 081	11,5	62 082	5,5	29,4	-11,4	24 689	13,1	13,7	12,5
<b>05 Mar</b>	94 706	10,6	65 115	10,5	30,2	-4,3	25 141	11,2	7,6	14,7
<b>05 Abr</b>	96 277	14,5	64 569	8,6	29,7	-7,3	25 620	11,3	8,4	14,1
<b>05 May</b>	96 414	9,8	63 690	8,5	31,2	-10,6	26 495	13,9	8,9	19,0
<b>05 Jun</b>	102 686	9,9	68 205	19,0	45,1	-3,4	27 239	15,5	9,8	21,5
<b>05 Jul</b>	104 034	14,3	64 345	12,8	34,0	-6,1	28 165	22,1	13,1	31,9
<b>05 Ago</b>	98 985	12,8	68 150	14,6	36,6	-4,3	28 931	27,4	16,1	40,0
<b>05 Sep</b>	101 033	10,7	69 637	20,0	33,9	6,8	29 865	34,7	20,0	50,8
<b>05 Oct</b>	101 086	13,2	68 056	17,3	34,0	1,1	29 806	32,3	19,0	46,5
<b>05 Nov</b>	105 621	15,4	71 638	20,2	33,7	6,4	30 244	31,5	17,4	46,1
<b>05 Dic</b>	111 423	20,1	73 818	11,9	30,8	-5,5	30 538	30,4	15,8	45,3
<b>06 Ene</b> P	107 184	18,1	72 997	17,0	27,3	6,5	31 035	29,4	14,8	43,9
<b>06 Feb</b> P	110 900	19,1	72 107	16,1	25,7	6,2	31 557	27,8	12,1	42,7

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

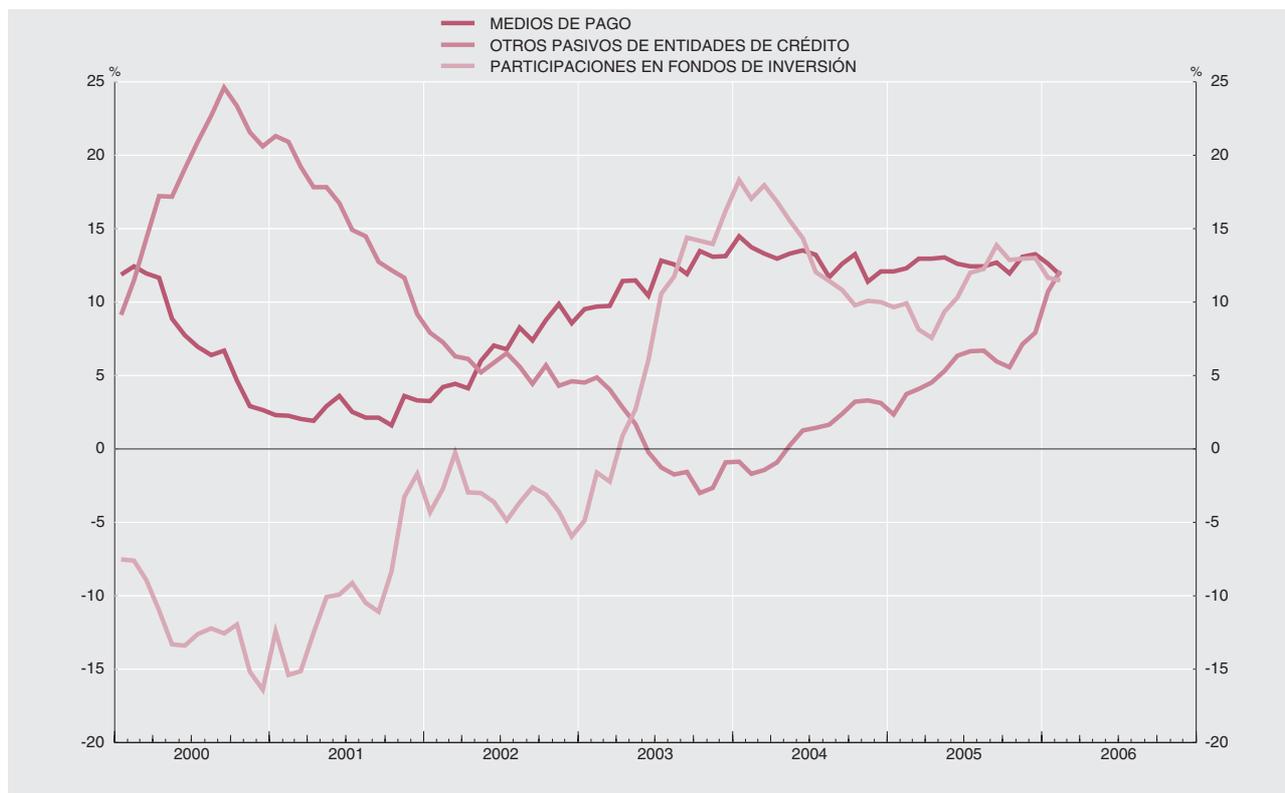
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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>03</b>	275 505	13,1	20,7	11,3	214 699	-0,9	-1,4	2,0	153 452	16,2	16,6	15,8
<b>04</b>	308 805	12,1	20,6	9,8	221 393	3,1	6,1	-13,2	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05</b>	349 707	13,2	20,3	11,2	238 948	7,9	7,3	12,4	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>04 Nov</b>	301 604	11,4	20,8	9,0	219 886	3,3	6,5	-13,5	167 659	10,1	3,5	18,1
<b>04 Dic</b>	308 805	12,1	20,6	9,8	221 393	3,1	6,1	-13,2	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05 Ene</b>	306 099	12,1	20,9	9,8	223 130	2,3	6,0	-16,7	170 511	9,7	6,8	12,9
<b>05 Feb</b>	309 395	12,3	20,3	10,2	224 908	3,7	6,7	-12,5	173 317	9,9	8,7	11,2
<b>05 Mar</b>	314 264	13,0	20,2	11,0	225 384	4,1	5,8	-5,5	173 768	8,1	6,1	10,2
<b>05 Abr</b>	315 989	13,0	19,5	11,2	226 738	4,5	6,7	-7,5	174 542	7,6	7,4	7,8
<b>05 May</b>	320 618	13,1	19,2	11,4	228 260	5,3	6,9	-3,8	177 716	9,4	8,4	10,4
<b>05 Jun</b>	332 981	12,6	19,3	10,8	230 926	6,4	6,7	4,6	180 227	10,3	9,9	10,7
<b>05 Jul</b>	336 703	12,4	19,1	10,6	231 211	6,6	7,0	4,4	183 238	12,0	10,2	14,0
<b>05 Ago</b>	330 646	12,4	19,4	10,5	232 437	6,7	7,4	2,1	185 218	12,2	10,0	14,7
<b>05 Sep</b>	335 782	12,7	20,6	10,5	230 597	6,0	7,1	-0,7	187 971	13,9	10,6	17,3
<b>05 Oct</b>	335 880	12,0	19,8	9,8	231 766	5,6	6,0	2,6	187 281	12,9	9,7	16,2
<b>05 Nov</b>	341 047	13,1	20,5	11,0	235 533	7,1	6,7	9,8	189 422	13,0	8,2	18,1
<b>05 Dic</b>	349 707	13,2	20,3	11,2	238 948	7,9	7,3	12,4	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06 Ene</b> P	344 691	12,6	19,4	10,6	247 078	10,7	9,9	15,9	190 364	11,6	1,8	22,0
<b>06 Feb</b> P	346 032	11,8	19,4	9,6	252 169	12,1	11,3	17,9	193 242	11,5	-0,7	24,1

#### 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.

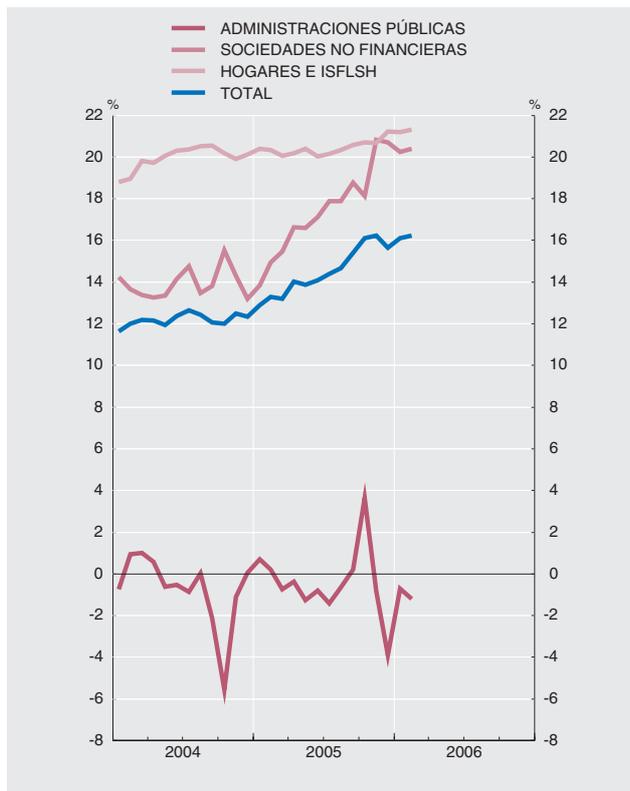
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

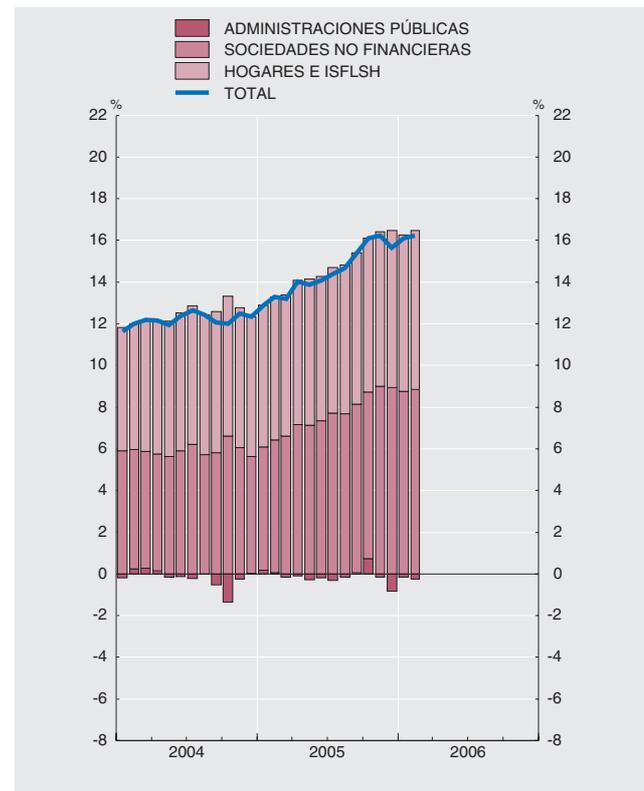
Millones de euros y porcentajes

	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	
03	1 343 183	141 381	11,8	0,7	15,9	13,5	19,0	16,4	-7,8	15,3	0,2	11,6	5,6	6,0	9,9	-0,1	1,8
04	1 512 400	165 822	12,3	0,0	16,2	13,2	20,1	19,0	0,2	3,5	0,0	12,3	5,6	6,7	11,9	0,0	0,4
05	1 754 733	236 496	15,6	-3,9	20,9	20,7	21,2	23,2	-0,3	10,0	-0,8	16,5	8,9	7,5	15,3	-0,0	1,2
04 Nov	1 482 691	25 290	12,5	-1,1	16,8	14,3	19,9	18,2	-1,9	10,6	-0,3	12,8	6,1	6,7	11,5	-0,0	1,3
04 Dic	1 512 400	28 409	12,3	0,0	16,2	13,2	20,1	19,0	0,2	3,5	0,0	12,3	5,6	6,7	11,9	0,0	0,4
05 Ene	1 531 050	18 852	12,9	0,7	16,7	13,8	20,4	19,8	1,4	2,6	0,2	12,7	5,9	6,8	12,4	0,0	0,3
05 Feb	1 538 883	9 842	13,3	0,2	17,3	14,9	20,3	20,0	0,6	5,2	0,0	13,2	6,4	6,9	12,6	0,0	0,7
05 Mar	1 563 525	22 694	13,2	-0,7	17,5	15,5	20,1	20,0	0,7	6,0	-0,2	13,4	6,6	6,8	12,6	0,0	0,8
05 Abr	1 578 448	13 412	14,0	-0,4	18,2	16,6	20,2	20,7	2,6	6,8	-0,1	14,1	7,2	6,9	13,2	0,0	0,9
05 May	1 595 903	16 775	13,9	-1,3	18,3	16,6	20,4	20,7	1,1	7,0	-0,3	14,1	7,1	7,0	13,3	0,0	0,9
05 Jun	1 635 274	37 075	14,1	-0,8	18,4	17,1	20,0	21,0	1,0	6,2	-0,2	14,3	7,3	6,9	13,5	0,0	0,8
05 Jul	1 660 073	24 033	14,4	-1,4	18,9	17,9	20,1	21,3	1,5	7,4	-0,3	14,7	7,7	7,0	13,8	0,0	0,9
05 Ago	1 659 143	-533	14,7	-0,7	19,0	17,9	20,3	21,4	3,0	7,5	-0,1	14,8	7,7	7,1	13,9	0,0	0,9
05 Sep	1 679 859	21 428	15,4	0,2	19,6	18,8	20,6	22,1	-4,5	7,9	0,0	15,4	8,1	7,3	14,4	-0,0	1,0
05 Oct	1 695 811	17 306	16,1	3,6	19,3	18,1	20,7	22,1	-3,1	5,9	0,7	15,4	8,0	7,4	14,6	-0,0	0,7
05 Nov	1 728 807	31 433	16,2	-0,8	20,8	20,8	20,7	22,5	2,5	12,4	-0,2	16,4	9,0	7,4	14,9	0,0	1,5
05 Dic	1 754 733	24 179	15,6	-3,9	20,9	20,7	21,2	23,2	-0,3	10,0	-0,8	16,5	8,9	7,5	15,3	-0,0	1,2
06 Ene	P 1 782 608	29 129	16,1	-0,7	20,7	20,2	21,2	22,9	-0,8	9,8	-0,2	16,3	8,8	7,5	15,1	-0,0	1,2
06 Feb	P 1 795 263	12 841	16,2	-1,2	20,8	20,4	21,3	23,1	-2,2	9,5	-0,3	16,5	8,9	7,6	15,4	-0,0	1,1

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

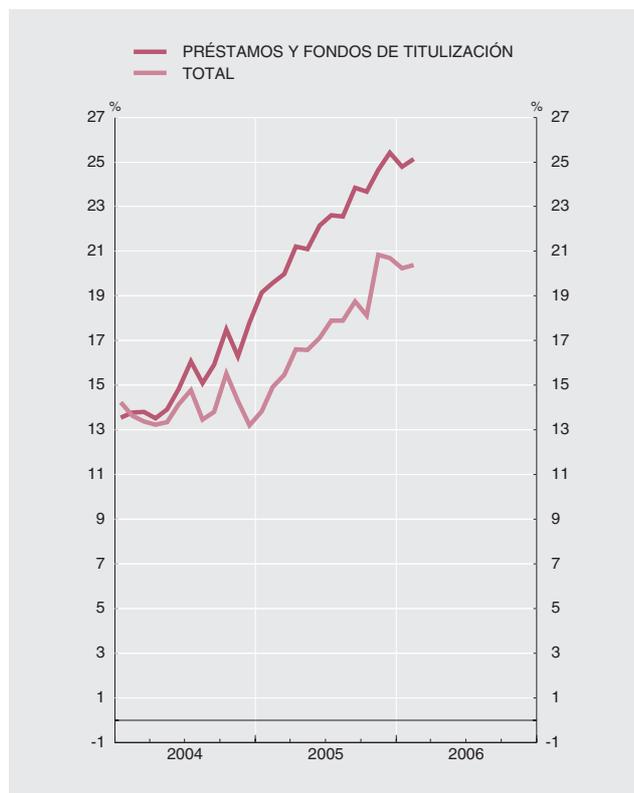
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

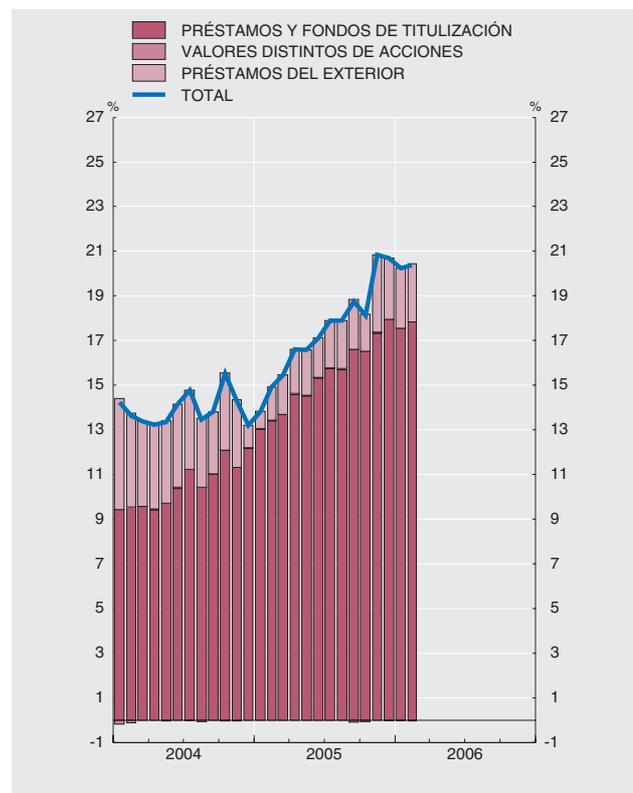
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>03</b>	572 705	67 431	13,5	391 850	13,6	9,4	10 971	-7,8	-0,2	169 884	15,3	4,3	13 581
<b>04</b>	652 227	75 639	13,2	461 003	17,8	12,2	10 992	0,2	0,0	180 232	3,4	1,0	15 432
<b>05</b>	793 496	135 044	20,7	577 717	25,4	18,0	10 955	-0,3	-0,0	204 823	10,0	2,8	5 705
<b>04</b>													
Nov	640 650	-882	14,3	450 528	16,3	11,3	11 185	-1,9	-0,0	178 938	10,6	3,0	14 152
Dic	652 227	10 188	13,2	461 003	17,8	12,2	10 992	0,2	0,0	180 232	3,4	1,0	15 432
<b>05</b>													
Ene	662 433	10 387	13,8	469 292	19,2	13,0	11 222	1,4	0,0	181 919	2,6	0,8	14 897
Feb	668 347	7 901	14,9	474 492	19,6	13,4	11 706	0,6	0,0	182 149	5,1	1,5	12 953
Mar	682 439	12 089	15,5	483 831	20,0	13,7	12 075	0,7	0,0	186 533	6,0	1,8	12 717
Abr	698 585	14 630	16,6	496 084	21,2	14,6	12 160	2,6	0,1	190 341	6,7	2,0	12 143
May	703 760	4 483	16,6	501 301	21,1	14,5	11 811	1,1	0,0	190 647	7,0	2,0	11 754
Jun	722 176	16 028	17,1	517 294	22,2	15,3	12 014	1,0	0,0	192 867	6,2	1,8	7 060
Jul	741 189	18 224	17,9	532 569	22,6	15,8	11 785	1,5	0,0	196 835	7,4	2,1	6 418
Ago	735 891	-4 894	17,9	527 345	22,6	15,7	11 729	3,0	0,1	196 818	7,5	2,1	6 364
Sep	748 813	13 569	18,8	540 242	23,9	16,6	11 254	-4,5	-0,1	197 317	7,8	2,2	6 970
Oct	762 073	14 597	18,1	553 593	23,7	16,5	11 193	-3,1	-0,1	197 287	5,8	1,7	9 652
Nov	779 955	16 288	20,8	561 180	24,7	17,3	11 468	2,5	0,0	207 307	12,4	3,5	9 178
Dic	793 496	11 742	20,7	577 717	25,4	18,0	10 955	-0,3	-0,0	204 823	10,0	2,8	5 705
<b>06</b>													
Ene	P 801 664	9 408	20,2	585 245	24,8	17,6	11 137	-0,8	-0,0	205 282	9,8	2,7	5 550
Feb	P 811 650	10 164	20,4	593 291	25,1	17,8	11 450	-2,2	-0,0	206 909	9,5	2,6	5 499

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

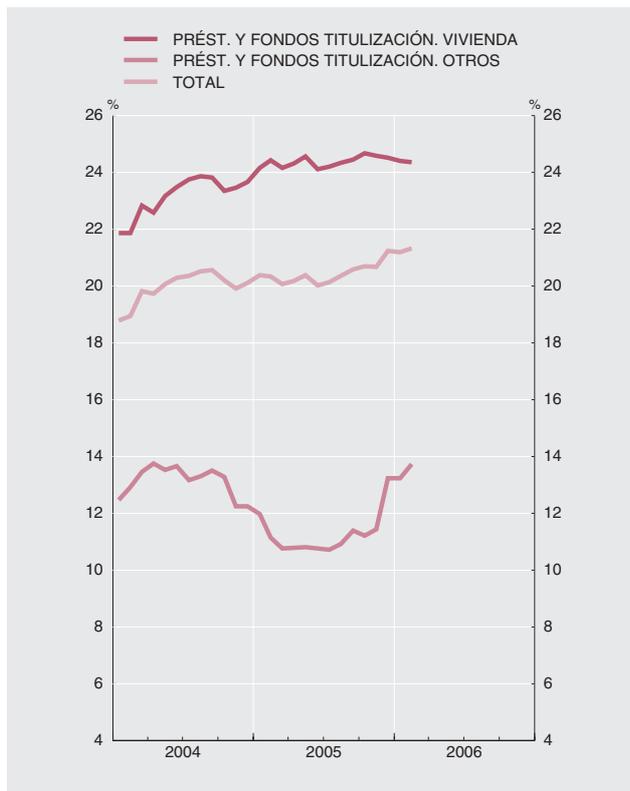
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

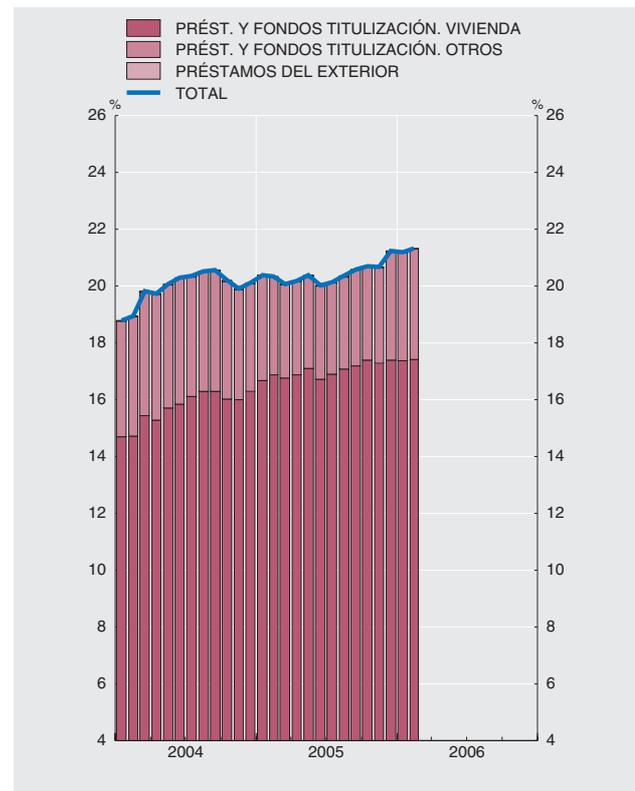
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>03</b>	447 712	71 594	19,0	308 195	21,6	14,5	138 796	13,7	4,5	722	17,7	0,0	32 237	6 070
<b>04</b>	537 250	90 026	20,1	381 050	23,6	16,3	155 339	12,2	3,8	861	19,2	0,0	47 225	8 819
<b>05</b>	650 909	114 048	21,2	474 400	24,5	17,4	175 508	13,2	3,8	1 001	16,3	0,0	28 419	3 019
<b>04</b>														
Nov	531 030	11 612	19,9	373 499	23,4	16,0	156 676	12,2	3,9	854	19,5	0,0	46 081	8 358
Dic	537 250	6 308	20,1	381 050	23,6	16,3	155 339	12,2	3,8	861	19,2	0,0	47 225	8 819
<b>05</b>														
Ene	543 344	6 116	20,4	386 991	24,1	16,7	155 477	12,0	3,7	876	18,2	0,0	46 673	8 754
Feb	550 144	6 823	20,3	393 386	24,4	16,9	155 873	11,1	3,4	886	18,3	0,0	46 815	8 225
Mar	559 129	9 040	20,1	401 580	24,2	16,8	156 658	10,8	3,3	892	17,5	0,0	49 823	8 119
Abr	569 734	10 610	20,2	409 201	24,3	16,9	159 631	10,8	3,3	902	17,8	0,0	51 203	8 014
May	580 006	10 284	20,4	418 030	24,5	17,1	161 061	10,8	3,3	916	17,4	0,0	54 343	7 764
Jun	593 112	13 198	20,0	425 435	24,1	16,7	166 749	10,8	3,3	928	16,3	0,0	34 300	3 385
Jul	602 756	9 668	20,1	435 624	24,2	16,9	166 190	10,7	3,2	943	16,4	0,0	33 893	3 592
Ago	607 882	5 119	20,3	440 930	24,3	17,1	165 999	10,9	3,2	953	16,2	0,0	34 035	3 514
Sep	616 709	8 891	20,6	447 953	24,4	17,2	167 789	11,4	3,4	967	16,5	0,0	32 608	3 833
Oct	626 526	9 833	20,7	456 410	24,7	17,4	169 144	11,2	3,3	972	15,7	0,0	32 451	3 452
Nov	640 388	13 893	20,7	465 231	24,6	17,3	174 180	11,4	3,4	977	14,3	0,0	34 007	3 197
Dic	650 909	10 573	21,2	474 400	24,5	17,4	175 508	13,2	3,8	1 001	16,3	0,0	28 419	3 019
<b>06</b>														
Ene	P 658 030	7 135	21,2	481 343	24,4	17,4	175 674	13,2	3,8	1 012	15,6	0,0	28 018	2 917
Feb	P 667 092	9 072	21,3	489 174	24,4	17,4	176 895	13,7	3,9	1 024	15,5	0,0	27 678	2 708

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.

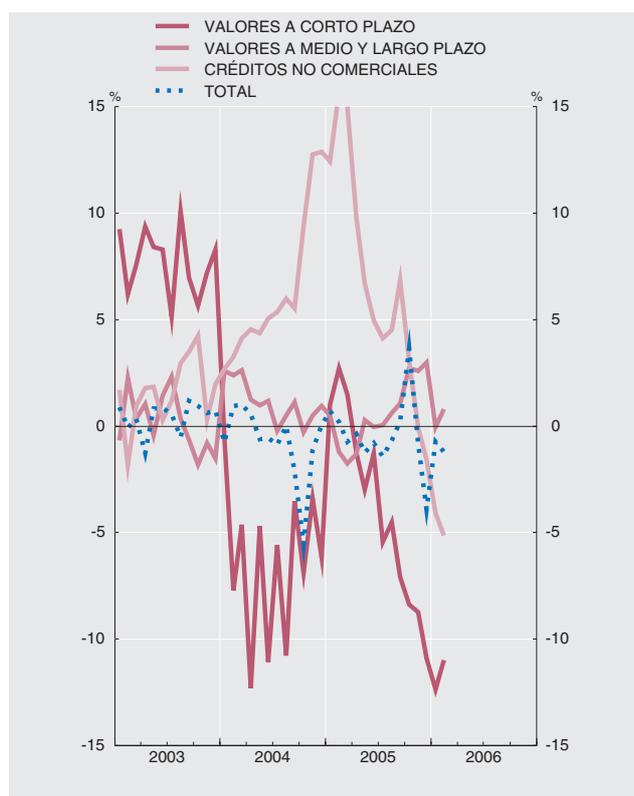
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

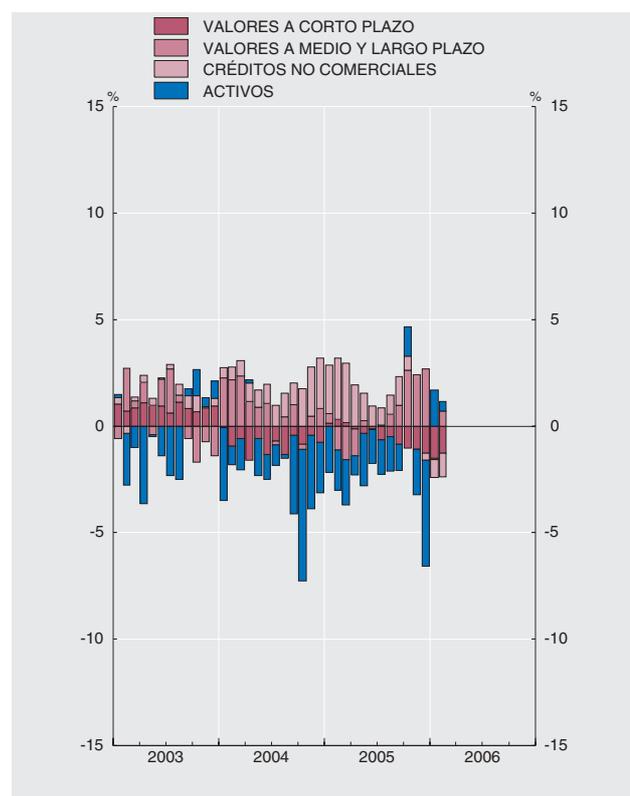
Millones de euros y porcentajes

	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>02</b>	320 409	-2 139	-0,7	6 597	59	6 352	185	1 785	6 950	1,7	0,2	2,2	0,3	15,2	0,0	2,0	0,1	-2,7	
<b>03</b>	322 766	2 356	0,7	-240	3 049	-4 431	1 142	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,5	2,0	-3,9	1,0	-1,4	0,4	0,8	
<b>04</b>	322 923	157	0,0	7 849	-2 456	2 694	7 611	-1 817	9 509	2,0	-6,2	0,9	12,9	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4	
<b>05</b>	P 310 328	-12 595	-3,9	3 515	-4 075	8 649	-1 059	-695	16 806	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0	
<b>04</b>	Sep	313 639	-3 839	-2,1	6 473	2 854	3 878	-259	-43	10 355	1,3	-3,5	1,1	5,5	18,1	-0,4	1,0	1,0	-3,7
	Oct	296 450	-17 189	-5,5	-4 711	-1 504	-5 616	2 408	11 558	920	0,5	-6,9	-0,3	9,4	27,6	-0,9	-0,2	1,7	-6,2
	Nov	311 011	14 561	-1,1	6 745	2 149	3 996	600	-12 925	5 109	1,9	-3,4	0,5	12,7	15,3	-0,4	0,5	2,3	-3,4
	Dic	322 923	11 913	0,0	1 336	-1 329	207	2 458	-389	-10 188	2,0	-6,2	0,9	12,9	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4
<b>05</b>	Ene	P 325 274	2 350	0,7	5 576	2 621	2 431	524	2 095	1 131	2,4	1,0	0,5	12,4	10,4	0,1	0,5	2,3	-2,2
	Feb	P 320 391	-4 883	0,2	-3 472	-3 059	-2 041	1 627	209	1 201	1,7	2,7	-1,2	15,5	8,7	0,3	-1,1	2,9	-1,9
	Mar	P 321 957	1 566	-0,7	633	1 207	-945	371	193	-1 125	1,1	1,5	-1,7	15,1	10,1	0,2	-1,6	2,8	-2,1
	Abr	P 310 129	-11 827	-0,4	-2 559	-3 320	2 693	-1 932	1 471	7 798	0,4	-1,2	-1,3	9,8	3,5	-0,1	-1,2	1,9	-0,9
	May	P 312 137	2 008	-1,3	2 827	1 968	2 995	-2 136	-316	1 136	1,0	-3,0	0,3	6,7	10,1	-0,4	0,3	1,3	-2,5
	Jun	P 319 986	7 849	-0,8	-447	-2 166	2 486	-766	150	-8 446	0,6	-1,3	-0,0	5,0	7,1	-0,1	-0,0	0,9	-1,6
	Jul	P 316 127	-3 859	-1,4	-6 341	1 337	-8 111	432	-3 422	939	0,2	-5,5	0,1	4,1	7,5	-0,6	0,0	0,8	-1,6
	Ago	P 315 369	-758	-0,7	-3 078	-2 349	-169	-560	-220	-2 100	0,8	-4,5	0,6	4,5	7,6	-0,5	0,6	0,9	-1,6
	Sep	P 314 337	-1 033	0,2	8 045	1 748	5 139	1 158	117	8 960	1,2	-7,1	1,1	6,8	5,0	-0,9	1,0	1,3	-1,2
	Oct	P 307 212	-7 125	3,6	-2 638	-1 876	-945	183	-10 050	14 537	1,7	-8,4	2,7	3,1	-4,6	-1,0	2,6	0,7	1,4
	Nov	P 308 464	1 253	-0,8	4 162	1 828	3 742	-1 408	-102	3 011	1,0	-8,7	2,6	-0,1	8,1	-1,1	2,4	-0,0	-2,1
	Dic	P 310 328	1 864	-3,9	807	-2 014	1 375	1 447	9 179	-10 236	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0
<b>06</b>	Ene	A 322 915	12 586	-0,7	-5 810	1 742	-6 375	-1 177	-9 835	-8 561	-2,0	-12,4	-0,1	-4,1	-7,4	-1,5	-0,0	-0,8	1,7
	Feb	A 316 520	-6 394	-1,2	-921	-2 166	395	850	277	5 196	-1,3	-11,0	0,8	-5,1	-1,9	-1,3	0,7	-1,1	0,5

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.

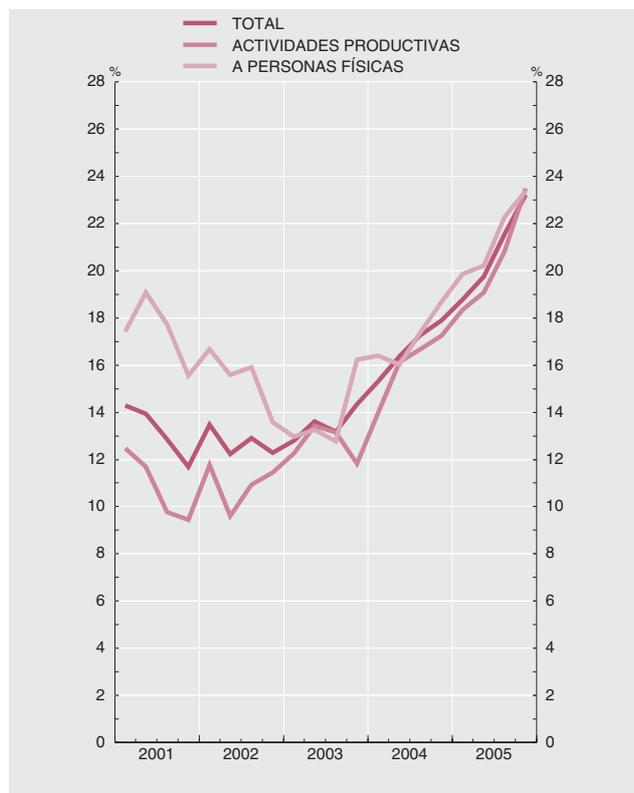
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación de actividades productivas					Otras financiaciones a personas físicas por funciones de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar		
	Total (a)	Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehabilitación de vivienda propia		Bienes de consumo duradero			Resto (b)	
								Total	Adquisición					Rehabilitación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>02</b>	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
<b>03</b>	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 212
<b>04</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	441 443	333 826	317 268	16 557	38 379	69 238	3 677	17 594
<b>02 IV</b>	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	320 053	235 086	224 830	10 256	34 741	50 227	2 324	10 819
<b>03 I</b>	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	331 747	244 498	233 729	10 769	34 910	52 339	2 285	12 271
<b>03 II</b>	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	349 500	256 010	244 414	11 596	35 676	57 814	2 512	13 608
<b>03 III</b>	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	357 146	264 453	252 316	12 136	36 468	56 225	2 651	12 520
<b>03 IV</b>	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	372 013	275 958	263 192	12 766	35 136	60 919	3 002	15 212
<b>04 I</b>	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	386 179	288 736	275 107	13 629	36 201	61 242	3 108	14 930
<b>04 II</b>	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	405 486	301 537	286 744	14 793	37 374	66 575	3 183	17 777
<b>04 III</b>	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	419 230	315 021	299 447	15 574	38 075	66 134	3 426	16 355
<b>04 IV</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	441 443	333 826	317 268	16 557	38 379	69 238	3 677	17 594
<b>05 I</b>	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	462 910	351 757	334 224	17 532	39 375	71 778	3 548	15 649
<b>05 II</b>	1 079 869	542 522	19 459	98 999	89 710	334 354	512 464	391 135	371 669	19 466	42 494	78 836	4 200	20 682
<b>05 III</b>	1 126 069	565 606	20 144	101 351	94 322	349 789	537 597	415 345	394 810	20 534	44 609	77 644	4 355	18 512
<b>05 IV</b>	1 202 630	604 062	20 738	104 695	100 715	377 913	576 254	445 972	424 237	21 734	42 252	88 030	4 666	17 648

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

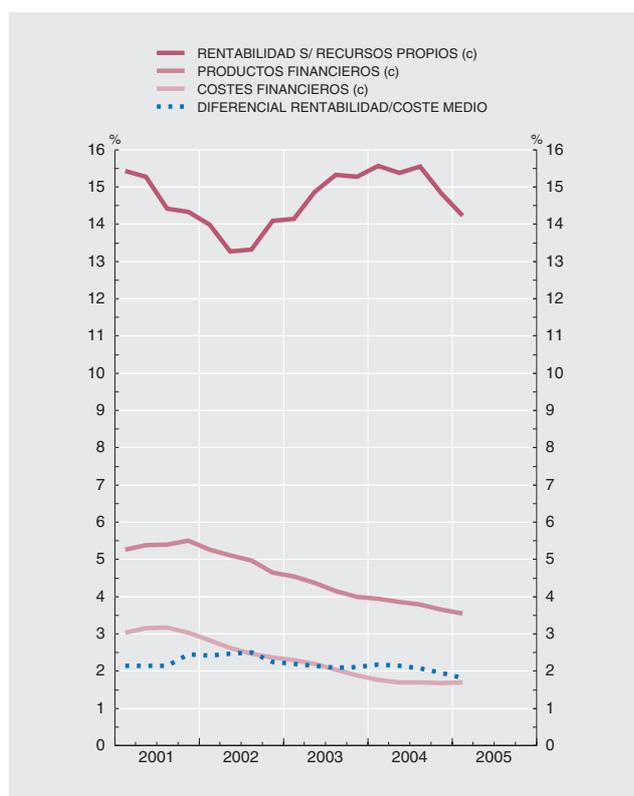
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

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

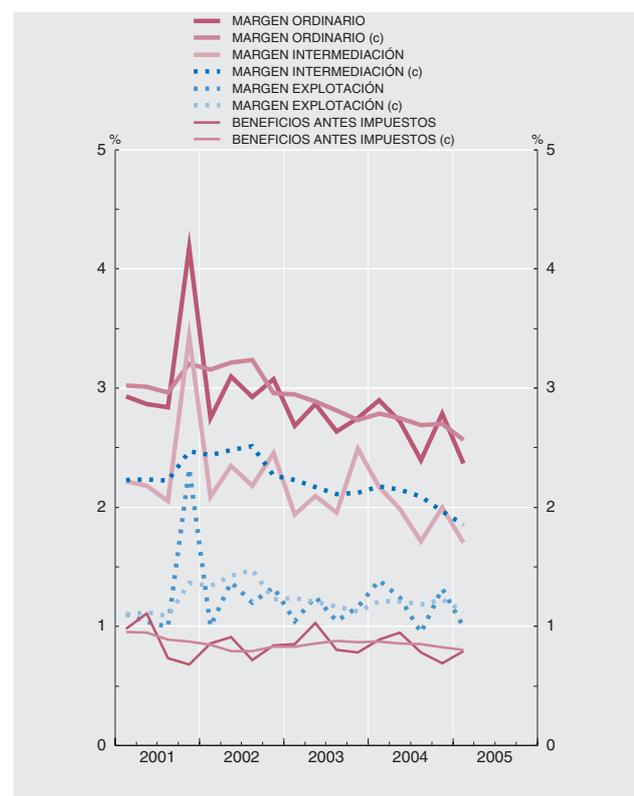
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14
							De personal	De explotación							
Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)		
<b>02</b>	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-1,6	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3	
<b>03</b>	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-1,0	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1	
<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>02 I</b>	4,5	2,4	2,1	0,7	2,7	1,7	1,0	1,0	-0,1	0,9	14,5	5,7	3,3	2,4	
<b>II</b>	4,7	2,4	2,3	0,8	3,1	1,7	1,0	1,4	-0,5	0,9	15,0	5,5	3,0	2,5	
<b>III</b>	4,6	2,4	2,2	0,7	2,9	1,7	1,0	1,2	-0,5	0,7	12,2	5,3	2,8	2,5	
<b>IV</b>	4,8	2,4	2,5	0,6	3,1	1,7	1,0	1,3	-0,5	0,8	14,6	5,0	2,7	2,3	
<b>03 I</b>	4,0	2,1	1,9	0,7	2,7	1,6	1,0	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,9	2,7	2,2	
<b>II</b>	4,0	1,9	2,1	0,8	2,9	1,6	1,0	1,3	-0,2	1,0	17,9	4,7	2,5	2,1	
<b>III</b>	3,7	1,7	2,0	0,7	2,6	1,6	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,0	4,4	2,3	2,1	
<b>IV</b>	4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-0,4	0,8	14,4	4,3	2,2	2,1	
<b>04 I</b>	3,8	1,7	2,2	0,7	2,9	1,5	0,9	1,4	-0,5	0,9	15,9	4,2	2,0	2,2	
<b>II</b>	3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,1	4,1	1,9	2,1	
<b>III</b>	3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,7	4,0	1,9	2,1	
<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 I</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	

CUENTA DE RESULTADOS  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 89.61.

- a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).
- b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.
- c. Media de los cuatro últimos trimestres.

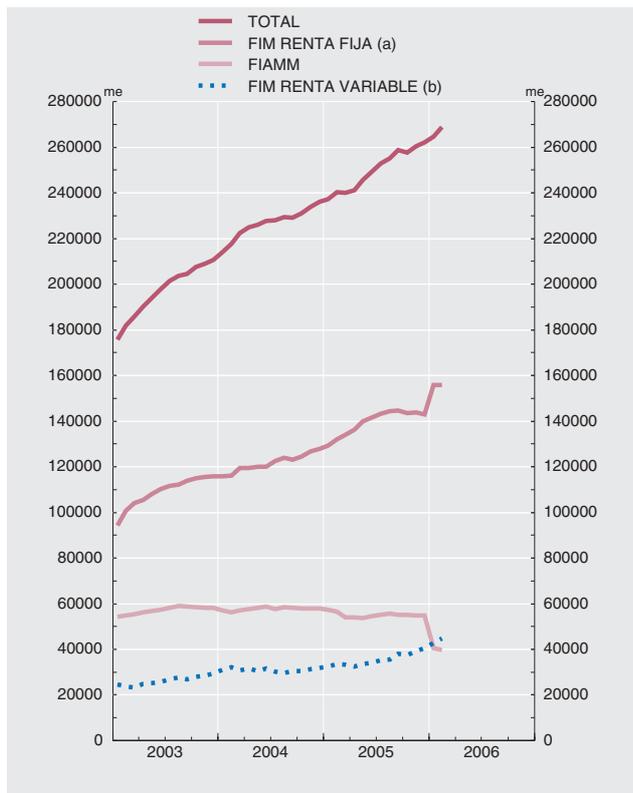
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

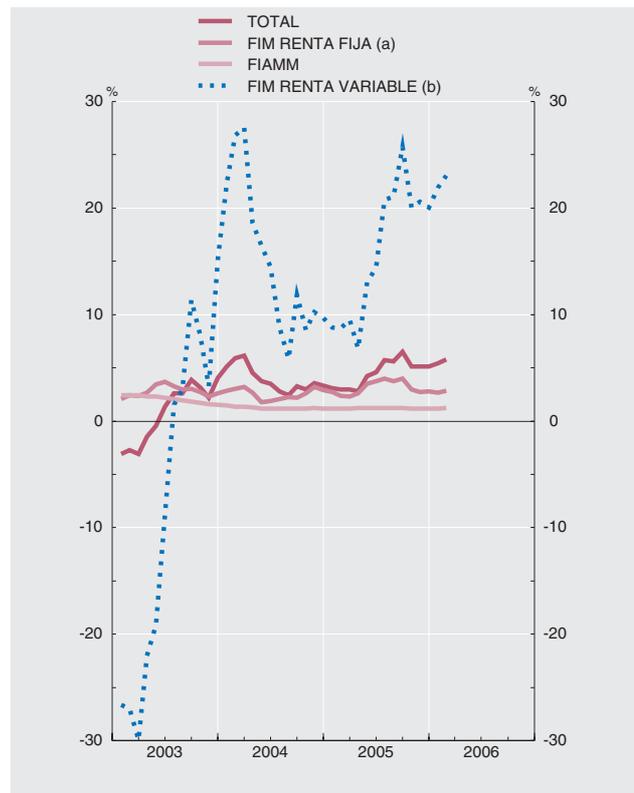
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	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	Patrimonio
		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	
03	210 627	35 894	28 077	4,0	58 054	4 688	3 830	1,5	115 819	23 077	20 129	2,6	29 401	3 334	-202	15,1	7 353
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
04 Nov	233 934	3 017	1 484	3,6	57 888	-93	-153	1,2	126 651	2 251	1 589	3,2	31 323	850	180	10,2	18 071
04 Dic	236 088	2 155	741	3,3	57 989	101	40	1,2	127 735	1 084	812	2,9	32 023	700	-90	9,7	18 341
05 Ene	237 309	1 220	171	3,1	57 368	-621	-684	1,2	129 162	1 427	1 029	2,7	32 489	466	-76	8,8	18 290
05 Feb	240 300	2 991	1 933	2,9	56 366	-1 002	-1 057	1,2	132 155	2 993	2 760	2,4	33 574	1 084	465	8,7	18 205
05 Mar	240 060	-240	30	3,0	54 000	-2 366	-2 419	1,2	133 898	1 743	1 741	2,3	33 335	-238	143	9,5	18 827
05 Abr	241 150	1 091	1 674	2,8	54 063	63	7	1,2	136 126	2 228	1 977	2,6	32 334	-1 001	-310	6,8	18 628
05 May	245 737	4 586	1 908	4,2	53 820	-243	-296	1,2	139 748	3 622	2 676	3,5	33 512	1 179	-338	13,0	18 657
05 Jun	249 193	3 456	1 493	4,6	54 626	806	751	1,2	141 550	1 803	1 137	3,7	34 116	603	-341	14,4	18 901
05 Jul	252 926	3 733	2 021	5,7	54 983	357	305	1,2	143 341	1 791	1 331	4,0	35 341	1 225	87	20,7	19 260
05 Ago	255 127	2 201	2 256	5,6	55 571	588	531	1,2	144 425	1 083	1 008	3,7	35 532	191	358	21,1	19 599
05 Sep	258 684	3 557	823	6,5	55 015	-556	-607	1,2	144 713	288	125	4,0	38 163	2 631	749	25,7	20 793
05 Oct	257 516	-1 168	774	5,1	55 136	121	75	1,2	143 442	-1 271	-348	3,0	37 353	-810	169	20,0	21 585
05 Nov	260 502	2 986	1 188	5,1	54 861	-275	-318	1,2	143 658	216	-208	2,7	39 218	1 865	860	20,6	22 766
05 Dic	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06 Ene	264 634	2 433	1 900	5,4	40 547	-14 204	-14 252	1,2	155 770	12 723	13 794	2,6	42 740	2 067	687	21,9	25 577
06 Feb	268 846	4 213	...	5,8	39 839	-709	...	1,2	155 787	18	...	2,9	44 789	2 049	...	23,0	28 432

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.

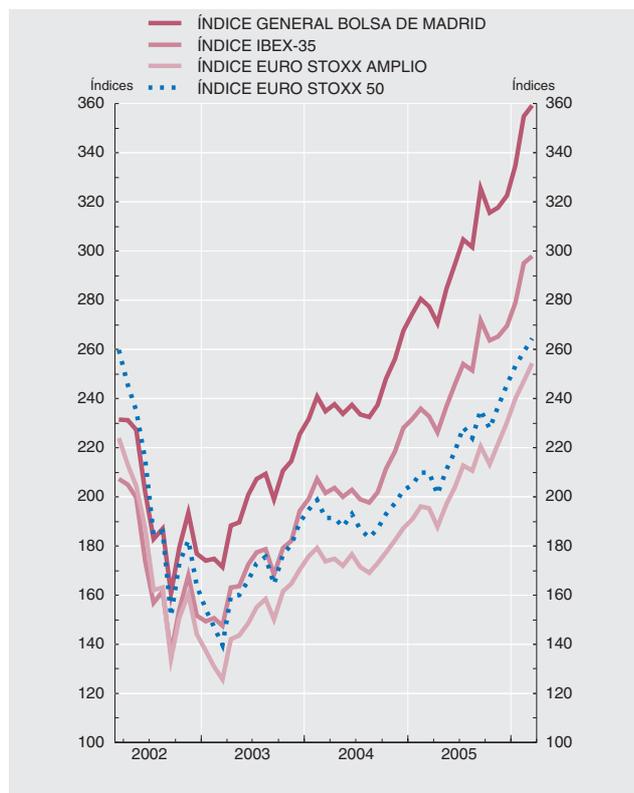
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

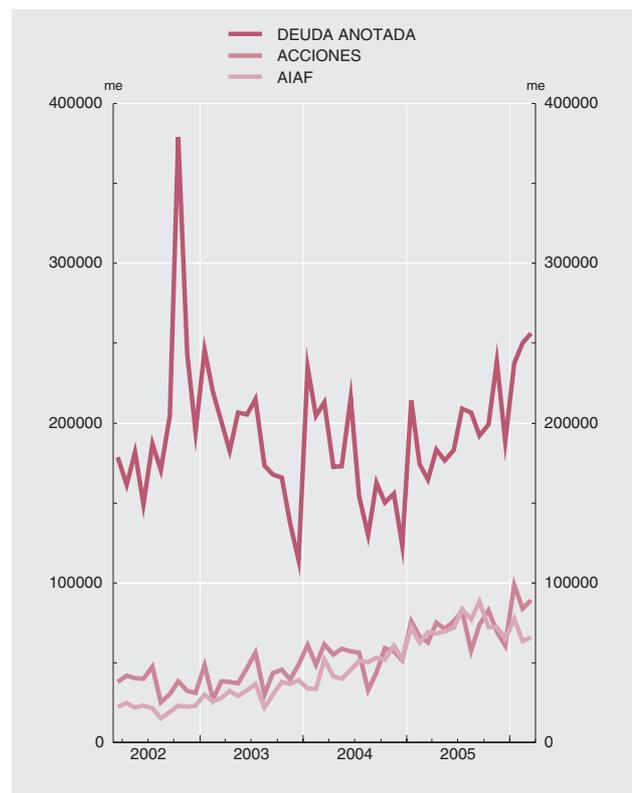
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid 1	IBEX-35 2	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada 7	AIAF renta fija 8	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio 3	50 4	Acciones 5	Renta fija 6			Renta fija 9	Renta variable 10	Renta fija 11	Renta variable 12
<b>04</b>	863,25	8 195,58	251,25	2 800,48	643 542	82 790	2 090 447	566 600	-	8 495	0	4 473
<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>	A 1 252,12	11 560,62	352,71	3 773,18	271 876	24 043	743 311	207 099	-	3 834	-	1 461
<b>04 Dic</b>	959,06	9 080,80	267,38	2 951,24	51 572	6 405	123 480	52 341	...	1 101	...	358
<b>05 Ene</b>	983,75	9 223,90	272,56	2 984,59	76 049	6 420	214 225	72 492	...	747	...	409
<b>Feb</b>	1 004,92	9 391,00	280,02	3 058,32	66 419	5 676	174 280	62 893	...	990	...	414
<b>Mar</b>	994,40	9 258,80	278,89	3 055,73	62 722	7 491	164 770	69 095	...	916	...	422
<b>Abr</b>	970,02	9 001,60	267,92	2 930,10	75 282	8 902	183 502	68 311	...	542	...	462
<b>May</b>	1 020,21	9 427,10	281,26	3 076,70	71 094	8 654	176 431	69 387	...	499	...	376
<b>Jun</b>	1 055,65	9 783,20	291,17	3 181,54	76 059	7 417	183 058	71 904	...	910	...	414
<b>Jul</b>	1 092,02	10 115,60	303,84	3 326,51	82 379	7 739	209 001	83 492	...	779	...	412
<b>Ago</b>	1 080,50	10 008,90	300,62	3 263,78	57 371	7 787	206 603	76 957	...	840	...	396
<b>Sep</b>	1 166,48	10 813,90	314,81	3 428,51	73 796	7 603	192 091	88 115	...	1 914	...	433
<b>Oct</b>	1 130,60	10 493,80	304,53	3 320,15	82 639	6 764	198 843	72 176	...	935	...	463
<b>Nov</b>	1 138,53	10 557,80	316,42	3 447,07	69 451	9 853	238 405	72 176	...	972	...	441
<b>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>	P 1 287,25	11 854,30	362,83	3 853,74	89 034	9 233	256 062	66 059	...	1 694	...	521

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)

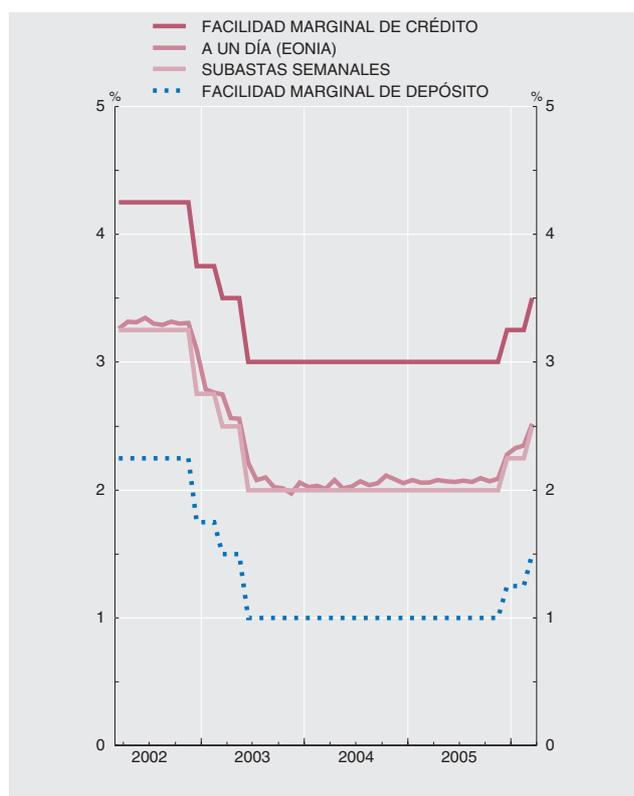
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

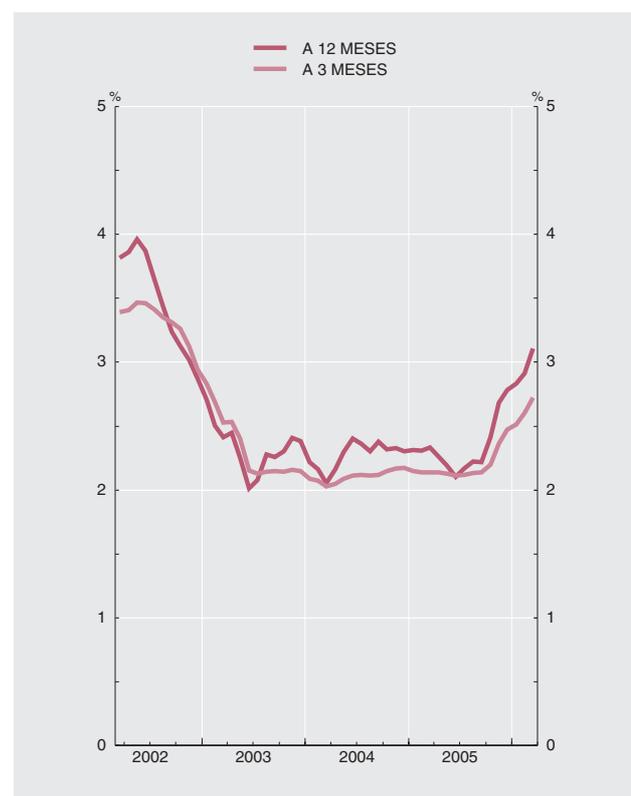
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	
04	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	2,04	2,06	2,10	2,29	1,99	1,99	1,99	2,14
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
06	A	-	2,73	3,50	1,50	2,40	2,49	2,61	2,75	2,95	2,40	2,48	2,61	2,33	2,38	2,49	2,82
04 Dic	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,05	2,15	2,17	2,30	2,02	2,05	2,06	-
05 Ene	2,00	2,09	3,00	1,00	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,07	2,10	2,14	2,33	2,04	2,04	2,05	2,17
Feb	2,00	2,08	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,31	2,06	2,08	2,13	2,30	2,02	2,03	2,04	2,17
Mar	2,00	2,09	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	2,05	2,09	2,13	2,33	1,98	2,03	2,03	2,22
Abr	2,00	2,08	3,00	1,00	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	2,07	2,09	2,13	2,24	2,01	2,00	2,03	2,18
May	2,00	2,08	3,00	1,00	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	2,07	2,08	2,12	2,19	2,02	2,02	2,02	-
Jun	2,00	2,06	3,00	1,00	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	2,06	2,08	2,10	2,11	2,02	2,01	2,01	2,01
Jul	2,00	2,07	3,00	1,00	2,07	2,11	2,12	2,14	2,17	2,06	2,09	2,11	2,15	2,03	2,00	2,01	2,04
Ago	2,00	-	3,00	1,00	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	2,07	2,09	2,13	2,23	2,04	2,03	2,04	2,12
Sep	2,00	2,09	3,00	1,00	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	2,09	2,09	2,13	2,25	2,09	2,04	2,04	2,13
Oct	2,00	2,17	3,00	1,00	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	2,07	2,11	2,19	2,44	2,02	2,04	2,08	-
Nov	2,00	-	3,00	1,00	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	2,09	2,21	2,36	2,68	1,95	2,11	2,23	2,62
Dic	2,25	2,45	3,25	1,25	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	2,28	2,40	2,47	2,78	2,22	2,28	2,32	2,69
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

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

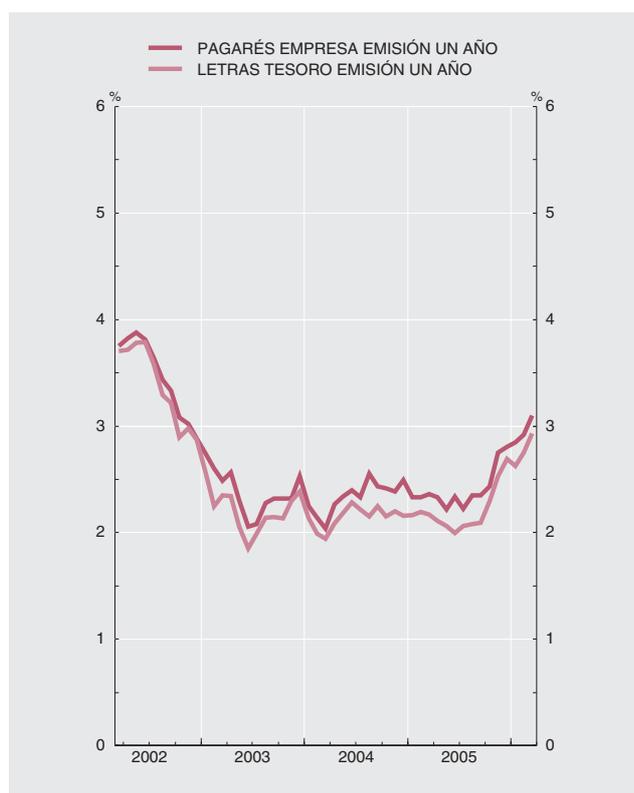
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

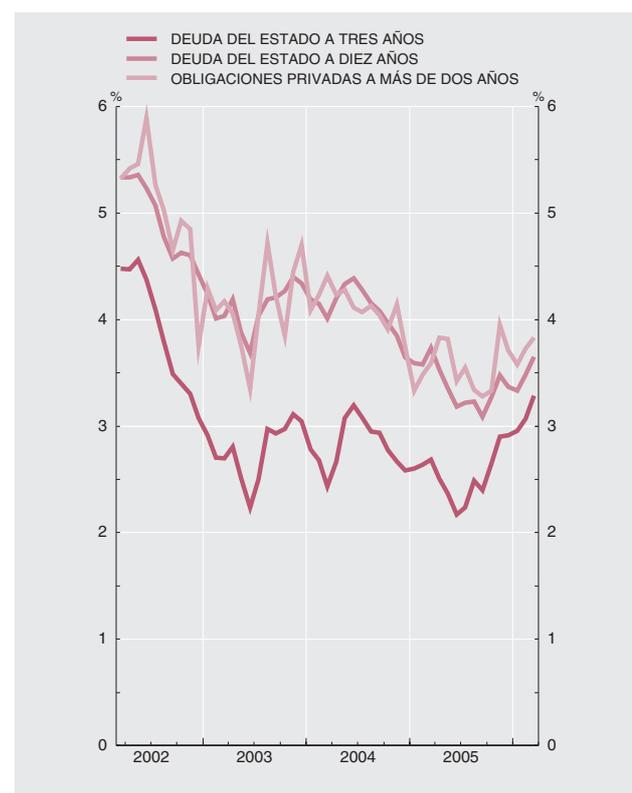
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					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>04</b>	2,15	2,17	2,34	2,25	2,79	3,22	4,02	4,27	4,73	2,82	4,10	4,11	
<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>	A 2,77	2,77	2,96	2,96	3,15	3,27	3,51	-	3,81	3,10	3,49	3,71	
<b>04 Dic</b>	2,16	2,20	2,50	2,29	-	2,86	3,57	3,71	-	2,58	3,64	3,74	
<b>05 Ene</b>	2,17	2,23	2,33	2,34	2,58	-	3,54	-	-	2,60	3,59	3,33	
<b>Feb</b>	2,19	2,20	2,33	2,34	-	2,85	-	3,70	-	2,64	3,58	3,48	
<b>Mar</b>	2,17	2,19	2,36	2,35	-	-	3,68	-	-	2,69	3,73	3,59	
<b>Abr</b>	2,11	2,12	2,33	2,30	-	3,07	-	-	-	2,50	3,53	3,83	
<b>May</b>	2,06	2,07	2,22	2,22	-	2,84	3,32	-	-	2,37	3,36	3,82	
<b>Jun</b>	2,00	1,98	2,34	2,17	2,14	-	-	-	3,92	2,17	3,19	3,42	
<b>Jul</b>	2,06	2,03	2,23	2,18	-	2,64	-	-	-	2,24	3,22	3,55	
<b>Ago</b>	2,08	2,10	2,35	2,25	-	-	-	-	-	2,49	3,23	3,34	
<b>Sep</b>	2,09	2,05	2,35	2,27	2,18	-	3,17	-	-	2,40	3,09	3,28	
<b>Oct</b>	2,29	2,30	2,43	2,44	-	-	-	-	3,77	2,65	3,27	3,33	
<b>Nov</b>	2,53	2,42	2,75	2,66	2,62	-	3,48	-	-	2,90	3,48	3,95	
<b>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	3,10	3,07	-	3,27	3,70	-	-	3,28	3,65	3,83	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



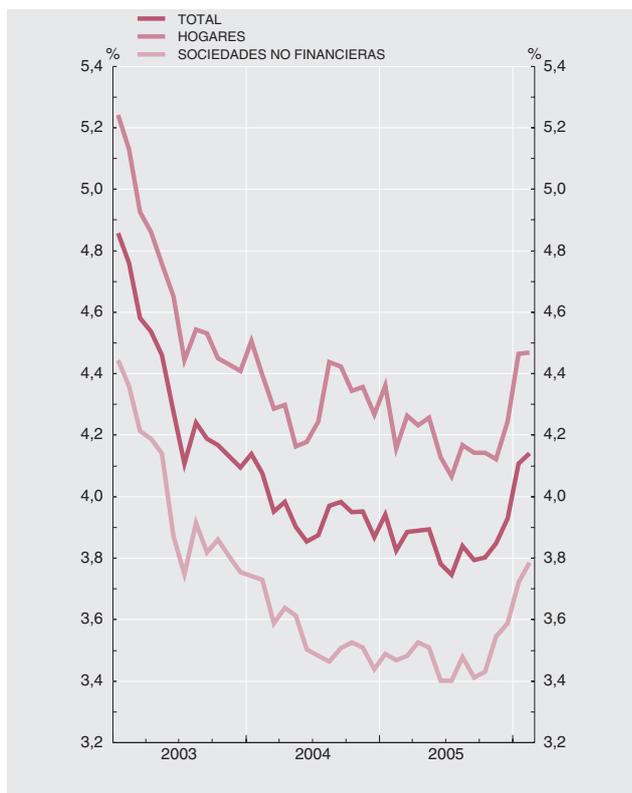
FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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

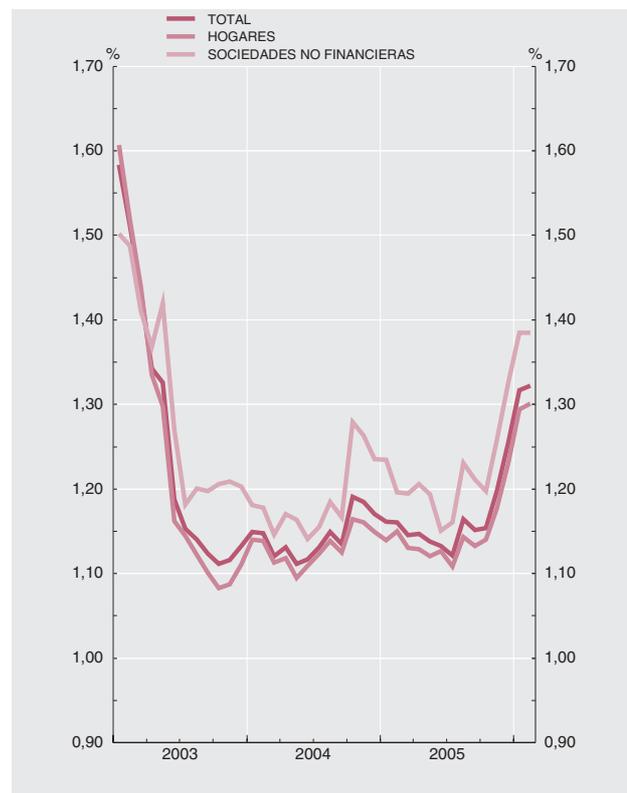
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón de euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
04	3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03
05	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06	A 4,14	4,47	3,78	6,29	3,78	4,28	3,37	1,32	1,30	0,44	2,32	2,24	1,38	0,87	2,33	2,27
04 Jun	3,85	4,18	3,29	6,04	3,50	4,15	3,09	1,12	1,11	0,37	2,00	2,06	1,14	0,64	2,01	1,98
Jul	3,88	4,24	3,38	6,07	3,48	4,14	3,03	1,13	1,12	0,37	2,04	2,07	1,16	0,66	1,98	1,99
Ago	3,97	4,44	3,46	6,54	3,46	4,21	2,88	1,15	1,14	0,38	2,03	2,00	1,19	0,68	1,97	2,00
Sep	3,98	4,42	3,45	6,54	3,51	4,13	2,99	1,14	1,13	0,38	2,01	1,98	1,17	0,67	2,00	2,00
Oct	3,95	4,34	3,45	6,34	3,53	4,15	2,95	1,19	1,16	0,39	2,08	2,01	1,28	0,70	2,28	2,03
Nov	3,95	4,36	3,48	6,29	3,51	4,13	2,94	1,18	1,16	0,38	2,08	2,02	1,26	0,69	2,23	2,04
Dic	3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03
05 Ene	3,94	4,36	3,43	6,53	3,49	4,21	2,89	1,16	1,14	0,39	2,02	2,04	1,23	0,73	2,05	2,09
Feb	3,83	4,16	3,44	5,85	3,47	4,09	2,91	1,16	1,15	0,40	2,04	2,09	1,20	0,70	2,03	2,05
Mar	3,89	4,26	3,42	6,26	3,48	4,04	2,98	1,15	1,13	0,39	2,03	2,06	1,19	0,70	2,03	2,00
Abr	3,89	4,23	3,41	6,18	3,53	4,03	3,01	1,15	1,13	0,39	2,02	2,08	1,21	0,72	2,02	2,03
May	3,89	4,26	3,42	6,25	3,51	4,06	2,99	1,14	1,12	0,38	2,02	2,08	1,19	0,73	1,97	2,01
Jun	3,78	4,13	3,35	5,99	3,40	4,00	2,99	1,13	1,13	0,40	2,04	2,08	1,15	0,67	2,01	2,01
Jul	3,75	4,07	3,29	5,99	3,40	3,95	2,99	1,12	1,11	0,40	2,00	2,07	1,16	0,71	2,02	2,01
Ago	3,84	4,17	3,29	6,38	3,48	4,01	2,92	1,16	1,14	0,40	2,05	2,09	1,23	0,73	2,11	2,02
Sep	3,79	4,14	3,28	6,32	3,41	3,88	2,97	1,15	1,13	0,40	2,04	2,11	1,21	0,73	2,05	2,04
Oct	3,80	4,14	3,31	6,27	3,43	3,91	2,98	1,15	1,14	0,39	2,07	2,01	1,20	0,73	2,03	2,01
Nov	3,85	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16	2,01
Dic	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06 Ene	P 4,11	4,46	3,67	6,56	3,72	4,27	3,27	1,32	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25	2,27
Feb	4,14	4,47	3,78	6,29	3,78	4,28	3,37	1,32	1,30	0,44	2,32	2,24	1,38	0,87	2,33	2,27

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

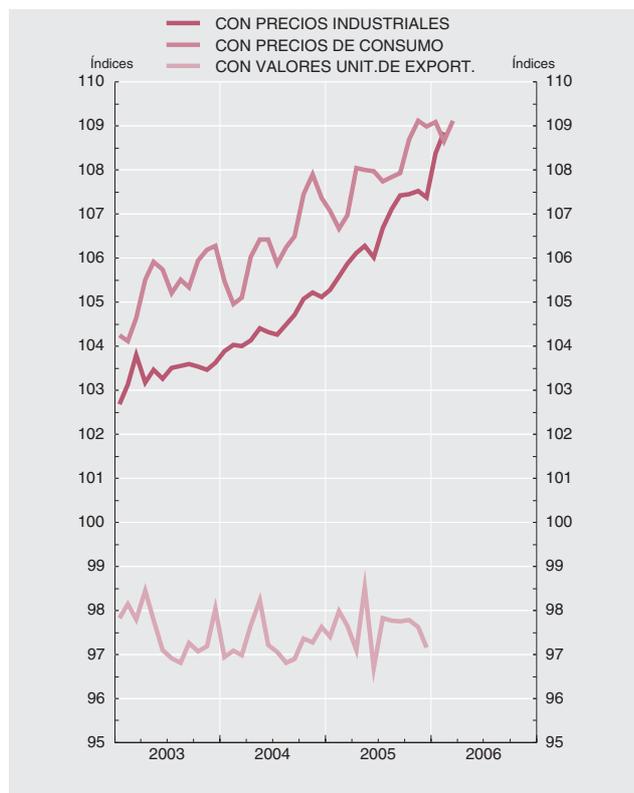
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

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

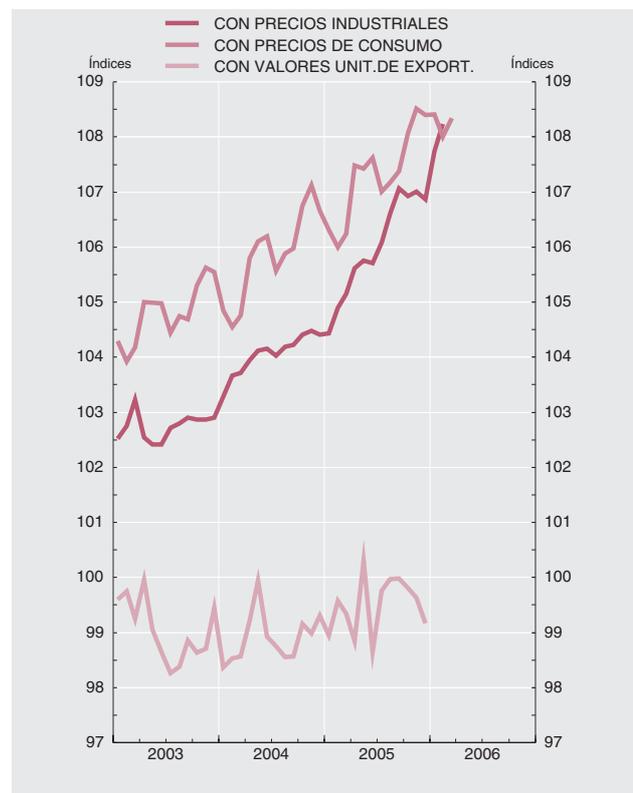
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 15)									Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales (a)	Con precios de consumo (a)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones (a)
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones				
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4	5	6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	(a) 13
<b>03</b>	103,4	105,4	103,3	97,5	100,1	103,2	105,2	103,2	97,4	102,7	104,8	102,6	99,0
<b>04</b>	104,5	106,3	106,9	97,3	99,9	104,5	106,4	107,0	97,3	104,1	105,9	106,2	98,9
<b>05</b>	106,6	107,9	110,4	97,6	100,1	106,5	107,9	110,3	97,5	106,0	107,3	109,7	99,5
<b>04 I</b>	104,0	105,2	105,7	97,0	100,0	104,0	105,2	105,7	97,0	103,6	104,7	104,9	98,5
<b>II</b>	104,3	106,3	106,0	97,7	99,7	104,6	106,6	106,2	98,0	104,1	106,0	105,4	99,4
<b>III</b>	104,5	106,2	107,4	96,9	99,8	104,7	106,4	107,6	97,1	104,1	105,8	106,8	98,6
<b>IV</b>	105,1	107,6	108,7	97,4	100,2	105,0	107,4	108,5	97,3	104,4	106,8	107,7	99,2
<b>05 I</b>	105,6	106,9	110,6	97,7	100,2	105,4	106,7	110,4	97,5	104,8	106,2	109,7	99,3
<b>II</b>	106,1	108,0	110,6	97,5	100,0	106,2	108,1	110,7	97,5	105,7	107,5	109,9	99,3
<b>III</b>	107,1	107,8	110,2	97,8	100,1	107,0	107,8	110,1	97,7	106,6	107,2	109,5	99,9
<b>IV</b>	107,5	108,9	110,0	97,5	100,0	107,4	108,9	110,0	97,5	106,9	108,3	109,6	99,5
<b>05 Jun</b>	106,0	108,0	...	96,7	99,8	106,2	108,2	...	96,9	105,7	107,6	...	98,6
<b>Jul</b>	106,7	107,7	...	97,8	100,2	106,5	107,6	...	97,7	106,1	107,0	...	99,8
<b>Ago</b>	107,1	107,8	...	97,8	100,1	107,0	107,7	...	97,7	106,6	107,2	...	100,0
<b>Sep</b>	107,4	107,9	...	97,8	100,0	107,5	108,0	...	97,8	107,1	107,4	...	100,0
<b>Oct</b>	107,5	108,7	...	97,8	100,1	107,4	108,6	...	97,7	106,9	108,1	...	99,8
<b>Nov</b>	107,5	109,1	...	97,6	100,1	107,5	109,1	...	97,6	107,0	108,5	...	99,6
<b>Dic</b>	107,4	109,0	...	97,2	100,0	107,4	109,0	...	97,1	106,9	108,4	...	99,2
<b>06 Ene</b>	108,4	109,1	...	...	100,1	108,3	109,0	...	...	107,7	108,4	...	...
<b>Feb</b>	108,9	108,7	...	...	100,1	108,8	108,6	...	...	108,2	108,0	...	...
<b>Mar</b>	...	109,1	...	...	100,2	...	108,9	...	...	...	108,3	...	...

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



### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

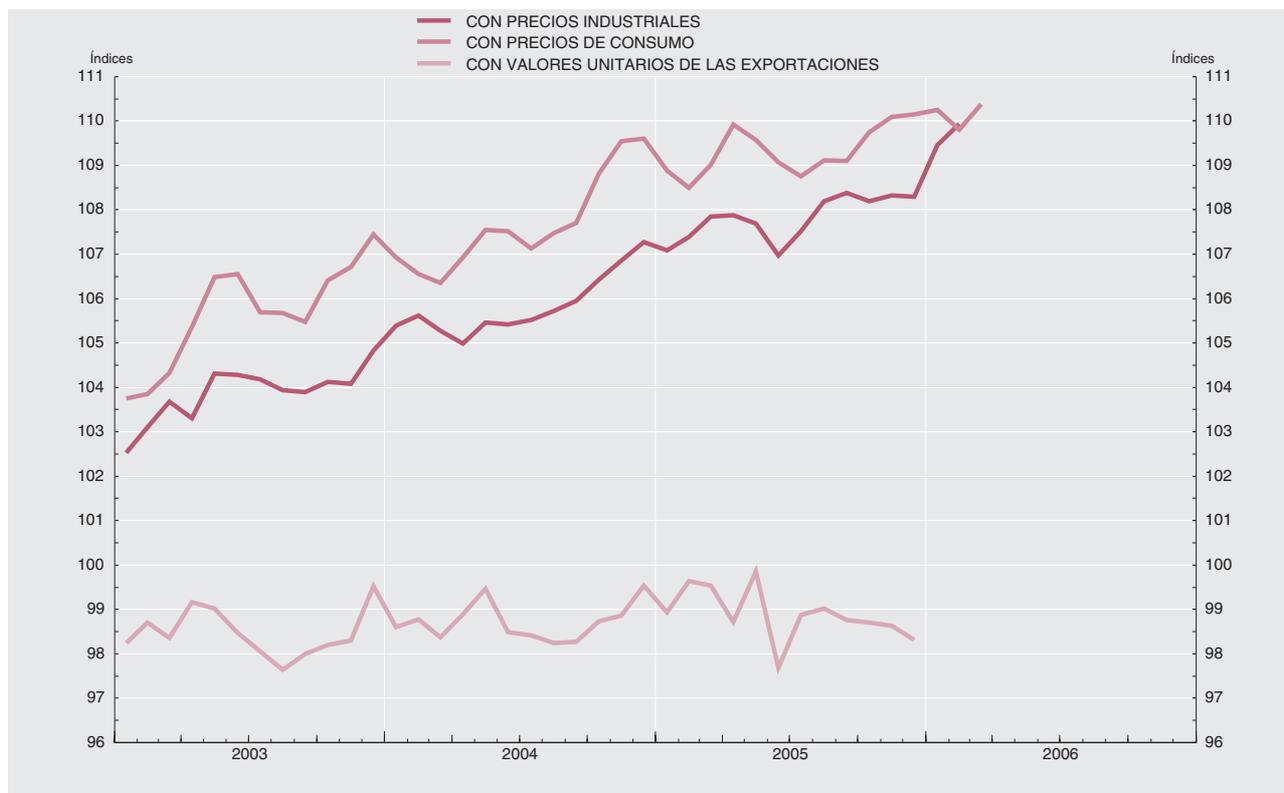
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>03</b>	103,9	105,7	104,6	98,5	100,0	103,9	105,6	104,6	98,5
<b>04</b>	105,8	107,7	109,5	98,7	100,8	105,0	106,9	108,7	98,0
<b>05</b>	107,8	109,3	112,7	98,9	100,9	106,9	108,4	111,7	98,0
<b>04 I</b>	105,4	106,6	108,3	98,6	100,9	104,5	105,7	107,4	97,7
<b>II</b>	105,3	107,3	108,2	98,9	100,3	105,0	107,0	107,9	98,7
<b>III</b>	105,7	107,4	109,8	98,3	100,5	105,2	106,9	109,2	97,8
<b>IV</b>	106,8	109,3	111,6	99,0	101,4	105,4	107,8	110,1	97,7
<b>05 I</b>	107,4	108,8	113,6	99,4	101,5	105,9	107,2	112,0	97,9
<b>II</b>	107,5	109,5	113,1	98,8	100,9	106,6	108,6	112,1	97,9
<b>III</b>	108,0	109,0	112,3	98,9	100,7	107,3	108,2	111,5	98,2
<b>IV</b>	108,3	110,0	111,9	98,5	100,6	107,7	109,4	111,3	98,0
<b>05 Jun</b>	107,0	109,1	...	97,7	100,3	106,6	108,7	...	97,4
<b>Jul</b>	107,5	108,8	...	98,9	100,6	106,9	108,1	...	98,3
<b>Ago</b>	108,2	109,1	...	99,0	100,8	107,3	108,3	...	98,2
<b>Sep</b>	108,4	109,1	...	98,8	100,6	107,7	108,4	...	98,1
<b>Oct</b>	108,2	109,7	...	98,7	100,6	107,5	109,1	...	98,1
<b>Nov</b>	108,3	110,1	...	98,6	100,5	107,8	109,5	...	98,1
<b>Dic</b>	108,3	110,1	...	98,3	100,6	107,7	109,5	...	97,8
<b>06 Ene</b>	109,5	110,3	...	...	100,8	108,6	109,4	...	...
<b>Feb</b>	109,9	109,8	...	...	100,7	109,2	109,1	...	...
<b>Mar</b>	...	110,4	...	...	100,9	...	109,4	...	...

## ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTE: BE.

- Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.
- Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.
- Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.
- 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

ENE 2005	Informe trimestral de la economía española 11 La dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM 75 Un indicador sintético de presión financiera para las empresas españolas 87 Efectos de balance y riesgo soberano en las economías emergentes 97 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004 107
FEB 2005	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2004, según la Encuesta de Población Activa 29 Inmigración: desarrollos recientes y consecuencias económicas 39 Los gastos en tecnología y la eficiencia, productividad y costes de las entidades bancarias españolas 51 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: cuarto trimestre de 2004 63 El sector textil de la UEM ante la eliminación de contingentes en el comercio exterior 73
MAR 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2004 y avance de cierre del ejercicio 29 Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas 45 Informe semestral de economía latinoamericana 55
ABR 2005	Informe trimestral de la economía española 11 Inflación, productividad y márgenes sectoriales 77 El sistema impositivo español y su comparación con el europeo 85 La recaudación impositiva en el último decenio 97 La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido 111 Evolución y retos de la economía china 135 Regulación financiera: primer trimestre de 2005 151
MAY 2005	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 29 La dinámica de los precios de producción en la economía española 41 Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias 53 Indicadores de accesibilidad y esfuerzo en el mercado de la vivienda 63 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: primer trimestre de 2005 73 Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2004 83
JUN 2005	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2005 39 La Contabilidad Nacional de España, Base 2000: principales cambios e implicaciones para los agregados macroeconómicos 57 El relanzamiento de la estrategia de Lisboa 73 Características de la innovación tecnológica en las empresas españolas 93 La revisión de la serie 1995-2004 de la Balanza de Pagos de España 109 El stock de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional 129 Las sociedades de garantía recíprocas: actividad y resultados en 2004 149
JUL-AGO 2005	Informe trimestral de la economía española 11 La evolución del endeudamiento de las Administraciones Públicas: 2000-2004 75 El impacto de China en la inversión extranjera directa hacia América Latina 85 Los depósitos auxiliares del Banco de España 95 Regulación financiera: segundo trimestre de 2005 105
SEP 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre del año 2005 29 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 45 Informe semestral de la economía latinoamericana 55 Encuesta sobre Préstamos Bancarios: segundo trimestre de 2005 85 Las decisiones de gasto de las familias españolas y sus principales determinantes 95

	El grado de flexibilidad de los precios de consumo en la zona del euro	107
	Las entidades de tasación: actividad en 2004	115
OCT 2005	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	23
	Efectos del tipo de cambio sobre la inflación, la actividad y el comercio: evidencia para España y la zona del euro	87
	Heterogeneidad en los mercados de trabajo regionales	101
	Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario	113
	Impacto fiscal del anuncio de regímenes cambiarios en los países emergentes	125
	Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2004	135
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2005	147
	El análisis de la economía española	157
NOV 2005	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2004 y hasta el tercer trimestre de 2005	29
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa	53
	Las estrategias de formación de precios de las empresas españolas	65
	Los diferenciales de inflación en la UEM: el caso de la economía española	79
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2005	93
DIC 2005	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución de las exportaciones en el área del euro: una comparación con Estados Unidos y el Reino Unido	29
	La evolución de los precios de los alimentos: ¿existen diferencias por tipo de establecimiento?	43
	Nuevos instrumentos de titulización de pasivos empresariales: características e implicaciones	53
	La investigación inédita de Pedro Martínez Méndez sobre el Tesoro y el Banco de España entre 1900 y 1936	67
ENE 2006	Informe trimestral de la economía española	11
	Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos	77
	Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM	87
	Las facilidades financieras del FMI: señalización frente al aseguramiento	105
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005	119
FEB 2006	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2005, según la Encuesta de Población Activa	29
	Algunos rasgos estructurales del sector de servicios en España	41
	Diferencias salariales entre los sectores público y privado en las regiones españolas	57
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2006	67
	Canales de reciclaje internacional de los petrodólares	77
	Una valoración de los procesos de fusión en el sector financiero europeo	91
MAR 2006	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2005 y avance de cierre del ejercicio	29
	La construcción en España	45
	La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición	63
	La financiación del déficit exterior de la economía española	71
	Informe semestral de economía latinoamericana	85
	Los efectos económicos de la política fiscal en España	115
ABR 2006	Informe trimestral de la economía española	11
	Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España	75
	La posición financiera de las pequeñas empresas españolas	85
	La acumulación de reservas de divisas por los bancos centrales asiáticos y su impacto sobre los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos	95
	Regulación financiera: primer trimestre de 2006	105

## 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

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

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.<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

- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0514 J. DAVID LÓPEZ-SALIDO, FERNANDO RESTOY Y JAVIER VALLÉS: Inflation differentials in EMU: the Spanish case.
- 0515 ISAAC ALFON, ISABEL ARGIMÓN Y PATRICIA BASCUÑANA-AMBRÓS: How individual capital requirements affect capital ratios in UK banks and building societies.
- 0516 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: M&As performance in the European financial industry.
- 0517 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Does China have an impact on foreign investment to Latin America?
- 0518 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Do European business cycles look like one?
- 0519 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Banking integration in Europe.
- 0520 JORDI GALÍ, MARK GERTLER Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve.
- 0521 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Sticky-price models and the natural rate hypothesis.
- 0522 OLYMPIA BOVER: Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances.
- 0523 ENRIQUE ALBEROLA, LUIS MOLINA Y DANIEL NAVIA: Say you fix, enjoy and relax. The deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline.
- 0524 AGUSTÍN MARAVALL: An application of the TRAMO-SEATS automatic procedure; direct versus indirect adjustment.
- 0525 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y MARÍA SOLEDAD MARTÍNEZ-PERÍA: The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications for financial stability.
- 0526 J. IGNACIO GARCÍA-PÉREZ Y JUAN F. JIMENO: Public sector wage gaps in Spanish regions.

- 0527 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data.
- 0528 EMMANUEL DHYNE, LUIS J. ÁLVAREZ, HERVÉ LE BIHAN, GIOVANNI VERONESE, DANIEL DIAS, JOHANNES HOFFMANN, NICOLE JONKER, PATRICK LÜNNEMANN, FABIO RUMLER Y JOUKO VILMUNEN: Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data.
- 0529 TERESA SASTRE Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ: Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas.
- 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento.
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICHTS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.
- 0602 JUAN A. ROJAS Y CARLOS URRUTIA: Social security reform with uninsurable income risk and endogenous borrowing constraints.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.
- 0604 FRANCISCO DE CASTRO Y PABLO HERNÁNDEZ DE CÓS: The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach.
- 0605 RICARDO GIMENO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case.
- 0606 JAVIER DELGADO, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: The joint size and ownership specialization in banks' lending.
- 0607 ÓSCAR J. ARCE: Speculative hyperinflations: when can we rule them out?
- 0608 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: Business demography in Spain: determinants of firm survival.
- 0609 JUAN AYUSO Y FERNANDO RESTOY: House prices and rents in Spain: Does the discount factor matter?

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>2</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

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

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