

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**07-08/2007**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





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

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

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

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCE	Banco Central Europeo	INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra Benéfico Social
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CNE	Contabilidad Nacional de España	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OM	Orden Ministerial
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OOAA	Organismos Autónomos
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGT	Dirección General de Tráfico	OSR	Otros Sectores Residentes
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
EC	Entidades de Crédito	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Producto Nacional Bruto
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RD	Real Decreto
EPA	Encuesta de población activa	RM	Resto del mundo
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de Pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	TAE	Tasa Anual Equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	VNA	Variación Neta de Activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación Neta de Pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	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 21

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 28

4 La economía española 43

5 Evolución financiera 66

**Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España 79**

**La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta 89**

**Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006 103**

**Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006 115**

**Regulación financiera: segundo trimestre de 2007 131**

**Indicadores económicos 1\***

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

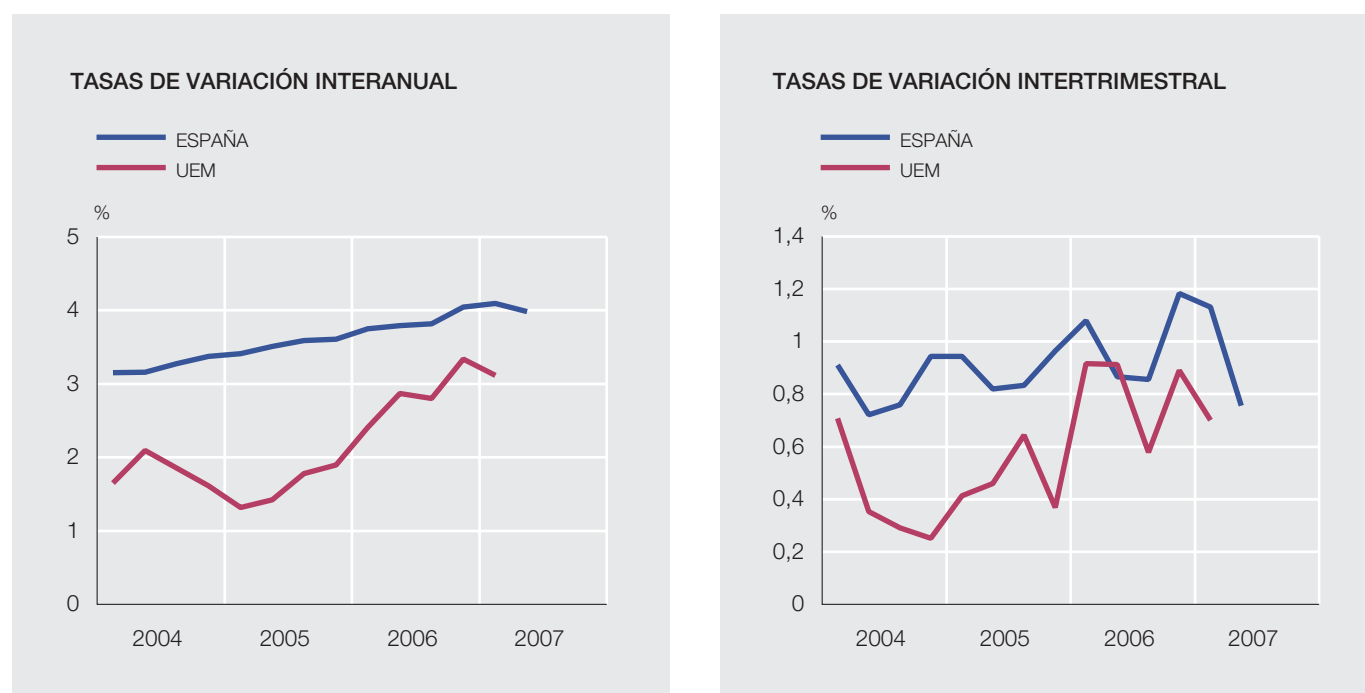
INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

La economía española ha mantenido un notable dinamismo en la primera mitad de 2007 y ha seguido avanzando en el reequilibrio de sus fuentes de crecimiento. Durante el primer trimestre de 2007, el PIB continuó acelerándose, hasta registrar una tasa de variación interanual del 4,1%, como resultado de la mejora de dos décimas en la aportación al crecimiento de la demanda exterior neta —que se situó en -0,7 puntos porcentuales (pp)—, dado que la demanda interna registró una suave desaceleración. La información recibida para el segundo trimestre de 2007 indica que este patrón se habría mantenido, aunque posiblemente con un dinamismo algo atenuado, pues la mayor parte de los indicadores disponibles sugieren que el gasto interno habría continuado moderándose y que la aportación de la demanda exterior neta habría permanecido en niveles similares a los del último trimestre. En conjunto, se estima que el PIB real habría crecido a una tasa del 4% en el segundo trimestre de este año, una décima por debajo de la registrada el trimestre precedente. En términos de tasas intertrimestrales, el avance del PIB en este período se estima en un 0,8% (véase gráfico 1).

Todos los componentes de la demanda nacional, excepto la inversión en otros productos, moderaron sus tasas de avance. Dentro de esta pauta general, cabe destacar, junto con la suave moderación del consumo privado, la fortaleza de la inversión en bienes de equipo, para la que se estiman tasas superiores al 11%. Por su parte, la inversión en construcción habría dado signos de moderación de su dinamismo, con ritmos de aumento en el entorno del 5%. En cuanto a la demanda exterior neta, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios aceleraron su ritmo de expansión en el segundo trimestre del 2007, si bien hay que destacar que el incremento de las compras al exterior está siendo inferior al de hace un año. Por el lado de la oferta, la recomposición del crecimiento se ha manifestado, principalmente, en la continuada pujanza de la actividad industrial, compensando la moderada desaceleración del valor añadido en el sector de la construcción. En conjunto, el empleo mantuvo tasas de avance sostenidas en el segundo trimestre y la productividad aparente del trabajo consolidó la mejora del trimestre anterior. Por su parte, el IPC ha mostrado un perfil bastante estable en lo que va de año, con tasas en torno al 2,4%, si bien su evolución por componentes ha sido muy diversa, dado que los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron una ralentización significativa, impulsada en parte por la apreciación del tipo de cambio del euro, mientras que los precios de los servicios conservaron un gran dinamismo. En el conjunto del trimestre, el IPSEBENE se desaceleró en dos décimas, hasta situarse en el 2,5%, y el diferencial de inflación con la UEM permaneció estabilizado en 0,6 pp.

El contexto exterior, en el segundo trimestre del año, estuvo marcado por un nuevo episodio alcista del precio del petróleo, que le llevó a alcanzar niveles máximos anuales a mediados de julio, situándose por encima de los 77 dólares por barril y acercándose, por lo tanto, a los máximos históricos, que se registraron en agosto de 2006. En relación con la evolución financiera internacional, a lo largo del trimestre se produjo una cierta tendencia hacia la normalización de las condiciones financieras, cuyo rasgo más destacado ha sido el incremento de los tipos de interés a largo plazo. No obstante, la continuidad de las dificultades en el mercado hipotecario estadounidense en las últimas semanas corrigió parcialmente este repunte e indujo la ampliación de los diferenciales de riesgo de crédito, aunque permanecen en niveles relativamente reducidos. Por su parte, en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable se mantuvo la tendencia alcista de trimestres previos, a pesar de que se produjo un moderado incremento de las volatilidades, y en los mercados cambiarios continuó el proceso de depreciación del dólar, particularmente frente al euro y a la libra esterlina, así como la depreciación del yen frente a las principales divisas.



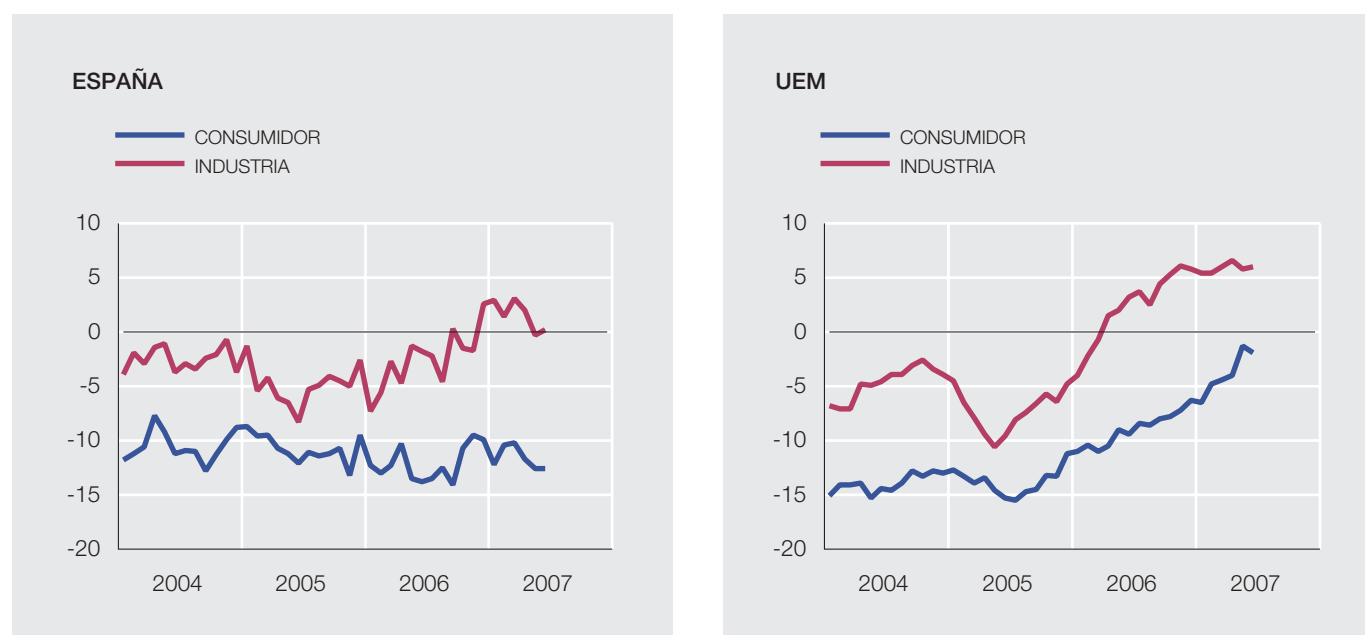
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

La economía mundial mantuvo un elevado dinamismo en el segundo trimestre del año, impulsado principalmente por la pujanza de las economías emergentes y por la consolidación del sólido avance de las economías europeas. Con todo, en el conjunto del año se observa una cierta moderación de los flujos de comercio internacional con respecto a los extraordinarios registros del año anterior. En Estados Unidos, los datos relativos al segundo trimestre de 2007, si bien algo más favorables que los del primero, siguen apuntando a una fase de crecimiento moderado, y no permiten despejar totalmente las dudas respecto a la duración y al alcance de la actual fase de menor crecimiento, muy ligados al horizonte de finalización del ajuste en el sector inmobiliario, a su posible extensión hacia otros sectores o a las implicaciones sobre el mercado de las hipotecas de baja calidad. Pese a ello, cabe destacar la notable recuperación del sector manufacturero y la evolución algo más favorable de la inversión, apoyada en la continuidad de la fortaleza de los beneficios empresariales y del sector exterior, que permiten augurar una segunda parte del año más dinámica.

Las tasas de inflación de las economías desarrolladas flexionaron ligeramente a la baja a lo largo del trimestre, lo que no impidió que la percepción dominante entre los bancos centrales fuera la de existencia de riesgos al alza en el recorrido de la inflación en el corto y medio plazo. En Estados Unidos, donde el IPC se situó en junio en el 2,7%, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el 5,25%. En el Reino Unido, si bien la tasa interanual del IPC se moderó significativamente a lo largo del trimestre, el Banco de Inglaterra aumentó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb) en sus reuniones de mayo y julio, hasta situarlo en el 5,75%. Por último, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado en el 0,50%, en un entorno en que la inflación suyacente alcanzó registros negativos.

Durante la primera mitad de 2007 la economía de la zona del euro continuó creciendo de forma sólida. El dinamismo económico se apoyó, en gran medida, en la fortaleza de la inversión y también en las exportaciones. El consumo privado mostró, sin embargo, cierta atonía en el primer trimestre —afectado, en parte, por el aumento impositivo en Alemania—, aunque podría empezar a recuperarse en esta segunda parte del año, a tenor del buen comportamiento del empleo. Las previsiones de distintos organismos internacionales apuntan a la continuidad de estas tendencias en lo que resta del año, de manera que, según la Comisión Europea, el



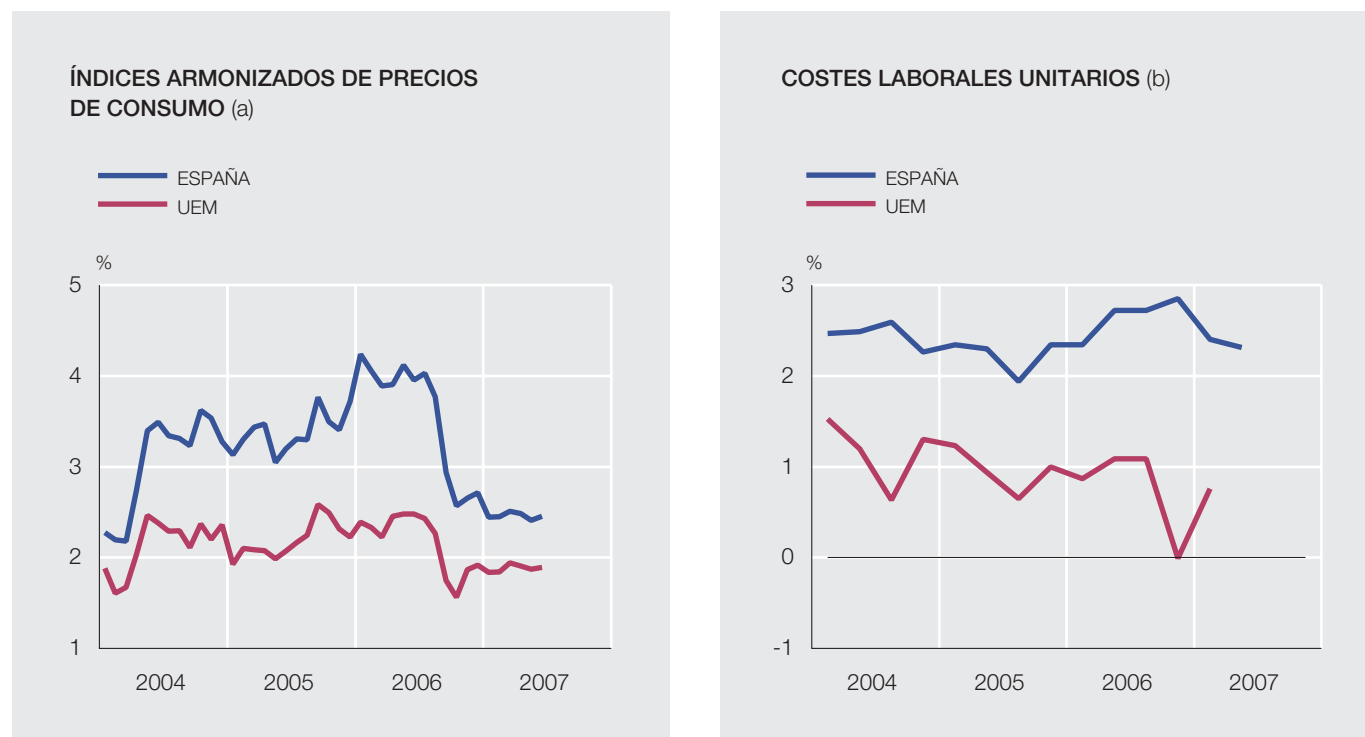
FUENTE: Comisión Europea.

PIB en la zona del euro podría crecer el 2,6% en 2007, cifra que coincide con el punto medio del rango estimado por el SEBC (entre el 2,3% y el 2,9%) en su último ejercicio de previsión conjunto.

Esta favorable situación económica se ha dejado sentir en las cuentas públicas, cuyos resultados mejoraron de forma significativa en 2006, gracias a los esfuerzos de consolidación fiscal realizados en algunos países, pero, sobre todo, a un crecimiento elevado, que redundó en unos ingresos impositivos superiores a los esperados. Con respecto a los resultados fiscales para 2007, la Comisión Europea, en su informe de primavera, prevé reducciones adicionales de los déficits públicos, aunque modestos para algunos países, que podrían resultar insuficientes para cumplir con los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Reflejando esta relativa normalización de la situación fiscal en los países europeos, el Consejo Ecofin decidió derogar el Procedimiento de Déficit Excesivo que se mantenía en vigor para Alemania y Grecia desde enero de 2003 y mayo de 2004, respectivamente. Por otra parte, el 1 de julio adoptó la decisión de ampliar a quince miembros la UEM, con la incorporación de Chipre y Malta a partir de enero de 2008.

Por lo que respecta a la evolución de la inflación en la zona del euro, el ritmo de variación del IAPC permaneció estabilizado a lo largo del trimestre en el 1,9% interanual, afectado todavía por el encarecimiento del componente energético en la primera mitad de 2006 (véase gráfico 3). La desaparición de este efecto base a partir del próximo mes de septiembre y el recorrido alcista que han retomado los precios del petróleo implicarán, con gran probabilidad, un repunte de la inflación en el corto plazo. A más medio plazo, las previsiones de inflación para la zona del euro son compatibles con la estabilidad de precios, aunque el BCE considera que mantienen un sesgo al alza, derivado no solo de la incertidumbre en torno a la evolución futura del precio del crudo, sino también del posible efecto de la maduración del ciclo económico sobre la negociación salarial —si bien los indicadores disponibles no aportan signos de que este riesgo se esté materializando— o de los incrementos en los márgenes empresariales en determinados sectores.

Precisamente esta valoración de riesgos para la estabilidad de precios llevó al BCE a ajustar de nuevo las condiciones monetarias de la zona del euro en su reunión de junio, incrementando los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4% en el caso de las operaciones principales de financiación, el 3% en el de las facilidades de depósito y el 5% en el de las facilidades de crédito. Tras esta elevación, el tono de la política monetaria en la UEM mantiene todavía un carácter acomodante, teniendo en cuenta el momento cíclico que atraviesa la economía. En respuesta



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

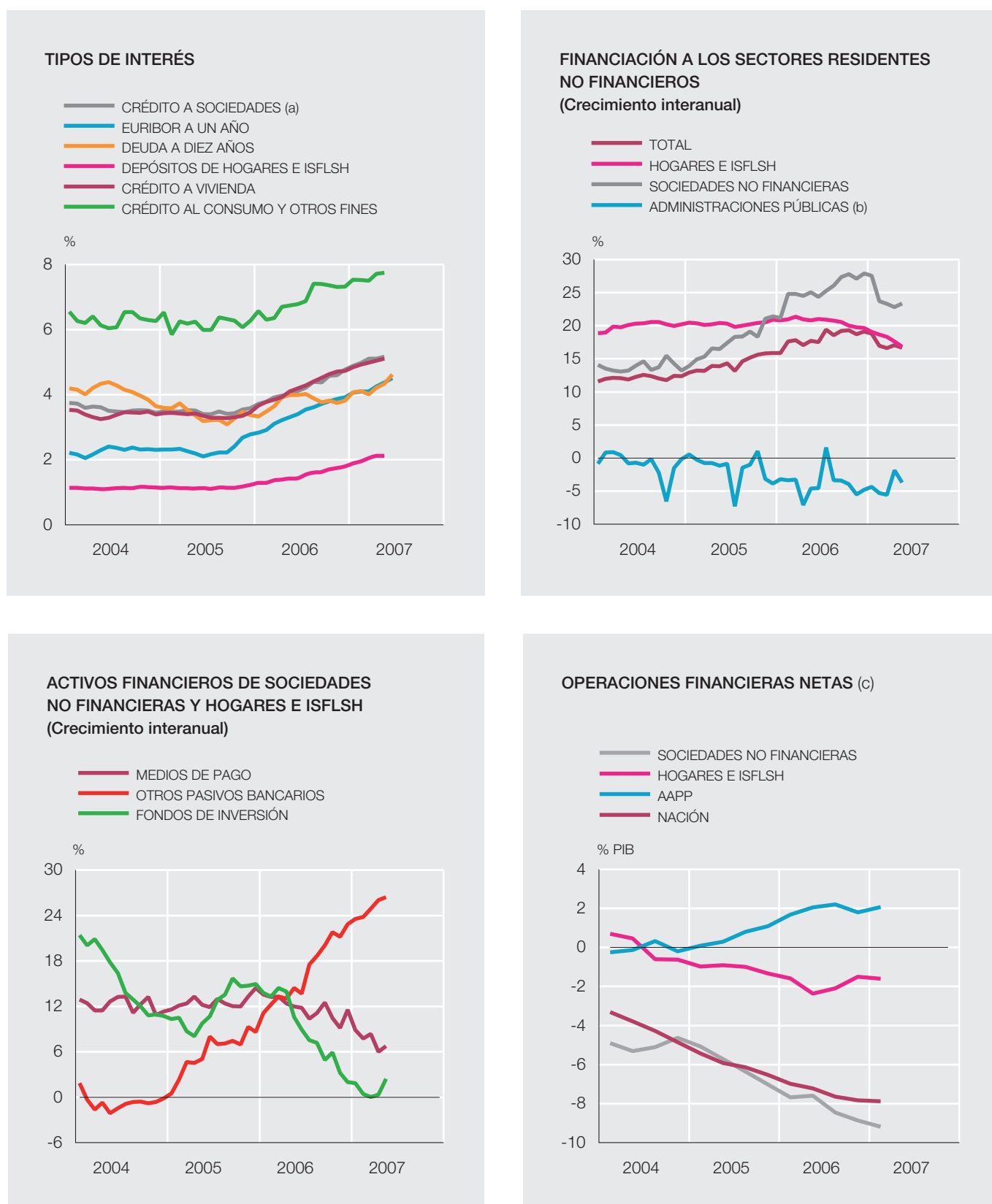
a. Tasas de variación interanual.

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

a estos movimientos, las rentabilidades en el mercado interbancario continuaron aumentando a lo largo del trimestre y, como ya se ha señalado, el tipo de cambio del euro acusó una nueva apreciación frente al dólar y al yen, elevando la apreciación registrada desde comienzos del año a algo más del 3% en relación con el dólar y a un 1,7% en términos del TCEN.

El entorno exterior en que se desenvuelve la economía española siguió, por tanto, favoreciendo el tono expansivo de la actividad, a través, principalmente, del dinamismo que mostraron los mercados de exportación españoles, aunque a un ritmo algo más atenuado que el año anterior. Por su parte, el tensionamiento de las condiciones monetarias por parte del BCE se tradujo en un nuevo incremento del coste de financiación, cuyo efecto sobre las decisiones de gasto de los agentes continuó siendo limitado, si bien se dejó sentir con alguna mayor intensidad en las decisiones de endeudamiento de los hogares (véase gráfico 4). En el mercado inmobiliario, los precios mantuvieron la trayectoria de desaceleración de los últimos trimestres —con un crecimiento interanual del 5,8% en el período abril-junio—, y en los mercados bursátiles, pese a haber mantenido la trayectoria alcista en el conjunto del período, se observaron episodios de inestabilidad asociados a una mayor incertidumbre sobre la valoración de algunas sociedades del sector inmobiliario. Todo ello determinó que en el conjunto del trimestre la riqueza de las familias se desacelerara, contribuyendo a una mayor moderación de la demanda interna.

Pese a ello, el consumo de los hogares mantuvo un notable dinamismo —dentro de una senda de suave desaceleración—, apoyado en la fortaleza de la creación de empleo, en el descenso de la inflación y en los menores pagos impositivos tras la reforma del IRPF, ya que el aumento de los pagos netos por intereses, como consecuencia de la elevación de los tipos del interbancario, actuó en sentido contrario. La menor revalorización imprimió, asimismo, un tono más contenido al avance del consumo, aproximándolo al crecimiento de la renta real de los hogares. Por su parte, la inversión residencial mostró una desaceleración más acusada, aunque en todo caso moderada, en respuesta a las menores expectativas de revalorización de los precios de la vivienda y al aumento del coste de financiación. Desde el punto de vista de la situación financiera de los hogares, el menor empuje del gasto, junto con el carácter menos



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.

holgado de las condiciones de financiación, determinó una nueva reducción en su ritmo de endeudamiento, de manera que el avance del crédito a hogares e ISFLSH se situó en junio ligeramente por debajo del 16%, tasa que es 2,5 pp inferior a la del cierre del trimestre anterior.

La inversión empresarial, por su parte, mantuvo un comportamiento muy dinámico, basado en el buen contexto internacional, los elevados beneficios empresariales y las favorables perspectivas sobre la actividad interna, sin que se aprecien efectos significativos del encarecimiento de la financiación sobre los planes de inversión y de contratación de las empresas. En particular, destaca la pujanza de la inversión en bienes de equipo, que volvió a ser el componente más dinámico de la demanda en el trimestre. En consonancia con este comportamien-

to, el endeudamiento de las sociedades no financieras continuó avanzando, con una tasa de crecimiento de la financiación en términos interanuales del 23%, solo ligeramente inferior a la del trimestre anterior. Sin embargo, se comienzan a apreciar síntomas incipientes de cambio en la composición del endeudamiento de las empresas según su finalidad, observándose una desaceleración de los fondos dirigidos a financiar actividades inmobiliarias y de construcción, así como una intensificación de los destinados a empresas industriales.

El gasto de las AAPP registró cierta moderación en el segundo trimestre, que afectó tanto al consumo público como, sobre todo, a la formación bruta de capital y, en particular, al componente de construcción, tras los elevados incrementos del trimestre previo, vinculados, en buena medida, a las elecciones autonómicas y locales que se celebraron en el mes de mayo. Pese a ello, cabe prever el mantenimiento de ritmos sostenidos de la formación bruta de capital fijo de las AAPP en los próximos meses, como consecuencia del cumplimiento de los compromisos contraídos en el ámbito del PEIT, entre otros planes inversores. En este contexto se enmarca la fortaleza que ha seguido mostrando la inversión no residencial de las sociedades no financieras. Por su parte, la recaudación tributaria continuó creciendo con vigor, sobre todo en lo relativo a la imposición directa, en un contexto en el que el efecto de la reforma del IRPF y del impuesto de sociedades, introducida a principios de año, se vio amortiguado por el dinamismo de las retenciones sobre el capital mobiliario. Este comportamiento permite prever que los ingresos públicos registren, al concluir el año, tasas de crecimiento muy superiores a las presupuestadas, incluso si se produjera una desaceleración de la recaudación por imposición directa en la segunda parte del año. Una holgura financiera que no debería utilizarse para incurrir en desviaciones del gasto, sino para avanzar más en la consolidación fiscal y aumentar el margen de maniobra en circunstancias menos favorables que las actuales. De verificarse estas previsiones, el saldo fiscal en 2007 debería arrojar un superávit superior al 1% establecido en la última Actualización del Programa de Estabilidad. Los objetivos de estabilidad presupuestaria para el período 2008-2010, aprobados por el gobierno a finales de mayo, mantienen, sin embargo, para 2008 un objetivo de superávit para las AAPP del 0,9% del PIB —igual que el que se estableció en la última Actualización del Programa de Estabilidad—, que es ligeramente inferior al programado para el presente ejercicio.

Los flujos de comercio exterior registraron una significativa desaceleración en el primer trimestre de 2007, que fue más intensa en el caso de las importaciones, y permitió, como ya se ha señalado, una mejora de dos décimas en la aportación de la demanda exterior neta al aumento del producto, hasta situarse en 0,7 pp del PIB. La información aún incompleta del segundo trimestre apunta a una suave aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, que habrían crecido a tasas del 5% y del 6%, respectivamente, en este período.

El moderado avance de las exportaciones en la primera mitad del año es coherente con la evolución del comercio mundial, que en ese mismo período mostró una expansión algo más atenuada, tras el dinamismo del año anterior. En el caso de las importaciones, la fortaleza de la demanda final —en particular, el dinamismo estimado para la inversión en equipo— y la variación prácticamente nula de los precios de los productos importados, debido a la apreciación del tipo de cambio del euro, justificarían esta recuperación en el segundo trimestre. Con todo, el avance de la participación de las importaciones en la demanda final se ha frenado en la primera mitad del año, tras aumentar de manera notable en los tres años previos. En cuanto a las exportaciones, aunque las ventas extracomunitarias mostraron, como viene siendo habitual, un comportamiento comparativamente más pujante, volvieron a registrar crecimientos muy inferiores a los del año precedente, sobre todo las dirigidas a Estados Unidos y a Japón, y ello podría reflejar también el efecto de un tipo de cambio del euro más apreciado.

Las exportaciones reales de servicios mostraron, asimismo, un comportamiento algo más expansivo en el segundo trimestre, a pesar de la notable moderación de los ingresos reales por turismo, que se extendió con carácter general a las importaciones de servicios. El efecto conjunto de estos movimientos habría determinado que la aportación de la demanda exterior neta permaneciera estabilizada en el nivel del trimestre anterior, detrayendo 0,7 pp al aumento del producto. A pesar de ello, el déficit exterior ha seguido incrementándose, aunque a un ritmo que se va desacelerando. La necesidad de financiación de la nación alcanzó el 7,9% del PIB en el primer trimestre de 2007, en términos acumulados de cuatro trimestres, una décima más que a finales de 2006.

Por el lado de la oferta, se estima que en el segundo trimestre se produjeron pequeños cambios en la contribución de las distintas ramas productivas al crecimiento. Entre ellos cabe destacar la fortaleza de la actividad industrial, aunque quizá con un ritmo de avance ligeramente más moderado, y la suave desaceleración de la actividad en el sector de la construcción. El empleo empezó a reflejar este cambio de composición de forma incipiente, si bien la rama de la construcción continuó siendo la más dinámica en este terreno. En conjunto, el empleo mantuvo un avance sostenido y la productividad del trabajo consolidó la mejora iniciada en el período previo. Los datos de la EPA correspondientes al segundo trimestre confirman el dinamismo del empleo, en un contexto de crecimiento algo más contenido de la población en edad de trabajar. El número de ocupados aumentó a una tasa interanual del 3,4% en este segundo trimestre, apreciándose, asimismo, un leve descenso de la tasa de temporalidad, hasta el 31,8%.

Por lo que se refiere a los costes laborales, los salarios habrían estabilizado sus ritmos de crecimiento en niveles similares a los del último trimestre, cuando la remuneración por asalariado en la economía de mercado se situó en el 3,1%. El incremento de las remuneraciones se estaría situando, por tanto, próximo a los incrementos medios pactados en convenios colectivos —del 2,9% en los cinco primeros meses del año—, y no cabe prever desviaciones importantes en torno a esta tasa en lo que queda del año, pues, por una parte, el efecto de la activación de las cláusulas de revisión salarial en 2007 va a ser muy inferior al de 2006 y, por otra, la tendencia al reequilibrio de la actividad, que se está empezando a percibir, puede reducir la magnitud de la deriva salarial, que, como es sabido, ha sido fuertemente negativa en los últimos ejercicios. El repunte de la productividad observada ha permitido, a su vez, que las tasas de variación de los costes laborales por unidad de producto se estabilizaran en niveles comparativamente más bajos y, en el caso de las manufacturas, que apenas se modificaran en el conjunto del trimestre, limitando un deterioro adicional de nuestra competitividad-precio. Este desarrollo, unido a un comportamiento de los márgenes que podría estar siendo algo menos expansivo que en períodos previos y a la flexión transitoria del precio del petróleo en los primeros meses del año, ha contribuido a configurar un escenario de inflación más contenida, con tasas que se han mantenido por debajo del 2,5% hasta junio y unos diferenciales con la UEM próximos a los mínimos históricos. Es importante señalar, sin embargo, que la tasa de inflación subyacente permanece estabilizada en tasas relativamente elevadas —en parte, por los altos incrementos de los precios de los servicios—, y que los precios del petróleo han reiniciado la trayectoria alcista, lo que intensificará el efecto base adverso de las bajadas de los precios energéticos de finales del año pasado. En este contexto, resulta altamente probable que la inflación vuelva a repuntar en los próximos meses, alcanzando niveles similares a los de cierre del año anterior.

La economía española ha mantenido a lo largo de este trimestre un fuerte dinamismo y ha seguido avanzando en una composición más equilibrada del gasto. Al mismo tiempo, han continuado reduciéndose la holgura financiera y la normalización en el mercado inmobiliario,

con una desaceleración muy gradual de los precios del sector, lo que está promoviendo una cierta contención de los ritmos de gasto y de endeudamiento de las familias. En el caso de las empresas, sin embargo, no se observan todavía reacciones significativas frente al nuevo entorno financiero, que requiere una moderación en el ritmo de endeudamiento, en línea con una gradual desaceleración de las actividades de promoción inmobiliaria que abra paso al relevo por otras actividades productivas y otras formas de inversión. Este relevo es una condición necesaria no solo para asegurar que continúe un reequilibrio ordenado de las fuentes de crecimiento de la economía española, sino también para consolidar mayores incrementos de la productividad. Para facilitar este proceso, es preciso dar un nuevo impulso a las reformas estructurales que, por el lado de la oferta, faciliten que la industria y los servicios sustituyan el protagonismo de la construcción, una vez que se vaya agotando el extraordinario impulso que ha ejercido esta rama productiva a lo largo de la última década, y que el empleo se reasigne sin fricciones entre sectores. La mayor flexibilidad de la economía y el mayor dinamismo innovador de las empresas que cabe esperar de la profundización en estas reformas ayudarán, en último término, a mejorar la competitividad de la economía española y a que el sector exterior contribuya al avance del PIB y de la renta.

## 2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, el aspecto más destacado de la evolución financiera internacional ha sido el incremento de los tipos de interés a largo plazo, particularmente acusado en Estados Unidos, donde los tipos a diez años aumentaron 60 pb entre principios de mayo y mediados de junio, cuando alcanzaron niveles por encima del 5,25%; posteriormente, durante el mes de julio, la preocupación en torno al mercado hipotecario de baja calificación crediticia (*subprime*), en Estados Unidos, los hizo retroceder hasta cerca del 4,8%. También fueron notables los incrementos en los diferenciales de crédito, tanto los soberanos de países emergentes como, sobre todo, los corporativos de las empresas de peor calificación crediticia en Estados Unidos, aunque todavía se mantienen en niveles relativamente reducidos. Por su parte, las bolsas, tanto emergentes como desarrolladas, registraron un comportamiento positivo, con ganancias en la mayoría de los índices, a pesar de un moderado incremento de las volatilidades. En los mercados de cambios destacó la fortaleza del euro frente al dólar —cuya cotización superó 1,38 unidades por euro, niveles mínimos históricos— y, especialmente, frente al yen. Otro aspecto destacado del último trimestre fue el repunte en el precio del petróleo, que aumentó un 14%, hasta superar el barril de crudo tipo Brent los 77 dólares, ligeramente por debajo del máximo histórico alcanzado en agosto del 2006. Este incremento ha coincidido con tensiones políticas en Nigeria y en Irán, así como con problemas en el suministro de gasolina en Estados Unidos.

En Estados Unidos, el dato de avance del PIB del segundo trimestre mostró una aceleración sustancial en el ritmo de actividad económica, con un crecimiento trimestral anualizado del 3,4%, frente al 0,6% registrado en el primer trimestre. La composición de dicho crecimiento, sin embargo, mantiene la incertidumbre respecto a la duración y profundidad de la fase de crecimiento reducido y su transmisión al resto de economías (véase recuadro 1). En el lado negativo, el consumo privado, que ha sido el motor fundamental de la expansión en los últimos trimestres, se ralentizó significativamente, al crecer un 1,3% en tasa trimestral anualizada, 2,4 pp menos que en el trimestre anterior. Tampoco se aprecian señales claras de una posible estabilización en el mercado inmobiliario. La contribución negativa de la inversión residencial al crecimiento fue aún muy importante, superior a medio punto porcentual. Las cifras de ventas de vivienda han seguido en retroceso y, pese al ajuste de la inversión residencial, el *stock* de viviendas nuevas sin vender se ha mantenido en niveles históricamente elevados, contribuyendo a la desaceleración de los precios de la vivienda. En el lado positivo habría que reseñar la evolución de la inversión y la recuperación del sector manufacturero y del sector exterior. En cuanto a la inversión no residencial, la situación fue más positiva que en el trimestre anterior, con un fuerte crecimiento de la inversión en infraestructuras, y, aunque a tasas aún moderadas, el gasto en bienes de capital y *software* se aceleró. Por su parte, el índice ISM de manufacturas se recuperó, hasta situarse en niveles que apuntarían a una expansión sostenida de la actividad industrial en los próximos meses. En cuanto al sector exterior, las exportaciones mostraron un mayor dinamismo y las importaciones cayeron, de forma que la demanda exterior contribuyó 1,2 pp al crecimiento trimestral anualizado. En lo referente a los precios, la tasa interanual del deflactor del gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) se mantuvo aproximadamente estable en el 2,3% a lo largo del trimestre, pero la inflación subyacente flexionó a la baja, hasta el 1,9% en mayo, desde el 2,4% alcanzado en febrero de 2007. En junio, la inflación subyacente medida por el IPC experimentó un ligero repunte en su tasa mensual (0,2%, una décima más que en mayo), pero la tasa interanual se mantuvo en el 2,2%. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial inalterado en el 5,25%.

Desde mediados de 2006 la economía estadounidense ha experimentado una fase de crecimiento reducido, lastrada principalmente por una importante corrección a la baja en las cifras de inversión residencial. Durante este período, otras áreas económicas han mantenido ritmos de expansión históricamente elevados. Pese a la valoración optimista que podría deducirse de la evolución reciente, la continuidad del ajuste en el sector inmobiliario en Estados Unidos, evidenciada por los indicadores publicados a lo largo del trimestre, podría prolongar —e incluso agravar— la fase de crecimiento reducido en este país. Por este motivo, la posible transmisión de los acontecimientos en Estados Unidos a otras áreas económicas es uno de los principales factores de incertidumbre en las perspectivas económicas internacionales.

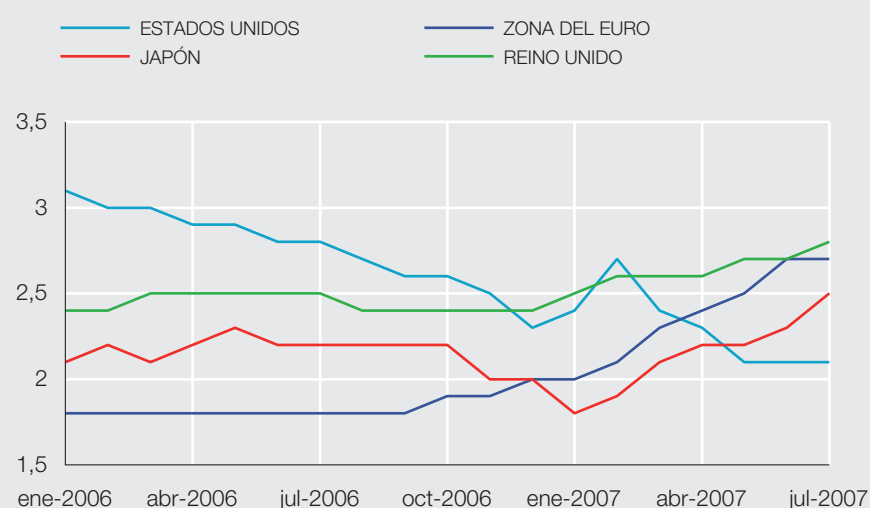
La experiencia de los últimos treinta años corrobora que los períodos de recesión en Estados Unidos suelen coincidir con fases de menor crecimiento en la economía global. Sin embargo, este hecho no necesariamente evidencia un elevado grado de transmisión entre Estados Unidos y el resto del mundo: una parte importante de la sincro-

nización observada entre el ciclo económico estadounidense y el del resto del mundo es atribuible a la incidencia de perturbaciones comunes que afectaron simultáneamente, aunque en grado diferente, a varias economías. Las crisis del petróleo en los años setenta o el brusco ajuste bursátil asociado a la caída de los valores tecnológicos en el inicio del milenio son ejemplos destacados de este tipo de perturbaciones.

La actual ralentización del sector inmobiliario en Estados Unidos no es equiparable, sin embargo, a este tipo de perturbaciones simultáneas, al tratarse de un fenómeno idiosincrático, por lo que cabe esperar que su impacto negativo sobre el crecimiento de otras áreas económicas sea menor que en episodios pasados.

La mayor parte de economistas espera una moderación del crecimiento en Estados Unidos en 2007, en relación con 2006, compatible con una recuperación del ritmo de actividad a partir del mínimo alcanzado a inicios de 2007. La composición del crecimiento también tendería a reducir la magnitud de la transmisión de esta ralentización a

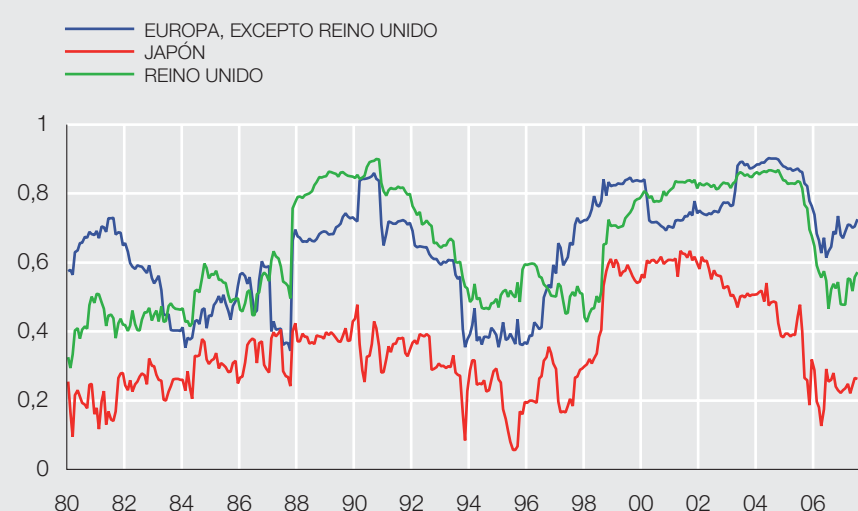
1 PREVISIONES DE CONSENSO PARA EL CRECIMIENTO EN 2007 (a)



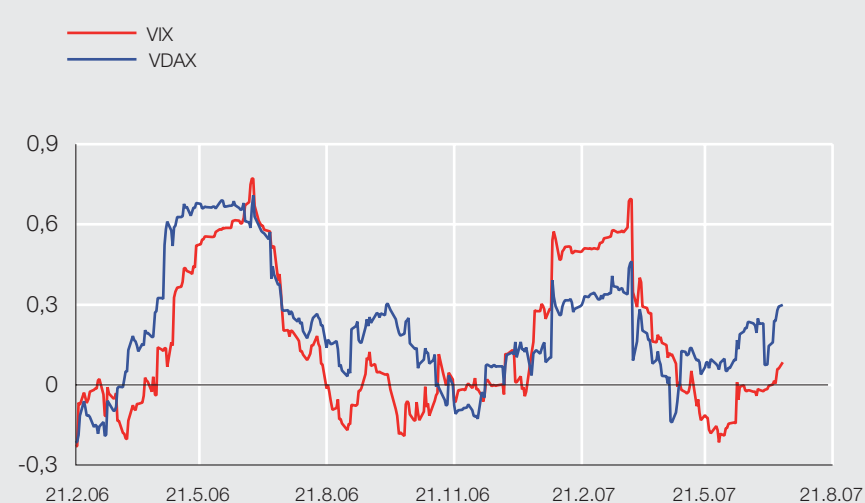
3 MERCADOS DE RENTA VARIABLE. CORRELACIONES CON LA BOLSA ESTADOUNIDENSE

	Meses de rentabilidad positiva	Meses de rentabilidad negativa
Europa (c)	0,32	0,62
Reino Unido	0,42	0,56
Japón	0,11	0,32
Global (d)	0,41	0,60

2 MERCADOS DE RENTA VARIABLE. CORRELACIÓN CON LA BOLSA ESTADOUNIDENSE



4 CORRELACIÓN EN LAS VOLATILIDADES IMPLÍCITAS DE BOLSA Y ACTIVOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA (b)



FUENTES: Consensus Forecast, Datastream y JP Morgan.

a. Tasa de variación interanual  
b. Correlación a tres semanas entre las variaciones en el índice ABX.HE BBB- y los cambios en los índices VIX (Estados Unidos) y VDAX (Alemania).  
c. Excluyendo Reino Unido.  
d. Excluyendo Estados Unidos.

otras áreas. De una parte, se prevé que la inversión residencial se mantenga en niveles deprimidos, pero la vivienda es un sector no comercializable, con una demanda de importaciones relativamente reducida. Por otro lado, los indicadores aparecidos durante el trimestre apuntan a una recuperación del sector manufacturero, que es más intensivo en importaciones. El escenario de consenso incluye también cierta revitalización de la inversión no residencial, cuya influencia sobre las importaciones procedentes del resto del mundo es mayor que la del gasto en vivienda. Las últimas previsiones de consenso han tendido a elevar el crecimiento anticipado en el resto del mundo, incluso ante la progresiva rebaja de las perspectivas para Estados Unidos (véase gráfico 1), lo que sugiere que los agentes económicos esperan que la economía global pueda mostrar una resistencia notable a la pérdida de dinamismo en Estados Unidos.

Sería precipitado, no obstante, considerar que los profundos cambios estructurales que han experimentado varias economías en las últimas décadas garantizan un mayor grado de autonomía entre los ciclos económicos de las distintas regiones. En particular, no hay evidencia de que los dos canales de transmisión — comercial y financiero — hayan perdido su relevancia.

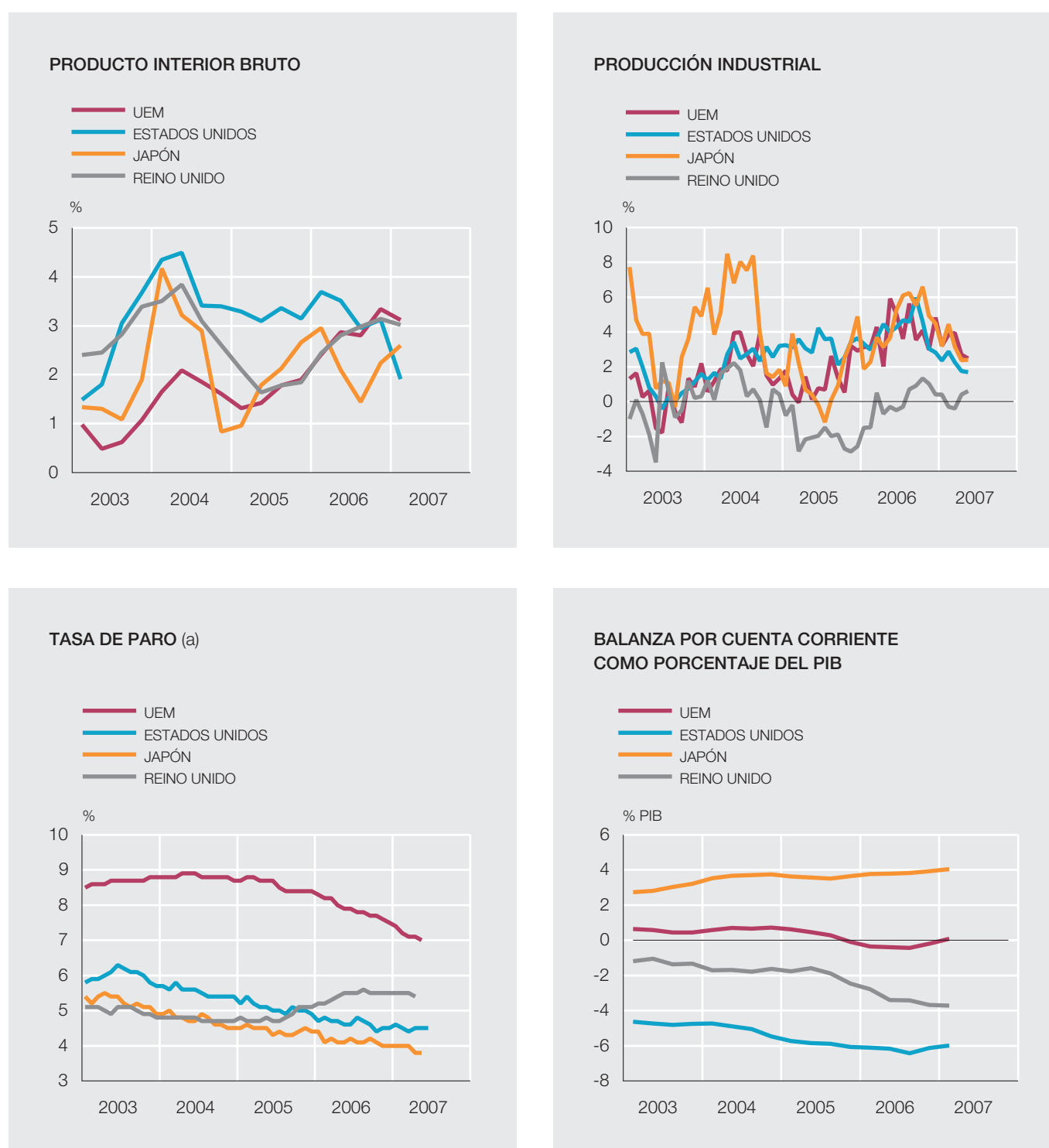
En el plano comercial, la expansión del comercio exterior a escala global ha llevado aparejada una mayor apertura externa, que tiende a contrarrestar la menor importancia relativa de Estados Unidos como destino u origen de esos flujos comerciales. De acuerdo con los datos publicados recientemente por el FMI<sup>1</sup>, el porcentaje de las exportaciones que se destina a Estados Unidos ha tendido a reducirse en la mayor parte de regiones. Sin embargo, puesto que las exportaciones totales han crecido de forma más que proporcional, las exportaciones a Estados Unidos representan en la actualidad una fracción mayor del PIB de la mayor parte del resto de países. Tomando el área del euro como ejemplo, entre 1986 y 1990 las exportaciones a Estados Unidos representaban un 8% del total de exportaciones y un 1,5% del PIB. Entre 2001 y 2005, aunque las ventas a Estados Unidos suponían un 7% del total de exportaciones, su peso en el PIB prácticamente se había duplicado, alcanzado el 2,4%, cifra a la que habría que añadir en torno a 2,5 puntos adicionales si se considerase la exposición indirecta a través de exportaciones a terceros países que, a su vez, tienen vínculos comerciales con Estados Unidos<sup>2</sup>. Esta tendencia apuntaría a que la transmisión de una desaceleración en Estados Unidos a través del canal comercial podría haberse agudizado en las últimas décadas. No obstante, las simulaciones basadas en modelos macroeconómicos tienden a ratificar la impresión de que su magnitud en el caso de una corrección en el sector inmobiliario estadounidense aún sería relativamente limitada.

1. Véase el capítulo 4 del *World Economic Outlook* de abril de 2007. 2. Véase el *Informe Anual 2006-2007* del Banco de Pagos Internacionales.

La medición de la posible transmisión a través del canal financiero resulta más complicada, tanto conceptualmente como por la falta de datos precisos. La exposición financiera con el exterior de la mayoría de economías ha aumentado de forma ininterrumpida en las últimas décadas y, en consecuencia, ha aumentado también el peso de los activos y pasivos frente a Estados Unidos en relación con el PIB. Para el área del euro, según la Encuesta Coordinada de Inversiones de Cartera (CPIS, por sus siglas en inglés), los activos de cartera en Estados Unidos representaban un 3,1% de su PIB entre 1997, en tanto que en 2004 suponían un 14,1%. Los pasivos del área del euro respecto a Estados Unidos pasaron, en este período, de suponer un 7,4% del PIB al 9,9%. Esta situación se repite en la mayoría de áreas geográficas, lo que sugiere una mayor exposición a los acontecimientos en los mercados financieros estadounidenses.

Por otra parte, las correlaciones entre mercados financieros no sugieren una reducción significativa del riesgo de contagio entre regiones. En los mercados de renta variable la correlación se ha reducido en la última fase alcista, pero sigue siendo significativa (véase gráfico 2). Además, de repetirse el patrón histórico, cabe prever que estas correlaciones se elevarían en un contexto de caídas en la bolsa estadounidense (véase cuadro 1). Por otra parte, el hecho de que los acontecimientos negativos se hayan limitado al sector inmobiliario en Estados Unidos no garantiza necesariamente que no se produzca un contagio a otros instrumentos financieros y a otras áreas. El fuerte desarrollo de la titulización hipotecaria podría contribuir a ese contagio, pues supone que estos valores desempeñan un papel creciente en las carteras de un gran número de inversores. A este respecto, la evidencia de los últimos episodios de turbulencia financiera (mayo de 2006 y marzo de 2007) muestra que las volatilidades implícitas bursátiles, tanto las de Estados Unidos como las de la zona del euro, han tendido a aumentar de forma sincronizada con el deterioro en el valor de los activos de titulización hipotecaria de mayor riesgo (véase gráfico 3). Todo ello subraya el riesgo de que el acusado aumento de la morosidad en el segmento de deudores hipotecarios de baja calidad crediticia (*subprime*) acabe generando una revisión de las primas de riesgo en otros mercados y en otras áreas geográficas, que podría acarrear, a su vez, consecuencias macroeconómicas significativas.

En resumen, dadas la magnitud y la composición de la ralentización estadounidense, cabe prever que su impacto sobre otras economías sea limitado, especialmente si se circunscribe al sector real y al canal comercial. Subsiste la preocupación, sin embargo, por la posibilidad de que esta ralentización se transmita de modo más intenso a través del canal financiero, dando lugar a un deterioro de las condiciones financieras globales que podría tener consecuencias negativas más significativas sobre el ritmo de expansión en otras áreas.

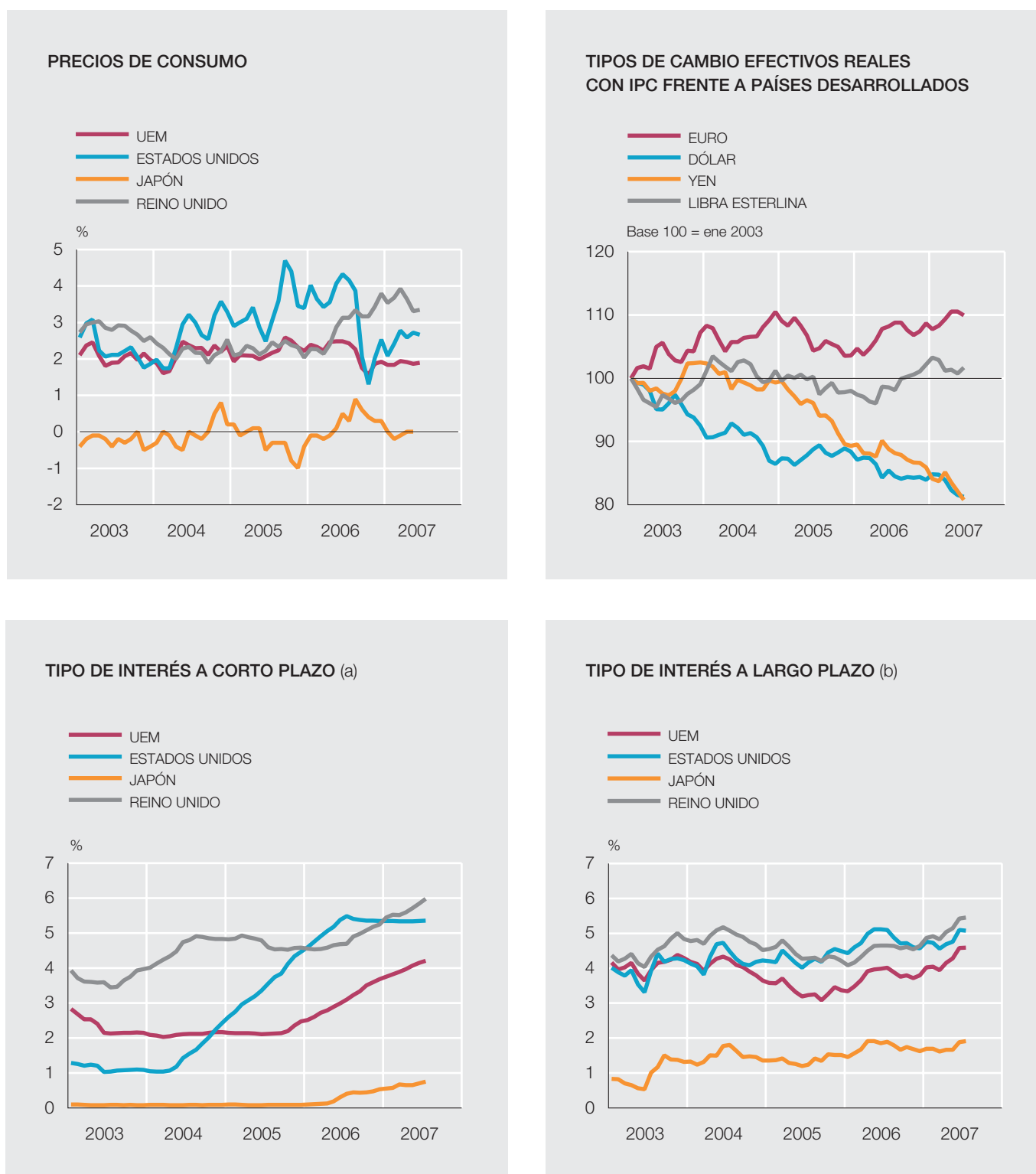


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Japón, los indicadores del segundo trimestre apuntan hacia una cierta moderación de la actividad, a pesar del mantenimiento del dinamismo del consumo privado y de las exportaciones. El principal factor detrás de esta ralentización ha sido la debilidad general en la industria, que se encuentra inmersa en una fase de ajuste de inventarios, tras una fuerte expansión en la segunda mitad de 2006. Así, la producción industrial acumuló tres meses consecutivos de caídas en mayo y el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI, según sus siglas en inglés) se contrajo en junio hasta niveles mínimos de cuatro años. Pese a ello, algunos indicadores recientes, como el buen dato del índice de confianza de las grandes empresas manufactureras de la encuesta Tankan de junio y el repunte de los pedidos de maquinaria de mayo, apuntan a que el ajuste de las manufacturas no se intensificará en los próximos meses. En cuanto a los indicadores de inflación, los datos de mayo situaron a la tasa interanual del índice general en el 0%, mientras que la subyacente pasó a terreno negativo. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%, que permanece inalterado desde febrero de 2007.

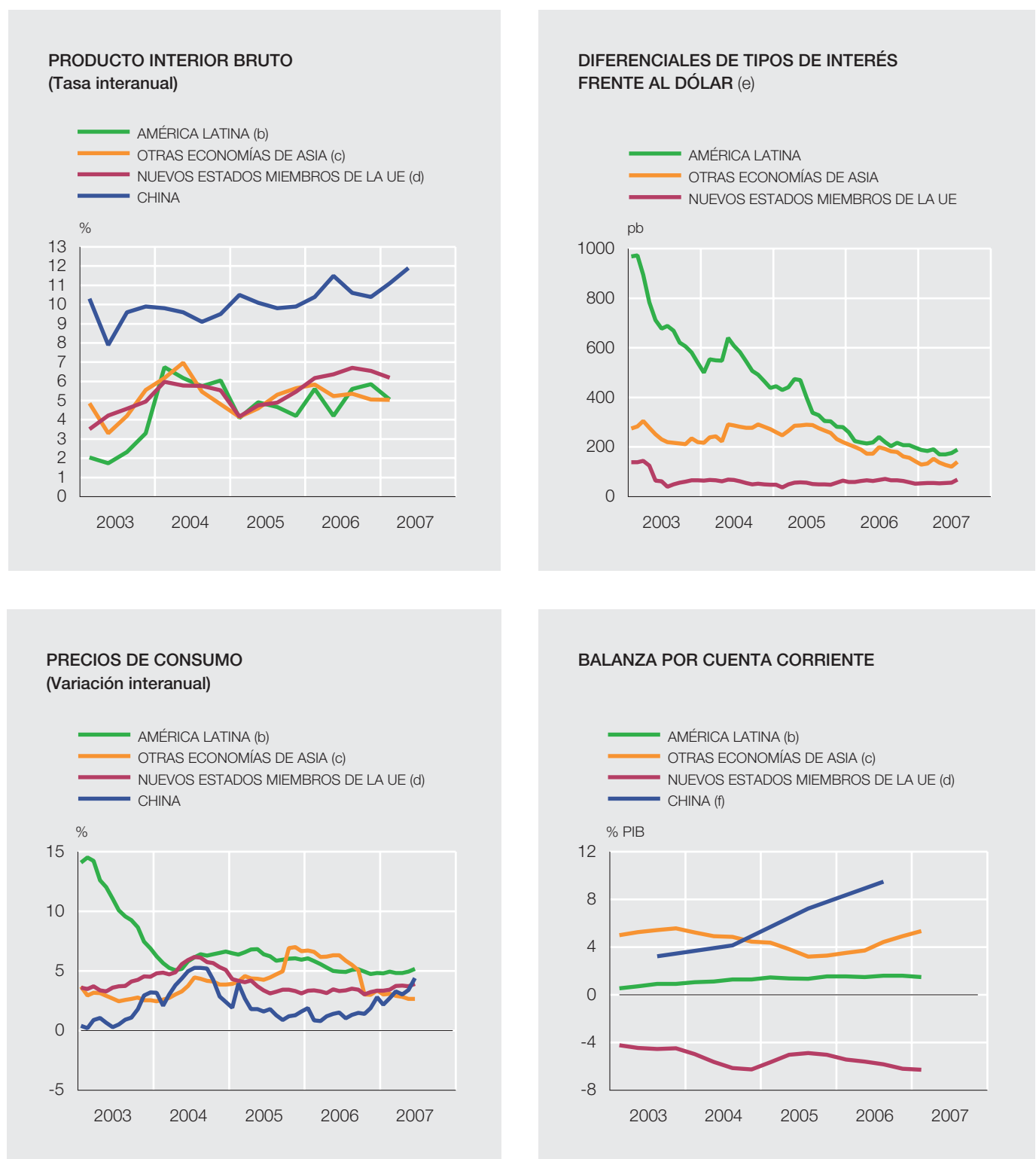
En el Reino Unido, el avance del PIB del segundo trimestre apuntó un crecimiento del 0,8% en tasa trimestral —una décima más que en el primer trimestre—, lo que mantuvo la tasa



FUENTE: Banco de España.

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

interanual en el 3%. Aunque la mayor contribución al crecimiento vino por el lado de los servicios, se registró un mayor dinamismo de la construcción y de las manufacturas respecto a trimestres previos. En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC se moderó significativamente a lo largo del trimestre, hasta alcanzar el 2,5% en mayo, aunque las perspectivas siguen siendo al alza. Por su parte, los precios de la vivienda continuaron aumentando a un ritmo ligeramente superior al 10% interanual a lo largo del segundo trimestre. En este contexto, el Banco de Inglaterra aumentó el tipo de interés oficial 25 pb en dos ocasiones (mayo y julio), hasta situarlo en el 5,75%. En los nuevos miembros de la UE, la fortaleza de la demanda interna impulsó el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2007 al 6,5% interanual, frente al 6,6% del cuarto trimestre de 2006, pese a la esperada desaceleración en Hungría. No obstante, los indicadores de actividad y demanda más recientes muestran signos de ligera desaceleración en el segundo trimestre. En junio se observó un repunte generalizado de la inflación, aunque se mantuvo una gran heterogeneidad entre países. En política monetaria, Polonia aumentó en 25 pb el tipo de interés oficial, hasta el 4,5%, mientras que Hungría lo rebajó inesperadamente en 25 pb, situándolo en el 7,75%. Dentro del ERM II, las monedas se mantuvieron en el centro de su banda de fluctuación, con la excepción de la corona eslo-



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, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos estados miembros de la UE corresponden a Hungría y a Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

vaca, que desde finales de junio ha retomado una senda de gradual apreciación. El pasado 10 de julio, el ECOFIN aprobó formalmente la adopción del euro por parte de Chipre y Malta el 1 de enero de 2008.

En China se acentuó el ya muy dinámico ritmo de expansión, al crecer el PIB un 11,9% interanual en el segundo trimestre —ocho décimas más que en el primero—, sustentado en la expansión de la industria y de los servicios, lo que probablemente dé lugar a nuevas medidas contractivas. La producción industrial mantuvo una expansión similar a la del trimestre previo y la inversión en activos fijos se aceleró considerablemente, mientras que las ventas al por menor continuaron su gradual aceleración. En cuanto al sector exterior, el superávit comercial del segundo trimestre se expandió un 43% respecto al del trimestre previo, hasta alcanzar 66 mm

de dólares, a pesar de la ligera aceleración en el ritmo de apreciación del renminbi respecto al dólar. Con el fin de moderar el crecimiento de las variables financieras, el banco central ha incrementado en cuatro ocasiones el coeficiente de reservas (y en tres ocasiones los tipos de referencia de préstamos y de depósitos), elevó los impuestos sobre las operaciones bursátiles —lo que provocó la corrección temporal de los mercados de renta variable a finales de mayo— y se aprobaron nuevas medidas para facilitar la inversión de los residentes en mercados foráneos. En un contexto de amplia liquidez, la inflación repuntó notablemente y alcanzó un 4,4% interanual en junio, la mayor desde septiembre de 2004, fuertemente influida por el repunte del precio de los alimentos. Por último, se dieron los primeros pasos para la constitución de la entidad de gestión activa de parte de las reservas internacionales. En el resto de países de Asia los indicadores de actividad del segundo trimestre mostraron una evolución positiva, apoyados fundamentalmente en el avance de las exportaciones. Por otra parte, la inflación de la mayor parte de las economías de la región disminuyó ligeramente. Los tipos de interés oficiales en la región registraron pocos cambios en el segundo trimestre, salvo en Indonesia, donde se redujeron en 50 pb.

El crecimiento del PIB en América Latina durante el primer trimestre de 2007 se desaceleró ligeramente, del 5,8% en el cuarto trimestre de 2006 al 5,1% en el primer trimestre de 2007, como consecuencia del comportamiento de la demanda interna. Esta desaceleración vino impulsada por cierta reducción del crecimiento en las principales economías de la zona, en especial en México, si bien los indicadores de actividad recientes apuntan a una aceleración durante el segundo trimestre en esa economía y en Brasil. La inflación en el conjunto de la región se incrementó ligeramente a lo largo del trimestre, situándose en junio en el 5,1%, frente al 4,9% de mayo. En el ámbito de la política monetaria se produjeron incrementos más o menos generalizados de los tipos oficiales, con la notable excepción de Brasil, que los redujo otros 100 pb, hasta el 11,50%. Los saldos por cuenta corriente se mantuvieron relativamente estables en la región, salvo en Colombia, que sufrió un acusado deterioro. Las entradas de flujos financieros se incrementaron significativamente en Colombia y Brasil, países donde, de igual manera, se ha intensificado la acumulación de reservas. En el ámbito fiscal, mejoró el saldo de las administraciones públicas, excepto en Venezuela, donde se amplió el déficit público. Por último, mejoró la calificación de la deuda soberana de Perú, Colombia y Brasil, situándose en estos dos últimos casos a un escalón del grado de inversión.

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

Durante la primera mitad de 2007 la economía de la zona del euro continuó creciendo de forma sólida, tal y como se desprende de la contabilidad nacional referida a los tres primeros meses del año y de los indicadores disponibles para el segundo trimestre. El dinamismo económico se ha apoyado, en gran medida, en la fortaleza de la inversión y de las exportaciones. En cambio, el consumo privado muestra todavía cierta atonía, afectado, en parte, por el aumento impositivo en Alemania, aunque sus determinantes fundamentales y el elevado nivel de confianza de las familias pronostican un mayor impulso. Con todo, las perspectivas económicas de la zona del euro para el año en curso son optimistas. Así, según el ejercicio de previsión de junio del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el crecimiento del PIB en 2007 se situará en el rango 2,3%-2,9%, cuyo punto intermedio (2,6%) está en línea con las estimaciones proporcionadas por otros organismos internacionales. A medio plazo, persisten algunos riesgos, que se derivan, fundamentalmente, de factores externos relacionados con la escalada del precio del petróleo, la incertidumbre sobre el rumbo de la economía americana, la posibilidad de un ajuste desordenado de los desequilibrios globales y el eventual cambio en la actitud hacia el riesgo en los mercados financieros.

Por lo que respecta a la inflación en la zona del euro, entre febrero y junio permaneció estable en el 1,9%. Sin embargo, la renovada senda alcista del precio del petróleo puede conducir a un repunte del ritmo de crecimiento del IAPC en el corto plazo. Más a medio plazo, las perspectivas de inflación disponibles son compatibles con la estabilidad de precios, aunque los riesgos tienen un sesgo al alza relacionado, fundamentalmente, con la evolución futura del precio de las materias primas y con la maduración de la actual fase expansiva.

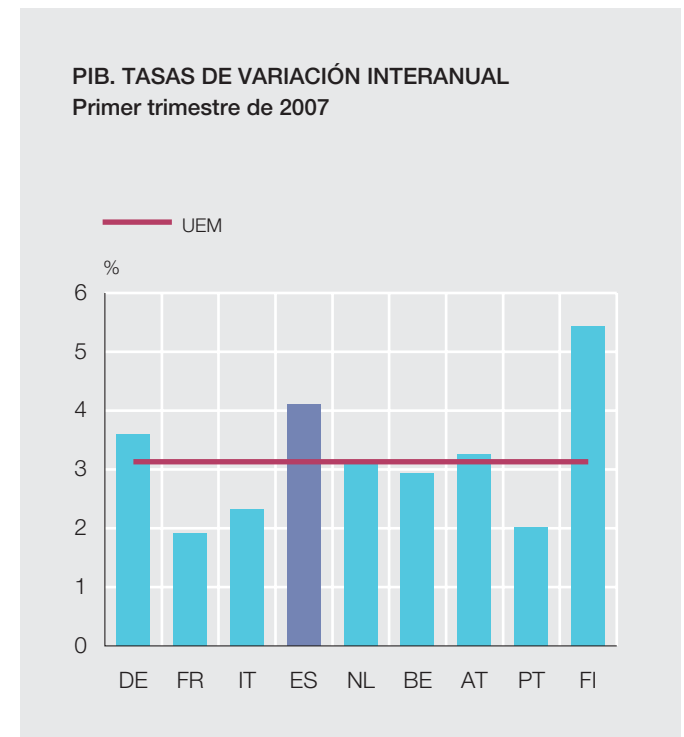
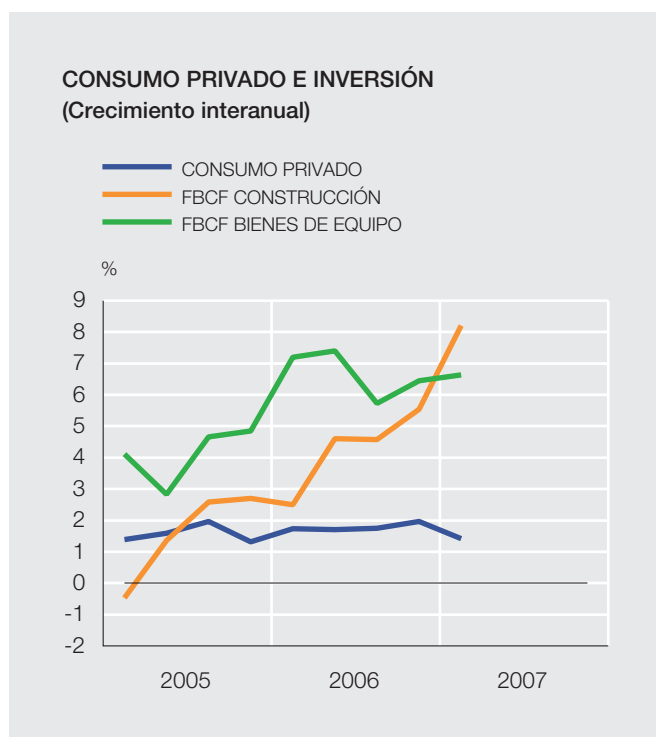
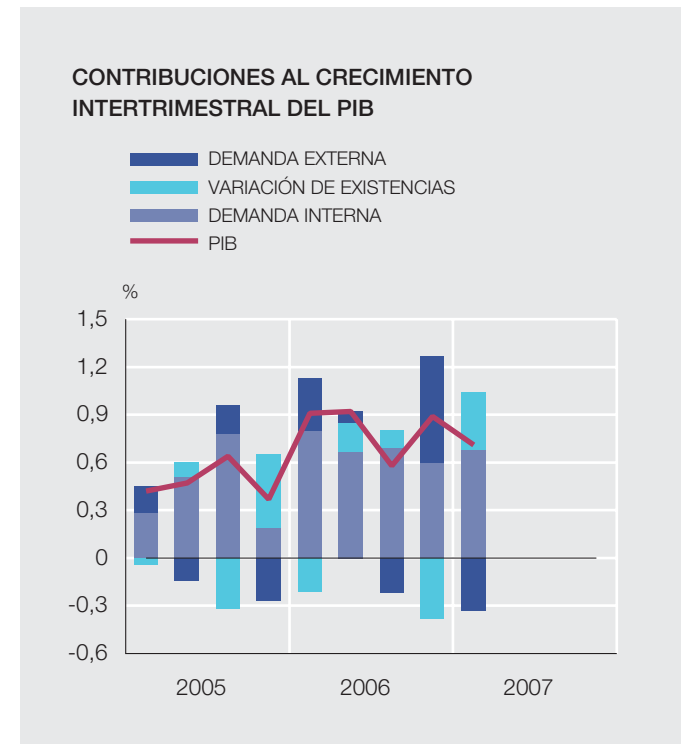
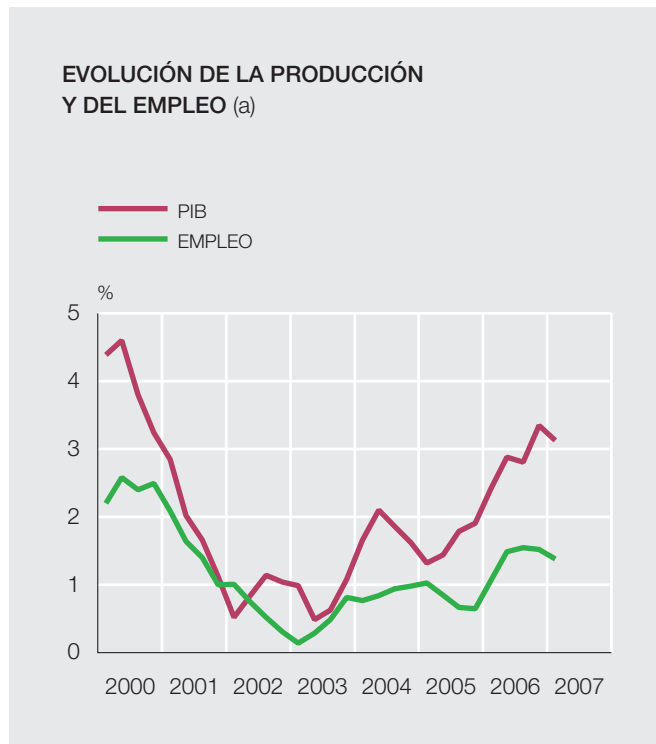
En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE continuó el proceso de retirada gradual del estímulo monetario en el área euro y, en junio, volvió a aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4%. Estas condiciones mantienen todavía un carácter acomodante, siendo propicias para la expansión de la actividad.

En relación con la política fiscal, las cuentas públicas mejoraron de forma significativa en 2006 gracias a los esfuerzos de consolidación fiscal, pero, sobre todo, gracias a un crecimiento económico elevado, que redundó en unos ingresos impositivos superiores a los esperados. Con respecto a 2007 y 2008, la Comisión Europea, en su informe de primavera, prevé reducciones adicionales del déficit público, aunque modestas. Además, la evolución estimada del déficit estructural sugiere que el ajuste en algunos países será insuficiente para cumplir con las disposiciones del Pacto de Estabilidad reformado y con el compromiso político reafirmado por el Eurogrupo en abril. Por último, el Consejo Ecofin, a la vista de los progresos realizados, decidió derogar el Procedimiento de Déficit Excesivo en Alemania y Grecia.

Finalmente, a partir del 1 de enero de 2008 la UEM se ampliará a quince miembros, tras la incorporación de Chipre y Malta. En mayo, la Comisión Europea recomendó la incorporación de estos países a la zona del euro, tras constatar su elevado grado de convergencia y el cumplimiento de los requisitos necesarios. En julio, el consejo Ecofin adoptó la decisión final, anunciando los tipos de cambio irrevocables de la lira maltesa y de la libra chipriota.

#### **3.1 La evolución económica**

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional, en el primer trimestre de 2007 el PIB del área del euro mantuvo un elevado dinamismo, con un crecimiento del 0,7% con respecto al último trimestre de 2006. Aunque esta tasa es ligeramente inferior al extraor-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

dinario avance del PIB a finales del pasado año, la demanda interna volvió a tener un papel destacado, y su aportación a la variación intertrimestral del producto aumentó una décima, hasta los 0,7 pp (véase gráfico 8). La firmeza de la demanda interna respondió, en gran medida, al vigor de la formación bruta de capital fijo, tanto en la inversión en bienes de equipo como, sobre todo, en la construcción, que estuvo impulsada por unas condiciones climatológicas muy favorables. El consumo privado, en cambio, registró una tasa de variación nula, afectado por el aumento del IVA alemán el pasado enero. Por otro lado, la demanda exterior neta detraxo tres décimas al crecimiento del PIB por una desaceleración acusada de las exportaciones, tras un repunte anormalmente alto a finales de 2006, debido a factores estadísticos de la contabilidad alemana. Por último, la variación de existencias contribuyó adicionalmente a sostener la expansión económica y aportó 0,4 pp al avance del producto. En términos interanuales, el PIB del área del euro aumentó un 3,1% en el primer trimestre, una décima por debajo del registrado en 2006 (véase cuadro 1).

El desglose del valor añadido por ramas de actividad muestra una aceleración general, salvo en la agricultura y en el comercio. Por lo que se refiere a la evolución por países, el crecimiento

	2005		2006				2007 (a)		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (b)	
PIB									
Crecimiento interanual	1,9	2,4	2,9	2,8	3,3	3,1			
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,9	0,9	0,6	0,9	0,7			
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,4 ; 0,8)	
IPI (d)	2,2	3,5	4,3	4,3	4,0	3,7	2,5		
Sentimiento económico	100,1	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	111,6		
Confianza industrial	-5,7	-2,3	2,3	3,7	5,7	5,3	6,3		
PMI manufacturas	53,0	54,7	57,1	56,9	56,7	55,5	55,3	54,8	
Confianza servicios	14,0	14,7	18,7	19,0	19,7	20,7	22,3		
PMI servicios	55,6	57,8	59,2	57,3	57,1	57,6	57,5	58,1	
Tasa de paro	8,4	8,2	7,9	7,8	7,6	7,3	7,0		
Confianza consumidores	-12,3	-10,7	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	-2,3		
IAPC (d) (e)	2,2	2,2	2,5	1,7	1,9	1,9	1,9		
IPRI (d) (e)	4,7	5,1	5,8	4,6	4,1	2,8	2,3		
Precio del petróleo en dólares (e)	56,5	61,6	68,1	61,2	62,8	62,3	71,8	77,9	
Préstamos al sector privado (d) (e)	9,2	10,8	11,0	11,4	10,8	10,6	10,8		
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,4	3,6	4,0	4,0	3,9	4,1	4,4	4,7	
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,12	1,06	1,08	1,00	0,82	0,67	0,47	0,45	
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,180	1,210	1,271	1,266	1,317	1,332	1,351	1,374	
Apreciación/depreciación del dólar/euro (e)	-13,4	2,6	7,8	7,3	11,6	1,1	2,5	4,4	
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	23,0	10,3	4,2	11,9	20,3	3,4	9,9	7,1	

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
b. Información disponible hasta el día 26 de julio de 2007.  
c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.  
d. Crecimiento interanual.  
e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

intertrimestral del PIB fue relativamente elevado en todos los Estados miembros, situándose dentro del rango 0,5%-1,1%, menos en Italia, donde el avance fue de tan solo un 0,3%, tras la fuerte expansión de finales de 2006. Atendiendo a los cuatro países más grandes del área, en la mayoría de ellos destaca el impulso de la demanda interna. Mientras el consumo privado se aceleró en Francia e Italia, el principal empuje en la economía alemana provino de la pujanza de la inversión, tanto de los bienes de equipo como de la construcción. En relación con este último componente, el recuadro 2 profundiza en el carácter transitorio o permanente de su recuperación, tras el largo período de estancamiento que comenzó a mediados de los noventa.

En el mercado de trabajo continuaron produciéndose progresos significativos. Así, el ritmo de creación de empleo se mantuvo estable en el primer trimestre, con un aumento del 0,4% con respecto a los tres meses anteriores, lo que supone un incremento del 1,4% en términos interanuales. Esta evolución, junto con la de la actividad, no dio lugar a cambios significativos en el crecimiento de la productividad, que se situó en el 1,7%. Por otro lado, la mejora en el mercado de trabajo no se ha traducido todavía en presiones salariales. Así, desde los niveles excepcionalmente bajos de finales de 2006, tanto la remuneración por asalariado como los costes laborales unitarios recobraron, en el primer trimestre de 2007, sus ritmos de avance anteriores, al situarse en tasas moderadas del 2,5% y del 0,8%, respectivamente (véase gráfico 9). Por el contrario, los márgenes empresariales volvieron a expandirse de forma notable (un 1,3% interanual en el primer trimestre, tasa similar a la de 2006).

Tras cinco años de crecimiento débil, el PIB de la economía alemana repuntó con fuerza en el año 2006, alcanzando la tasa más elevada desde el comienzo de la década (el 3%). Como en los ejercicios precedentes, el comportamiento positivo del sector exterior contribuyó a esta evolución favorable. La novedad fue la mejora de la aportación de la demanda interna, que añadió 2 pp al crecimiento del producto, de modo que este fue más equilibrado. Dentro de esta recuperación de la demanda interna, la construcción desempeñó un papel importante, cuya contribución ascendió a medio punto porcentual (véase gráfico 1). Este componente de la demanda había mostrado una persistente debilidad en el período 1995-2005, constituyendo un importante lastre para el crecimiento del PIB en este país durante toda esa etapa, en llamativo contraste con la trayectoria observada en el resto del área (véanse gráficos 2 y 3). De ahí la relevancia del análisis del carácter transitorio o estructural de la mejoría observada en 2006, al objeto de evaluar si podría suponer la salida de esa larga fase contractiva. Este recuadro se centra, en concreto, en el componente residencial, dado su peso dentro del total de la demanda de construcción.

Para comprender mejor las razones que subyacen a la dilatada fase de retroceso de la inversión residencial, es preciso remontarse a épocas anteriores, caracterizadas por un importante auge de la actividad del sector. En el caso concreto de la antigua República Federal de Alemania (RFA), la etapa expansiva tuvo su origen a mediados de la década de los ochenta, cuando comenzó una notable ola inmigratoria de individuos con origen alemán residentes en otros países de Europa oriental. Estos flujos se vieron intensificados tras la reunificación. En la antigua República Democrática Alemana (RDA), la pérdida de población no impidió que se produjera una fuerte expansión de la construcción en vivienda, motivada, por un lado, por las expectativas de rápida convergencia hacia los niveles de vida vigentes en el Oeste y, por otro lado, por el desajuste entre el tipo de viviendas existentes (pisos antiguos muy deteriorados en el centro de las ciudades, junto con otros más recientes semiprefabricados en los complejos industriales creados durante la etapa de la RDA) y las potencialmente demandadas (con características similares a las de la RFA). En ambas zonas del país (aunque sobre todo en el Este), la construcción residencial se vio alentada por cuantiosos incentivos públicos, que incluían subvenciones, préstamos subsidiados y ventajas fiscales. El resultado fue un aumento del 28,4% de la construcción residencial entre 1991 y 1994. En términos del número de viviendas terminadas, el pico se alcanzó, respectivamente, en 1994 en la parte occidental del país y en 1997 en la oriental (véanse gráficos 4 y 5).

Mediada la década de los noventa, comenzó a hacerse patente un claro exceso de oferta, mucho más acentuado en la antigua RDA. En primer lugar, la evolución demográfica motivó un debilitamiento de la demanda. En el Oeste, la interrupción de los flujos migratorios determinó una desaceleración en el ritmo de formación de hogares. En el Este, el número de habitantes no ha cesado de disminuir hasta la actualidad, dada la emigración hacia la parte occidental del país (particularmente intensa entre los jóvenes más cualificados, principales demandantes potenciales de vivienda). Además, la

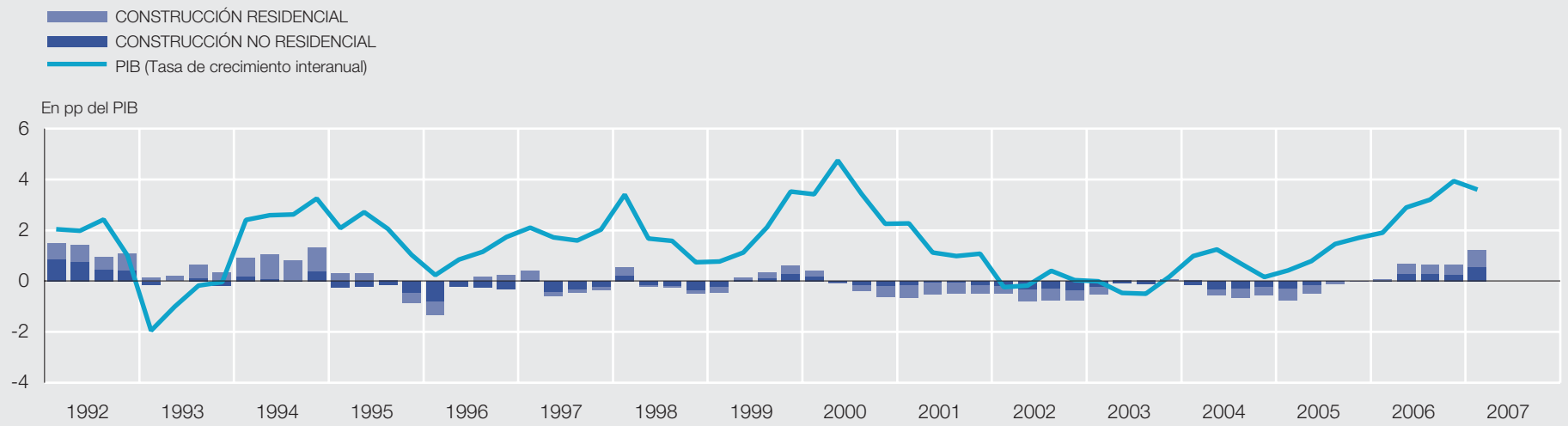
construcción de viviendas en la primera mitad de la década había sido excesiva, al calor de las cuantiosas ayudas públicas y de las expectativas, que luego se revelaron erróneas, de elevada rentabilidad de este activo.

En ambas partes del país, el exceso de oferta se concentró, sobre todo, entre las viviendas destinadas al alquiler. En Alemania (país con la menor tasa de vivienda en propiedad de la UEM), los mercados de viviendas en alquiler y en propiedad constituyen compartimentos estancos. El segundo de estos segmentos de mercado recae, sobre todo, en viviendas unifamiliares, promovidas directamente por sus futuros propietarios y ubicadas, por lo general, en zonas rurales y en áreas residenciales a las afueras de las ciudades. Por el contrario, la vivienda en alquiler tiende a estar situada en bloques de apartamentos del centro de las ciudades. Los promotores de estos últimos edificios, alentados por las generosas reglas fiscales de depreciación, equivocaron la magnitud de la demanda. Ello explica que la caída (de un 19,2%) de la inversión residencial entre 1995 y 2005 se concentrara en las edificaciones de tres o más viviendas, así como el hecho de que el retroceso en los precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios haya sido comparativamente menos intenso (véase gráfico 6).

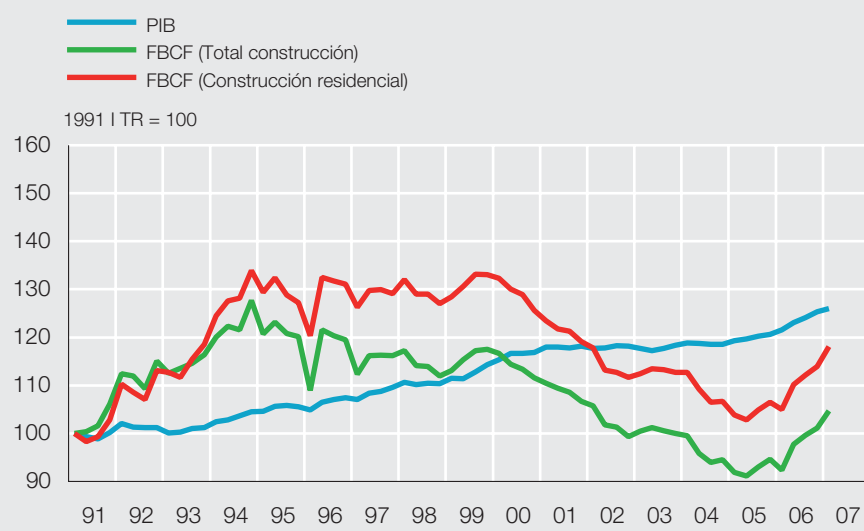
El ajuste del mercado residencial ha sido profundo y lento. Las características estructurales del problema hacen albergar dudas acerca de la posibilidad de que la recuperación observada en 2006 suponga el final de ese ajuste. Esta incertidumbre se ve acrecentada por la coexistencia de varios factores transitorios. En primer lugar, la subida del IVA, que entró en vigor el 1 de enero del actual ejercicio, podría haber provocado un adelantamiento de decisiones de gasto. En el mismo sentido podría haber influido la eliminación de los incentivos fiscales a la adquisición de vivienda habitual a partir del 1 de enero de 2006, a los cuales se podían acoger las viviendas cuyos permisos de construcción fueran aprobados con anterioridad a esa fecha, aunque el gasto se realizara más tarde. Finalmente, ya en los primeros meses de 2007, las benignas condiciones climáticas durante el último invierno han podido contribuir a la favorable evolución de la inversión residencial.

Por otro lado, más allá de los factores transitorios, la evolución de los determinantes de la demanda de vivienda parece augurar un comportamiento más favorable en el medio plazo. En esta dirección apunta la accesibilidad a la vivienda, medida como el cociente entre su precio y la renta bruta disponible, así como la mejoría de esta última variable. Fuera del componente residencial, las perspectivas parecen también halagüeñas. Por un lado, la recuperación de la inversión en equipo augura también un aumento de la inversión en construcción realizada por las empresas. Por otro lado, la mejora de la situación fiscal podría conferir un mayor margen para aumentar la inversión pública. En todo caso, la evolución de los indicadores de corto plazo en los meses transcurridos de 2007 no ha sido muy propicia (véase gráfico 7), si bien es preciso señalar que el nivel de confianza en la construcción permanece en niveles superiores a su media de largo plazo.

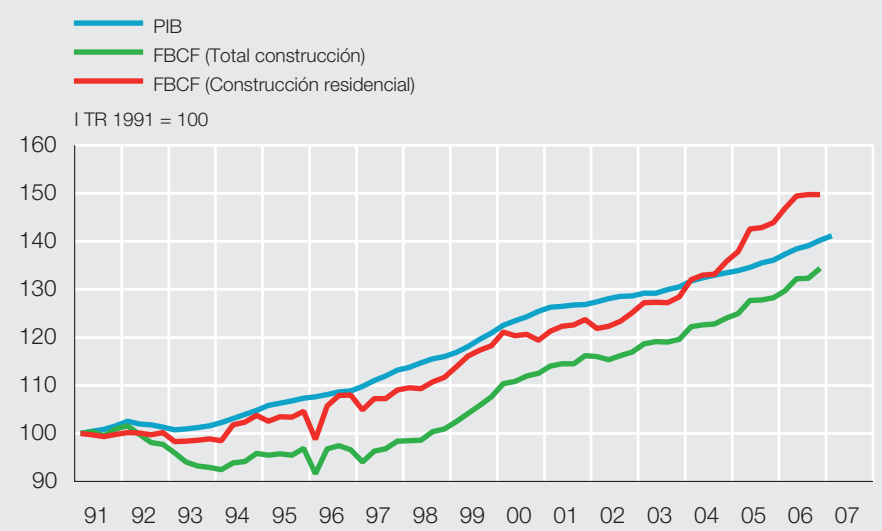
1 CONTRIBUCIÓN DE LA FBCF EN CONSTRUCCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB



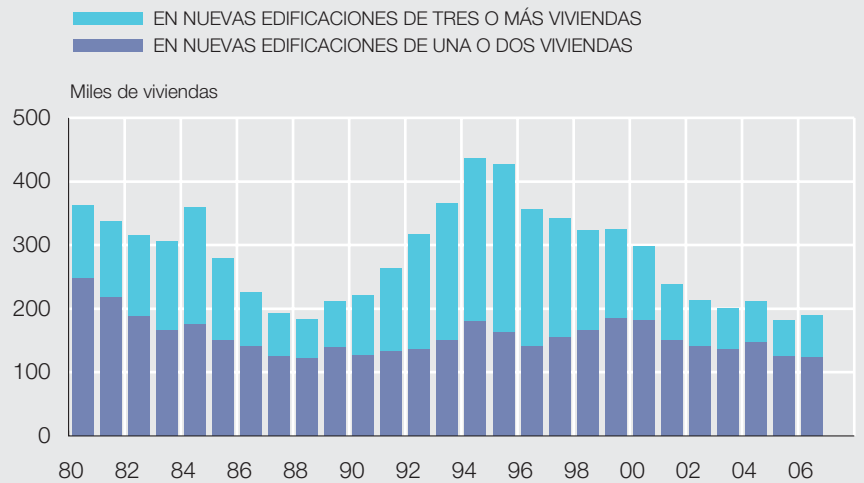
2 PIB Y FBCF EN CONSTRUCCIÓN EN ALEMANIA



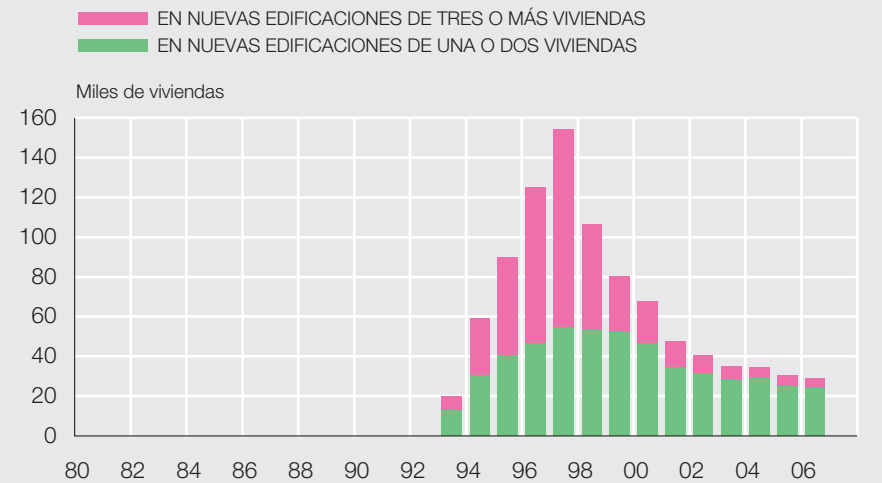
3 PIB Y FBCF EN CONSTRUCCIÓN EN LA UEM (Excluida Alemania)



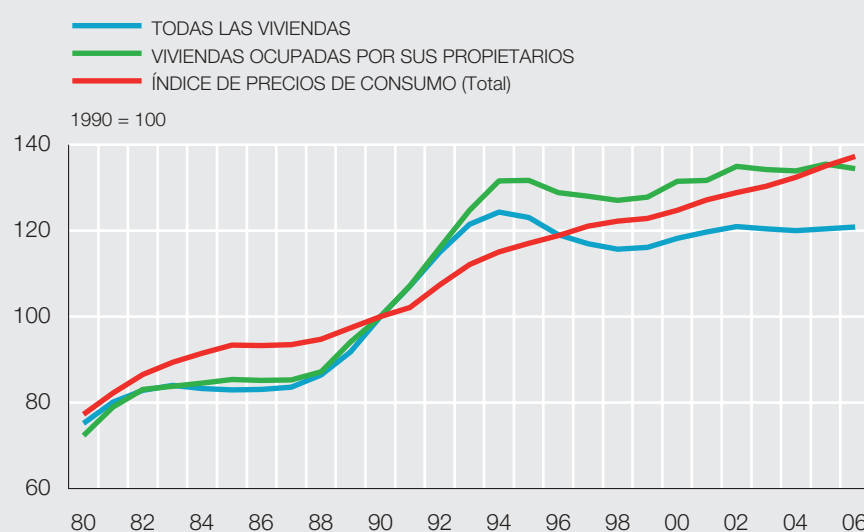
4 VIVIENDAS TERMINADAS: ALEMANIA DEL OESTE



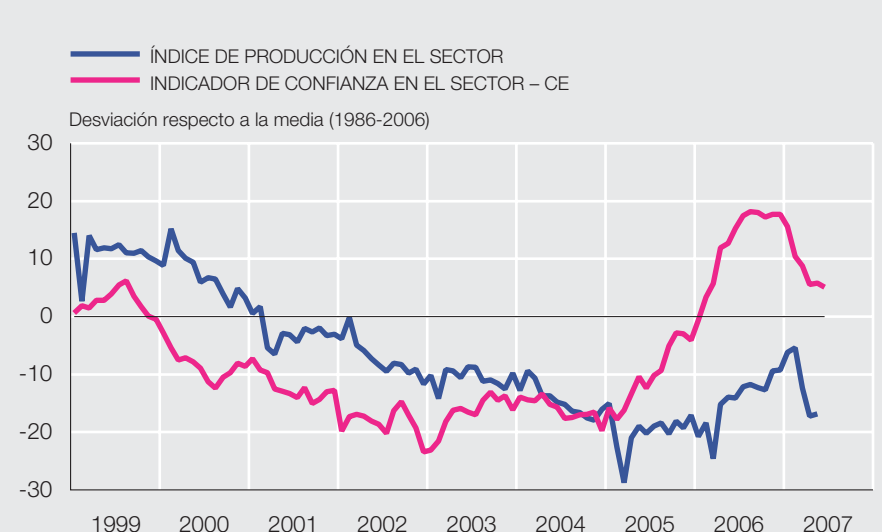
5 VIVIENDAS TERMINADAS: ALEMANIA DEL ESTE



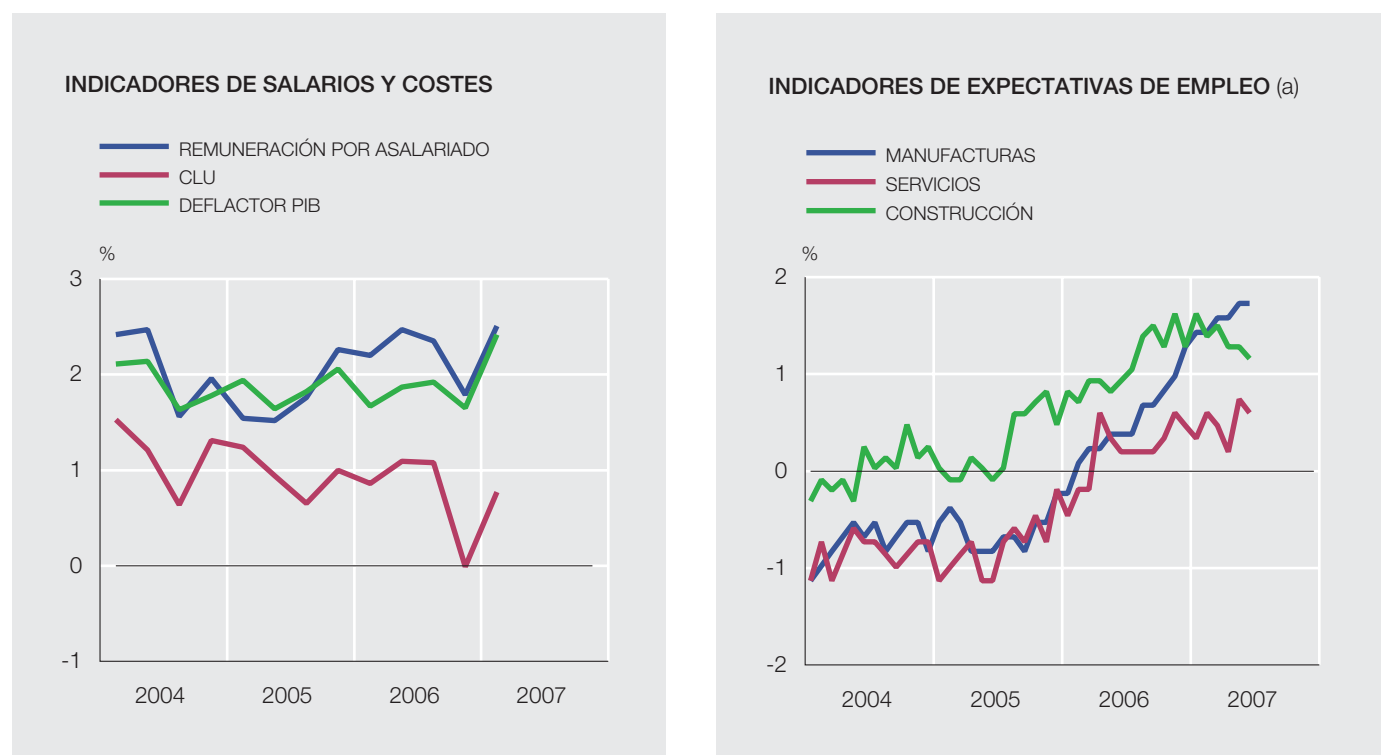
6 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



7 INDICADORES DE ACTIVIDAD EN LA CONSTRUCCIÓN EN EL CORTO PLAZO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Oficina Federal Estadística alemana, Bundesbank y Bulweing AG.

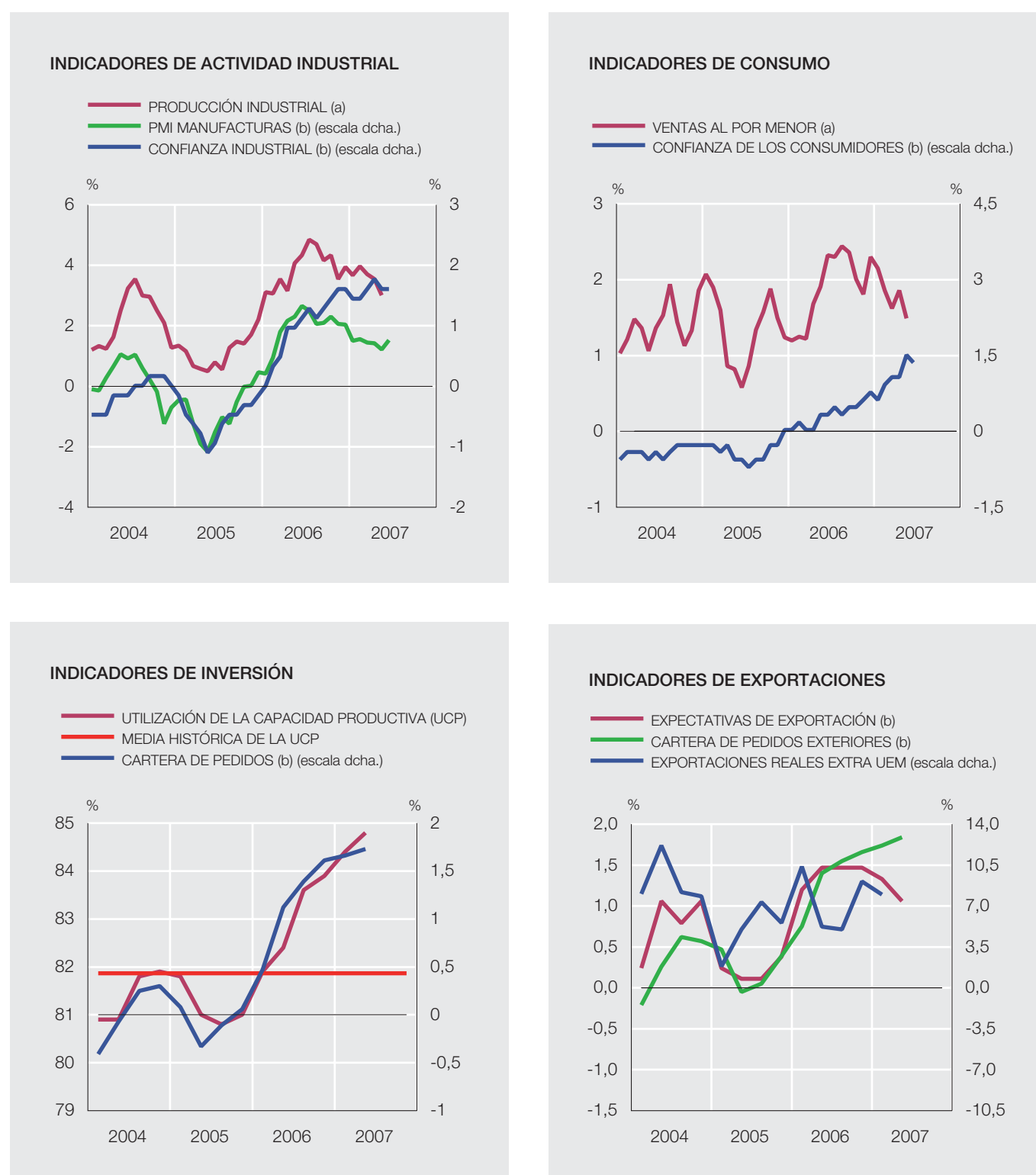


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

Para el segundo trimestre, los indicadores disponibles dibujan un escenario favorable para la actividad (véase gráfico 10). Por el lado de la oferta, aunque la producción industrial moderó su crecimiento en el conjunto de abril y mayo, la cartera de pedidos industriales de abril y los indicadores cualitativos del segundo trimestre pronostican un avance robusto de la producción. Así, según las encuestas de la Comisión Europea, la confianza mejoró de forma general en todas las ramas, y los índices PMI, elaborados a partir de la opinión de los directores de compras, se situaron en el segundo trimestre en niveles elevados, muy similares a los de enero-marzo en términos medios, y coherentes con una expansión de la actividad. Además, ambas encuestas mantienen perspectivas favorables para la creación de empleo en todos los sectores, aunque en menor medida en la construcción. En este sentido, en mayo la tasa de paro prolongó su tendencia descendente, hasta alcanzar el 7% de la población activa.

Desde la óptica de la demanda, también se desprende un panorama alentador, aunque con respecto al consumo no se observa todavía una mejora concluyente de los indicadores cuantitativos, lo cual, no obstante, contrasta con la fortaleza de las encuestas de opinión. Así, tanto las ventas minoristas de abril y mayo como las matriculaciones de automóviles del segundo trimestre fueron solo ligeramente superiores a los volúmenes del trimestre anterior, cuando estuvieron expuestas a un retroceso por el efecto del IVA alemán. En cambio, la confianza de los consumidores y de los empresarios del comercio minorista y la disposición para la compra de bienes duraderos se situaron, en junio, en niveles sensiblemente superiores a los de marzo. Este optimismo y las favorables perspectivas en el mercado de trabajo deberían plasmarse en un mayor impulso al consumo. Los indicadores de inversión, por su parte, sustentan un avance firme de este agregado para el conjunto del año, aunque es probable una moderación de las tasas de crecimiento, desde los elevados registros alcanzados en el primer trimestre, especialmente en la construcción. Así, la encuesta semestral sobre inversión industrial, elaborada por la Comisión Europea, ha revisado al alza el gasto en capital previsto para 2007, que crecerá un 8%, un punto porcentual más que lo esperado hace seis meses. Esta valoración se produce en un contexto en el que la utilización de la capacidad productiva instalada es muy elevada, los indi-



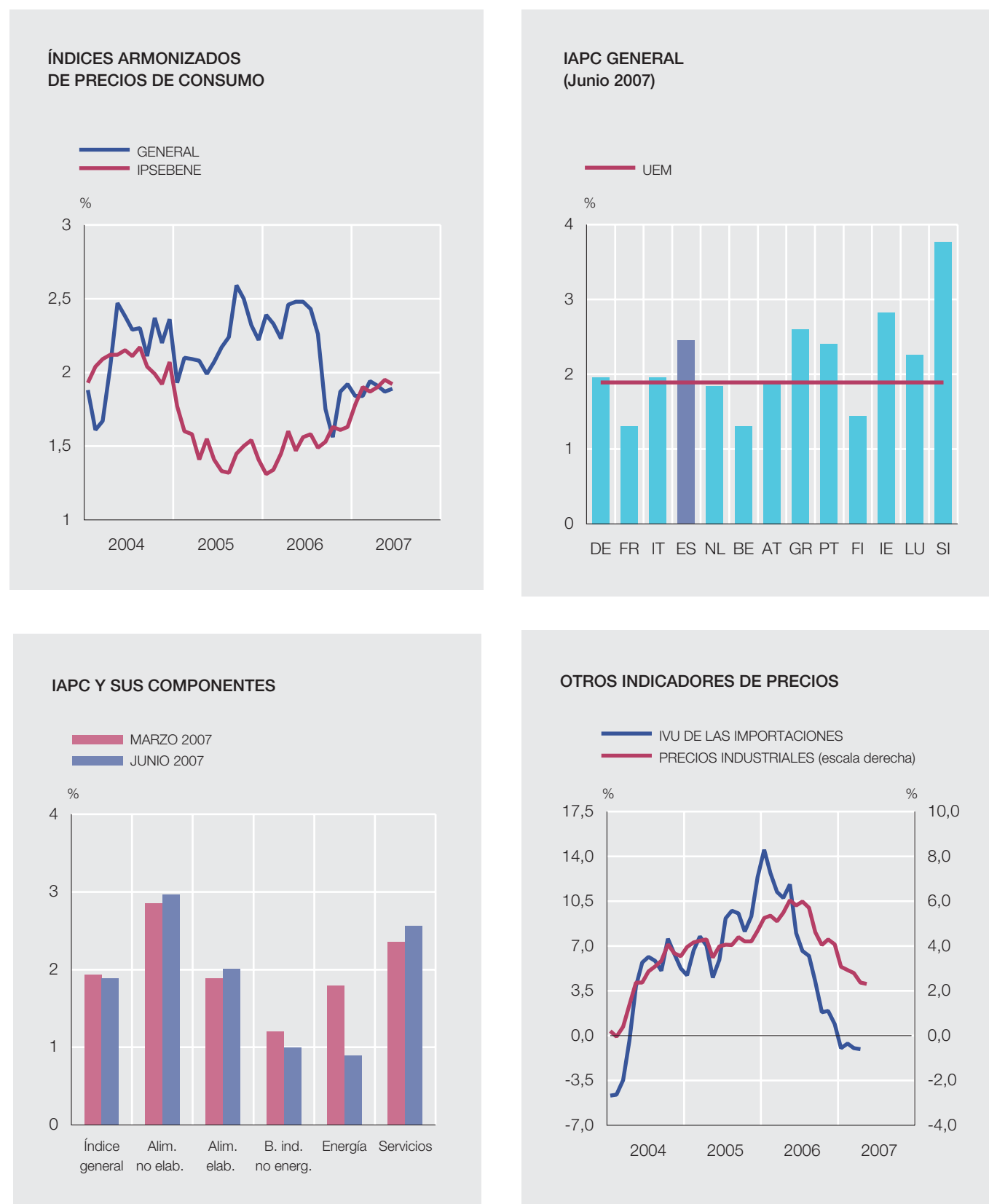
FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

b. Series normalizadas.

cadres de confianza apuntan optimismo y el crédito a las sociedades no financieras se acelera. Por último, en relación con la demanda externa, el crecimiento de las exportaciones sigue siendo saludable y, aunque las expectativas de exportación han cedido, se mantienen en niveles altos y la valoración de la cartera de pedidos externa mejoró en media en el segundo trimestre.

Por consiguiente, a tenor de la información disponible más reciente, es previsible que la demanda interna prolongue su vigor, en un contexto de condiciones financieras propicias, una posición patrimonial de las empresas sólida y una mejora del mercado de trabajo. Además, el probable mantenimiento de la pujanza de los mercados de exportación contribuirá al sostenimiento de la demanda externa. Por tanto, el panorama de la actividad en la UEM es dinámico, tal y como se desprende de las últimas previsiones de la Comisión Europea, según las cuales, el PIB de la UEM crecerá entre el 0,4% y el 0,8% en los dos próximos trimestres y un 2,6% en el conjunto del año. Estas estimaciones están en línea con las de otros organismos internacionales y, ajustadas de efecto calendario, se situarían ligeramente por encima del punto medio



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

del rango estimado en junio por el SEBC: entre el 2,3% y el 2,9%. A medio plazo, el escenario está sujeto a algunos riesgos relacionados, fundamentalmente, con factores externos. Destacan, en concreto, la renovada trayectoria alcista del precio de las materias primas, las incertidumbres sobre la economía americana, la posibilidad de un ajuste brusco de los desequilibrios globales y un eventual cambio en la actitud hacia el riesgo de los participantes en los mercados financieros.

La inflación en la zona del euro se mantuvo estable en el 1,9% durante el segundo trimestre, nivel inferior al límite que el BCE establece como compatible con la estabilidad de precios (véase gráfico 11). Entre los componentes más volátiles, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron ligeramente, hasta el 3% en junio, mientras que el componente energético, a pesar del reciente encarecimiento del crudo, estuvo dominado por un efecto base y redujo su ritmo de avance interanual hasta el 0,9%, desde el 1,8% de marzo. En cuanto al resto, los servicios continuaron siendo la partida más inflacionista, con un crecimiento inter-

% del PIB	2004	2005	2006	2007 (b)	2007 (c)
Bélgica	0,0	-2,3	0,2	-0,1	0,3
Alemania	-3,7	-3,2	-1,7	-0,6	-1,5
Grecia	-7,9	-5,5	-2,6	-2,4	-2,4
España	-0,2	1,1	1,8	1,4	1,0
Francia	-3,6	-3,0	-2,5	-2,4	-2,5
Irlanda	1,4	1,0	2,9	1,5	1,2
Italia	-3,5	-4,2	-4,4	-2,1	-2,8
Luxemburgo	-1,2	-0,3	0,1	0,4	-0,9
Holanda	-1,8	-0,3	0,6	-0,7	0,2
Austria	-1,2	-1,6	-1,1	-0,9	-0,8
Portugal	-3,3	-6,1	-3,9	-3,5	-3,7
Eslovenia	-2,3	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5
Finlandia	2,3	2,7	3,9	3,7	2,8
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Eslovenia)					
Saldo primario	0,3	0,5	1,3	1,9	
Saldo total	-2,8	-2,5	-1,6	-1,0	-1,4
Deuda pública	69,7	70,5	69,0	66,9	68,0

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. En porcentaje del PIB. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
b. Previsiones de primavera de 2007 de la Comisión Europea.  
c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2006 y principios de 2007.

anual del 2,6% en junio, dos décimas por encima del registro de marzo. En cambio, los bienes industriales no energéticos interrumpieron el perfil de aceleración observado desde mediados de 2006 y redujeron su inflación dos décimas, hasta el 1%. Como resultado, en junio la inflación subyacente permaneció estable en el 1,9%, nivel que alcanzó a principios de año, cuando el aumento del IVA en Alemania supuso una aceleración de este componente (véase recuadro 3). En relación con otros indicadores, los precios industriales moderaron su ritmo de expansión interanual hasta el 2,3% en mayo, 0,6 pp menos que la media del primer trimestre. Aunque esta evolución volvió a estar determinada por la desaceleración de los precios de la energía, también se produjo cierta ralentización en los precios de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de consumo duradero. Así, en mayo el crecimiento del IPRI, excluida energía, disminuyó dos décimas, hasta el 3,2%, su nivel más bajo desde junio de 2006. Por el contrario, los precios de los bienes de consumo no duradero se han acelerado en los últimos meses.

En los próximos meses es probable que la evolución del componente energético pueda conducir a que la inflación se sitúe temporalmente por encima del 2% después del verano. A medio plazo, las previsiones disponibles apuntan a que esta permanecerá en niveles relativamente moderados, aunque los riesgos para la estabilidad de precios mantienen un sesgo al alza derivado de un encarecimiento más intenso del crudo y de la maduración del ciclo económico en la UEM. En relación con este último aspecto, la elevada utilización de la capacidad productiva y el menor grado de holgura del mercado de trabajo podrían derivar en presiones salariales por encima de las mejoras en productividad, aunque los indicadores más recientes sobre salarios negociados no proporcionan todavía indicios de que este riesgo se esté materializando. Por otro lado, este contexto también podría dar lugar a incrementos adicionales en

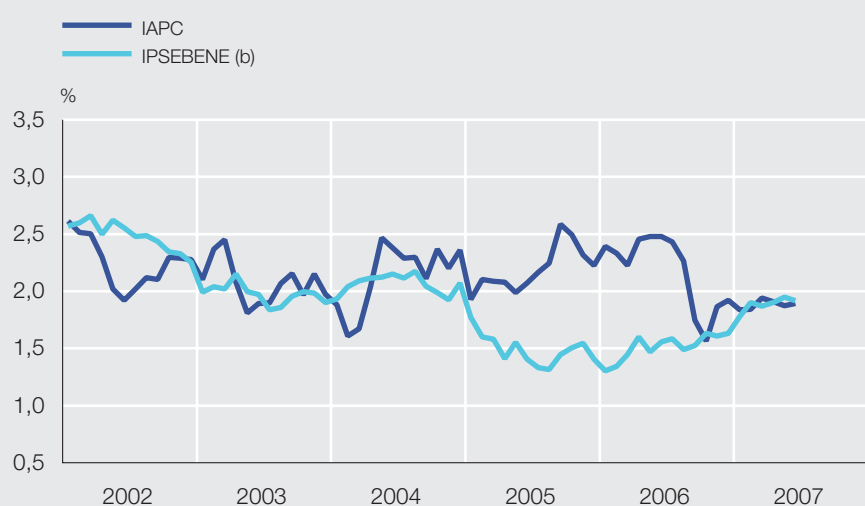
En los últimos dos años, la inflación subyacente —medida por la tasa de crecimiento interanual del IAPC, excluidos energía y alimentos no elaborados— se ha mantenido muy contenida, permaneciendo su media anual próxima al 1,5%, significativamente por debajo de la tasa de inflación general. Sin embargo, desde el último trimestre de 2006 muestra una tendencia al alza, hasta situarse en la actualidad en el 1,9%, coincidiendo con la tasa de inflación general (véase gráfico 1).

En el gráfico 2 se analizan los factores explicativos de la inflación subyacente en el período comprendido entre 2002 y 2006, a partir de la estimación de un modelo sencillo de determinación de dicha variable<sup>1</sup>. Como se puede observar, la variación de la inflación subyacente en el período más reciente responde fundamentalmente a dos

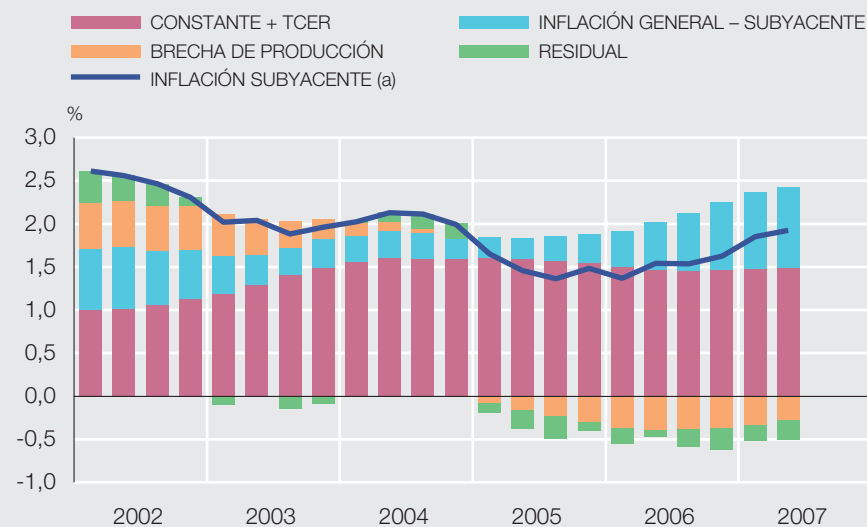
factores. Por un lado, la evolución de los elementos más volátiles del IAPC —cuya influencia está recogida por el término que mide la diferencia entre la inflación general y la subyacente— ha tenido un efecto positivo sobre la inflación subyacente y, además, creciente en la parte final del período analizado, caracterizado por las sucesivas escaladas del precio del petróleo. Por otro lado, este efecto se ha visto compensado, en parte, por la contribución negativa de la brecha de producción desde comienzos de 2005, que, no obstante, se ha reducido en los últimos trimestres a medida que la recuperación económica del área del euro se ha ido consolidando. En todo caso, se observa un residuo negativo, aunque moderado, desde 2005, y, por tanto, la inflación subyacente en estos años ha sido inferior a lo que explican sus determinantes. Ello puede estar asociado a la existencia de algunos factores relacionados con el proceso de globalización y la mayor competencia mundial, así como con la moderación salarial observada de forma significativa en estos años en la UEM, que han podido contribuir a moderar la inflación y, en particular, a amortiguar los efectos indirectos de los incrementos pasados en los componen-

1. La ecuación de determinación de la inflación subyacente estimada replica la metodología empleada por la OCDE en la elaboración del recuadro I.4, titulado «Explaining core inflation», publicado en *Economic Outlook* n.º 78.

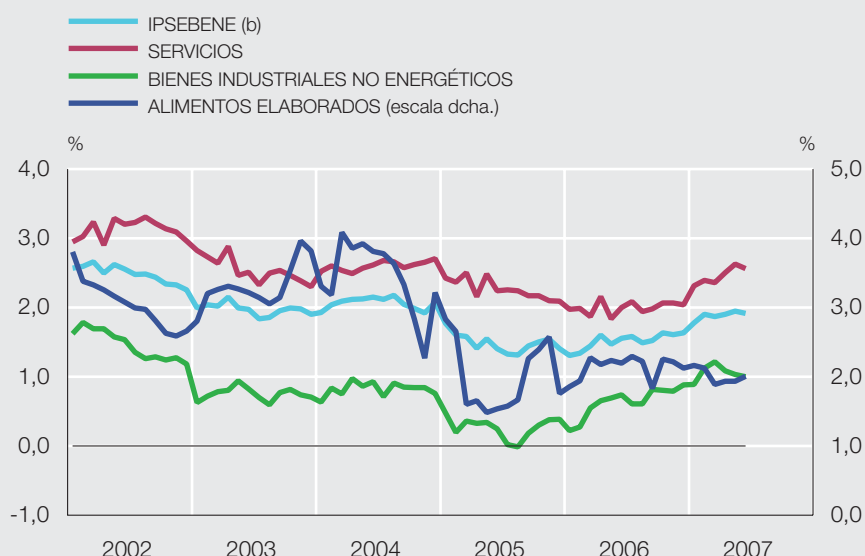
1 INFLACIÓN GENERAL E INFLACIÓN SUBYACENTE (a)



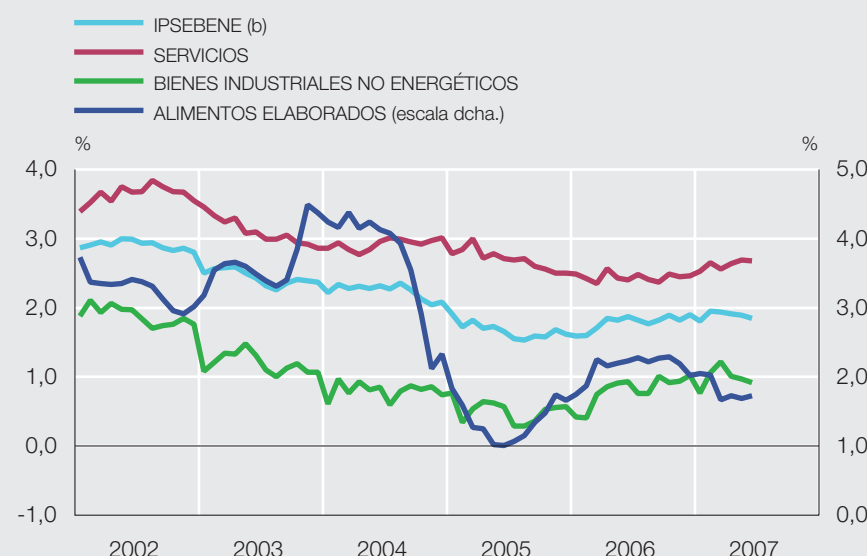
2 CONTRIBUCIONES A LA INFLACIÓN SUBYACENTE (c)



3 PRINCIPALES COMPONENTES DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE. UEM (a)



4 PRINCIPALES COMPONENTES DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE. UEM SIN ALEMANIA (a)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanual.
- b. IAPC, excluidos energía y alimentos no elaborados.
- c. Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de la inflación subyacente, obtenidas a partir de una ecuación estimada para dicha variable utilizando como variables explicativas el diferencial entre la inflación general y la subyacente, la brecha de producción (diferencia entre el PIB observado y el potencial, en porcentaje del PIB potencial) y el tipo de cambio efectivo real.

tes más volátiles —principalmente, del precio de la energía— sobre los precios finales.

Por lo que respecta a la evolución más reciente, sin duda la subida de tres puntos del IVA en Alemania —que se hizo efectiva el 1 de enero de 2007— es uno de los factores más importantes que explican la tendencia alcista observada en la inflación subyacente, así como en sus principales componentes (véase gráfico 3). En primer lugar, ya con anterioridad a que la medida impositiva entrara en vigor, los precios del tabaco experimentaron un significativo aumento en dicho país —próximo al 5%, en octubre de 2006— y algunas partidas del componente de bienes industriales no energéticos mostraron indicios de un cierto ajuste anticipado a la elevación del IVA. Pero, sobre todo, a partir de enero, la aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se ha observado de forma clara. De acuerdo con estimaciones publicadas por el Bundesbank<sup>2</sup>, el incremento del IVA ha podido contribuir, aproximadamente, en un punto porcentual a la tasa de crecimiento interanual del IAPC alemán en los primeros meses de 2007 —aunque una parte de dicho impacto corresponde a las subidas ya anticipadas en el último trimestre de 2006—, lo que implica añadir, aproximadamente, 0,3 pp a la inflación general de la zona del euro, y una parte significativa de este aumento, a la inflación subyacente. No obstante, el efecto de la subida del IVA sobre los precios de consumo, aunque notable, ha sido inferior al que habría resultado de una transmisión completa, que se estimaba en 1,6 pp sobre la tasa de crecimiento del IAPC alemán. Esto ha sido posible, en gran medida, gracias a que la reducción de las contribuciones a la Seguridad Social pagadas por los empresarios ha permitido a estos absorber parte del efecto impositivo, probablemente en un intento de limitar su impacto negativo sobre el consumo de los hogares alemanes, cuya recuperación todavía se muestra incipiente. Asimismo, no cabe descartar que a lo largo del año se

2. Véase «Economic Conditions in German», *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, mayo de 2007, pp. 42-56.

produzcan algunos ajustes retardados de los precios de consumo a esta medida impositiva. Por otra parte, también en Alemania la introducción de tasas universitarias en algunos estados ha provocado un incremento de los precios de la educación del 25% en el pasado mes de abril, elevando la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios en dicho país en tres décimas, y en una décima en el conjunto de la UEM.

Dada la importancia que ha tenido Alemania en el comportamiento mostrado por los precios de consumo y, en particular, por la inflación subyacente en el conjunto del área, resulta de interés analizar la evolución de esta variable si se excluye dicho país del agregado (véase gráfico 4). Como puede observarse, la tendencia ascendente que se apreciaba en la inflación subyacente de la UEM desde finales de 2006 resulta menos clara cuando no se tiene en cuenta la evolución de los precios en Alemania. Por componentes, si bien los precios tanto de los servicios como de los bienes industriales no energéticos siguen mostrando cierto perfil de aceleración —aunque más suave que si se incluye Alemania—, dicha evolución se ve compensada parcialmente por la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados.

En resumen, la moderación salarial y el incremento de la competencia mundial han podido contribuir, en los últimos años, al mantenimiento de la inflación subyacente en niveles moderados, limitando la aparición de efectos indirectos asociados a las continuas subidas del precio del petróleo. Asimismo, el propio funcionamiento de la política monetaria del Eurosistema, que ha actuado preventivamente para garantizar que los riesgos sobre la estabilidad de precios no se materializaran, ha favorecido dicha contención. No obstante, en el contexto actual de robusta expansión económica, creciente utilización de la capacidad productiva y disminución del grado de holgura del mercado de trabajo, existen riesgos de que la todavía incipiente aceleración de los componentes menos volátiles del IAPC pueda comenzar a manifestarse con más intensidad.

los márgenes empresariales, especialmente en los sectores menos abiertos a la competencia. Además, no se pueden descartar posibles incrementos de precios administrados e impuestos indirectos.

De acuerdo con los datos de balanza de pagos, la cuenta corriente arrojó un déficit del 0,6% del PIB en el período enero-mayo, lo que supone una disminución de tres décimas con respecto a los mismos meses de 2006. Esta mejora se explica por el mayor superávit de la balanza de bienes, que alcanzó el 0,4% del PIB, ya que las importaciones se desaceleraron en mayor medida que las exportaciones, hasta registrar un crecimiento interanual del 5,1% y del 8,2%, respectivamente, en los cinco primeros meses del año. Por otra parte, en relación con la cuenta financiera, la entrada neta de capital en forma de inversiones de cartera, por un importe de 145 mm de euros, superó a la salida neta en la rúbrica de inversiones directas (60 mm de euros). De esta forma, en la parte transcurrida del año la balanza básica mostró un saldo positivo de 63,8 mm de euros, frente al valor negativo (en torno a 17 mm de euros) del mismo período de 2006.

En relación con la política fiscal, según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, las cuentas públicas experimentaron en 2006 un avance significativo, mayor del esperado, como consecuencia de unos ingresos impositivos superiores a los previstos y también de los esfuerzos de consolidación fiscal en algunos países. Así, el déficit público del área del euro disminuyó algo menos de un punto porcentual (hasta el 1,6% del PIB) y la deuda pública experimentó también su primera reducción desde 2002 (hasta el 69,1% del PIB).

De acuerdo con las estimaciones del saldo primario ajustado del ciclo, que se redujo nueve décimas (hasta el -1,1% del PIB), la política fiscal habría adoptado en el conjunto de la zona del euro un tono contractivo en 2006. Sin embargo, esta mejora no es del todo genuina, ya que se debe, en parte, a una elevada elasticidad de los impuestos frente al PIB nominal, propia de las fases expansivas y, en particular, superior al valor unitario que normalmente se asume en los cálculos del saldo estructural. Además, la estimación de la posición fiscal subyacente está todavía sujeta a modificaciones si, como ha ocurrido en coyunturas similares, se producen revisiones del crecimiento potencial de la economía. Esta incertidumbre aconseja, por tanto, cautela en el diseño y valoración de la política fiscal y evitar una posible relajación presupuestaria, tal como se produjo en una situación similar al inicio de la década.

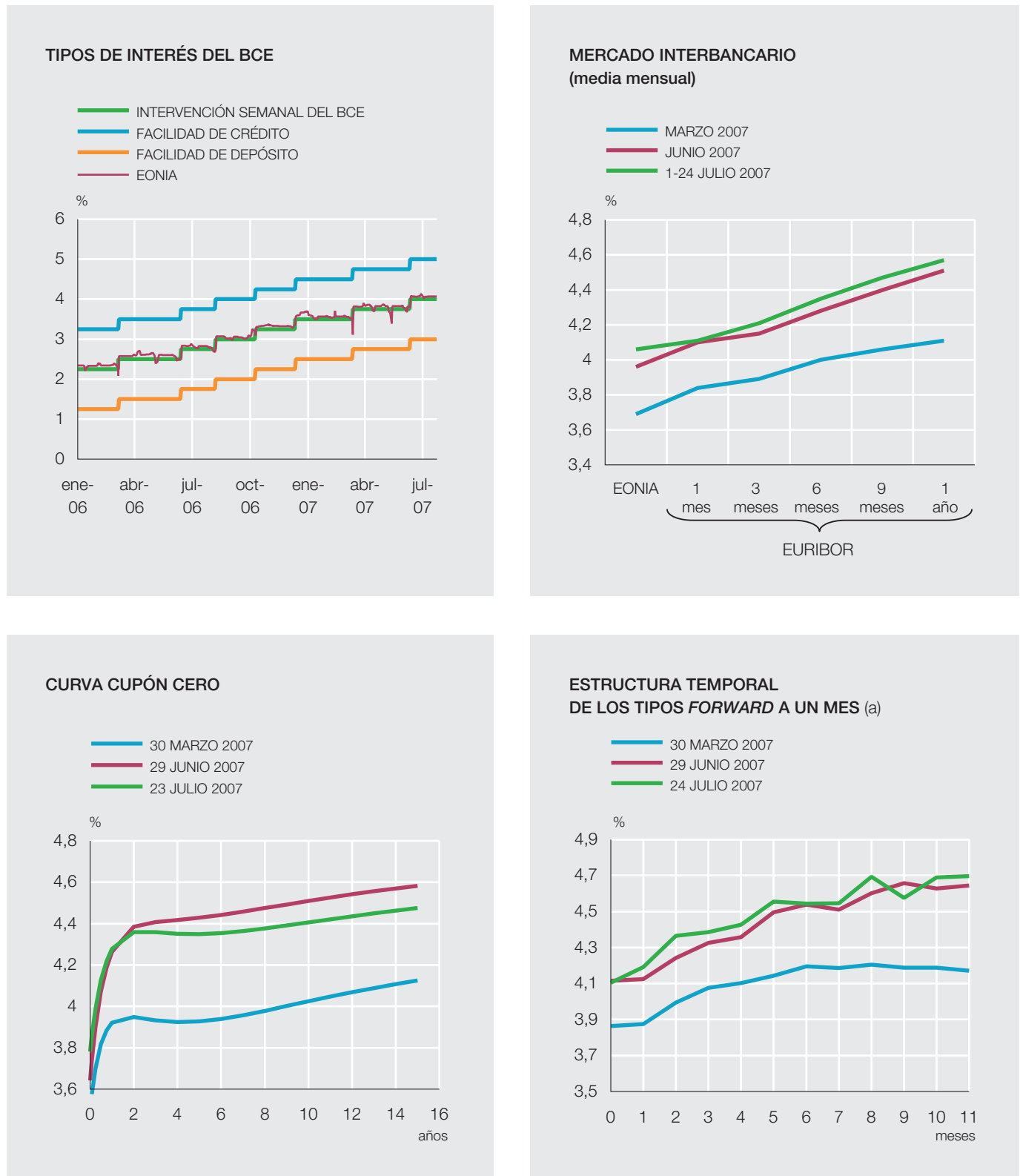
Las previsiones de la Comisión para los dos próximos años indican reducciones adicionales del déficit público, superiores a las que se desprenden de las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad. La favorable coyuntura económica y los esfuerzos de contención del gasto en algunos países van a permitir que el déficit público de la zona del euro se sitúe en el 1% y en el 0,8% del PIB en 2007 y 2008, respectivamente. Estas estimaciones implican que la política fiscal adoptaría un tono ligeramente restrictivo en el año en curso y neutral en 2008, pero los planes presupuestarios de algunos Estados miembros no serían suficientemente ambiciosos para respetar el Pacto de Estabilidad. Así, durante los «buenos tiempos», terminología acuñada en el texto reformado en 2005, se debe evitar una política fiscal procíclica, y, en caso de que no se hayan alcanzado los objetivos de medio plazo establecidos en los programas de estabilidad, la mejora del déficit debería acelerarse con una reducción de, al menos, un 0,5% del PIB en términos estructurales. Estos compromisos fueron reafirmados por el Eurogrupo la pasada primavera, en el contexto de la discusión que realiza sobre el curso de las políticas presupuestarias. Sin embargo, las iniciativas recientes de los gobiernos francés e italiano, con propuestas de rebajas impositivas y expansión del gasto, suponen un riesgo para el cumplimiento de dicho acuerdo, lo que podría dañar la credibilidad del Pacto tras su reforma.

En cuanto a los países con un déficit excesivo, la Comisión Europea prevé que Italia consiga reducir el déficit por debajo del 3% del PIB en 2007, mientras que en Portugal se necesitarán medidas adicionales para alcanzar este objetivo en el plazo exigido (en 2008). Por otra parte, el procedimiento abierto contra Grecia y Alemania fue derogado en junio por el Consejo Ecofin.

### **3.2 Evolución monetaria y financiera**

La existencia de riesgos para la estabilidad de precios, en un contexto de afianzamiento de la expansión económica, determinó un nuevo ajuste de las condiciones monetarias. De esta forma, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de junio, decidió incrementar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4% en el caso de las operaciones principales de financiación, hasta el 3% en las facilidades de depósito y hasta el 5% en las facilidades de crédito (véase gráfico 12). Tras este aumento, el segundo en 2007, el tono de la política monetaria en la UEM mantiene todavía un carácter acomodante, teniendo en cuenta el momento cíclico que atraviesa la economía.

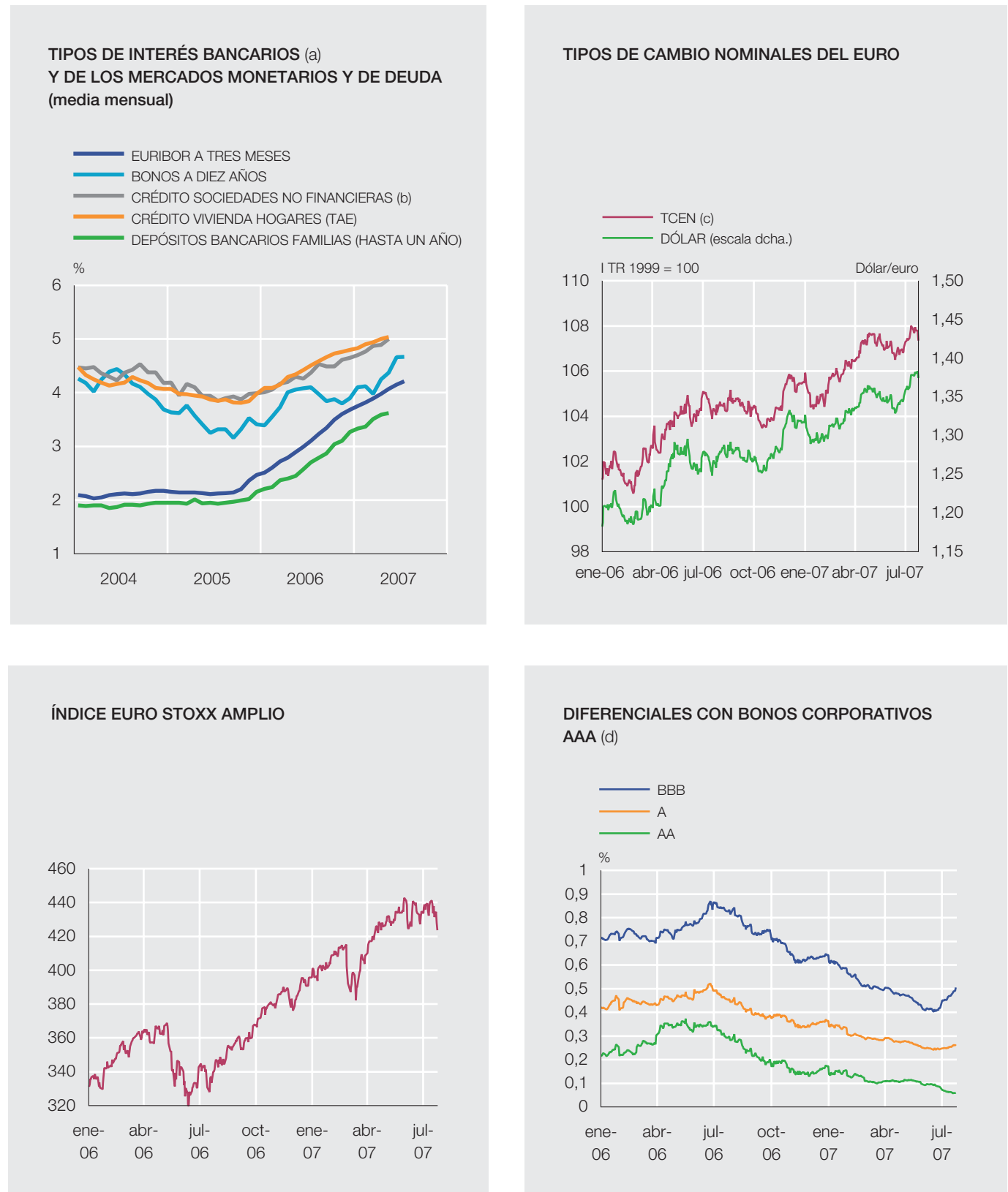
Los mayores tipos oficiales y las expectativas de ascensos adicionales dieron lugar a un aumento en las rentabilidades del mercado interbancario, que provocó un desplazamiento al



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

alza de la curva de tipos, con una ligera recuperación de la pendiente. Desde finales de marzo, el EURIBOR a un mes y a un año se incrementó alrededor de 30 pb y 40 pb, hasta niveles en torno al 4,2% y al 4,6%, respectivamente, en los últimos días de julio. En los mercados de deuda pública las rentabilidades también mantuvieron una senda alcista desde finales de febrero, que en el caso del bono a diez años le llevaron a alcanzar valores en torno al 4,7% actual. Este repunte también se observó en los bonos indicados a la inflación, lo que sugiere que esta evolución se explica, en gran medida, por un ajuste de los tipos reales a las mejores perspectivas económicas por parte de los participantes del mercado. El incremento del rendimiento de la deuda a diez años en la UEM, de más de medio punto porcentual, fue algo más pronunciado que el observado en Estados Unidos, por lo que el diferencial se ha reducido hasta valores cercanos a 45 pb. Esta evolución de los tipos de interés a corto y largo plazo vino acompañada en julio por un aumento de los diferenciales de los bonos corporativos de menor calidad crediticia. Por último, los tipos de interés fijados por las entidades bancarias en sus operaciones de préstamo y depósito continuaron ajustándose al alza de forma gradual (véase gráfico 13).

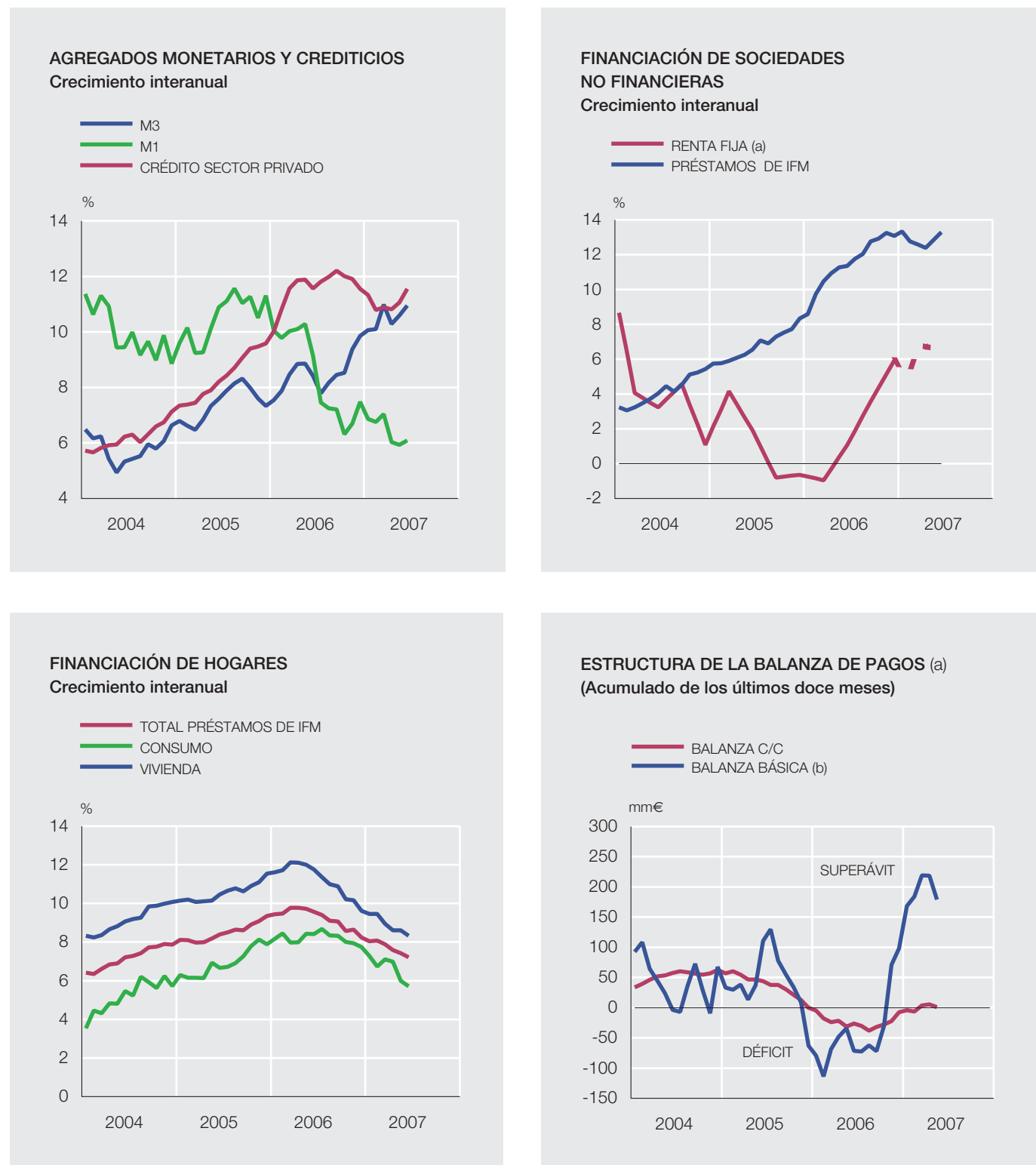


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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.

En relación con el tipo de cambio del euro, durante el segundo trimestre continuó la apreciación de la moneda, especialmente frente al dólar y al yen, aunque en términos del TCEN es más moderada y alcanza en torno al 2% desde principios de año.

Por su parte, los mercados de renta variable registraron alzas en el conjunto del segundo trimestre, apoyadas por un crecimiento de los beneficios y los anuncios de operaciones empresariales. No obstante, a partir de junio los índices bursátiles han experimentado frecuentes altibajos, acompañados de un repunte en la volatilidad. Tras estos movimientos, las ganancias acumuladas por el Dow Jones EURO STOXX amplio son cercanas al 7% en el conjunto del año.



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a. El tramo discontinuo es un avance calculado con la renta fija en poder de IFM.
- b. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

La fortaleza económica y unos tipos de interés en niveles moderados desde un punto de vista histórico continuaron impulsando un elevado dinamismo en los agregados monetarios y creditos. Así, M3 presentó un crecimiento interanual del 10,9% en junio, 1,6 puntos por encima de la tasa observada a finales de 2006, aunque los componentes más líquidos sí han registrado una desaceleración coherente con las subidas de tipos de interés. En relación con las contrapartidas, el crédito de las IFM al sector privado y su componente más importante —los préstamos— mantuvieron ritmos de crecimiento interanual cercanos al 11%. Esta evolución fue consecuencia de una aceleración de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, que crecieron en junio un 13,3% en términos interanuales, siete décimas más que a finales del primer trimestre. Los hogares, en cambio, moderaron ligeramente el avance de los préstamos recibidos, hasta una tasa interanual del 7,2% en junio, siete décimas por debajo de la de marzo.

## 4 La economía española

Las estimaciones de la CNTR señalan que durante el primer trimestre de 2007 el ritmo de crecimiento de la economía española siguió aumentando, hasta situarse en el 4,1%, en tasa interanual, desde el 4% registrado en el cuarto trimestre de 2006 (véase gráfico 15). En tasa intertrimestral, el crecimiento fue de un 1,1%. En ese período continuó el proceso de recomposición del gasto, al apreciarse una desaceleración de la demanda nacional y una nueva mejora de la aportación de la demanda exterior neta, en un contexto de moderación de las exportaciones de bienes y servicios, y, en mayor medida, de las importaciones. También se observaron cambios en la composición de la demanda, ya que el consumo privado retomó la senda de desaceleración que había iniciado en 2005, mientras que la inversión cobraba un mayor dinamismo, apoyándose cada vez más en su componente de equipo, ya que la construcción moderó muy levemente su ritmo de avance.

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la economía española mantuvo un tono expansivo en ese período, estimándose un crecimiento interanual del PIB en torno al 4%, una décima inferior al observado en el primer trimestre (0,8%, en términos intertrimestrales). Este resultado refleja una suave moderación de la demanda nacional, tanto del gasto en consumo como de la formación bruta de capital fijo. Dentro de este último componente, la inversión en equipo conservaría tasas próximas al 11%, ligeramente inferior a las del trimestre anterior, mientras que la inversión en construcción registraría una desaceleración algo más marcada, situando su tasa de crecimiento real en torno al 5%. Por su parte, la aportación de la demanda exterior neta, con información aún muy incompleta, se mantendría estabilizada en -0,7 pp, al producirse una aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, tras los reducidos incrementos del primer trimestre.

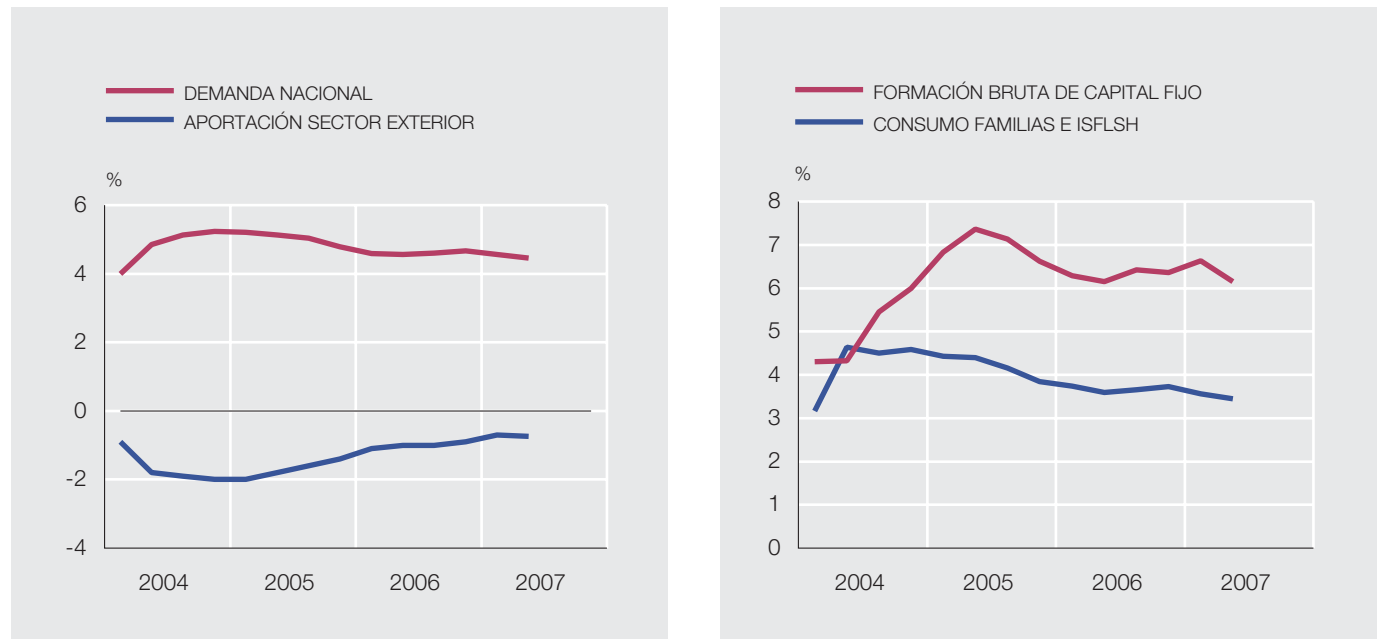
Por el lado de la oferta, destacan la pujanza de las ramas industriales y de servicios y la suave desaceleración de la actividad en el sector de construcción. Además, la información relativa al mercado de trabajo aporta indicios de que el empleo empezó a reflejar este cambio de composición. En este contexto, el incremento del empleo mantuvo un crecimiento sostenido, aunque levemente desacelerado, y la productividad aparente del trabajo consolidó la mejora del trimestre anterior. Por su parte, los costes laborales unitarios mantendrían ritmos de avance similares a los del primer trimestre y el IPC situó su tasa de variación interanual en el 2,4% al finalizar el segundo trimestre, tasa en la que permanece desde principios de año.

### 4.1 Demanda

En el primer trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció un 3,6% interanual, una décima menos que en la segunda mitad de 2006 (véase gráfico 16). La información coyuntural más reciente apunta, en general, hacia una prolongación de esta suave desaceleración en el segundo trimestre de 2007. En concreto, los datos de ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria señalan una ligera moderación de los bienes y servicios destinados al consumo en el segundo trimestre. Asimismo, el índice del comercio al por menor registró en ese mismo período un crecimiento algo menor que el del primer trimestre, aunque la confianza del sector mantuvo un tono elevado. Por componentes, la suave desaceleración del gasto en consumo se percibió con mayor intensidad en las compras de automóviles, cuyas matriculaciones en el período abril-junio disminuyeron por segundo trimestre consecutivo. Por el contrario, las adquisiciones del resto de bienes de consumo duradero mantienen cierto dinamismo.

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

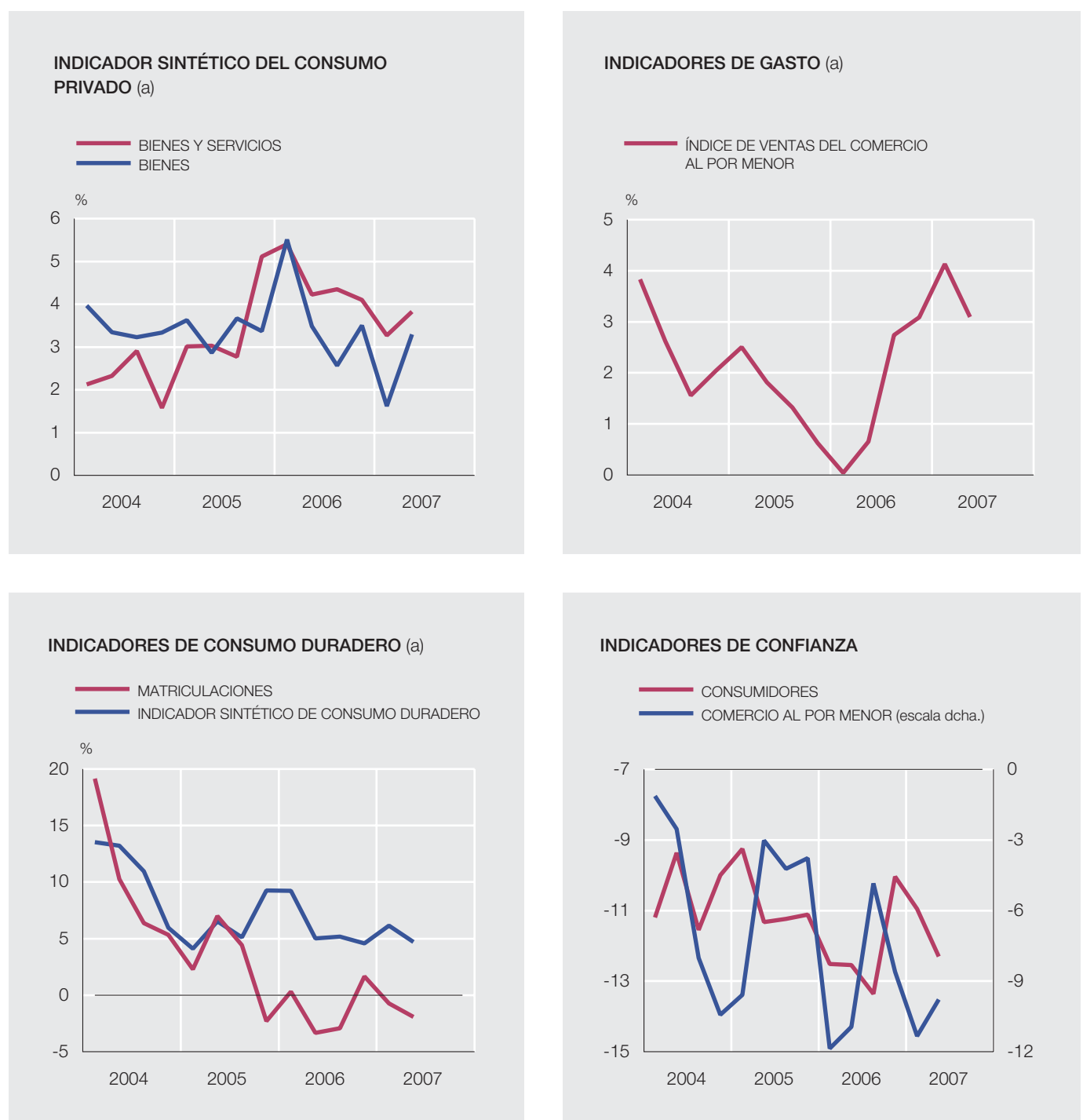


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 16



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

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

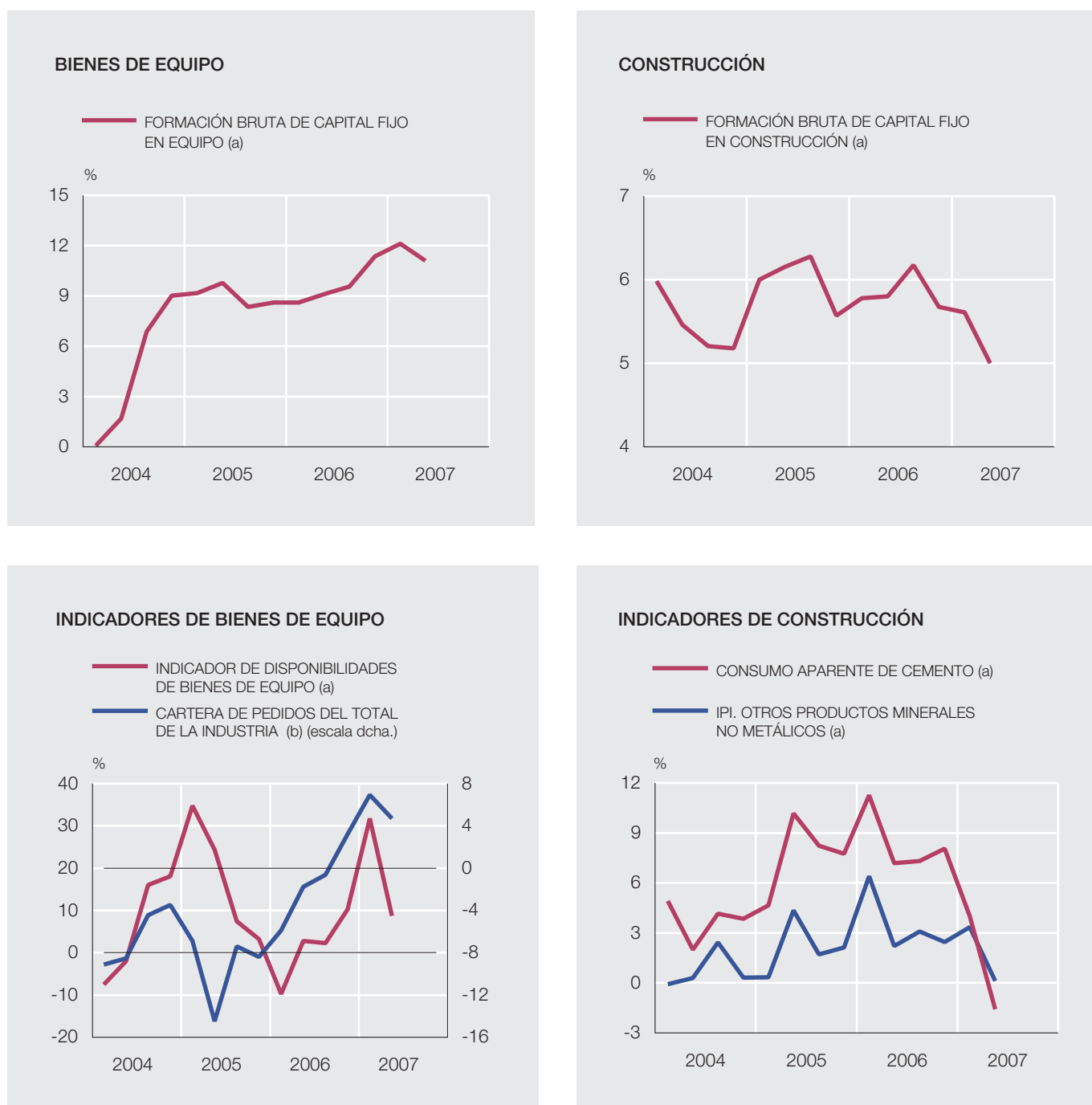
La resistencia que está mostrando el consumo privado se sustenta cada vez más en el elevado crecimiento de la renta real disponible de los hogares, impulsada por la fortaleza de la creación de empleo, la moderación de la tasa de inflación respecto a los registros de 2006 y la reducción de los impuestos como consecuencia de la reforma del IRPF que entró en vigor a comienzos del año. Con todo, cabe esperar que el ligero descenso de la confianza de las familias, en un marco de menor holgura de las condiciones de financiación y de crecimiento de la riqueza financiera y real de las familias más atenuado, se esté traduciendo en una reducción de su propensión al consumo, provocando una inflexión en la tasa de ahorro, tras varios años de descenso. De hecho, las cifras de las cuentas no financieras de los sectores institucionales disponibles para el primer trimestre de 2007 revelan que la tasa de ahorro de los hogares permaneció en el 10,1% por segundo trimestre consecutivo (en términos acumulados de cuatro trimestres), frenando la trayectoria descendente que, con alguna interrupción, había venido mostrando desde comienzos de 2004.

El consumo final de las Administraciones Públicas repuntó tres décimas en el primer trimestre de 2007, hasta alcanzar un incremento del 5,2%. Para el segundo trimestre de 2007 se prevé una desaceleración de este componente, que se basaría en un menor aumento tanto de la remuneración de asalariados como de las compras netas de bienes y servicios.

Como ya se ha dicho, la formación bruta de capital fijo alcanzó un notable dinamismo en el primer trimestre de 2007, al crecer un 6,6% en tasa interanual, dos décimas más que a finales de 2006 (véase gráfico 17). Esta aceleración se basó en un mayor crecimiento tanto de la inversión en bienes de equipo como de la inversión en otros productos, que aumentaron un 12,1% y un 2,5%, respectivamente. En cambio, la inversión en construcción se desaceleró una décima, registrando un crecimiento del 5,6%. La información que proporcionan los indicadores correspondientes al segundo trimestre señala que la formación bruta de capital fijo mantuvo un ritmo de avance elevado en ese período, aunque algo inferior al del primer trimestre, como resultado de un crecimiento algo más suave del gasto en construcción y en bienes de equipo, que, no obstante, sigue siendo el componente más dinámico de la demanda interna.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo siguen poniendo de relieve la fortaleza del sector, aunque dan señales de una cierta moderación. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos todavía incompletos para el segundo trimestre de 2007, presentó un menor ritmo de avance, debido tanto a la moderación de la producción interior de este tipo de bienes como al menor crecimiento que muestran las importaciones, tras la extraordinaria expansión del primer trimestre. Por su parte, los indicadores de opinión de esta industria registraron un ligero deterioro en el segundo trimestre, aunque aún mantienen niveles elevados. La evolución reciente de la inversión en equipo se sigue sustentando en la pujanza que mantiene la demanda final, que ha situado los indicadores de nivel de utilización de la capacidad productiva en máximos históricos. Este hecho, en conjunción con el elevado crecimiento de los beneficios empresariales, pone de relieve la persistencia de incentivos para la ampliación del capital instalado. No obstante, el progresivo incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras y el aumento de la carga financiera que ello conlleva en un contexto de subidas de tipos de interés podrían terminar suponiendo un freno para sus planes de inversión.

Como ya sucedió en los meses finales de 2006, en el primer trimestre del año la inversión en construcción atenuó levemente su ritmo de crecimiento, situando su tasa de crecimiento interanual en el 5,6%, una décima inferior a la del trimestre anterior. La información coyuntural más reciente señala que en el segundo trimestre de 2007 habría continuado el proceso de desaceleración que viene experimentando este componente de la inversión desde los meses centra-

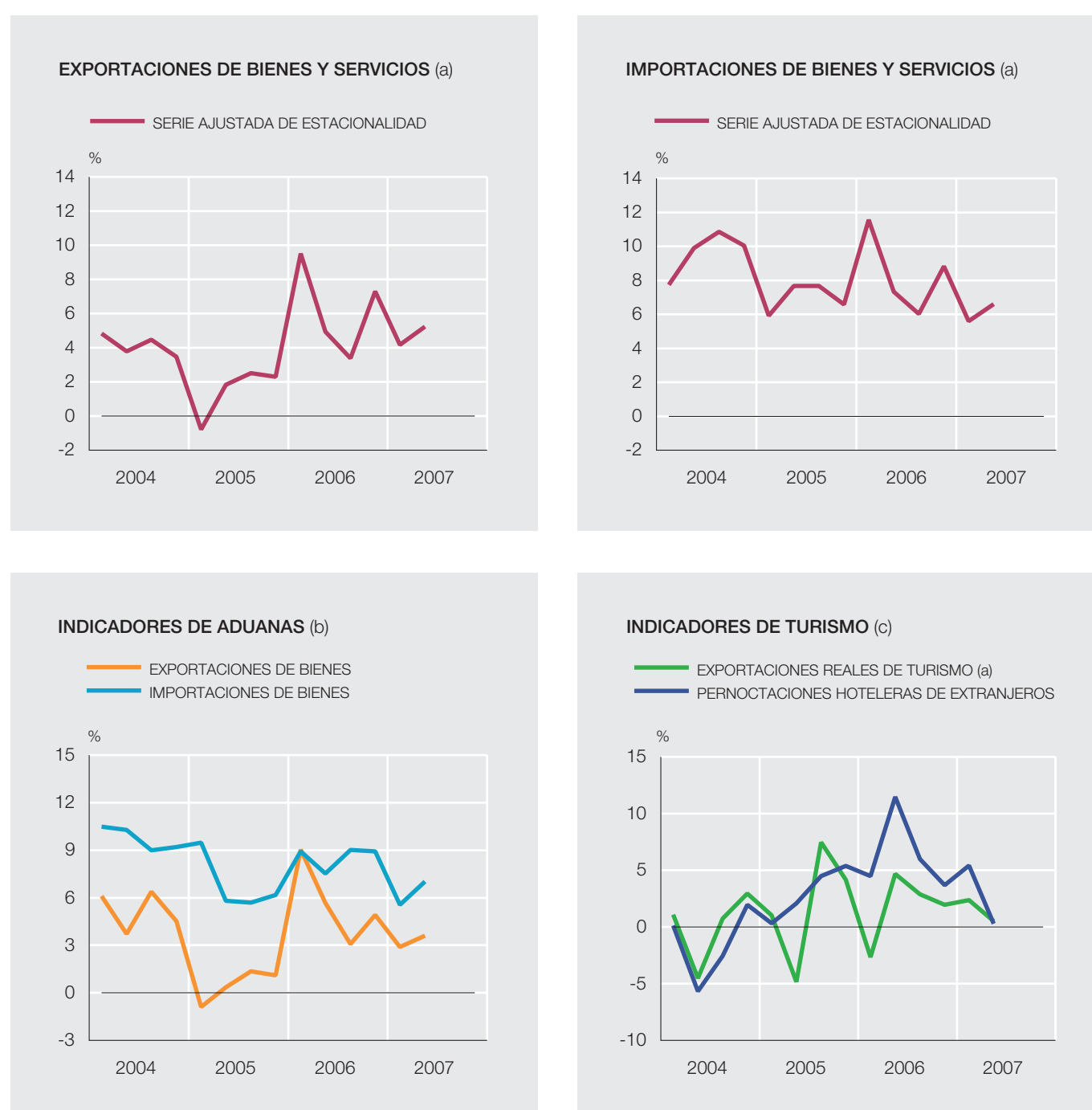


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

les de 2006. Así, los indicadores de consumos intermedios y de empleo del sector registraron una moderación en el segundo trimestre, en parte justificada por una climatología muy adversa en abril y mayo. En concreto, la producción industrial de materiales de construcción perdió tono en esos dos meses, mientras que el consumo aparente de cemento se contrajo en términos interanuales en el conjunto del trimestre. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social disminuyeron dos puntos su ritmo de avance en el segundo trimestre y el paro registrado aumentó, aunque moderadamente, en términos interanuales, tras dos años de continuas reducciones. El contrapunto lo ofrecen las opiniones de los empresarios, cuyo índice de confianza experimentó una ligera mejora en ese mismo período.

Por tipo de obra, las estimaciones de inversión en vivienda se ven afectadas por las distorsiones que ha introducido la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación (CTE) sobre los visados de obra nueva. No obstante, el menor pulso de la demanda que se desprende de diversos indicadores, como la disminución del número de transacciones de compraventa de viviendas nuevas, podría estar originando una ralentización en el ritmo de ejecución de los proyectos ya visados, en línea con la evolución de los indicadores contemporáneos mencionada anteriormente. Por su parte, se estima que el resto de construcciones, dentro del mantenimiento de un elevado dinamismo, moderó también su ritmo de avance en el segundo tri-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

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

mestre, debido a la menor expansión de la obra civil, tras los elevados crecimientos registrados en trimestres anteriores por la ejecución de obras cuyo objetivo de finalización era previo a las elecciones autonómicas y locales celebradas en mayo.

Según los últimos datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2007 la demanda exterior neta mejoró dos décimas su contribución al producto, hasta situarse en -0,7 pp del PIB, prolongando el perfil de corrección que inició a mediados de 2005 (véase gráfico 18). Este resultado se produjo en un contexto de desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, que recortaron en algo más de 3 pp sus tasas de variación interanual (hasta el 4,2% y el 5,6%, respectivamente), y que se debe, en parte, a un efecto de base por la comparación con los extraordinarios niveles alcanzados en el mismo período del año anterior. De hecho, la información aún incompleta correspondiente al segundo trimestre de 2007 apunta a una suave aceleración de las exportaciones e importaciones en ese período, de modo que la aportación de la demanda exterior neta permanecería estabilizada. En concreto, se estima que las exportaciones registraron un crecimiento real próximo al 5% en el segundo trimestre, sostenidas por el mayor dinamismo del componente de bienes, mientras que los ingresos por turismo mostraron una cierta atonía. Por su parte, las importaciones de

bienes y servicios mantendrían en ese mismo período ritmos de crecimiento real algo más elevados, por encima del 6%, impulsadas por la fortaleza de la demanda final y por el abaratamiento de sus precios en euros.

Según se desprende de las cifras de comercio exterior de Aduanas, tras presentar una desaceleración en el primer trimestre del año, las exportaciones reales de bienes mostraron cierta recuperación en el segundo, aunque mantienen ritmos de avance real moderados, inferiores al 5%. Esta evolución guarda un estrecho paralelismo con el comportamiento del comercio mundial, que durante la primera mitad del año registró crecimientos próximos al 6%, en volumen, inferiores a los observados en la segunda mitad del año anterior (del 8%). Por áreas geográficas, las exportaciones a la zona del euro mostraron un perfil relativamente estable en esos meses, con tasas de crecimiento real moderadas, próximas al 3%. Con todo, se estima que la cuota de los productos españoles en ese mercado, calculada a partir de las cifras nominales de comercio exterior, se habría estabilizado, tras el retroceso de los tres años previos. Fuera de la UEM, en los cinco primeros meses del año se aprecian comportamientos muy dispares de las exportaciones, entre los que destaca la atonía de las destinadas a Japón y a Estados Unidos, mientras que las dirigidas a China y a Rusia presentan ritmos de avance elevados. Por grupos de productos, la pérdida de dinamismo se extendió a todos los componentes, aunque destaca el descenso de las exportaciones de equipo y, muy especialmente, de las de material de transporte naval. Por su parte, las ventas de bienes intermedios no energéticos siguen siendo las más dinámicas y las de automóviles han prolongado el tono expansivo que mantienen desde finales del año anterior.

Las exportaciones reales de servicios turísticos mostraron un comportamiento favorable en el primer trimestre de 2007, con un avance del 2,4%, cuatro décimas superior al observado a finales del año anterior. Sin embargo, este perfil expansivo se truncó en el segundo trimestre, según se desprende de los indicadores del sector. En este sentido, tanto las entradas de turistas extranjeros como las pernoctaciones que realizan en hoteles españoles permanecieron prácticamente estancadas en el segundo trimestre. Asimismo, la encuesta de gasto turístico (EGATUR) presenta ritmos de avance moderados tanto del gasto nominal total de los turistas como del gasto medio por persona en ese mismo período. Estos resultados están influidos por la comparación con los buenos registros alcanzados en la campaña de Semana Santa del año anterior, así como por la adversa climatología que prevaleció en la primavera de 2007.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios no turísticos, los datos de la CNTR arrojaron un crecimiento del 7,9% en el primer trimestre de 2007, muy inferior al 21,2% del trimestre previo. La escasa información disponible para el segundo trimestre, que se limita a las cifras nominales de la Balanza de Pagos correspondientes a abril, muestra un comportamiento muy expansivo de este componente de la demanda externa en ese período, apreciándose un fortalecimiento de los servicios de transporte, así como de los servicios prestados a las empresas.

En el primer trimestre de 2007, las importaciones reales de bienes moderaron su tasa de crecimiento interanual hasta el 5,9%, desde el 8,6% del trimestre precedente, truncando así el perfil de aceleración que habían mostrado a lo largo del año anterior. Los datos de Aduanas revelan que las importaciones retomaron tasas más elevadas en los meses de abril y mayo, aunque el aumento de su participación en el abastecimiento de la demanda final se habría reducido de manera notable en comparación con el observado en 2006. Así, en el período enero-mayo las importaciones reales crecieron un 7%, por debajo del avance medio del año anterior (8,6%). Este resultado refleja, fundamentalmente, la atonía de las compras de bienes

de consumo en ese período, influidas por la elevada concentración de importaciones textiles en los primeros meses de 2006, aunque también las compras de automóviles registraron ritmos de avance moderados. En cambio, las importaciones de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos mostraron un vigor notable, en consonancia con la fortaleza de la inversión y de la actividad industrial.

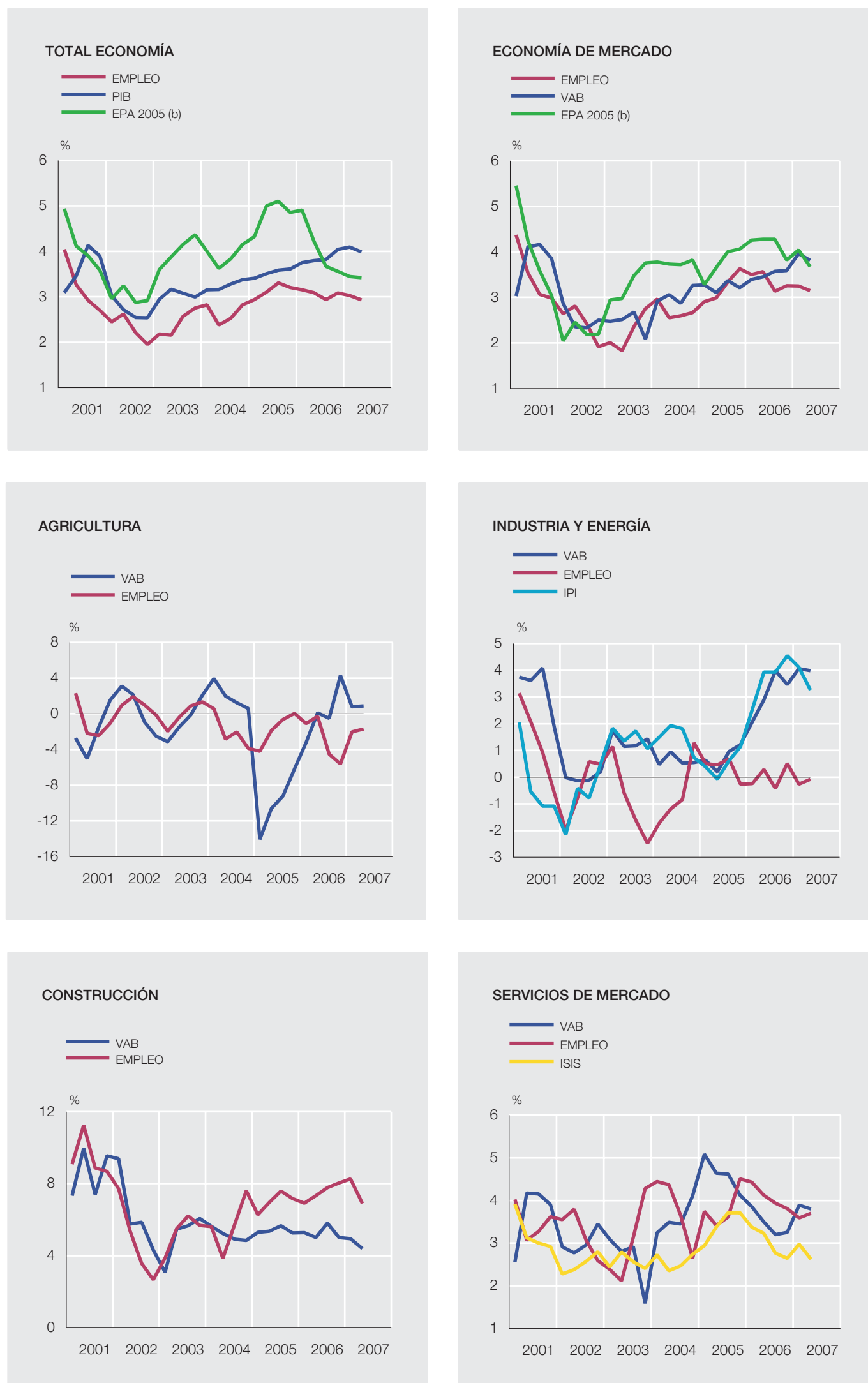
Por último, las importaciones reales de servicios se desaceleraron durante el primer trimestre del año, hasta situar su tasa de avance interanual en el 4,4%, desde el 9,8% del trimestre precedente. Este resultado fue consecuencia de la ralentización de las importaciones reales de servicios no turísticos (hasta el 3,5%), que, según las cifras más recientes de la Balanza de Pagos, se habría invertido en abril. Como ocurría en el caso de las exportaciones, sus principales rúbricas, los servicios de transporte y los servicios prestados a las empresas, perdieron cierto pulso en los primeros meses del año, mientras que los *royalties* retrocedieron por tercer trimestre consecutivo. Por su parte, las importaciones reales de servicios turísticos cobraron vigor en el primer trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 9,2%, tras el 7,3% del trimestre previo.

## 4.2 Producción y empleo

La economía de mercado comenzó el año 2007 con un apreciable impulso (véase gráfico 19). Según la CNTR, en el primer trimestre su valor añadido aumentó un 4% en términos interanuales, cuatro décimas más de lo que lo hizo en el trimestre final de 2006. Este avance vino propiciado por el fortalecimiento en el ritmo de expansión de las ramas de industria y energía, y de servicios de mercado, mientras que las ramas agraria y pesquera, y la construcción, se desaceleraron. La información disponible para el segundo trimestre revela una moderación del valor añadido de las ramas de mercado en ese período, que fue algo más marcada en el caso de la construcción.

En el primer trimestre del año, el valor añadido de las ramas agraria y pesquera mantuvo ritmos de crecimiento positivos, aunque moderados, impulsados por unas condiciones climatológicas más favorables para el desarrollo de esta actividad. La abundancia de precipitaciones observada durante el invierno y primavera pasados permitía presagiar un año muy favorable para la producción vegetal. Sin embargo, estas expectativas se vieron truncadas en el mes de mayo, cuando se produjeron inundaciones y otros fenómenos meteorológicos adversos que afectaron a la producción de frutas y de cereales. En consecuencia, se estima que esta rama mantuvo un ritmo de avance moderado en el segundo trimestre de 2007.

La rama de industria y energía registró una aceleración en el primer trimestre del año, situando su ritmo de avance en el 4,1%. La evolución de la rama energética estuvo condicionada, al igual que en el trimestre final de 2006, por la existencia de unas temperaturas relativamente suaves, que supusieron una caída en las necesidades energéticas para climatización, con la consiguiente contracción de la actividad de esta rama (-2,2% en el primer trimestre de 2007, una décima más que en el trimestre anterior). En cambio, la actividad industrial experimentó un impulso apreciable, situando su tasa de crecimiento en registros superiores al 5%, que no se registraban desde el año 2000. A ello contribuyó el impulso de la producción de bienes destinados al consumo interior y a la construcción, así como el mantenimiento de un elevado dinamismo de la demanda de bienes de equipo nacionales. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre revela un comportamiento ligeramente menos expansivo de la actividad industrial, en consonancia con lo observado en otros países de la zona del euro, aunque en general prevalecen tasas de crecimiento elevadas. En concreto, el componente no energético del índice de producción industrial (IPI) se ha desacelerado en los meses de abril y mayo. Asimismo, las encuestas de opinión del sector reflejan, tanto en el caso del índice de directores de compras (PMI) como en el del indicador de confianza de la industria elaborado por la Comisión Europea, un cierto retroceso en el segundo trimestre de 2007.



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

Por su parte, la actividad de la rama de construcción comenzó el año con tasas de crecimiento elevadas (un 4,9% según la CNTR), aunque algo inferiores a las observadas en los trimestres precedentes. Como se comentó en el epígrafe anterior, la información disponible para el segundo trimestre de 2007 indica que en ese período habría continuado dicha tendencia.

La actividad de los servicios se aceleró en el primer trimestre de 2007, hasta registrar un crecimiento interanual del 4%, apreciándose una pujanza notable de los servicios de mercado, que alcanzaron un crecimiento del 3,9%, mientras que los de no mercado se desaceleraban. Al igual que en la industria, el impulso que experimentaron los servicios de mercado en los primeros meses del año se ha atenuado ligeramente en el segundo trimestre, tal y como confirman diversos indicadores de actividad, empleo y opinión de esta rama, si bien el dato de la EPA del segundo trimestre del año ha mostrado un nuevo repunte del empleo en este sector. El principal responsable de esta pérdida de tono es el sector de transporte y comunicaciones, que, no obstante, sigue siendo el componente más expansivo de los servicios de mercado. Por otro lado, tanto el comercio como la hostelería han reducido su vigor, en un contexto de desaceleración del gasto en consumo de residentes y no residentes. Finalmente, los servicios a empresas son el único sector que se ha visto reforzado en el período abril-junio, impulsado, entre otros factores, por el buen comportamiento de las ventas de servicios al exterior.

En este contexto expansivo, el empleo mantiene un dinamismo apreciable: en términos de Contabilidad Nacional, en el primer trimestre del año el ritmo de creación de empleo<sup>1</sup> fue del 3% en el total de la economía y del 3,2% en la economía de mercado. En ambos casos, el crecimiento del empleo fue una décima inferior al registrado el trimestre anterior, en contraste con la aceleración de la actividad económica. Este resultado posibilitó un fortalecimiento de la productividad aparente del trabajo, que creció un 1% en el total de la economía y un 0,7% en las ramas de mercado, ligeramente por encima de lo observado en el trimestre previo, y que responde, entre otros factores, a la progresiva reorientación de la actividad hacia las ramas industriales, que, en general, presentan mayores niveles de productividad. Por otra parte, en el primer trimestre se apreció una suave moderación de la oferta de trabajo, ya que el crecimiento de la población activa se situó por debajo de lo que viene siendo habitual en los últimos años (2,8%). Esto posibilitó un incremento en la reducción del número de desempleados (-4,1%), pese a la ralentización en el ritmo de creación de empleo. En cualquier caso, la tasa de desempleo se elevó hasta el 8,5%, retomando los niveles observados en el promedio de 2006.

La información correspondiente al segundo trimestre del año refleja una suave moderación del ritmo de creación de empleo en ese período, que, en todo caso, mantendría tasas de avance similares a las observadas a finales de 2006. En concreto, el crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, tanto utilizando los datos a fin de mes como los de afiliación media, disminuyó ligeramente en el segundo trimestre, hasta el 3,3% en ambos casos. Por su parte, la contratación registrada en el INEM se saldó en el segundo trimestre con una ligera caída (-0,1%, frente al aumento de 5,3% del primer trimestre), acentuando el perfil de ralentización con el que había iniciado el año, una vez finalizado el período especial de bonificación a la contratación indefinida. Finalmente, la información de la EPA correspondiente al segundo trimestre muestra un mantenimiento del ritmo de creación de empleo en el 3,4%.

Por ramas productivas, la mayor capacidad de generación de empleo sigue centrada en los servicios y, muy especialmente, en la construcción, que durante el primer trimestre del año volvió a acentuar su ya elevado dinamismo. En los meses más recientes, no obstante, esta

---

1. Medido por el número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

rama comienza a mostrar signos de desaceleración. Así, según las cifras de la EPA, en el segundo trimestre del año el empleo en la construcción creció un elevado 7,7%, que, no obstante, supone una desaceleración de 1,7 pp respecto al primer trimestre del año. El empleo en las ramas de servicios, por su parte, se aceleró en este trimestre, hasta un crecimiento del 4,3%, fruto de la aceleración mostrada tanto en las ramas de mercado como en las no destinadas a la venta. Por el contrario, los datos de la EPA no confirman la recuperación del empleo industrial observada en los registros de afiliación, y el empleo volvió a descender en términos interanuales (-1,3%). Finalmente, en la agricultura el empleo mostró un acusado deterioro (-3,8%), después de la tímida recuperación del trimestre precedente.

Como es habitual en las fases de expansión, el empleo asalariado ha seguido mostrando en la primera mitad del año un dinamismo mayor que el empleo total, mientras que el crecimiento de los trabajadores por cuenta propia mantiene una atonía notable. En concreto, de acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional, en el primer trimestre el empleo asalariado aumentó un 3,4% en el total de la economía y un 3,7% en la economía de mercado, mientras que el crecimiento de los no asalariados ascendía al 0,9%. Esta evolución situó la tasa de asalarización en el 82,3% en el primer trimestre, cuatro décimas superior a la registrada el año anterior. La información de la EPA referida al segundo trimestre vuelve a mostrar un crecimiento superior de los asalariados (4,1%) que el registrado por el empleo total, y un crecimiento muy reducido de los trabajadores por cuenta propia (0,4%).

Además, los datos de la EPA ponen de relieve algunos cambios en la composición del empleo según la duración del contrato y la duración de la jornada. Así, en el segundo trimestre de 2007 el crecimiento de los asalariados con contrato indefinido fue del 8,2%, de nuevo por encima del crecimiento del empleo temporal, que, de hecho, se redujo un 3,6% en términos interanuales. No obstante, la ratio de temporalidad disminuyó solo dos décimas respecto al primer trimestre, hasta el 31,8%, aunque se sitúa 2,6 pp por debajo de su nivel de hace un año. Esta reducción de la ratio de temporalidad recoge el fuerte repunte de la contratación indefinida registrado en la estadística de contratos del INEM en los últimos meses de 2006 al amparo del proceso especial de bonificación de las conversiones de contratos temporales que finalizó el 31 de diciembre. Durante el primer semestre de 2007, una vez finalizado dicho proceso, se ha observado una ralentización de la contratación indefinida, que, no obstante, ha seguido mostrando tasas de variación elevadas, que contrastan con la caída de los contratos temporales. Finalmente, respecto a la duración de la jornada, los ocupados a tiempo completo mantuvieron un ritmo de variación elevado (3,7%), mientras que los ocupados a tiempo parcial se desaceleraron notablemente en el trimestre, creciendo un 1,5%, dando lugar a una caída en la ratio de parcialidad hasta el 12%, casi medio punto porcentual inferior a la del primer trimestre.

Finalmente, en cuanto a la evolución de la población activa, en el segundo trimestre del año se mantuvo estabilizado su ritmo de avance en el 2,8%, lo que parece confirmar un dinamismo inferior al registrado en los últimos años. Esta evolución viene explicada por un menor aumento interanual de la tasa de actividad (0,6 pp), ya que la población se aceleró en el trimestre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 1,8%. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina mantuvo un mayor dinamismo que la masculina, si bien se desaceleró en ese trimestre, hasta alcanzar un crecimiento notablemente inferior al de los últimos años (3,4%). La tasa de participación femenina se elevó hasta el 48,8%, 0,8 pp superior a la de hace un año, mientras que en el colectivo masculino la tasa de actividad se elevó dos décimas, hasta el 69,3%. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera mantuvieron estabilizado su ritmo de crecimiento en el trimestre (15,9%), mientras que los activos de nacionalidad española crecieron un modesto 1,2%. En el recuadro 4 se

La movilidad interna de la población puede ser un factor muy relevante para reducir los diferenciales en tasas de ocupación o desempleo entre municipios o regiones. En el caso español, los resultados de diferentes trabajos<sup>1</sup> muestran, sin embargo, que las migraciones internas de la población española no parecen haber contribuido en el pasado a reducir estos diferenciales, ya que, además de ser de magnitud reducida, los movimientos de la población no parecen haber estado relacionados con las variables regionales del mercado laboral.

El fenómeno de la inmigración podría, sin embargo, modificar estos resultados en la medida en que este colectivo mostrara una mayor propensión a la movilidad geográfica y una mayor reacción a las condiciones de los mercados laborales regionales. La población inmigrante presenta, con carácter general, un conjunto de características, al menos durante sus primeros años de estancia en España, que podrían hacer que esta población sea más proclive a la migración interna. En esos primeros años, la población inmigrante cuenta, por ejemplo, con

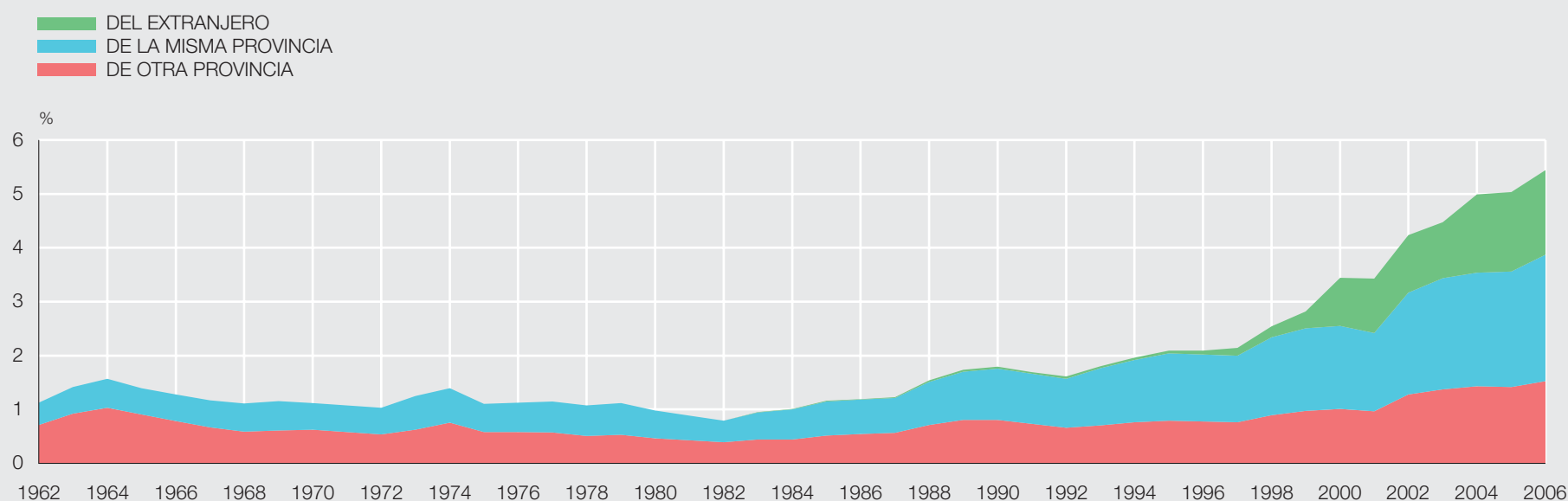
unos menores condicionantes sociales o familiares y una menor estabilidad laboral, que podría favorecer una mayor movilidad geográfica. Del mismo modo, cabría pensar que la decisión inicial de residencia de la población inmigrante podría guardar una fuerte relación con la situación del mercado de trabajo en la medida en que la motivación inicial de la inmigración sea mayoritariamente la de encontrar trabajo. Con posterioridad, una vez instalados en España, la población inmigrante podría también presentar una mayor reacción ante cambios en las condiciones laborales relativas de su región de residencia<sup>2</sup>. En este recuadro se efectúa un análisis preliminar de esta cuestión.

La población española se ha caracterizado tradicionalmente por una movilidad geográfica reducida, que parece haber aumentado en los últimos años. En efecto, los movimientos de población entre municipios se mantuvieron en niveles ligeramente por encima del 1% de la población entre 1960 y 1985, y registraron una ligera tendencia ascendente desde mediados de los años ochenta, hasta alcanzar el 2% en 1996, acelerándose esta tendencia desde entonces hasta casi superar el 4%

1. Bover y Velilla (1999), *Migrations in Spain: Historical background and current trends*, Documento de Trabajo n.º 9909, Banco de España o en Bentolila (2001), *Las migraciones interiores en España*, Documento de Trabajo n.º 2001-07 FEDEA.

2. Como consecuencia, por ejemplo, de su menor estabilidad laboral, ya comentada, o de su menor probabilidad de acceso al sistema de prestaciones sociales, derivada de su más reducida vida laboral.

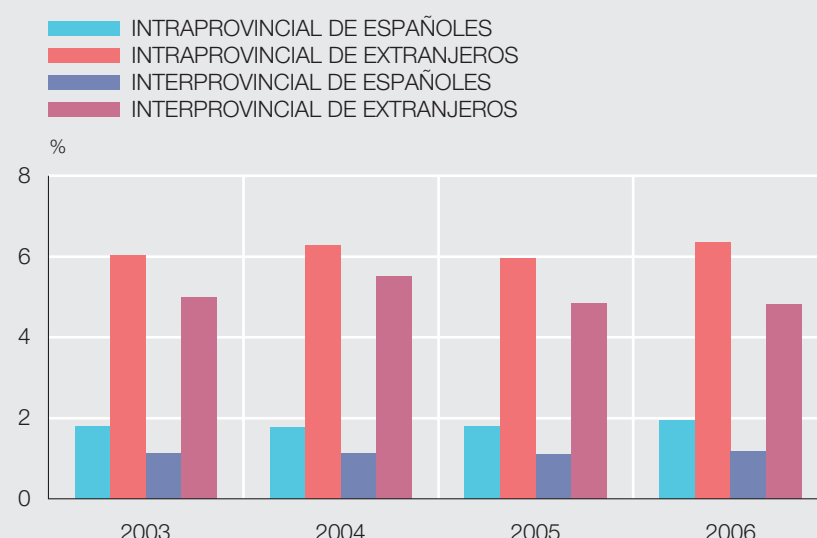
**SALDO MIGRATORIO NETO, SEGÚN PROCEDENCIA**  
Porcentaje sobre población



**RELACIÓN ENTRE MIGRACIONES EN 2006 Y MERCADO LABORAL EN 2005**

Correlaciones	DISTRIBUCIÓN PROVINCIAL DE ENTRADAS DE			TASA PROVINCIAL DE SALIDAS DE	
	Extranjeros		Españoles	Extranjeros	Españoles
	Del exterior	De otras provincias	De otras provincias	A otras provincias	A otras provincias
Tasa de actividad	0,46	0,52	0,45	-0,68	-0,07
Tasa de ocupación	0,46	0,52	0,40	-0,61	-0,09
Tasa de paro	-0,19	-0,22	-0,06	0,14	0,06
Distribución del stock de extranjeros en 1998	0,92	0,88		-0,51	

**PROPENSIÓN MEDIA A LA MIGRACIÓN INTERIOR, SEGÚN NACIONALIDAD**  
En porcentaje del correspondiente colectivo de población



FUENTE: Estadística de variaciones residenciales (Instituto Nacional de Estadística).

en 2006 (véase gráfico adjunto). El aumento observado en los movimientos internos de población en la última década ha coincidido con un elevado incremento del número de inmigrantes procedentes del extranjero, lo que podría sugerir que ambos fenómenos están relacionados. Los datos disponibles parecen confirmar esta hipótesis: mientras la movilidad interna de la población española no supera el 3%, cuando se computan tanto los movimientos interprovinciales como los intraprovinciales, la de la población extranjera es casi cuatro veces superior y alcanza el 11% (véase el panel inferior derecho del gráfico adjunto), lo que implica que este colectivo ha contribuido en casi 1 pp al mencionado incremento de la movilidad interna en España. El análisis del desglose de los movimientos de población según sean de carácter interprovincial o intraprovincial muestra, no obstante, que, tanto para la población española como para la extranjera, el mayor número de movimientos se desarrolla dentro de una misma provincia.

En cuanto a la relación de estos movimientos con la situación del mercado de trabajo, en el cuadro inferior izquierdo adjunto se presentan las correlaciones de los movimientos de entrada y de salida interprovinciales por nacionalidad, con determinadas variables laborales a nivel provincial. Se observa que existe una correlación positiva entre la tasa de actividad y de ocupación de una provincia y la cantidad de inmigrantes que atrae del exterior. Asimismo, esta relación se torna negativa para la tasa de paro, como era de esperar, si bien su magnitud es considerablemente inferior. Como muestra la última fila del cuadro, el factor que parece más relevante a la hora de elegir una provincia inicial de residencia es la cantidad de inmigrantes que ya residían en esa localización<sup>3</sup>. Una vez que los

3. Se ha elegido el año 1998 para calcular el *stock* inicial de inmigrantes como año anterior al *boom* migratorio español. La correlación elevada se mantiene también teniendo en cuenta los diferentes países de nacionalidad.

inmigrantes residen en España, este factor pierde relevancia a la hora de explicar sus migraciones interiores y las variables laborales tienden a cobrar mayor importancia. Esto es especialmente cierto en el caso de las salidas de población a nivel provincial, que, en el caso de la población extranjera, están negativamente correlacionadas con las tasas de actividad y ocupación de la provincia<sup>4</sup>, mientras que para la población española esta relación es prácticamente nula. En el caso de las entradas, la población extranjera también mantiene una correlación más elevada con las variables laborales, si bien las diferencias de comportamiento con la población nacional son reducidas.

En resumen, la población extranjera muestra una movilidad interna casi cuatro veces superior a la de la población española, lo que ha contribuido decisivamente a explicar el aumento observado en la movilidad interna de la población en España en los últimos 10 años. En cuanto a la relación entre esta movilidad interna y las diferencias que se observan en los mercados de trabajo a nivel provincial, los trabajadores extranjeros parecen responder en mayor medida a las condiciones laborales de los mercados provinciales, al menos en los primeros años de estancia en España, lo que podría contribuir a la reducción de los marcados diferenciales en las tasas de ocupación y desempleo existentes. En cualquier caso, los resultados aquí presentados constituyen un análisis preliminar y su confirmación requeriría un estudio empírico más detallado de los factores determinantes de las migraciones interiores y la incidencia de la inmigración exterior.

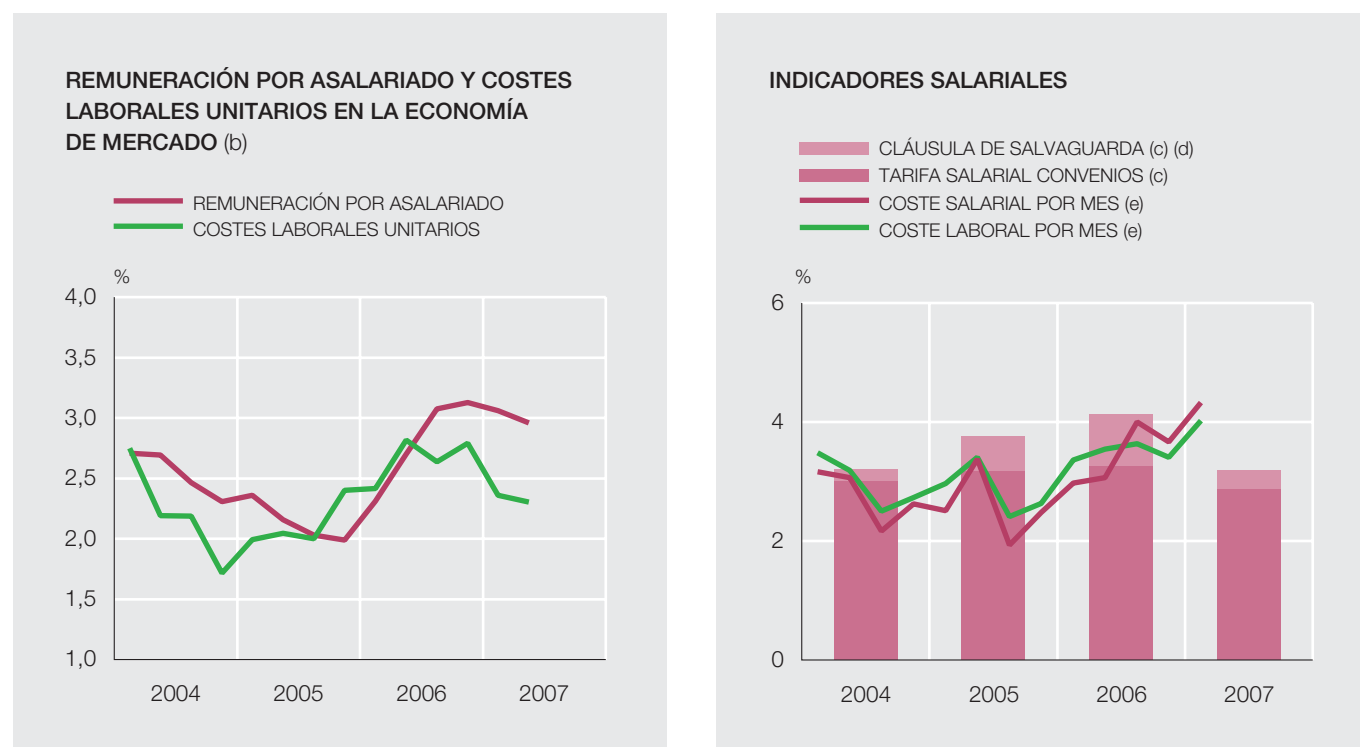
4. Este mismo resultado se encuentra en artículos más elaborados, como De la Rica y Amuedo Dorantes (2005), *Immigrants' Responsiveness to Labor Market Conditions and Its Implications on Regional Disparities: Evidence from Spain*, IZA Discussion Paper 1557.

hace una valoración de la contribución de la población no residente a la movilidad geográfica del trabajo.

Por último, en el segundo trimestre el número de desempleados descendió un 4,2%, manteniendo un ritmo de caída similar al del trimestre precedente. La tasa de paro cayó hasta el 8%, 0,5 pp inferior a la registrada en el primer trimestre precedente y alcanzando mínimos históricos. El paro registrado, por su parte, ha mostrado un panorama menos favorable, con una reducción progresiva de su ritmo de caída, e incluso en junio la variación interanual retornó a registros positivos, algo que no sucedía en el transcurso del último año.

### 4.3 Costes y precios

En el primer trimestre de 2007, el crecimiento de la remuneración por asalariado, que se había acelerado a lo largo del año anterior, mostró un punto de inflexión, situándose en el 3,5%, tres décimas inferior al del trimestre precedente (véase gráfico 20). El comportamiento por ramas de actividad fue muy dispar, apreciándose una contención del ritmo de avance de la remuneración de los servicios de no mercado, mientras que en la economía de mercado el crecimiento de la remuneración se mantuvo estable, por encima del 3%, por tercer trimestre consecutivo. Dentro de esta última, el incremento de la remuneración por asalariado se moderó en la



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

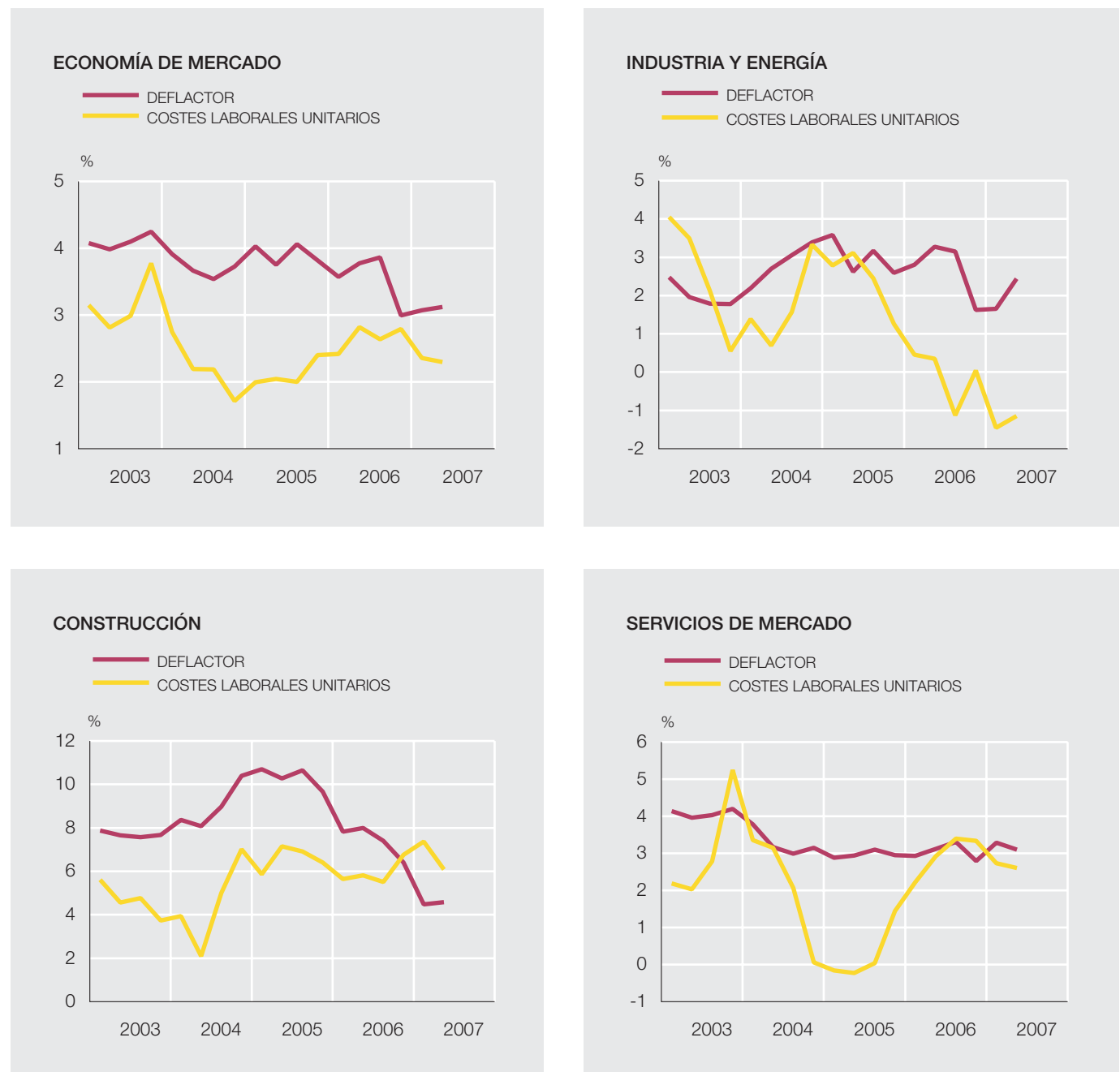
- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Información de convenios colectivos hasta mayo de 2007.
- d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- e. ETCL.

agricultura y en la industria, hasta alcanzar tasas del 2,6% y del 2,8%, respectivamente, mientras que en la construcción y en los servicios orientados a la venta se intensificó el ritmo de variación interanual hasta el 4,1% y el 3%.

La información disponible para el segundo trimestre apunta hacia una estabilidad del crecimiento de la remuneración por asalariado en ese período, en tasas próximas al 3,5%, inferiores a las registradas en la segunda mitad de 2006. En concreto, los convenios colectivos registrados en los cinco primeros meses de 2007 reflejan una gran estabilidad de las tarifas salariales pactadas, que mantienen tasas próximas al 2,9%, inferiores a las observadas en los años anteriores y en línea con las directrices salariales del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva prorrogado a principios del año por los principales agentes sociales. Esta desaceleración de los incrementos salariales pactados se extendió a todas las ramas, con la excepción de la construcción. A ello cabe añadir que el efecto estimado de la aplicación de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 se cifra en 0,3 pp, muy inferior a la del ejercicio precedente (0,9%), debido fundamentalmente a la menor inflación con que acabó dicho ejercicio (2,7% en diciembre, un punto por debajo de la del año anterior)<sup>2</sup>. La presencia de estas cláusulas sigue siendo importante en el año corriente, afectando a un 65,8% de los trabajadores con convenio registrado entre enero y mayo.

El menor crecimiento de la remuneración por asalariado y la recuperación de la productividad aparente posibilitaron que los costes laborales unitarios hayan truncado en la primera parte del año la trayectoria ascendente que habían mostrado en los dos últimos años, registrando tasas próximas al 2,5% (véase gráfico 21). Esta moderación de los costes laborales unitarios se ha trasladado al comportamiento de los precios, aunque también se aprecia una nueva ampliación de los márgenes de explotación. Solo en el caso de la construcción el crecimiento de los márgenes se ha desacelerado, en un contexto de ralentización de la demanda.

<sup>2</sup>. Recuérdese que el impacto de estas cláusulas se reflejará en otras estadísticas salariales en el año en que dichos pagos sean ejecutados, es decir, en 2007.

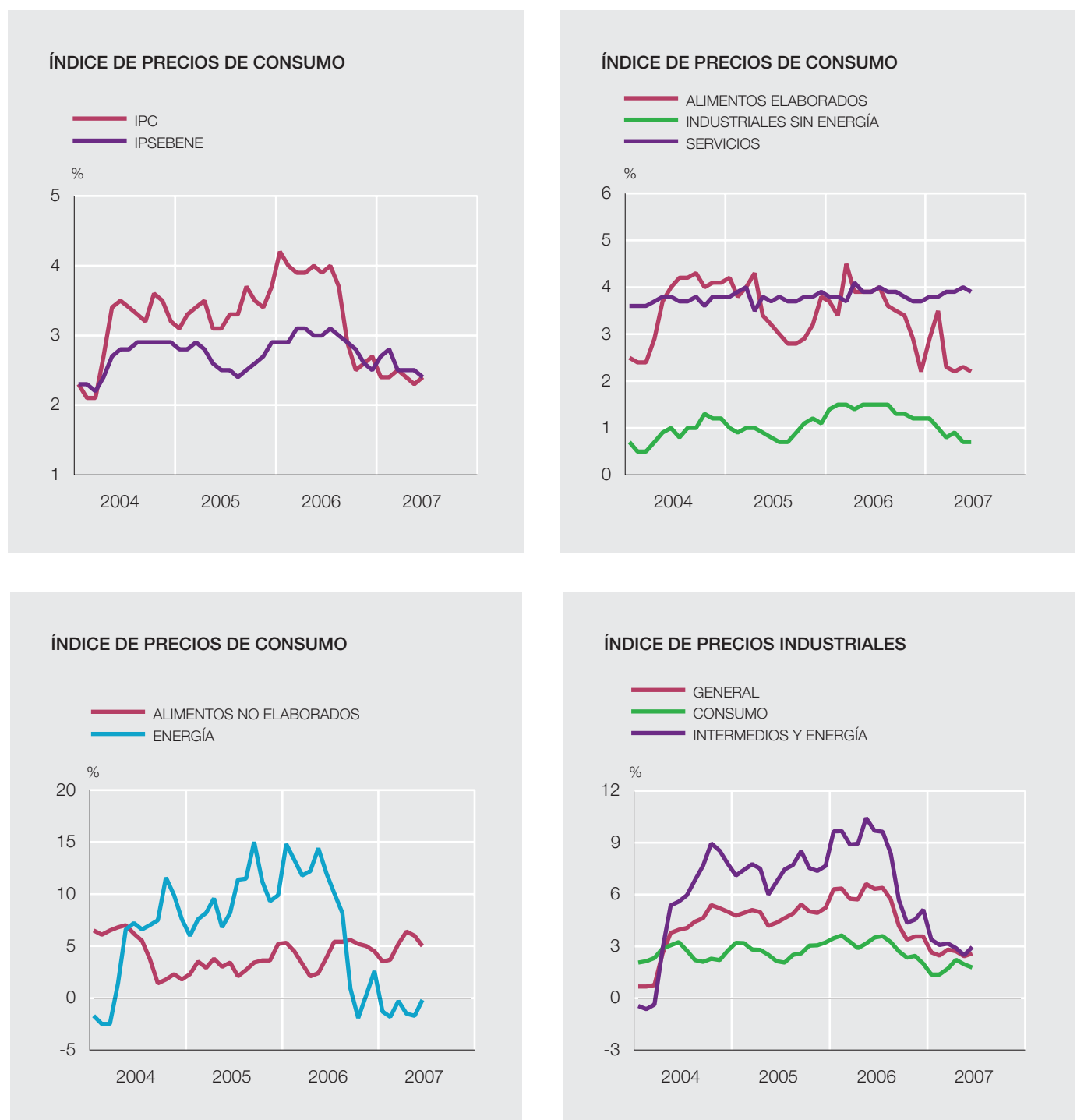


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

En cuanto al deflactor de la demanda final, se estima que en el segundo trimestre de 2007 casi todos sus componentes prolongaron la senda de desaceleración que habían iniciado en el segundo semestre de 2006, aunque en general el retroceso de sus tasas de variación interanual fue más moderado que el observado en el primer trimestre. En el conjunto de los seis primeros meses del año, la desaceleración de la inflación fue más intensa en el caso de las importaciones, influidas por la apreciación del euro y por los efectos de base derivados de los menores niveles de los precios del petróleo registrados a lo largo del 2007, en relación con los observados un año antes. Finalmente, el ritmo de avance del deflactor del PIB se desaceleró tres décimas en el primer trimestre, manteniendo posteriormente un crecimiento interanual próximo al 3,3%.

En general, en el segundo trimestre todos los indicadores de precios han tendido a moderar el perfil descendente que venían mostrando desde el segundo semestre del año anterior (véase gráfico 22). En concreto, la tasa interanual del IPC disminuyó dos décimas en el primer trimestre del año, hasta alcanzar el 2,4%, sin que en el segundo trimestre se aprecien mejoras adicionales, debido al repunte de los precios del petróleo en los mercados internacionales y al aumento de la inflación de los alimentos no elaborados (véase recuadro 5). Por componentes, los productos energéticos se han encarecido a lo largo de los tres últimos meses, aunque mantienen tasas interanuales negativas (-1,1%), similares a las observadas en el primer trimestre del año. Esta evolución es consecuencia de las cotizaciones del petróleo en los mercados internacionales, que habían iniciado el año mostrando una flexión a la baja, para enca-



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

recerse posteriormente, hasta alcanzar en junio valores próximos a los 73 dólares por barril, que se han visto superados en julio. Y ello a pesar de que la apreciación del euro frente al dólar ha compensado, de manera parcial, el crecimiento de la factura energética. La tendencia alcista de los precios energéticos ha coincidido con una aceleración de los precios de los alimentos no elaborados, que a lo largo del presente año fueron el componente más inflacionista del IPC, con una tasa media de crecimiento interanual del 5,8% en el segundo trimestre, frente al 4,1% del trimestre anterior. Por su parte, los precios de los servicios siguen anclados en tasas ligeramente inferiores al 4%, que reflejan la persistencia de un elevado crecimiento de los precios de los servicios relacionados con el turismo y la hostelería, a la que se ha añadido en los meses más recientes el aumento de los precios de los servicios telefónicos, que abandonaron las tasas de variación interanual negativas de los últimos años. En cambio, el resto de componentes ha mostrado, en general, un comportamiento más favorable: así, los precios de los alimentos elaborados se desaceleraron siete décimas en el segundo trimestre, hasta alcanzar una tasa interanual media del 2,2%, mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos volvieron a reducir en dos décimas su crecimiento interanual en ese mismo período, hasta el 0,8%, apreciándose un retroceso significativo de los precios de los productos de electrónica e informática.

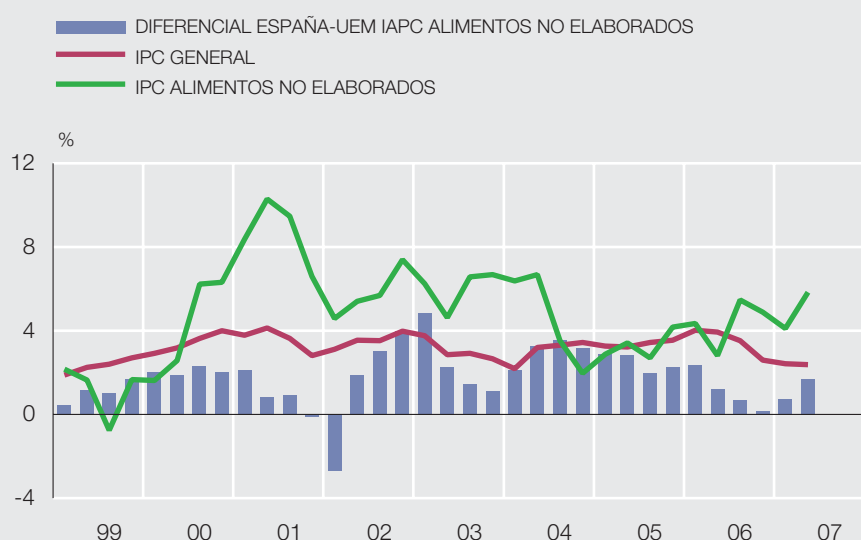
Desde el comienzo de la unión monetaria, los precios de los alimentos no elaborados en España han tendido a registrar ritmos de variación sustancialmente superiores a los del índice de precios de consumo (IPC) general, lo que dificulta su reducción. Así, el crecimiento medio del IPC de alimentos no elaborados en el promedio del período 1999-2007 ha sido del 4,8%, 1,7 pp por encima de la tasa de inflación general y también por encima del resto de los principales componentes del IPC (véase gráfico 1). Asimismo, los incrementos de precios de los alimentos no elaborados en la economía española han sido persistentemente superiores a los del conjunto de la UEM, contribuyendo a mantener un diferencial de inflación positivo, en términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC). En concreto, en el promedio del período de moneda común, el diferencial medio de precios de estos productos ha sido de 1,7 pp, frente a 1,1 pp en el caso del índice general. Lógicamente, este mayor encarecimiento ha motivado un acercamiento de los niveles de precios españoles a los del resto de países de la Unión Europea —un proceso que se observa igualmente en el conjunto de Europa—, si bien los de nuestro país continúan siendo inferiores. Así, de acuerdo con los resultados de la encuesta armonizada de niveles de precios que llevaron a cabo los institutos nacionales de estadística en 2006, los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas eran un 8% inferiores en España a los de la UE 27 y un 13% a los de la UE 15; en 2003 los precios españoles eran un 22% inferiores a los de la UE 15 (véase cuadro 1).

En el período más reciente, la evolución de los precios de los alimentos no elaborados ha sido particularmente desfavorable. Así, mientras que el IPC general se ha venido moderando desde el segundo trimestre de 2006, en el que aumentó un 3,9%, hasta el 2,4% en el mismo período de 2007, los incrementos de precios de los alimentos no elaborados han pasado del 2,8% al 5,8%. Además, este encarecimiento ha sido superior al registrado frente a la Unión Monetaria, de modo que el diferencial de este componente ha aumentado hasta 1,7 pp.

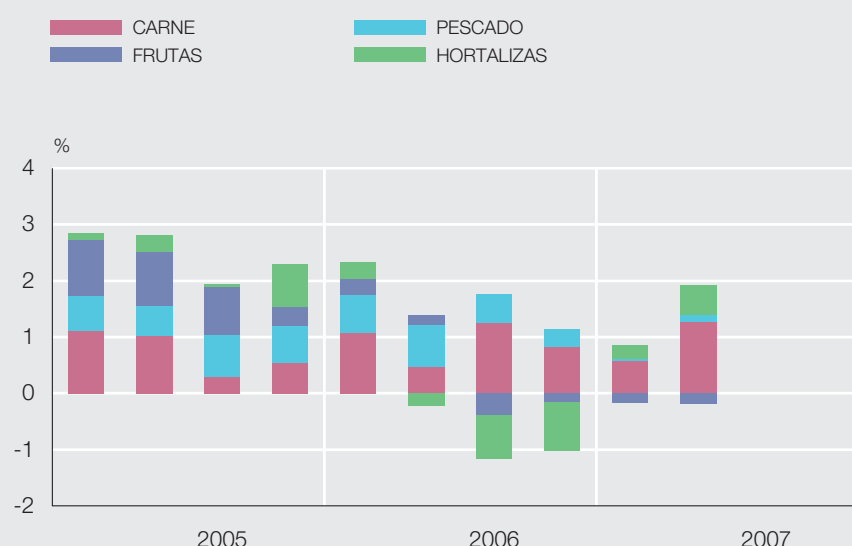
Esta trayectoria no se puede explicar por un proceso de aceleración de los márgenes de distribución, dada la evolución reciente del indicador de tendencia de los márgenes comerciales de los productos de alimentación en fresco, que elabora el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Este indicador aproxima la evolución del margen bruto de comercialización, obtenido como diferencia entre el precio en origen y el precio de venta al público. En efecto, en el segundo trimestre de 2007 este índice se situó en 100,4, prácticamente igual al del segundo trimestre de 2006 (100,8).

La evolución alcista reciente de los precios de los alimentos no elaborados tampoco parece reflejar mayores aumentos salariales en las ramas agrícolas, ya que las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral para esta rama muestran una ligera desaceleración de su remuneración por asalariado en los últimos trimestres. Por el contrario, sí se aprecian elementos de tensión en algunos costes no salariales,

1 PRECIOS DE CONSUMO Y DIFERENCIAL CON LA UNIÓN MONETARIA



2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL



1 NIVELES DE PRECIOS

	UE 15=100 (a)			UE 27=100
	2001	2003	2006	2006
Alimentos y bebidas no alcohólicas	81	78	87	92
Carne	69	67	76	81
Pescado	90	70	84	89
Frutas y hortalizas (b)	83	82	90	95

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Los índices en base UE 15 para 2001 y 2003 son estimaciones propias.

b. Para 2001 y 2003 la cifra de frutas y hortalizas se obtiene como media.

como los *inputs* de la ganadería. Así, los índices de materias primas alimenticias en los mercados internacionales vienen mostrando crecimientos notables, al igual que los precios interiores de los piensos.

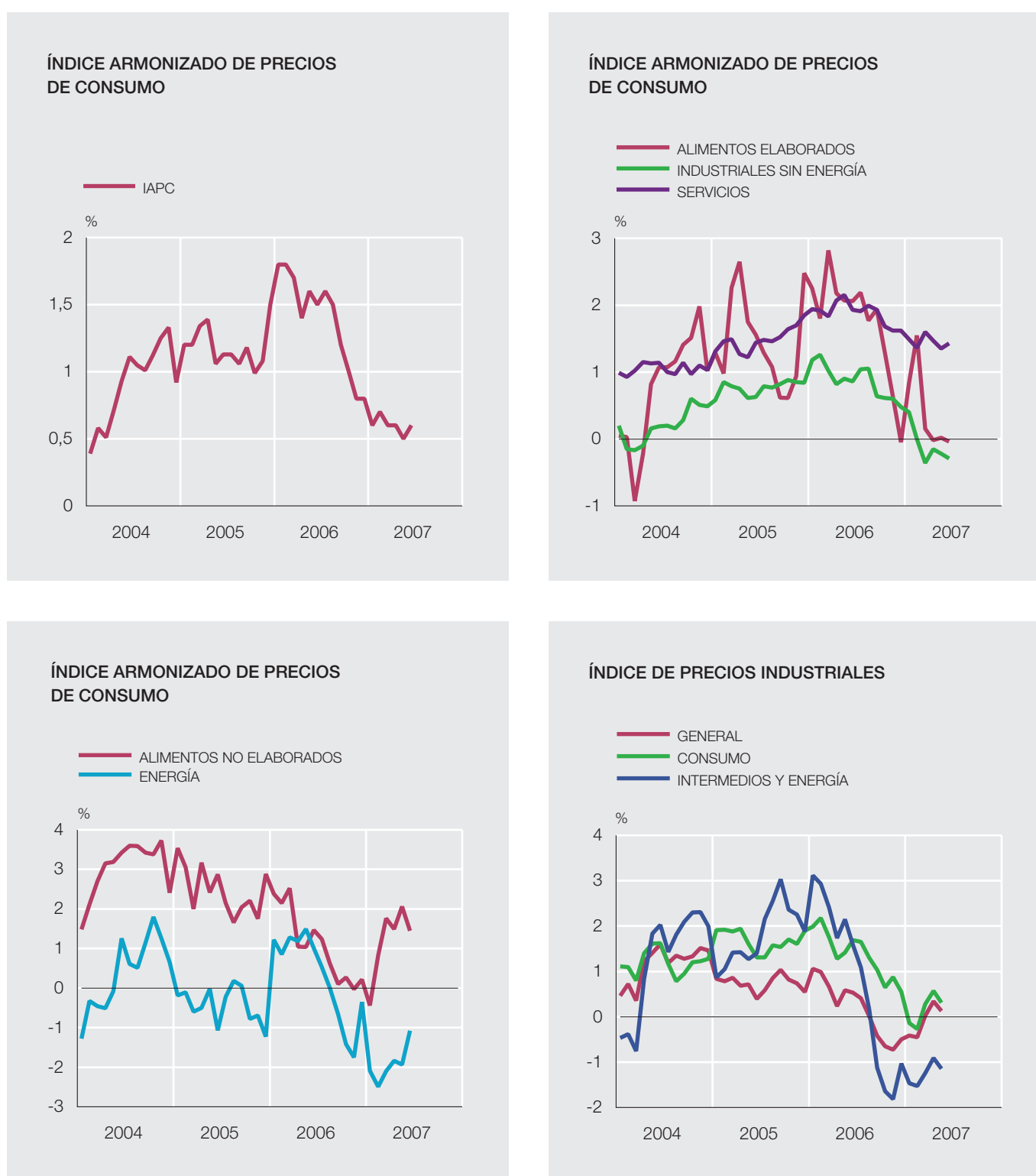
Cabe esperar que el proceso de mayores precios de los cereales, piensos y, de manera indirecta, productos ganaderos cobre una importancia creciente en el futuro. En concreto, la tendencia alcista a nivel mundial de la producción de biocombustibles supone una mayor demanda de algunos productos agrícolas, como cereales, azúcar, semillas oleaginosas y aceites vegetales. Para los próximos años, los esfuerzos de reducción de gases de efecto invernadero, de acuerdo con el Protocolo de Kioto, supondrán sustituciones adicionales de combustibles fósiles por biocombustibles. Así, el recientemente aprobado Plan de Acción de la Estrategia de Ahorro y Eficiencia Energética 2008-2012 estima que la penetración de los biocarburantes puede acercarse al 8% del total en 2012, frente a la penetración actual en torno al 1%.

Dentro de los alimentos no elaborados, se aprecian crecimientos de precios y trayectorias dispares en el período reciente. Así, los pre-

cios de las carnes han tendido a registrar incrementos superiores al 5% y suponen el principal factor determinante del diferencial de los precios de los alimentos no elaborados con la UEM (véase gráfico 2). Destaca particularmente el encarecimiento de la carne de pollo, que llegó a aumentar casi un 20% en marzo de 2007, situándose en la actualidad en el 8% interanual. La oferta de este producto parece mantenerse limitada, ya que algunos productores han retrasado la puesta en marcha de su producción, tras la crisis de la influenza aviar y el encarecimiento de los piensos. Por su parte, los precios de las hortalizas han mostrado una marcada aceleración, que ha deteriorado el diferencial con el conjunto de la Unión Monetaria, siendo particularmente reseñable el encarecimiento de las patatas, que ha llegado a superar el 20%. La reducida producción europea, debido al clima caluroso y seco del pasado verano en Centroeuropa, parece ser el principal elemento explicativo. Asimismo, los precios de las frutas han mantenido una trayectoria alcista, al igual que la reflejada en otros países de la UEM. Por último, los precios del pescado se han moderado en el período más reciente, incluso en mayor medida que en la UEM.

Medida por el IAPC, la inflación en España permaneció estabilizada en el 2,5% en el segundo trimestre del año, mientras que en el conjunto de la UEM se mantuvo en el 1,9% (véase gráfico 23). Por consiguiente, el diferencial está estabilizado en valores de 0,6 pp, el mínimo de los tres últimos años (véase gráfico 23). La estabilidad del diferencial de inflación observada en la primera parte del año es el resultado de una flexión al alza del diferencial de los precios energéticos, aunque sigue siendo negativo, que se ha visto compensada por la mejora de los precios relativos de los bienes industriales no energéticos, cuyo diferencial presenta registros negativos desde el mes de marzo. En cambio, el diferencial de los servicios permanece estable en cotas elevadas, aunque algo más moderadas que las observadas en el promedio del año anterior.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) se desaceleró en el segundo trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual, en junio, en el 2,4%, frente al 2,8% con que cerró el primer trimestre. La trayectoria descendente que mantiene este indicador en los últimos doce meses se debe, en buena medida, al menor dinamismo de los precios de producción de la energía. Con todo, el rasgo más destacable de la evolución de los precios de producción en los últimos meses es el elevado crecimiento que presentan los precios de los bienes intermedios, con tasas próximas al 6%. Este hecho es común a otros países desarrollados y tiene su origen en la trayectoria alcista que siguen mostrando los precios de las materias primas industriales en los mercados internacionales, en un contexto de elevado crecimiento de la actividad industrial mundial. El avance de los precios industriales de exportación, que, a pesar de haberse desacelerado en relación con el año anterior, mantienen tasas próximas al 2%, se sustenta también en un elevado crecimiento de los precios de los productos intermedios no energéticos, ya que el resto de los componentes de la exportación mantiene tasas de crecimiento muy moderadas o incluso negativas. Por el contrario, los precios industriales de importación mantendrían un ritmo de avance muy moderado hasta mayo, con tasas casi nulas, como consecuencia de la apreciación del euro y, muy especialmente, de la disminución que registraron los precios de la energía importada en ese período.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas, siguiendo la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo, sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de junio del año corriente muestran un superávit de 6.075 millones de euros (un 0,6% del PIB), notablemente por encima del superávit de 2.569 millones de euros (un 0,3% del PIB) obtenido en la primera mitad del año anterior. Esta evolución se debió a la fortaleza de los impuestos directos, que impulsaron el crecimiento de los recursos hasta el 12,4%, mientras que los empleos aumentaron un 7%, en línea con el PIB. Asimismo, el saldo de caja no financiero del Estado mejoró notablemente con respecto al mismo período del año anterior, alcanzando un superávit de 4.168 millones de euros, frente al superávit de 1.153 millones hasta junio del 2006. La fortaleza mostrada por los ingresos en comparación con las tasas presupuestadas apunta a un cierre del año mejor de lo previsto, aun a pesar de la probable desaceleración del IRPF y del impuesto sobre sociedades en los próximos meses por la reforma de ambos impuestos introducida a principios de año. En cualquier caso, el dinamismo de las retenciones sobre el capital mobiliario y sobre arrendamientos (en parte, debido al incremento en sus tipos) en ambos impuestos está amortiguando notablemente el impacto de la reducción de las tarifas en las demás retenciones y

m€ y %

	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006-2005	Presupuesto inicial 2007	Variación porcentual 2007-2006	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2007-2006	Liquidación		
						2006 ENE-JUN	2007 ENE-JUN	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	141.846	10,1	146.547	3,3	13,6	61.315	69.126	12,7
Impuestos directos	81.130	14,8	83.925	3,4	16,5	27.130	32.003	18,0
<i>IRPF</i>	41.451	15,3	39.474	-4,8	14,4	18.593	21.445	15,3
<i>Sociedades</i>	37.207	14,5	41.641	11,9	40,3	7.293	8.937	22,5
<i>Otros (a)</i>	2.472	11,5	2.810	13,7	21,9	1.244	1.621	30,3
Impuestos indirectos	48.328	8,3	50.740	5,0	10,1	28.542	30.515	6,9
<i>IVA</i>	35.424	10,7	36.538	3,1	10,0	22.334	23.567	5,5
<i>Especiales</i>	9.895	1,0	10.961	10,8	11,9	4.710	5.386	14,4
<i>Otros (b)</i>	3.009	7,0	3.241	7,7	6,0	1.498	1.561	4,2
Otros ingresos	12.388	-8,2	11.882	-4,1	21,6	5.643	6.608	17,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	130.375	6,2	142.927	9,6	7,4	60.162	64.958	8,0
Personal	22.209	7,4	23.686	6,7	5,3	10.999	11.722	6,6
Compras	3.799	12,1	3.431	-9,7	12,3	1.640	1.956	19,3
Intereses	15.619	-12,4	15.946	2,1	-9,4	7.484	6.521	-12,9
Transferencias corrientes	72.225	11,9	77.338	7,1	9,8	33.207	36.467	9,8
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.028	—	—	—	—	—
Inversiones reales	9.037	0,7	9.956	10,2	19,6	3.889	4.601	18,3
Transferencias de capital	7.487	2,0	9.541	27,4	37,9	2.944	3.692	25,4
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	11.471	—	3.620	—	—	1.153	4.168	—
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	147.205	13,1	146.328	-0,6	13,3	62.595	70.332	12,4
Empleos no financieros	140.135	10,6	144.152	2,9	7,6	60.026	64.257	7,0
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>								
	7.070	—	2.176	—	—	2.569	6.075	—
Porcentaje del PIB	0,8	—	0,2	—	—	0,3	0,6	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

pagos a cuenta. La ejecución presupuestaria de la Seguridad Social también muestra una notable mejora en su saldo, según se describe en el recuadro 6.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron un 12,7% hasta junio, por el dinamismo de las principales figuras impositivas, lo que marca una clara diferencia con el incremento del 3,3% para el conjunto del año según las cifras presupuestadas. Los impuestos directos, sobre todo, registraron crecimientos muy por encima de los presupuestados, mientras que los indirectos se ajustaron algo más a las previsiones presupuestarias, aunque también evolucionaron mejor de lo previsto. El IRPF se aceleró ligeramente en el segundo trimestre, hasta alcanzar un crecimiento del 15,3%, debido a las aceleraciones registradas en las retenciones de capital mobiliario y arrendamientos, que han compensado con creces la desaceleración en las retenciones sobre el trabajo. Cabe mencionar que el crecimiento medio en estas últimas entre los meses de febrero y junio, con aplicación de la nueva tarifa del IRPF, en comparación con los mismos meses del año anterior, fue del 8,5%, mientras que su crecimiento fue del 11,3% en 2006. El impuesto sobre sociedades, por su parte, tras el primer pago a cuenta (en abril)

El Sistema de la Seguridad Social presentó hasta abril de 2007 un superávit no financiero de 9.676 millones de euros, superior en un 14,8% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros aumentaron un 8,5% hasta abril respecto al mismo mes de 2006, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 6,4% (véase cuadro adjunto).

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un aumento hasta abril del 7,5%, situándose por debajo de lo presupuestado para el conjunto de 2007. El crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social creció un 3,8% en la primera mitad del año, una vez agotados los efectos del proceso de regularización de inmigrantes. Esta cifra sigue poniendo de manifiesto un elevado dinamismo en el mercado de trabajo.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 6,7% hasta abril, significativamente por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. En los seis primeros meses del año, el número de pensiones contributivas viene mostrando ritmos de avance (del 1,3%) más moderados que el año anterior (de un 2,3% para el conjunto de 2006). Ello es debido, en parte, al efecto que tuvo en las cifras de 2006 el reconocimiento de la compatibilidad de las pensio-

nes del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad<sup>1</sup>. Por su parte, aunque el gasto en incapacidad temporal creció a ritmos notablemente elevados, del 8,7% hasta abril, este crecimiento se situó también por debajo de la previsión presupuestaria para 2007.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), todavía no se dispone de información sobre los ingresos del año 2007. Por su parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo acumulado hasta abril de 2007 ascendió a un 5,7% en tasa interanual. La tasa de cobertura en marzo se situó en el 67,4%, siete puntos por encima de la registrada en el mismo mes de 2006. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta marzo, un 6,9% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado se redujo en un 4,3% en tasa interanual en el mismo período. Sin embargo, la última información disponible sobre el paro registrado muestra una contracción acumulada del 0,1% en el primer semestre del año, lo que pone de manifiesto una significativa ralentización de los ritmos de caída que se habían experimentado durante los tres primeros meses.

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

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

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

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

m€ y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2006	2007	% variación	2006	2007	% variación
	1	2	3=2/1	5	6	7=6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	97.547	106.142	8,8	33.739	36.592	8,5
1.1 Cotizaciones sociales (c)	90.625	97.942	8,1	31.317	33.680	7,5
1.2 Transferencias corrientes	5.295	5.963	12,6	1.794	2.041	13,8
1.3 Otros (d)	1.628	2.237	37,5	628	870	38,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	90.562	98.390	8,6	25.307	26.915	6,4
2.1 Personal	2.165	2.253	4,1	676	658	-2,7
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.733	1.807	4,2	487	487	0,0
2.3 Transferencias corrientes	86.133	93.743	8,8	24.115	25.721	6,7
Prestaciones	86.131	93.742	8,8	24.115	25.721	6,7
<i>Pensiones contributivas</i>	73.832	80.099	8,5	20.720	22.098	6,7
<i>Incapacidad temporal</i>	6.656	7.313	9,9	1.790	1.947	8,7
<i>Resto</i>	5.644	6.330	12,2	1.605	1.677	4,5
2.4 Otros (e)	530	588	10,8	29	49	68,2
3 SALDO NO FINANCIERO	6.986	7.752	11,0	8.432	9.676	14,8

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta abril de 2007.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

se desaceleró, hasta un crecimiento del 22,5%. Los impuestos indirectos registraron crecimientos algo más contenidos, desacelerándose con respecto al primer trimestre, debido, sobre todo, a la evolución del IVA. Debe destacarse, no obstante, la recuperación de los ingresos por impuestos especiales, hasta un crecimiento del 14,4%, que contrasta con los débiles crecimientos de los últimos años (en torno al 3%). En cuanto a los ingresos agrupados en la rúbrica de Otros ingresos, cabe mencionar los fuertes aumentos de los intereses (por encima del 80%) y de las transferencias de capital por la recepción de fondos del FEDER.

Los pagos de caja se aceleraron ligeramente durante el segundo trimestre, aunque todavía registraron una tasa de variación por debajo de la presupuestada. Esta aceleración vino determinada por los gastos de funcionamiento (personal y compras), en parte ligados a los costes de los procesos electorales. En especial, es destacable la desviación en la tasa del capítulo de compras en comparación con la caída presupuestada. Por el contrario, el capítulo de pagos de intereses, condicionado el registro de caja por el calendario de vencimientos de la deuda pública, registró una caída del 12,9%, frente a un aumento presupuestado del 2,1%. Asimismo, el capítulo de inversiones reales siguió registrando crecimientos notablemente por encima de lo presupuestado.

#### **4.5 Balanza de pagos y cuenta de capital**

En los cuatro primeros meses de 2007 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 32.529 millones de euros, un 14,5% superior al contabilizado en iguales fechas del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 16,4% en este período, hasta situarse en 34.339 millones de euros, mientras que mejoró notablemente el superávit por operaciones de capital, que alcanzó la cifra de 1.810 millones de euros. Los principales saldos de la cuenta corriente se deterioraron en el primer cuatrimestre, a excepción del superávit turístico, que experimentó una leve mejora. Con todo, estos datos reflejan una moderación apreciable en el ritmo de ampliación del desequilibrio exterior de la economía española, tras los fuertes incrementos de los últimos ejercicios, que se debe, en buena medida, a la desaceleración del déficit comercial. En cambio, los saldos de rentas y de transferencias corrientes han mostrado un marcado empeoramiento en estos primeros meses del año.

En el período enero-abril, el déficit de la balanza comercial moderó su ritmo de ampliación hasta el 5,4%, en contraste con la tónica de fuerte deterioro que había mostrado en los años recientes. Esta mejora se produjo en un contexto de desaceleración de los intercambios comerciales con el exterior, que alcanzó mayor intensidad en el caso de las importaciones, aunque siguieron mostrando avances reales superiores a los de las exportaciones. Sin embargo, el aumento que experimentó la relación real de intercambio permitió que en términos nominales las exportaciones crecieran a un ritmo ligeramente superior al de las importaciones (7,6% y 6,9%, respectivamente). La factura energética descendió en este período, en consonancia con la trayectoria de moderación que mostraron los precios del crudo en los mercados internacionales en los primeros meses del año y con la apreciación del euro frente al dólar, mientras que el desequilibrio del comercio no energético continuó incrementándose.

Por su parte, el superávit de la balanza de servicios descendió en los cuatro primeros meses del año, en relación con los niveles observados en el mismo período del año anterior, debido al aumento del déficit de servicios no turísticos, que no pudo compensarse con la mejora del superávit turístico. Los ingresos turísticos comenzaron el año mostrando un tono expansivo, que se moderó notablemente en abril, situando su crecimiento acumulado en los cuatro primeros meses del año en el 4,8%, ligeramente por debajo del avance observado en el promedio del año anterior. Los pagos turísticos, por su parte, aumentaron un 8,2% en el primer cuatrimestre de 2007, por debajo del incremento medio observado en 2006, en consonancia

		ENERO-ABRIL	
		2006	2007
Millones de euros			
INGRESOS	Cuenta corriente	94.975	106.258
	<i>Mercancías</i>	56.225	60.473
	<i>Servicios</i>	23.652	25.681
	– Turismo	10.013	10.494
	– Otros servicios	13.639	15.187
	<i>Rentas</i>	10.862	14.254
	<i>Transferencias corrientes</i>	4.236	5.849
	Cuenta de capital	1.628	2.259
	Cuentas corriente + capital	96.602	108.517
PAGOS	Cuenta corriente	124.483	140.597
	<i>Mercancías</i>	81.072	86.664
	<i>Servicios</i>	19.477	21.641
	– Turismo	3.784	4.096
	– Otros servicios	15.692	17.546
	<i>Rentas</i>	16.448	22.490
	<i>Transferencias corrientes</i>	7.487	9.802
	Cuenta de capital	538	449
	Cuentas corriente + capital	125.021	141.046
SALDOS	Cuenta corriente	-29.509	-34.339
	<i>Mercancías</i>	-24.847	-26.191
	<i>Servicios</i>	4.176	4.040
	– Turismo	6.229	6.399
	– Otros servicios	-2.053	-2.358
	<i>Rentas</i>	-5.586	-8.235
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.251	-3.952
	Cuenta de capital	1.090	1.810
	Cuentas corriente + capital	-28.419	-32.529

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

con la ralentización gradual que están experimentando otros componentes del gasto en consumo de las familias. En cuanto al resto de servicios, tanto los ingresos como los pagos mantuvieron un elevado dinamismo en este período (con tasas de crecimiento del 11,4% y del 11,8%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una notable ampliación en el conjunto de los cuatro primeros meses de 2007, hasta situarse en –8.235 millones de euros, lo que supone un deterioro de 2.649 millones en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como los pagos mostraron un comportamiento muy expansivo en el primer cuatrimestre, con tasas de crecimiento superiores al 30% en ambos casos. Por sectores institucionales, las instituciones financieras y los otros sectores residentes experimentaron una notable ampliación de sus saldos negativos, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit. Todos los instrumentos contribuyeron a la ampliación del déficit, destacando en especial los pagos por rentas de inversión de cartera y de otras inversiones (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*).

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 3.952 millones de euros en el período enero-abril de 2007, superior en 702 millones al déficit registrado en igua-

les fechas del año precedente. Los ingresos se incrementaron un 38%, gracias al aumento de los flujos comunitarios en concepto de FEOGA-Garantía y de Fondo Social Europeo, al tiempo que aumentaron de forma notable otras transferencias recibidas por el sector privado. Los pagos, por su parte, crecieron también a un ritmo muy elevado (el 30,9%), debido al notable dinamismo que experimentaron tanto los pagos efectuados por el sector público como los realizados por el resto de sectores residentes, destacando, entre estos últimos, el elevado avance que siguen mostrando los pagos por remesas de emigrantes (32,7%).

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.810 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2007, lo que supone un incremento de 720 millones de euros en relación con el mismo período del año anterior: esta mejora se explica, fundamentalmente, por el comportamiento tan expansivo de los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER, que en los primeros meses del año suelen ser muy erráticos.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

Entre abril y junio continuó reduciéndose el grado de holgura de las condiciones de financiación del sector privado. Así, el coste del crédito a los hogares y a las sociedades se incrementó de modo paralelo a la evolución de los tipos de interés en los mercados monetarios (el EURIBOR a un año aumentó 40 pb en este período y alcanzó el 4,51%). También volvió a encarecerse la captación de fondos ajenos de las sociedades mediante la emisión de valores de renta fija, y solo en el caso del coste los recursos propios empresariales se observó una cierta disminución (véase gráfico 24).

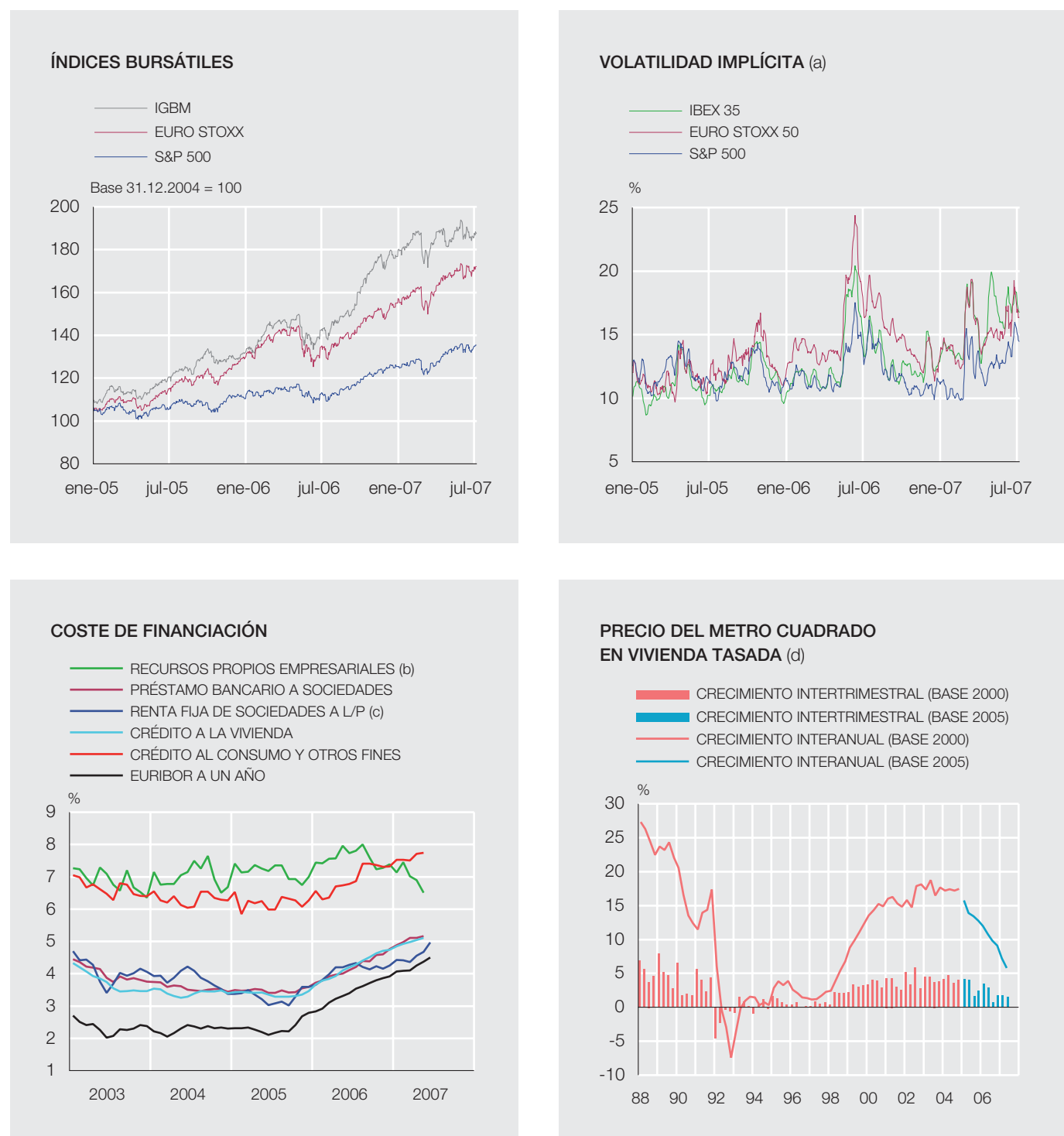
Durante el segundo trimestre se mantuvo, asimismo, la tendencia alcista en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable, aunque volvieron a observarse ciertos episodios de inestabilidad, que no alcanzaron, en todo caso, la magnitud de los que se registraron a finales de febrero. El aumento de la volatilidad fue más acusado en las cotizaciones de las empresas españolas, debido a la mayor incertidumbre generada en torno a la valoración de algunas empresas del sector inmobiliario. El Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) tuvo una revalorización del 1,1% entre los meses de abril y junio, menor que la del EUROSTOXX de las bolsas de la UEM (6,3%) o que la del S&P 500 de Estados Unidos (5,8%). Para el conjunto del año, el IGBM acumulaba un incremento del 5%, también inferior al de los otros dos índices internacionales (10% y 6%, respectivamente).

Según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda para el segundo trimestre, la tasa de crecimiento interanual del valor de la vivienda libre tasada fue del 5,8%, prácticamente 1,5 pp menos que la de comienzos de año y 5 pp inferior a la que se registró hace doce meses. Prosigue, de este modo, el proceso de normalización ordenada de los precios en los mercados inmobiliarios.

En este contexto, la financiación al sector privado volvió a desacelerarse en los tres primeros meses del presente año, como consecuencia, fundamentalmente, del menor dinamismo del pasivo de los hogares y, dentro de este, del crédito para adquisición de vivienda. La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta a que la modulación podría haber empezado a extenderse también a los fondos destinados a financiar el consumo y otros fines.

Los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras mostraron también un carácter menos expansivo, si bien continuaron creciendo a una tasa en el entorno del 23%, que, de acuerdo con los datos provisionales, podría haberse mantenido durante el segundo trimestre. El desglose por actividades del crédito, que es el principal componente de los fondos ajenos de las empresas, revela un menor avance de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción en el primer trimestre de 2007, un cierto repunte de los correspondientes a la industria y la práctica estabilidad en el caso del resto de las actividades productivas.

El avance del recurso a la financiación ajena por parte de los hogares superó al de sus rentas, lo que ocasionó un nuevo ascenso de su ratio de endeudamiento (en el recuadro 7 se analiza la contribución del número de personas endeudadas y su deuda media al avance reciente de esta ratio). Asimismo, el alargamiento adicional de los plazos de los nuevos préstamos no fue suficiente para compensar el efecto combinado de los mayores pasivos y los tipos más elevados, por lo que se incrementó también la carga financiera asociada a la deuda, indicador que



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

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

d. Nueva estadística a partir de 2005.

va recogiendo de manera progresiva los efectos de las subidas de los tipos de interés del mercado monetario. El ahorro no destinado al servicio de la deuda, que va incorporando de forma igualmente progresiva esos efectos, mostró una leve mejoría gracias a la evolución creciente de la tasa de ahorro bruta, aunque el dinamismo de la inversión del sector hizo que, como muestran las cuentas financieras, en el primer trimestre se incrementaran ligeramente las necesidades de financiación de los hogares en relación con el PIB. Su riqueza neta, por otro lado, creció a una tasa similar a la del producto, como consecuencia, sobre todo, del comportamiento descrito del precio de los activos inmobiliarios residenciales (véase gráfico 25).

En el caso de las sociedades, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera se incrementaron, aunque la rentabilidad del capital no experimentó variaciones significativas y se mantuvo en tasas elevadas, cercanas al 10%. La información de la Central de Balances Trimestral (CBT) muestra, sin embargo, mayor moderación en las ratios de endeudamiento y

En este recuadro se utilizan los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) para analizar el papel de la evolución del nivel de la deuda media y del número de endeudados en el crecimiento de los pasivos de las familias españolas en estos últimos años.

La CIRBE contiene información individual sobre los préstamos realizados por las instituciones de crédito residentes que superan un determinado umbral (para más detalle, véase la *Memoria de la Central de Información de Riesgos*). En el caso de las familias, sin embargo, la unidad de referencia no es el hogar, como en las cuentas financieras y no financieras de la economía, sino la persona física destinataria de los fondos. Asimismo, la CIRBE no permite distinguir los pasivos en función de la finalidad a la que se destinan los fondos (vivienda, consumo y otros fines), si bien sí es posible conocer, alternativamente, si las operaciones gozan de algún tipo concreto de garantía.

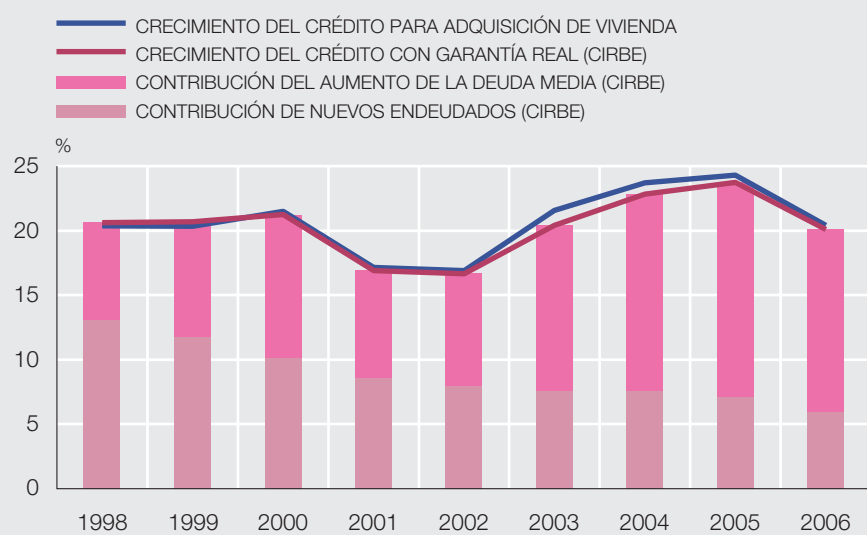
Los gráficos de los paneles superiores muestran, primeramente, que las tasas de crecimiento de los créditos con y sin garantía real ofrecen una aproximación aceptable a las de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, respectivamente. A partir de dicha aproximación, es posible llevar a cabo una descomposición de la expansión de ambos agregados en

los efectos asociados al incremento del número de personas con algún tipo de deuda, por un lado, y a la evolución de la deuda media por individuo, por otro.

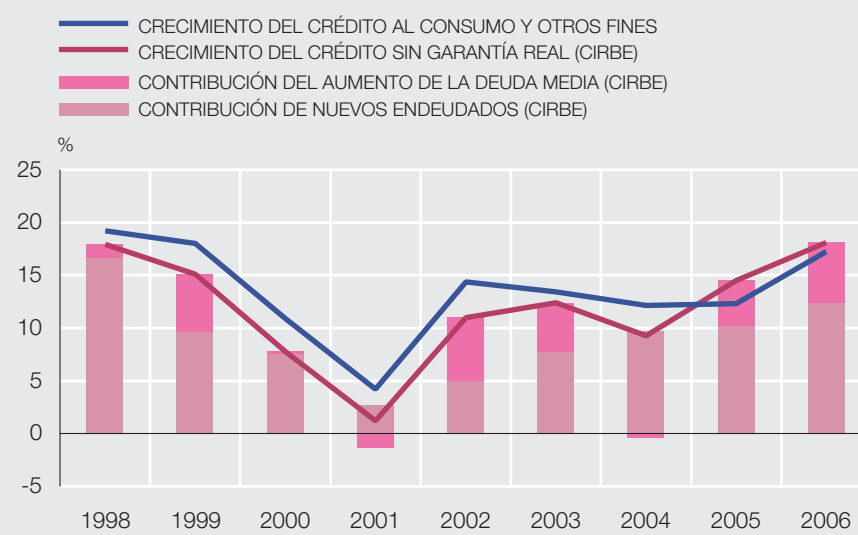
En este sentido, se puede observar cómo, en el caso de la financiación con garantía real (que en este recuadro se utiliza como aproximación a la destinada a vivienda), el aumento del número de endeudados explicaba una parte importante del crecimiento en los primeros años de la muestra, pero ha ido perdiendo peso relativo de manera progresiva. En 2006, solo suponía 6 pp de los casi 20 pp del avance total registrado. Por el contrario, en el caso de los préstamos para consumo y otros fines (cuyo comportamiento se aproxima mediante el del crédito sin garantía real), la expansión de la deuda total ha respondido, principalmente, al mayor número de endeudados, que en 2006 explicaba dos terceras partes de la evolución de este tipo de crédito.

Los dos gráficos inferiores comparan la evolución del número de endeudados y la deuda media con la de alguna magnitud de referencia relevante. Así, el primero de ellos muestra los cambios en la ratio entre el número de personas endeudadas y el de habitantes mayores de 18 años. Como se puede observar, el cociente se ha incrementado en 14 pp entre 1998 y 2006. El crecimiento es parecido (15 pp) si

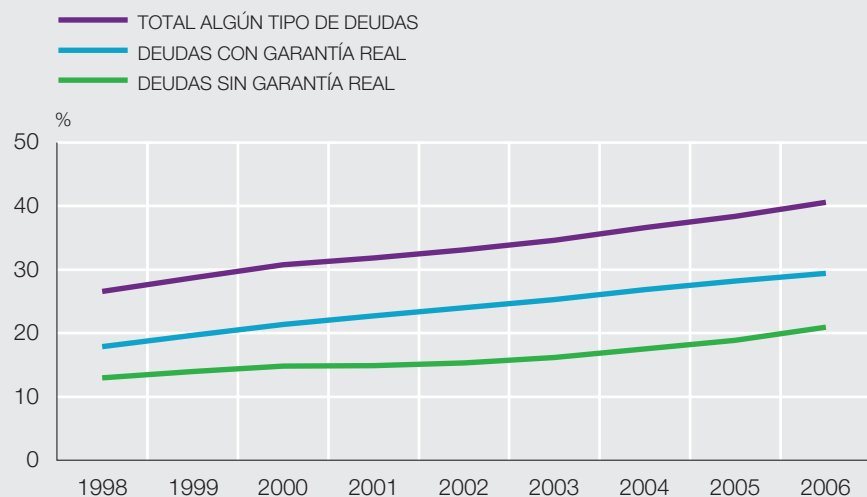
CRÉDITO CON GARANTÍA REAL Y CONTRIBUCIONES A SU CRECIMIENTO



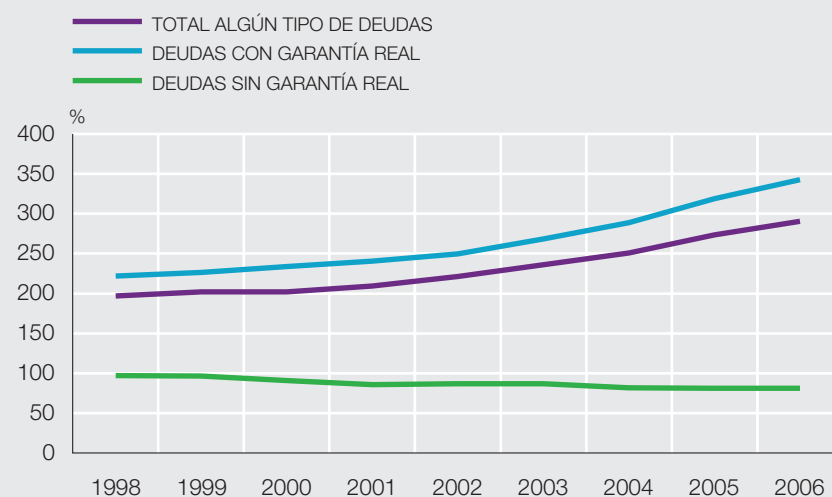
CRÉDITO SIN GARANTÍA REAL Y CONTRIBUCIONES A SU CRECIMIENTO



PORCENTAJE DE PERSONAS ENDEUDADAS CON RESPECTO A POBLACIÓN MAYOR DE 18 AÑOS



DEUDA MEDIA POR PERSONA CON RESPECTO A RENTA BRUTA DISPONIBLE POR MAYOR DE 18 AÑOS



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

como aproximación a la población en disposición de solicitar un préstamo se utiliza el número de ocupados —estar empleado es una condición prácticamente necesaria para obtener un crédito—. El comportamiento es, además, bastante similar en los casos de créditos con y sin garantía real.

En el gráfico inferior derecho, por su parte, se observa un claro aumento de la deuda media en relación con la renta bruta disponible

por habitante mayor de 18 años, que se ha multiplicado por algo menos de 1,5 entre 1998 y 2006 (en términos de salario bruto medio, el avance sería algo mayor, en el entorno del 80%). Este comportamiento de la ratio es consecuencia tanto del avance de la cuantía media de los préstamos asociados a la adquisición de vivienda como del crecimiento del porcentaje de individuos que tienen créditos con y sin garantía real simultáneamente, que ha pasado del 4% al 10% de la población adulta en el período considerado.

de carga financiera en el primer trimestre del año entre las empresas colaboradoras (donde, como se ha señalado en otras ocasiones, predominan las de mayor tamaño). Esta evolución, junto con la estabilidad de la rentabilidad, determinó que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo en este subconjunto del sector permaneciesen en niveles similares a los de trimestres anteriores (véase gráfico 26).

El aumento de la necesidad de financiación del sector privado no financiero en el primer trimestre del año fue mayor que la recuperación que se observó en el ahorro de las Administraciones Públicas. De este modo, las necesidades de financiación de la nación se incrementaron, en términos acumulados de doce meses, hasta el 7,9% del PIB (véase cuadro 5). La captación de fondos del resto del mundo continuó realizándose de modo importante a través de las entidades de crédito, si bien el volumen de fondos canalizados mediante el resto de instituciones financieras siguió elevándose y representó más de la mitad de los nuevos pasivos acumulados, en términos brutos, por la nación durante el último año.

En resumen, pues, el recurso a la deuda por parte de los hogares continúa desacelerándose de modo progresivo, como cabría esperar en un contexto de holgura decreciente de las condiciones monetarias. En las sociedades no financieras, sin embargo, los datos agregados no evidencian aún un patrón de moderación similar, si bien en el caso de las grandes empresas parece haber indicios de cierta ralentización en el avance del endeudamiento. El dinamismo que todavía muestran los pasivos del sector privado y ciertas características de los mismos, como el alargamiento en los plazos de devolución o el continuado predominio de los préstamos a tipo variable, elevan el grado de exposición del sector ante eventuales cambios inesperados de signo adverso en sus ingresos, su patrimonio o en sus gastos financieros. Aunque la gradualidad con la que está discurriendo la normalización tanto de las condiciones monetarias como de la situación en los mercados inmobiliarios reduce las probabilidades que cabe asignar a que tales perturbaciones puedan adquirir una dimensión significativa, el margen que ello supone debe aprovecharse por empresas y familias para continuar reequilibrando los papeles relativos de sus ingresos corrientes y el recurso al endeudamiento en la financiación de sus decisiones de gasto.

## 5.2 El sector hogares

Las condiciones de financiación de los hogares volvieron a hacerse menos holgadas durante el segundo trimestre. Así, los tipos de interés que aplicaron las instituciones de crédito en las nuevas operaciones se elevaron entre marzo y mayo 13 pb en el caso de los recursos destinados a la vivienda y 24 pb en el de los destinados a consumo y otros fines. De este modo, se acumula una subida en el coste de estos fondos respecto de los niveles mínimos alcanza-

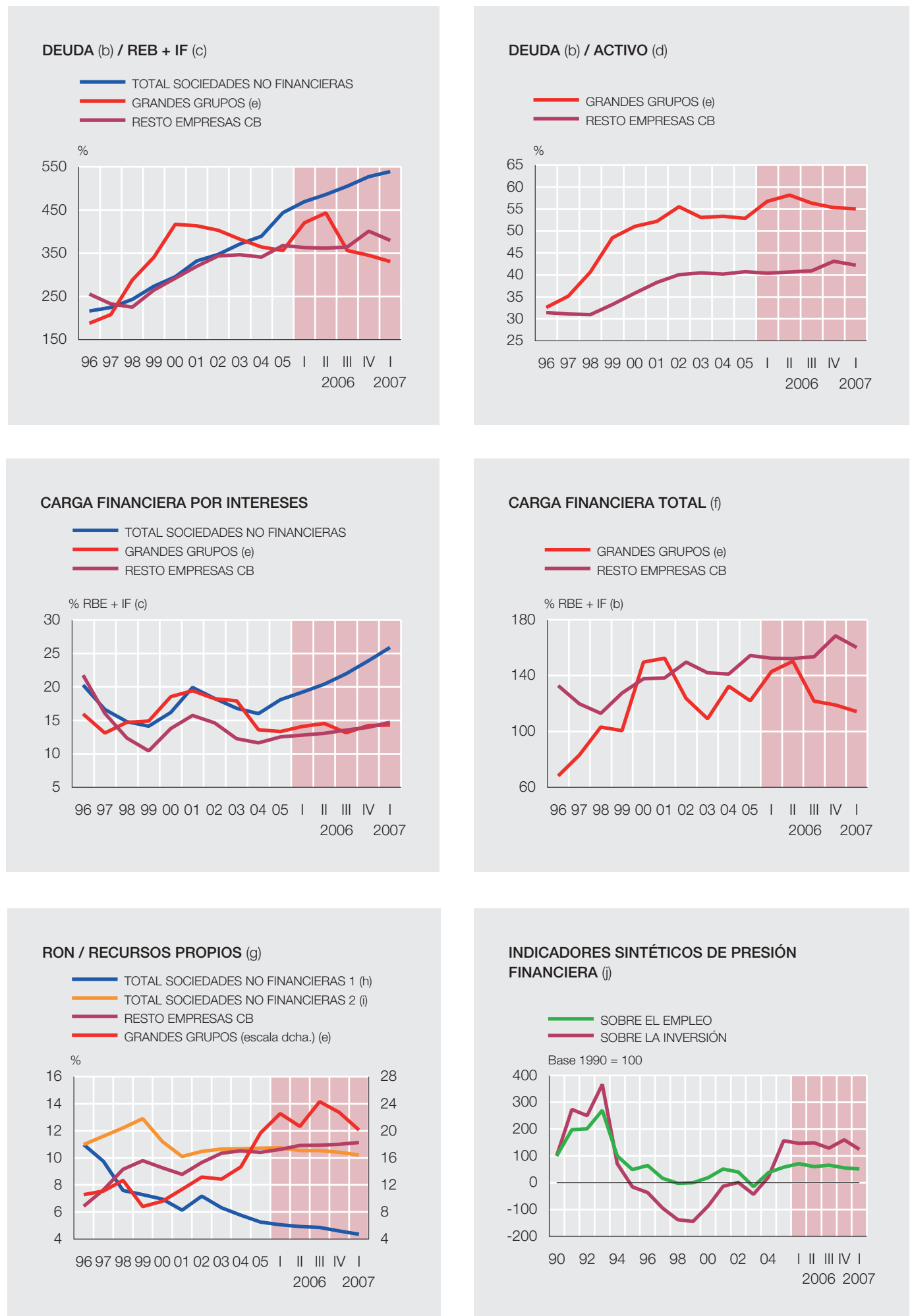


FUENTE: Banco de España.

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

dos en octubre de 2005 de 180 pb y 147 pb, respectivamente. Adicionalmente, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades anticipaban un mayor grado de restricción en las condiciones de concesión en ambos tipos de préstamos entre los meses de abril y junio.

En este contexto, la tasa de expansión de la deuda de los hogares continuó disminuyendo y se redujo en casi 1,5 pp entre los meses de enero y marzo. El desglose por componentes de esta variable muestra que fueron los créditos para la adquisición de vivienda los que mantuvieron una trayectoria de moderación más clara en su crecimiento, mientras que los vinculados al consumo y otros fines experimentaron un ritmo de avance más estable. De acuerdo con la información provisional para el segundo trimestre, proseguiría la pauta de desaceleración de los préstamos para vivienda y, como novedad, comenzaría a extenderse también a los destinados al resto de finalidades.



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

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

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

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

h. Recursos propios valorados a precios de mercado.

i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB	2002	2003	2004	2005	2006				2007
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,0	-7,2	-7,6	-7,8	-7,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,5	-3,9	-5,3	-8,4	-9,3	-10,0	-10,6	-10,4	-10,8
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,2	-4,1	-4,6	-7,0	-7,7	-7,6	-8,5	-8,9	-9,2
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,7	0,1	-0,6	-1,3	-1,6	-2,4	-2,1	-1,5	-1,6
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Administraciones Públicas	-0,3	0,0	-0,2	1,1	1,7	2,1	2,2	1,8	2,1
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,6	-8,3	-8,9	-10,9	-14,0	-14,4	-15,7	-15,8	-13,6

FUENTE: Banco de España.

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

La adquisición de activos financieros por parte de los hogares mostró también cierta moderación y, según la información relativa al primer trimestre de 2007, alcanzó el 11,2% del PIB en términos acumulados anuales, 0,7 pp menos que el dato de final del año anterior (véase cuadro 6). El desglose por instrumentos revela que se mantuvo la preferencia por aquellos con un menor perfil de riesgo (efectivo y depósitos). En particular, siguieron avanzando de modo destacado los depósitos a plazo, que se encuentran incluidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija, en detrimento de las participaciones en fondos de inversión, que presentaron unas suscripciones netas negativas por un importe del 0,5% del PIB. Las familias siguieron, asimismo, vendiendo acciones en términos netos, aunque por un reducido importe, al tiempo que se mantuvo el peso del nuevo ahorro materializado en reservas técnicas de seguros (1,6% del PIB).

La tasa de expansión de la financiación a los hogares continuó siendo superior a la de sus rentas, por lo que, según la información disponible para el primer trimestre, la ratio de endeudamiento habría vuelto a aumentar y se situaría por encima del 125% de la RBD de las familias (véase gráfico 25). Hasta finales de 2005, los efectos del avance de los pasivos sobre la carga financiera venían siendo parcialmente amortiguados por descensos en los tipos de interés y por el alargamiento de los plazos de vencimiento. Mientras que en el caso de este último factor se continúan agotando los márgenes disponibles, el coste de los recursos ha iniciado una senda alcista, cuyos efectos sobre la ratio de carga se van completando progresivamente. El porcentaje de la renta destinada al servicio de la deuda se incrementó en los primeros meses del año hasta algo más del 16% de la RBD y, de acuerdo con la información provisional disponible, entre los meses de abril y junio habría proseguido el crecimiento tanto de esta ratio como de la de endeudamiento.

La recuperación de la tasa de ahorro bruto durante el primer trimestre del año hizo que, a pesar de la expansión de la carga, la capacidad de ahorro del sector tras descontar los pagos vinculados a su pasivo se elevase ligeramente. Asimismo, el avance en la riqueza neta de los hogares fue similar al del PIB, de manera que la ratio entre ambas magnitudes se mantuvo estable en registros confortables, por encima del 600%.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, las condiciones de financiación también se endurecieron durante el segundo trimestre de 2007. Así, el indicador sintético del coste marginal de los nuevos fondos recibidos por las empresas se situó en el 5,2 % en mayo, 12 pb más que el dato de

% del PIB	2003	2004	2005	2006		2007
				III TR	IV TR	I TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,6	9,4	10,3	10,9	11,9	11,2
Medios de pago	4,1	3,9	-13,1	3,2	3,2	2,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	18,9	4,7	5,9	6,6
Acciones y otras participaciones (b)	0,5	0,3	0,2	-0,5	-0,8	-0,1
Fondos de inversión	2,3	1,5	1,9	0,8	0,2	-0,5
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,8	1,9	1,5	1,6	1,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6
<i>De jubilación</i>	0,9	0,8	1,0	0,7	0,8	0,8
Resto	0,1	0,6	0,5	1,1	1,8	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	8,5	10,1	11,6	13,0	13,4	12,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,2	10,8	12,3	13,2	13,1	12,5
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	7,0	8,7	10,3	10,2	9,9	9,3
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	2,1	2,2	3,0	3,2	3,2
Resto	-0,7	-0,8	-0,7	-0,2	0,3	0,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	12,1	12,3	17,2	22,1	22,8	19,6
Medios de pago	0,9	1,0	2,0	2,5	2,2	1,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,3	1,5	2,3	2,4	2,8
Acciones y otras participaciones	7,4	6,4	7,1	10,9	10,4	7,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,5	3,8	3,9	7,3	6,8	4,2
Resto	2,6	4,7	6,6	6,4	7,8	7,2
Operaciones financieras (pasivos)	16,2	16,9	24,2	30,6	31,7	28,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,1	8,3	12,9	16,5	17,8	17,8
Préstamos exteriores	2,6	0,7	2,1	3,5	3,3	1,2
Valores de renta fija (d)	-0,2	0,0	0,3	1,6	1,8	1,2
Acciones y otras participaciones	5,1	4,4	3,6	3,3	2,3	2,4
Resto	2,5	3,5	5,3	5,6	6,5	6,2
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	15,8	16,3	21,2	24,3	24,2	21,1
Hogares e ISFLSH	19,1	20,2	20,9	20,6	19,6	18,3
Sociedades no financieras	13,4	13,2	21,4	27,4	27,9	23,3

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

marzo. Este incremento proviene fundamentalmente de la evolución del tipo de interés de las emisiones de renta fija a corto y, sobre todo, a largo plazo (que aumentaron más de 30 pb), ya que los tipos de interés bancarios ascendieron de forma moderada y el coste de los recursos propios mostró cierto descenso.

En este contexto, las sociedades redujeron el ritmo de expansión de su endeudamiento, que en marzo tuvo una tasa de incremento interanual del 23%, 4 pp inferior a la de finales del año anterior. Sin embargo, esta disminución se debe, en gran medida, a un efecto base y, de hecho, según la información provisional del segundo trimestre, la financiación de las empresas

habría mantenido una tasa de crecimiento similar a la de marzo, gracias, principalmente, al dinamismo de los créditos bancarios y de los préstamos exteriores.

Por actividades productivas, la información más reciente (referida al primer trimestre de 2007) evidencia los primeros síntomas claros de desaceleración en los fondos destinados a las ramas inmobiliaria y de la construcción, aunque las tasas de avance siguen siendo elevadas (46% y 30%, frente al 51% y al 33% de diciembre de 2006). En el resto de sectores, la financiación bancaria se incrementó de forma moderada, si bien en algunos casos, como en la industria, el ritmo de crecimiento interanual experimentó un ligero ascenso.

Por su parte, el volumen de las operaciones de activo de las sociedades mostró un claro retroceso y supuso en marzo el 20% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (3 pp menos que en el trimestre anterior). Aunque este descenso se observó en todas las partidas —con la excepción de la de otros depósitos y valores de renta fija—, fueron las adquisiciones de renta variable y, dentro de estas, las dirigidas al exterior las que experimentaron una disminución más significativa. Sin embargo, al igual que en el caso de la financiación, esta evolución se encuentra condicionada por el efecto de una operación singular fechada a comienzos de 2006.

La información de las cuentas financieras para el primer trimestre de 2007 refleja un nuevo avance en las necesidades de financiación de las sociedades, que rebasaron el 9% del PIB en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, mostró un descenso significativo ligado con los cambios en las inversiones en el exterior (véase cuadro 5).

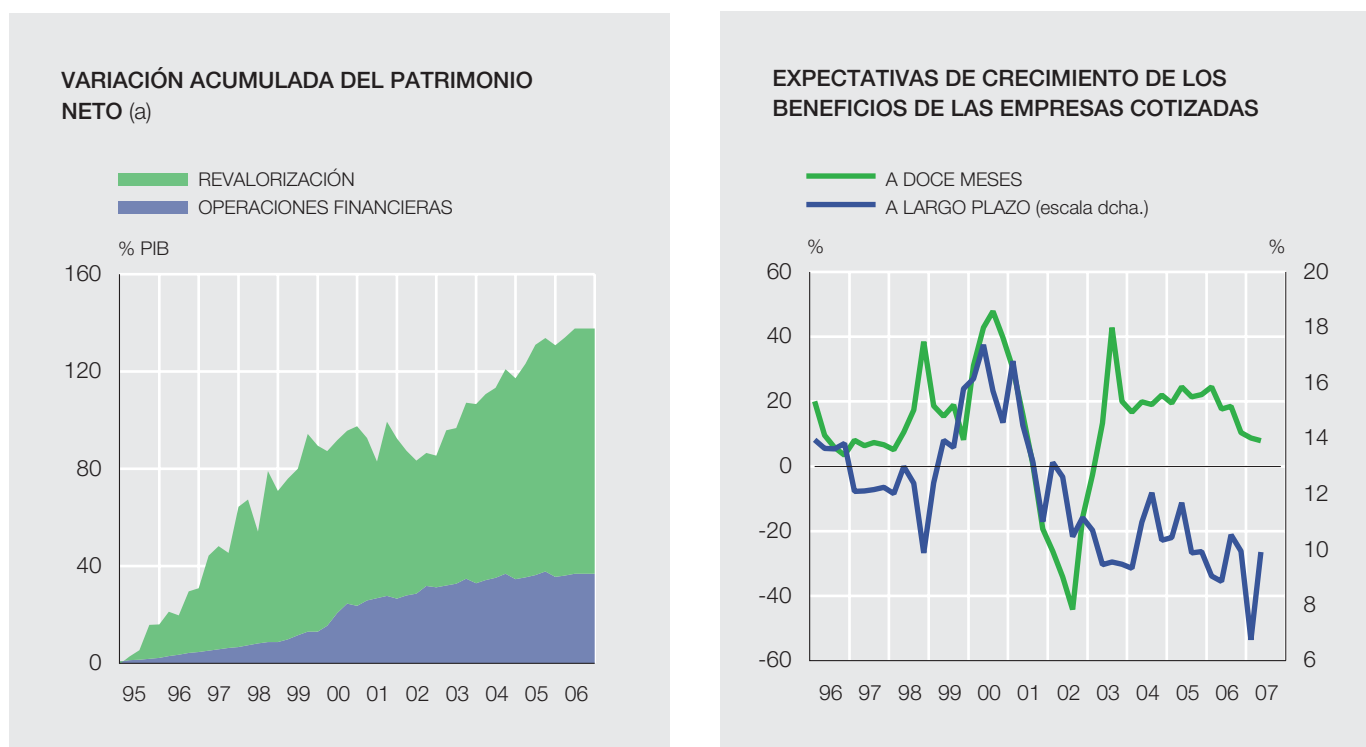
El avance del recurso a la financiación ajena por parte de las empresas, junto con el incremento del coste medio de los saldos vivos de esos fondos, produjo un nuevo ascenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector, que habría continuado durante el segundo trimestre. En cuanto a la evolución de sus rentas, los datos más recientes, correspondientes al primer trimestre, reflejan un mantenimiento de la rentabilidad del capital.

En el caso de las empresas colaboradoras con la CBT, la última información disponible, correspondiente a los tres primeros meses de 2007, apunta a un moderado avance en la proporción de ingresos destinados al servicio de la deuda. Asimismo, en esta muestra de sociedades, entre las que predominan las de mayor dimensión, se produjo un ligero descenso en la ratio de endeudamiento, que tuvo mayor intensidad en el caso de los grandes grupos empresariales. Por su parte, la rentabilidad agregada de los recursos propios se redujo algo, aunque se mantuvo en valores elevados (próximos al 14%), evolución que fue compatible con una nueva mejoría en el sector industrial. Como consecuencia del efecto conjunto de estas variables, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo permanecieron en valores similares a los del cierre de 2006.

Por último, las previsiones de los analistas sobre el incremento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas tanto a largo como a corto plazo no experimentaron cambios significativos, si bien en el primer caso se observó cierta mejoría respecto al trimestre anterior (véase gráfico 27).

#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

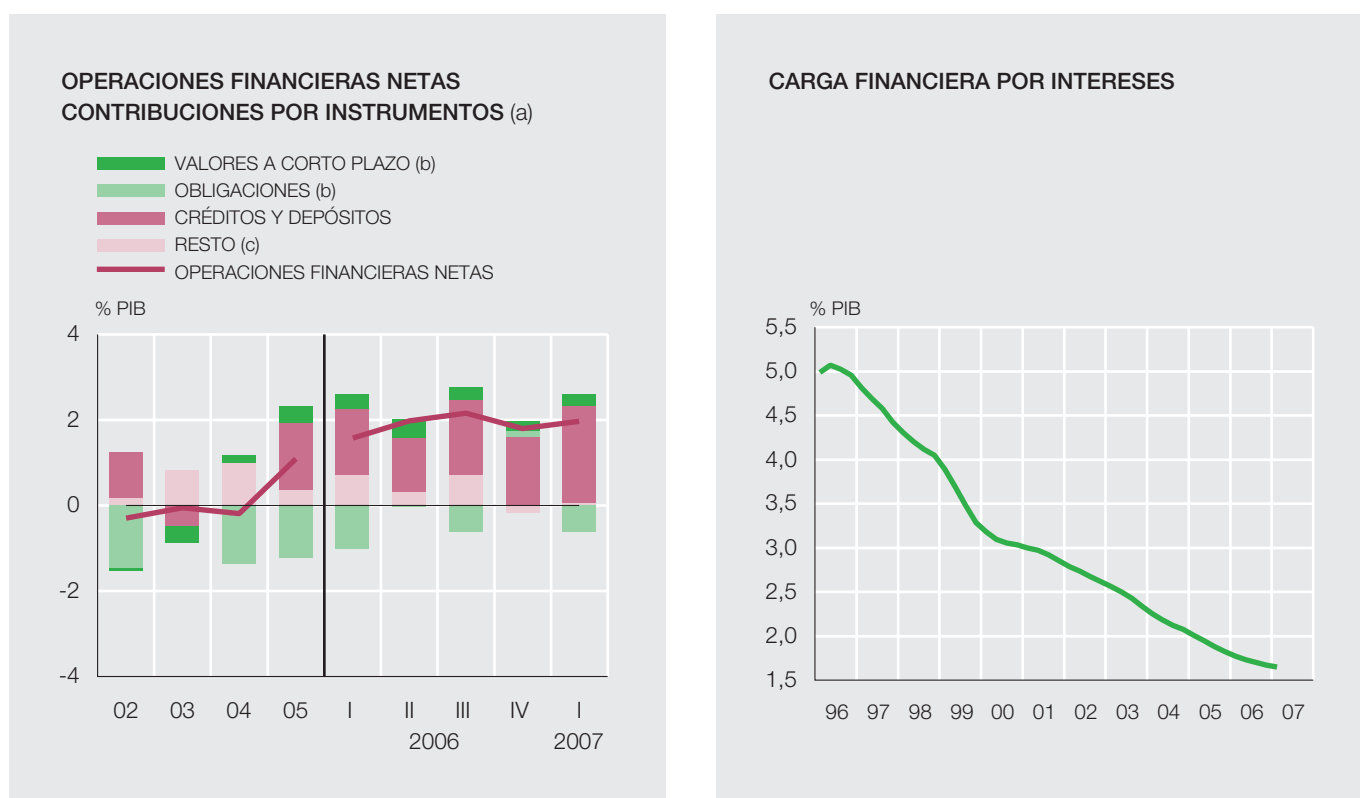
En los tres primeros meses del año, las AAPP mejoraron su capacidad de financiación, de modo que en marzo suponía el 2,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, tres décimas más que la registrada al final del año anterior (véase gráfico 28). Por instrumentos, el sector llevó a cabo una amortización neta de títulos a corto plazo, mientras que la emisión



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.

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**



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.

% del PIB	2003	2004	2005	2006		2007
				III TR	IV TR	I TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-7,6	-7,8	-7,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,1	13,3	18,4	19,0	16,8	14,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,2	4,8	5,5	7,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,2	3,5	3,4	6,2
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,8	0,8	-1,2	-1,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	-0,3	-2,0	-1,5
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,5	0,3	2,2	0,8	0,7	0,5
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	5,2	10,1	9,3	5,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,5	3,8	3,9	7,3	6,8	4,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,1	0,8	0,9	1,7	1,2	0,2
Préstamos	0,3	0,8	1,1	1,7	2,1	0,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,0	18,2	25,0	26,6	24,6	22,0
Depósitos	6,9	1,7	5,7	0,8	0,3	0,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	1,3	0,6	0,4
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,8	21,6	21,4	20,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,0	2,7	0,2	1,6	1,3	1,0
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	8,1	7,8	6,8
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	2,8	5,1	9,3	11,9	12,3	12,7
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,9	0,3	-0,8	-0,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,3	1,7	1,0	0,4	-1,1	-0,3
Préstamos	2,8	1,3	2,3	3,7	3,5	1,4
Otros (neto) (c)	-0,9	-0,6	-0,9	-1,4	-0,9	-0,7
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,3	5,8	3,7	7,5	7,3	4,8
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,2	2,6	1,6	1,7

FUENTE: Banco de España.

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

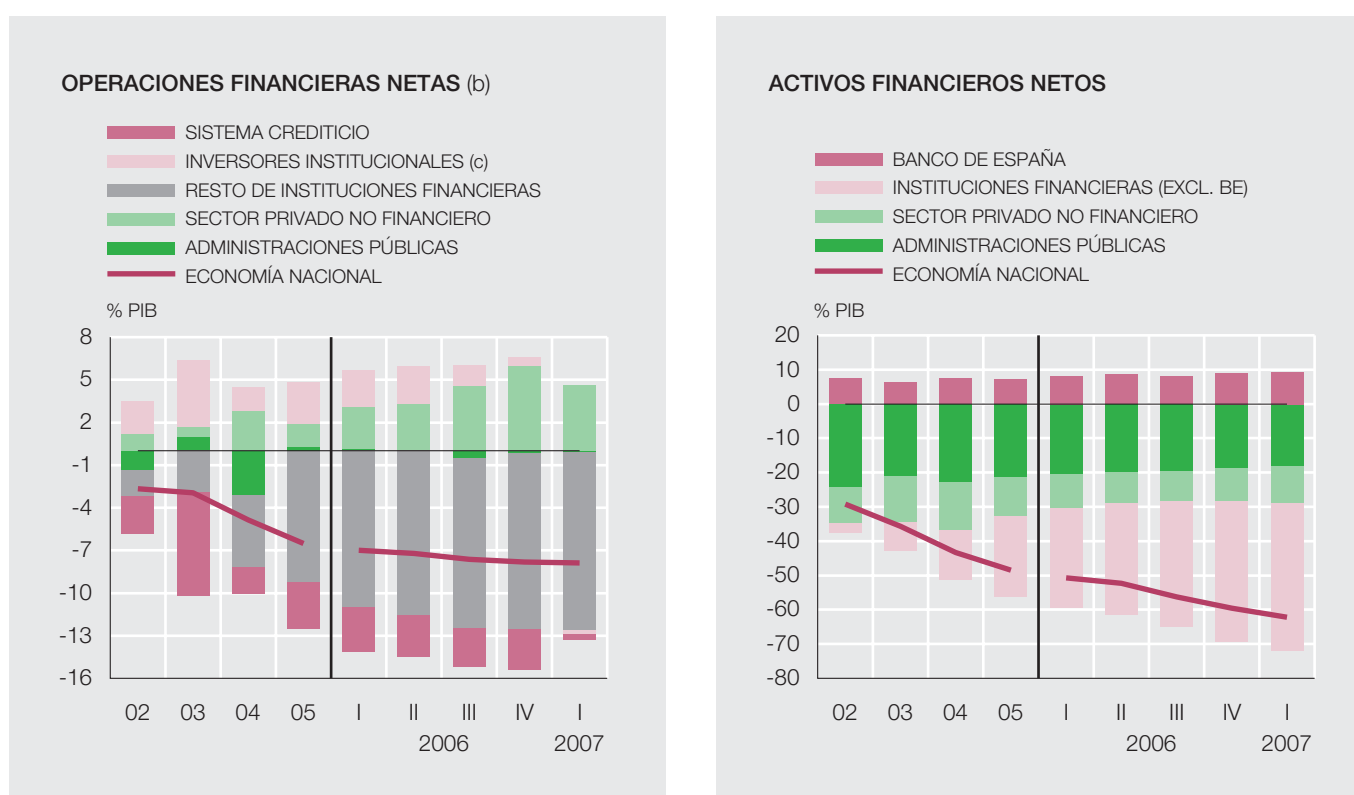
b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

neta de valores a largo plazo fue positiva. En paralelo, se produjo un ascenso de las inversiones materializadas en depósitos, junto con una contracción del volumen de préstamos, por lo que la partida que recoge la variación en el saldo neto de estos dos conceptos continuó presentando un signo positivo equivalente al 2,3% del PIB. Por último, a pesar del encarecimiento de la financiación, se mantuvo la trayectoria descendente de los pagos por intereses en relación con el PIB, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento.

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el primer trimestre de 2007 aumentó el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 7,9% del PIB, una décima más que lo observado a finales del 2006. Esta evolución fue el resultado de las



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.

mayores necesidades de fondos de los hogares y, en especial, de las sociedades, que no fueron compensadas por la mejoría en el ahorro de las AAPP.

La adquisición de activos exteriores se redujo hasta el 14,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. Por instrumentos, las variaciones más relevantes fueron el incremento de los importes asociados a activos líquidos recogidos en la partida de efectivo y depósitos y, sobre todo, el descenso de los flujos vinculados con la adquisición de acciones y participaciones. En este sentido, la inversión directa de España en el exterior presentó un retroceso durante el primer trimestre y supuso el 4,8% del PIB en términos acumulados de doce meses, 2,5 pp menos que la cifra de finales del año anterior.

Las entradas netas de capital necesarias para financiar tanto la brecha entre el ahorro y la inversión nacional como la adquisición de activos financieros en el exterior ascendieron en el primer trimestre al 22% del PIB en términos acumulados de doce meses, cifra 2,6 pp inferior a la de finales del año precedente (véase cuadro 7). La mayor parte de estos fondos se materializó en valores distintos de acciones. El flujo de adquisiciones de acciones y participaciones por parte de no residentes, de hecho, volvió a presentar un signo negativo, aunque inferior, en relación con el PIB, al del trimestre anterior, gracias a un cierto avance de la inversión directa del exterior en España. Por último, volvió a contraerse la financiación captada mediante los préstamos bancarios.

El análisis de estos flujos en términos netos y por agentes muestra que el grueso de los recursos captados del resto del mundo se canalizó, de nuevo, a través de los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras especializadas en la emisión de valores (véase gráfico 29). El sistema crediticio también contribuyó a esa canalización de recursos exteriores, aunque los nuevos pasivos acumulados en términos netos resultaron 2,5 pp de PIB inferiores al registro del trimestre anterior. Por último, hay que señalar que, contrariamente

a lo habitual, los inversores institucionales se deshicieron, en términos netos, de activos frente a no residentes.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el exterior y las modificaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, se produjo un nuevo incremento en el saldo de pasivos netos acumulados frente al exterior (véase gráfico 29). Este incremento proviene principalmente del aumento en la posición deudora neta de las instituciones financieras, entre las que, como se ha comentado, los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras especializadas en la emisión de valores siguen desempeñando un papel central en la canalización del ahorro del resto del mundo hacia nuestra economía.

27.7.2007.



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

### Introducción

La productividad es una variable crucial para el crecimiento a largo plazo de la economía. Dada su importancia, la investigación económica ha tratado de profundizar en el análisis de sus determinantes mediante diversas aproximaciones. En los últimos años han aparecido varios trabajos que analizan la productividad empresarial en el ámbito microeconómico, a medida que han empezado a estar disponibles nuevas bases de datos. Algunos de estos estudios se han centrado en tratar de comprender los determinantes de la entrada y salida de empresas en los países desarrollados, así como su comportamiento —en términos de supervivencia y crecimiento— tras su entrada en el mercado<sup>1</sup>.

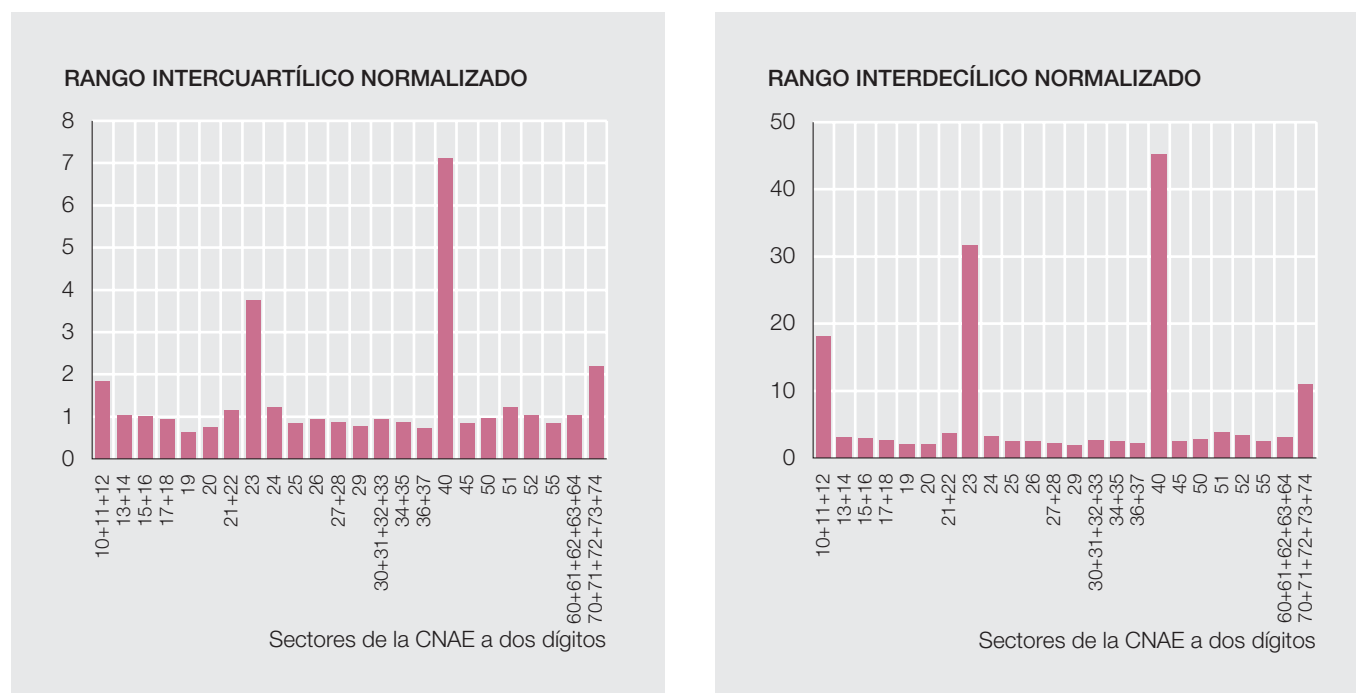
Para el caso español, existen pocos estudios sobre la productividad en el ámbito microeconómico, y en particular sobre la relación de esta variable con la demografía empresarial. Los trabajos disponibles están, además, basados en encuestas que recogen exclusivamente datos relativos al sector manufacturero. En la medida en que el sector servicios se ha convertido en el de mayor peso de la economía, y dado que la demografía empresarial y su relación con la productividad pueden ser diferentes en dicho sector, este enfoque puede considerarse incompleto.

Esta carencia se ha visto paliada por la construcción de una nueva base de datos de empresas que operan en todos los sectores de la economía de mercado, que combina la información del Directorio Central de Empresas (DIRCE) y la de la Central de Balances (CB) del Banco de España, que a su vez incorpora información proveniente del Registro Mercantil. La base de datos contiene información de entre 100.000 y 200.000 empresas cada año entre 1996 y 2003, de todos los sectores de la economía de mercado<sup>2</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<sup>3</sup>.

La información disponible en esta base de datos permite analizar dos aspectos de la productividad empresarial que resultan novedosos en relación con la literatura existente: el estudio de esta variable en el sector servicios y el papel que desempeñan las pequeñas empresas. Este artículo resume los principales resultados de dicho análisis. En primer lugar, en la sección siguiente se presentan algunos rasgos relativos a la dispersión de los niveles de productividad del trabajo de las empresas, así como a su dinámica temporal. A continuación se cuantifica la importancia de cada tipo de empresa —entrantes, salientes, pequeñas, grandes, etc.— en el proceso de crecimiento de la productividad en el ámbito empresarial. Finalmente, la última sección presenta algunas conclusiones.

---

1. Véanse, por ejemplo, Foster, Haltiwanger y Krizan (1998) o Scarpetta et al. (2002). Este último se enmarca dentro de un proyecto de demografía empresarial de alcance internacional, desarrollado en la OCDE, denominado «The OECD Firm-Level Study». 2. Las empresas que se incluyen anualmente en la base de datos son las que ofrecieron información al Registro Mercantil, y siempre que, adicionalmente, a través de diversos filtros aplicados se compruebe que dicha información sea legible y coherente. Dado que el cumplimiento o no de estos filtros por parte de una determinada empresa no responde a criterios de representatividad, todos los resultados del artículo se han calculado utilizando factores de elevación. 3. En López-García, Puente y Gómez (2007), de próxima publicación, se describe con más detalle la construcción de esta nueva base de datos, denominada Base de Datos de Demografía Empresarial y Productividad del Banco de España.



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

### **Dispersión y persistencia de la productividad empresarial**

Uno de los resultados más recurrentes de los estudios de demografía empresarial referidos a otros países es la existencia de una gran dispersión en la productividad del trabajo entre empresas. Este resultado se mantiene incluso para las empresas dentro de un mismo sector, definido este a un nivel de desagregación elevado.

El caso español no parece ser una excepción a este respecto. Para analizar esta cuestión se ha calculado la productividad del trabajo de las empresas de la base de datos, agrupando las empresas por sectores de actividad, a un nivel de desagregación de 24 sectores (que se corresponde con la desagregación en grandes sectores empleada por la CB). Con posterioridad, se obtiene el rango intercuartílico, normalizado por el valor absoluto del primer cuartil<sup>4</sup>, para cada sector. Como muestra el primer panel del gráfico 1, el valor medio de esta variable se situó en torno a 1 en el período 1996-2003 en la mayoría de los sectores<sup>5</sup>, lo que significa que una empresa cualquiera que se encuentra dentro del 25% de empresas más productivas de su sector es, al menos, el doble de productiva que una empresa perteneciente al 25% menos productivo de dicho sector. Esta elevada dispersión se mantiene también si se utiliza el rango interdecílico normalizado<sup>6</sup>, como ilustra el segundo panel del gráfico 1. Teniendo en cuenta el nivel de desagregación sectorial considerado, este grado de dispersión puede considerarse elevado y en línea con lo encontrado para otros países<sup>7</sup>.

Además de estas diferencias en media entre las empresas más y menos productivas, es interesante estudiar la evolución a lo largo del tiempo de la ordenación relativa de las empresas de acuerdo con su productividad. Para efectuar el análisis de esta dinámica (véase cuadro 1),

4. El rango intercuartílico se define como la diferencia entre la productividad de la empresa que es más productiva que el 75% de las empresas (tercer cuartil), menos la productividad de la empresa que es más productiva que el 25% de las empresas (primer cuartil), y proporciona por tanto una medida absoluta de dispersión, sin verse afectado por los valores muy extremos de la distribución. Al reescalarlo por el valor absoluto del primer cuartil, se obtiene una medida de dispersión relativa. 5. Las excepciones son los sectores «Extracción de productos energéticos y otros minerales» (sectores 10 a 14 de la CNAE), «Coquerías, refino y combustibles nucleares» (sector 23 de la CNAE), «Energía eléctrica, agua y gas» (sectores 40 y 41 de la CNAE) e «Inmobiliarias y servicios empresariales» (sectores 70 a 74 de la CNAE), que tienen un rango intercuartílico medio normalizado de 2, 4, 7 y 2, respectivamente. 6. La definición de rango interdecílico es análoga a la de rango intercuartílico: mide la diferencia entre la productividad de la empresa que es más productiva que el 90% de las empresas (noveneno decil), menos la productividad de la empresa que es más productiva que el 10% de las empresas (primer decil). 7. Diversos estudios referidos al sector manufacturero de Estados Unidos y del Reino Unido muestran que el rango interdecílico normalizado es también elevado (entre 1,5 y 2), pero algo menor que el ilustrado en el gráfico 1, referido a España.

%		QUINTILES DE PRODUCTIVIDAD EN 2002					Salidas (c)
		1	2	3	4	5	
QUINTILES DE PRODUCTIVIDAD EN 1997	1	36,5	27,6	15,7	12,3	7,8	70,2
	2	18,6	33,1	25,9	14,9	7,5	45,6
	3	9,2	22,3	31,5	24,6	12,4	38,7
	4	4,8	11,8	22,2	35,3	25,9	35,4
	5	5,0	6,8	10,7	22,6	54,8	29,3
Entradas (d)		80,1	68,7	64,1	60,7	58,5	

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

a. Excluye agricultura y servicios de intermediación financiera y de no mercado.

b. Distribución porcentual según quintiles de productividad en 2002 del número de empresas que en 1997 estaban en un determinado quintil, condicionada a que la empresa siguiera viva en 2002.

c. Porcentaje de empresas que en 1997 estaban en un determinado quintil y que desaparecieron entre 1998 y 2002.

d. Porcentaje de empresas que en 2002 estaban en un determinado quintil y que se crearon entre 1997 y 2001.

se representan tres tipos de distribuciones de empresas. En primer lugar, se calcula la distribución de las empresas por quintiles en relación con la productividad del trabajo en el año 2002, condicionada al quintil al que dichas empresas pertenecían en 1997 y a que siguieran operativas en 2002. De esta información se obtiene el resultado de que, a pesar que hayan transcurrido cinco años, las empresas que en 1997 estaban en un determinado quintil tendieron a permanecer en dicho quintil, como demuestran los elevados valores que toman las probabilidades de la diagonal principal en el cuadro 1. Esta persistencia es especialmente intensa en el último quintil (el más productivo), donde más de la mitad (54,8%) de las empresas que permanecieron activas en el período analizado no cambiaron de quintil.

En segundo lugar, se calcula la proporción de empresas que salieron del mercado en algún momento entre los años 1998 y 2002, condicionada al quintil al que la empresa pertenecía en 1997 (véase la última columna del cuadro 1). Los resultados muestran que, cuanto mayor era la productividad de una empresa en 1997, mayor es la probabilidad de que dicha empresa siga operativa en 2002. Por ejemplo, la proporción de empresas pertenecientes al primer quintil (el de menor productividad) en 1997 que se han dado de baja en algún momento hasta 2002 es del 70,2%. Este porcentaje se reduce al 29,3% en las empresas incluidas en el último quintil (el de mayor productividad) en 1997.

Finalmente, la fila inferior del cuadro 1 muestra la proporción de empresas que, estando activas en 2002 en un determinado quintil de productividad, han nacido entre 1997 y 2001. En este caso, se observa una tendencia de las empresas con pocos años de edad a situarse en los quintiles menos productivos, aunque de forma menos acusada que en el caso de las bajas.

De toda esta información se puede concluir, por tanto, que la productividad del trabajo en las empresas españolas muestra una elevada dispersión, incluso a niveles altos de desagregación sectorial, y que su posición relativa respecto a la productividad es persistente<sup>8</sup>.

<sup>8</sup>. Véase Foster, Haltiwanger y Krizan (2005) para un análisis de la persistencia aplicado solo al sector del comercio al por menor entre 1987 y 1997 en Estados Unidos.

Las características microeconómicas del tejido empresarial de una economía pueden ser muy importantes a la hora de entender el proceso de crecimiento de la productividad. En particular, es interesante estudiar la contribución al crecimiento de la productividad de las empresas entrantes y de las salientes, así como de las que permanecen. También es relevante el análisis de la contribución diferencial de las empresas pequeñas y grandes, en particular en el caso de la economía española, dado que nuestro tejido empresarial se caracteriza por la existencia de un porcentaje elevado de empresas pequeñas<sup>9</sup>. Finalmente, el análisis sectorial puede también aportar información sobre los determinantes de la productividad. En algunos sectores las inversiones y la expansión de las empresas ya establecidas pueden ser los factores relevantes a la hora de explicar el crecimiento de productividad del sector, mientras que en otros sectores, como aquellos más innovadores, podrían ser las nuevas empresas que incorporan las tecnologías más novedosas las que jueguen un papel más importante.

Para efectuar este análisis se parte de la descomposición contable del crecimiento de la productividad agregada<sup>10</sup>. Dicha descomposición permite calcular la contribución al crecimiento de la productividad agregada de las empresas ya establecidas, así como de las de nueva creación y de las salientes<sup>11</sup>. Por una parte, las empresas establecidas pueden contribuir al crecimiento de la productividad de dos maneras diferentes: en primer lugar, a través de su reorganización, la realización de nuevas inversiones y, en general, todas aquellas actividades que permitan el crecimiento de su propia productividad. En segundo lugar, a través de la reasignación de recursos productivos desde las empresas menos productivas hacia las más productivas. Por otra parte, las nuevas empresas contribuirán de manera positiva (negativa) al crecimiento agregado de la productividad siempre que entren en el mercado con un nivel de productividad superior (inferior) al nivel medio de las empresas ya establecidas. Por último, cuando las empresas salientes se cuenten entre las menos (más) productivas del mercado, su cierre también contribuirá de forma positiva (negativa) al crecimiento agregado de la productividad.

El cuadro 2 muestra el resultado de la mencionada descomposición del crecimiento de la productividad, tanto para el total de la economía de mercado como para la industria, la construcción y los servicios. La primera columna, con información referente a empresas que operan en toda la economía, pone en evidencia que en España, al igual que en otros países desarrollados, la contribución de las empresas ya instaladas, a través, principalmente, de su propio crecimiento de la productividad, es el motor del crecimiento agregado de esta variable. Dicha aportación positiva se ve parcialmente compensada por una productividad de las nuevas empresas inferior a la productividad media de las empresas ya instaladas. Estos resultados ya han sido puestos en evidencia en otros estudios empíricos similares realizados en España<sup>12</sup>, y son coherentes con una situación en la que las empresas de nueva creación inician su actividad con un nivel de productividad reducido, que aumenta conforme la empresa acumula experiencia y aprendizaje. Por otro lado, se observa una contribución negativa de las empresas salientes, lo que es difícil de explicar desde un punto de vista teórico, dado que es de esperar que aquellas empresas que desaparecen sean las menos productivas y que, por lo tanto, su salida del mercado genere un efecto positivo sobre la productividad agregada. Una posible explicación a este resultado es que las empresas salientes menos productivas tengan menores incentivos a proporcionar sus datos al Registro Mercantil, lo que podría estar sesgando

---

9. Véanse Núñez (2004) y Gordo, Jareño y Urtasun (2006). 10. Esta información se incluyó parcialmente en el *Informe Anual 2006* de Banco de España (recuadro 5.3). En esta sección se amplía el grado de desagregación sectorial de la información allí presentada. 11. Para una descripción más detallada de esta metodología, véase Foster, Haltiwanger y Krizan (1998). En López-García, Puente y Gómez (2007) se extiende dicha metodología al cálculo de la contribución de empresas por tamaños. 12. Véase una descomposición similar para empresas manufactureras en Jimeno y Sánchez (2006).

	Total economía (a)	Industria	Servicios (b)	Construcción
Crecimiento total	-0,14	0,53	-0,24	-0,64
Debido a:				
Crecimiento de las empresas ya establecidas (c)	1,29	1,66	1,00	-0,02
<i>Con 20 empleados o menos</i>	0,20	0,19	0,25	-0,11
<i>Con más de 20 empleados</i>	1,09	1,47	0,75	0,09
Reasignación de pesos entre empresas (d)	-0,28	-0,33	-0,15	-0,05
Contribución de empresas entrantes (e)	-0,76	-0,04	-0,90	-0,95
<i>Con 20 empleados o menos</i>	-0,65	-0,44	-0,62	-0,57
<i>Con más de 20 empleados</i>	-0,12	0,40	-0,28	-0,38
Contribución de empresas salientes (f)	-0,40	-0,76	-0,19	0,39
<i>Con 20 empleados o menos</i>	0,28	0,21	0,28	0,26
<i>Con más de 20 empleados</i>	-0,67	-0,97	-0,47	0,12

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

- a. Excluye agricultura y servicios de intermediación financiera y de no mercado.
- b. Excluye servicios de intermediación financiera y de no mercado.
- c. La contribución es positiva cuando las empresas aumentan su propio nivel de productividad.
- d. La contribución es positiva cuando existe una reasignación de recursos hacia empresas más productivas que la media.
- e. La contribución es positiva cuando las empresas que entran tienen un nivel de productividad mayor que el de la media.
- f. La contribución es positiva cuando las empresas que salen tienen un nivel de productividad menor que el de la media.

artificialmente los datos disponibles hacia empresas salientes más productivas. Finalmente, la reasignación de pesos entre empresas establecidas tiene una contribución algo negativa al crecimiento de la productividad, lo que podría venir explicado por un proceso de reasignación sectorial hacia sectores más intensivos en trabajo.

El patrón de crecimiento descrito, correspondiente al total de la economía, esconde diferencias por sectores. En primer lugar, el crecimiento de la productividad es mucho mayor en la industria que en los servicios o la construcción. A la hora de analizar cuál de los componentes antes mencionados es el responsable de dichas diferencias, se observa que, tanto en la industria como en los servicios, las empresas establecidas son las que más contribuyen al crecimiento de la productividad, si bien dicha contribución es mayor en el sector industrial. Por otro lado, la contribución de las empresas entrantes es muy diferente, ya que en el sector industrial estas empresas tienen una productividad aproximadamente igual a la de las ya establecidas, incluso desde su primer año de actividad —lo que sugiere que las inversiones iniciales son relativamente importantes en este sector—, mientras que en los servicios las empresas nuevas entran con una productividad inferior a la media y, por tanto, contribuyen negativamente al crecimiento agregado de la productividad en el sector. Estos dos factores, que ayudan a explicar las diferencias en el crecimiento de la productividad de ambos sectores, se ven parcialmente compensados por la contribución de las salidas, que, aun siendo negativa en ambos sectores, es más intensa en la industria. Finalmente, el sector de la construcción —el que menor crecimiento de la productividad presenta— muestra un comportamiento muy diferente. En particular, la contribución de las empresas ya establecidas es prácticamente nula, lo que explica en gran medida su menor crecimiento de la productividad, mientras que la de las empresas salientes pasa a ser positiva. Por último, conviene resaltar que la contribución de la reasignación de pesos entre empresas ya establecidas sigue siendo negativa en los tres sectores, lo que sugiere de nuevo la existencia de un proceso de reasignación de recursos hacia subsectores más intensivos en trabajo, incluso dentro de los grandes sectores.

	Comercio y reparación	Hostelería	Transporte	Correos y telecomunic.	Inmobiliarias y serv. empres.
Crecimiento total	0,02	-0,89	-0,13	-0,29	-1,90
Debido a:					
Crecimiento de las empresas ya establecidas (a)	0,28	0,09	2,16	6,85	0,15
Con 20 empleados o menos	0,05	-0,02	0,54	0,70	-0,15
Con más de 20 empleados	0,23	0,10	1,62	6,15	0,30
Reasignación de pesos entre empresas (b)	0,05	0,01	-0,32	0,66	-0,80
Contribución de empresas entrantes (c)	-0,48	-1,19	-0,45	-2,23	-1,45
Con 20 empleados o menos	-0,48	-0,97	-0,42	-0,94	-0,50
Con más de 20 empleados	0,00	-0,22	-0,04	-1,29	-0,95
Contribución de empresas salientes (d)	0,17	0,21	-1,51	-5,57	0,20
Con 20 empleados o menos	0,24	0,46	0,19	0,67	0,13
Con más de 20 empleados	-0,07	-0,25	-1,70	-6,24	0,07

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

- a. La contribución es positiva cuando las empresas aumentan su propio nivel de productividad.
- b. La contribución es positiva cuando existe una reasignación de recursos hacia empresas más productivas que la media.
- c. La contribución es positiva cuando las empresas que entran tienen un nivel de productividad mayor que el de la media.
- d. La contribución es positiva cuando las empresas que salen tienen una productividad menor que el de la media.

En cuanto a las diferencias entre las empresas según su tamaño, se encuentran dos resultados principales, muy coherentes en todos los sectores económicos. En primer lugar, la contribución positiva de las empresas ya instaladas viene causada, en su mayor parte, por el crecimiento de la productividad de las empresas grandes, ya que las pequeñas presentan una contribución mucho menor tanto en el agregado como por sectores<sup>13</sup>. En segundo lugar, las grandes empresas presentan un nivel de productividad mayor entre las entrantes y entre las salientes, con la excepción del sector de la construcción. Dicha diferencia de comportamiento por tamaño es especialmente importante en las empresas entrantes en la industria, donde la contribución positiva de las grandes prácticamente compensa la contribución negativa de las pequeñas, y también en las empresas salientes en industria y servicios, donde la salida de grandes empresas con alta productividad es la causa de que la contribución total de las empresas salientes tome valores negativos. A la hora de interpretar estos resultados, hay que tener en cuenta que las fusiones, absorciones y escisiones de empresas ya establecidas se cuentan como salidas y entradas, normalmente de empresas grandes.

El sector servicios está compuesto por ramas de actividad de muy diferente naturaleza. Por esta razón, en el cuadro 3 se muestra el ejercicio de descomposición del crecimiento de la productividad para sus principales subsectores (comercio y reparación; hostelería; transporte; correos y telecomunicaciones y, por último, inmobiliarias y servicios a empresas). Aun siendo el crecimiento de la productividad en todos ellos nulo o negativo, se encuentran importantes diferencias —incluso mayores que entre los tres grandes sectores—, que permiten clasificarlos en dos grupos. Por un lado, estarían los subsectores de «hostelería» y de «inmobiliarias y servicios empresariales», que presentan caídas significativas de la productividad, mientras que en el otro grupo estarían «comercio y reparación», «correos y telecomunicaciones» e «inmobiliarias y servicios empresariales», que muestran un crecimiento cercano a 0. La diferencia

<sup>13</sup>. Hay que tener en cuenta que una mayor contribución de las empresas grandes puede venir causada por un mayor crecimiento de la productividad de las empresas grandes, o bien por un mayor peso relativo de estas.

entre ambos grupos parece explicarse, en su mayor parte, por la contribución de las empresas establecidas, ya que, aun siendo positiva en todos los subsectores, es muy reducida en los subsectores con menor crecimiento de la productividad. Por el contrario, en los subsectores con crecimiento nulo, las empresas establecidas, y en especial las grandes<sup>14</sup>, contribuyen fuertemente al crecimiento. Finalmente, la contribución de la reasignación de pesos entre empresas ya establecidas pasa a ser positiva para tres de los cinco subsectores —«comercio y reparación», «hostelería» y «correos y telecomunicaciones», los tres subsectores con características más homogéneas—, lo que corroboraría la idea de que la contribución negativa de la reasignación de pesos entre empresas encontrada a mayores niveles de agregación podría ser fruto de un proceso de reasignación sectorial hacia actividades más intensivas en trabajo.

## Conclusiones

El análisis realizado en este artículo indica que la dispersión de los niveles de productividad entre empresas es muy elevada, incluso a niveles de desagregación sectorial altos. Este resultado sugiere que el análisis agregado del proceso de crecimiento de la productividad debe ser completado con estudios microeconómicos en el ámbito de empresa que permitan estudiar las causas que se hallan detrás de las diferencias encontradas. En segundo lugar, estas diferencias en niveles de productividad entre empresas son muy persistentes, lo que implica que las empresas con una productividad reducida encuentran difícil mejorar su posición relativa respecto al resto. Este resultado podría sugerir la existencia de posibles rigideces que impiden a las empresas reformar su proceso productivo con el fin de convertirse en más productivas.

Por otra parte, en cuanto a la contribución de los distintos tipos de empresas al crecimiento agregado de la productividad, el principal motor del crecimiento de la productividad se encuentra en las empresas ya establecidas, resultado especialmente relevante en el sector industrial —lo que ayuda a explicar su mayor crecimiento de la productividad en relación con los sectores de servicios y de construcción— y, dentro de los servicios, en los subsectores «transporte» y «correos y telecomunicaciones» —lo que permite explicar que su productividad caiga menos que en otros subsectores de servicios—. Por el contrario, las empresas entrantes contribuyen negativamente al crecimiento de la productividad, al iniciar sus actividades con un nivel de productividad inferior a la media (con la excepción del sector industrial, en el que la contribución de las empresas entrantes es cercana a 0). Esto es coherente con una situación en la que las sociedades entran en el mercado siendo poco productivas y mejoran sus niveles de productividad con posterioridad. Este resultado implica que parece importante profundizar en la comprensión del proceso de aprendizaje de las empresas en sus primeros años de vida, ya que es un determinante significativo de la tasa de crecimiento de la productividad agregada.

La dimensión sectorial de la descomposición del crecimiento de la productividad también permite identificar los componentes que están detrás de las diferencias entre sectores. Así, los resultados expuestos en este artículo sugieren que los sectores que comparativamente registran menores avances de productividad sufren, a su vez, de una muy reducida contribución de las empresas ya establecidas, como sucede en el sector de la construcción o en los subsectores de «hostelería» y de «inmobiliarias y servicios empresariales». Aunque es difícil establecer la dirección de la causalidad en esta relación, el resultado podría sugerir que en esos sectores las empresas ya establecidas encuentran impedimentos —o pocos incentivos— a mejorar su productividad.

---

14. Para interpretar este resultado debe tenerse en cuenta lo mencionado en la nota 13.

Finalmente, la contribución al crecimiento de la productividad de las empresas pequeñas es sustancialmente inferior a la de las empresas grandes, siendo dicha diferencia especialmente intensa en el sector industrial y, dentro de los servicios, en los subsectores «transporte» y «correos y telecomunicaciones». Este resultado podría explicar, al menos en parte, el reducido crecimiento de la productividad que se ha venido observando en la economía española en los últimos años, al ser el peso de las empresas pequeñas en el tejido empresarial español muy elevado.

17.7.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- FOSTER, L., J. HALTIWANGER y C. J. KRIZAN (1998). *Aggregate productivity growth: Lessons from microeconomic evidence*, NBER Working Paper n.º 6803.
- (2006). «Market Selection, Reallocation and Restructuring in the US Retail Trade Sector in the 1990s», *Review of Economics and Statistics*, 88, 4, pp. 748-758.
- GORDO, E., J. JAREÑO y A. URTASUN (2006). «Algunos rasgos estructurales del sector servicios en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- JIMENO, J. F., y R. SÁNCHEZ (2006). «La dinámica de la productividad de la industria española», en Segura (ed.), *La productividad en la Economía Española*, Editorial Fundación Ramón Areces.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., S. PUENTE y Á. L. GÓMEZ (2007). *Firm Productivity Dynamics in Spain*, de próxima publicación como documento de trabajo, mimeo, Banco de España.
- NÚÑEZ, S. (2004). «Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- SCARPETTA, S., P. HEMMINGS, T. TRESSEL y J. WOO (2002). *The Role of Policy and Institutions for Productivity and Firm Dynamics: Evidence from Micro and Industry Data*, OECD Working Paper n.º 329.

## LA EVOLUCIÓN EN LA UEM DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS EN LA RENTA

Este artículo ha sido elaborado por Esther Moral, de la Dirección General del Servicio de Estudios, y Véronique Genre, del Banco Central Europeo.

### Introducción

La tendencia decreciente que ha mostrado la participación de los salarios en la renta total en un elevado número de países —en particular, en la mayoría de los países del área del euro— ha sido objeto de numerosos estudios [por ejemplo, Giammarioli et al. (2002) o Bentolila y Saint-Paul (2003)], en un intento por determinar los factores que permiten explicar su evolución, así como las posibles consecuencias en términos del crecimiento económico. Dicha evolución parece responder a causas estructurales, más allá de otros factores, como perturbaciones de oferta y de demanda de trabajo, que, sin duda, afectan a su comportamiento cíclico. En presencia de rigideces nominales en la economía, la evolución cíclica de esta variable es potencialmente un indicador del grado de holgura del mercado de trabajo y de presiones inflacionistas subyacentes [véase Bridgen y Thomas (2003)], y, por tanto, es de interés para la política monetaria. Resulta, pues, de gran relevancia tratar de identificar los factores estructurales que han podido influir en la evolución de la participación salarial, para, de esa forma, poder aislar mejor los movimientos de carácter cíclico.

Aunque no existe una clara fundamentación teórica que justifique la existencia de un valor de equilibrio de la participación de los salarios en la renta, se ha observado empíricamente que, desde una perspectiva histórica, dicha variable parece tener un nivel relativamente estable [véase Prados de la Escosura y Rosés (2003)]. En este sentido, algunos analistas argumentan que factores como la liberalización gradual de los mercados de trabajo europeos pueden explicar la caída, de forma transitoria, de la participación de los salarios observada en el período reciente, la cual recuperaría su nivel previo una vez finalizados los efectos de estos procesos [véase Blanchard (1997 y 2005)]. Sin embargo, otros señalan que la disminución de esta variable podría ser un fenómeno más persistente, que refleje no solo el proceso generalizado de moderación salarial, sino también un cambio gradual y permanente en la composición sectorial de la economía hacia sectores menos intensivos en mano de obra, como el sector de servicios financieros y a empresas [véase De Serres et al. (2001)].

El objetivo de este artículo es, por tanto, analizar el comportamiento de la participación de los salarios en la renta en el área del euro y apuntar algunas de sus posibles causas, principalmente de carácter estructural. Para ello, se utilizan datos sectoriales procedentes de la base de datos EU KLEMS<sup>1</sup>, que se extienden de 1970 a 2004, y datos agregados de Contabilidad Nacional, que llegan hasta 2006.

El resto del artículo se organiza de la siguiente forma. En la segunda sección se describen los principales problemas asociados al cálculo de la participación de los salarios en la renta. En la sección tercera se analiza la evolución observada de dicha variable en la economía del área desde 1970, tanto a nivel agregado y por países como a nivel sectorial. Asimismo, se estudia el impacto que el cambio en la composición sectorial de la economía ha podido tener en la evolución de la participación salarial. La cuarta sección repasa algunos de los posibles deter-

---

1. La base de datos EU KLEMS (<http://www.euklems.net>), publicada en marzo de 2007, ha sido elaborada —con la financiación de la Comisión Europea— por investigadores pertenecientes a un consorcio de 16 instituciones europeas dirigido por el Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y el National Institute of Economic and Social Research (NIESR), con la finalidad de facilitar la medición del crecimiento económico y sus fuentes en el ámbito industrial para los países miembros de la Unión Europea.

minantes de largo plazo de la participación de los salarios en la renta y presenta evidencia empírica, a partir de un sencillo análisis econométrico, del papel de algunos de esos factores explicativos en el área del euro. Finalmente, la quinta sección recoge las conclusiones.

### **Medición de la participación salarial**

Antes de pasar a analizar la evolución de la participación salarial en la renta, resulta necesario aclarar algunos problemas de medición [véase Krueger (1999)]. La forma más frecuente de medir la participación salarial es calculando el porcentaje que representa la remuneración de asalariados —esto es, los sueldos y salarios, las contribuciones a la seguridad social por parte del empleador y otras prestaciones— sobre la renta total, que, utilizando un punto de vista empresarial, se asimila con el valor añadido —producción total menos consumos intermedios—. Por tanto, la participación salarial (PS) la estaríamos definiendo como:

$$PS = \frac{REMUN}{VA}$$

No obstante, esta medida puede ser considerada incompleta o inexacta, por varios motivos. El más importante de ellos tiene que ver con el hecho de que el numerador no incluye la remuneración de los trabajadores no asalariados. Sin embargo, para los países del área del euro existe muy poca información sobre las rentas recibidas por los ocupados por cuenta propia —lo que se conoce como renta mixta— y, aún en menor medida, sobre cómo dicha renta se distribuye entre trabajo y capital<sup>2</sup>. La única forma de incluir estas rentas en el cálculo de la participación salarial consiste en imputar un salario ficticio a los trabajadores no asalariados equivalente a la remuneración media por asalariado. De esta manera, se puede obtener la siguiente medida de participación salarial ajustada (PSA):

$$PSA = \frac{REMUN * \frac{EMP_{tot}}{EMP_{asal}}}{VA}$$

Sin duda, se trata de un supuesto restrictivo, dado que implica asumir que la población de los ocupados por cuenta propia es similar a la de los asalariados en sus características agregadas (como edad, nivel educativo, etc.) y, además, que ambos colectivos reciben la misma remuneración. Así, mientras que la participación salarial sin ajustar por el empleo no asalariado tiende a infraestimar la medida auténtica, esta variable ajustada tendría el efecto contrario, a lo que se uniría el hecho de que su pendiente podría diferir de la real en el caso de que la renta salarial de los autónomos hubiera experimentado un crecimiento diferente a los salarios de los trabajadores por cuenta ajena. En este artículo analizaremos la evolución temporal de ambas variables de forma conjunta, si bien centraremos la mayor parte del estudio en la variable sin ajustar, que introduce menos incertidumbre. No obstante, cabe señalar que, en el caso del análisis empírico realizado en la cuarta sección, los resultados son robustos a esta elección.

Existen otros factores que pueden afectar a la medición de la participación salarial y, por tanto, a su evolución observada, como, por ejemplo, la dificultad para medir el valor de la producción. Así, en las ramas correspondientes a las Administraciones Públicas el valor añadido se calcula desde la óptica de los costes, esto es, como suma de la remuneración de asalariados —que obedece a las decisiones de política presupuestaria en términos de empleo y salarios públicos— y el excedente bruto de explotación —equivalente, en este caso, al consumo de

2. En Estados Unidos, siguiendo un trabajo de Johnson (1954), generalmente se asignan 2/3 de la remuneración del empleo por cuenta propia al factor trabajo, mientras que la parte restante se considera renta del capital.

capital fijo—, lo que resta significado a la variable de participación salarial. Por otro lado, en la rama de actividades inmobiliarias una parte importante de su producción se mide como el valor imputado de los servicios de alquiler de viviendas ocupadas por sus propietarios, el cual, además de tratarse de una estimación —del alquiler que pagaría un inquilino por el mismo alojamiento—, no se corresponde con rentas de origen empresarial y tampoco puede ser distribuido como remuneración de asalariados, motivo por el cual esta rama presenta un valor de la participación salarial muy reducido, no superior al 5% para el conjunto de la UEM [véase Timmer et al. (2007)].

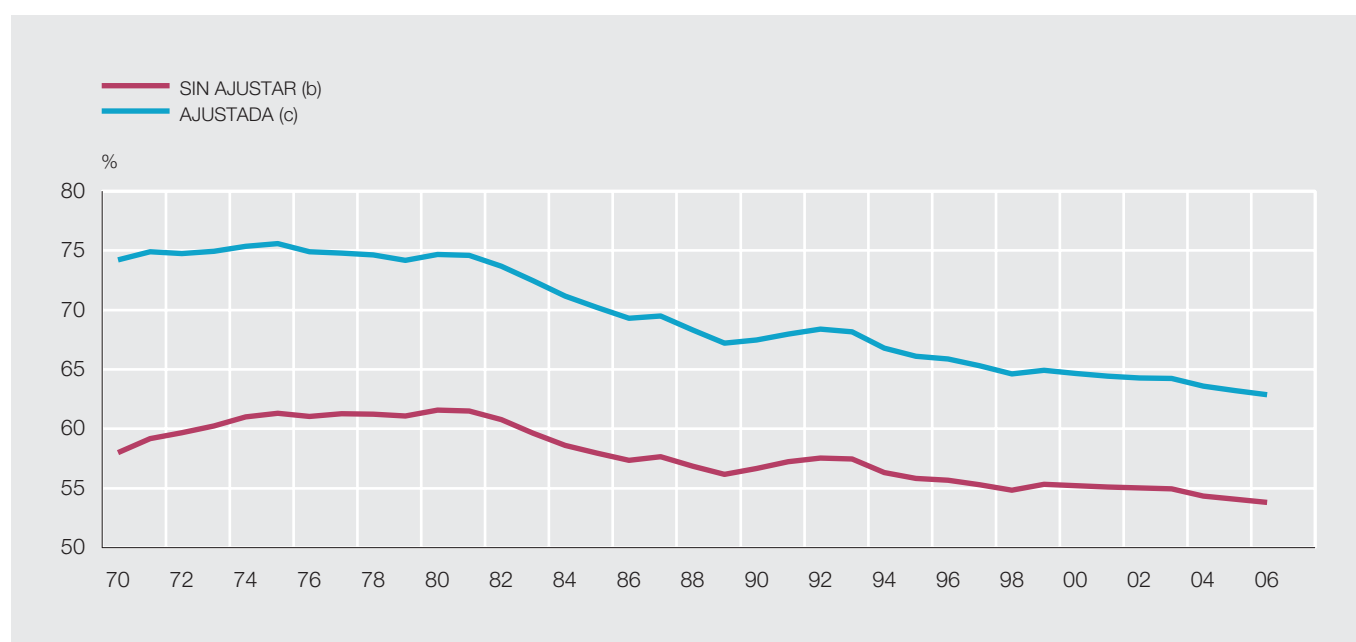
Asimismo, los impuestos indirectos también influyen en la evolución de esta variable. Batini, Jackson y Nickell (2000) sostienen que, para el cálculo de la participación de los salarios en la renta, debería utilizarse una medida de valor añadido neta de impuestos indirectos, de manera que todos aquellos impuestos pagados al gobierno se descuenten de los ingresos que se considera que el capital y el trabajo van a compartir. No obstante, este razonamiento implica suponer que la carga de los impuestos indirectos es soportada en su totalidad por el factor productivo capital, lo que resulta discutible. En cualquier caso, la medida más próxima de la que se dispone en la base de datos utilizada en este artículo es el valor añadido a precios básicos, que incluye solo algunos impuestos sobre la producción (netos de subvenciones) y, por tanto, excluye la mayor parte de impuestos indirectos.

Cabría hacer una última consideración relacionada con el hecho de que el concepto de remuneración al factor trabajo que se está empleando no incluye algunas formas de remuneración no salarial, como, por ejemplo, el reparto de opciones sobre acciones (o *stock options*), con respecto a lo cual hay evidencia de una tendencia ascendente en los últimos años [véase Genre et al. (2004)]. De hecho, esta creciente importancia de la remuneración no salarial podría explicar, en parte, la reciente caída observada en la participación de los salarios en la renta; sin embargo, las restricciones de datos impiden que esto sea tenido en cuenta en el presente análisis.

### ***Evolución temporal de la participación salarial agregada y por sectores***

El gráfico 1 muestra la evolución de la participación de los salarios en la renta en el conjunto del área del euro<sup>3</sup> desde 1970 hasta 2006. Como se puede apreciar, la inclusión de la remuneración imputada a los trabajadores por cuenta propia incrementa el nivel medio de dicha variable. No obstante, ambas series muestran un alto grado de correlación en su evolución temporal, observándose una caída gradual desde comienzos de los ochenta en ambos casos, tan solo interrumpida en el período comprendido entre 1989 y 1993. Por otra parte, la brecha entre las dos series ha tendido a recortarse a lo largo del tiempo, lo que se explica por la caída experimentada por el empleo no asalariado (en porcentaje del total) en el período analizado. En cualquier caso, independientemente de la medida utilizada, el hecho más destacado es que la disminución de la participación salarial en la renta en el conjunto de la UEM parece algo más que una simple corrección transitoria. Además, dicha evolución se ha observado también, en mayor o menor medida, en gran parte de los países del área, como se puede apreciar en el cuadro 1. Desde principios de los ochenta y hasta el final del período analizado, la participación salarial se ha reducido en los ocho países considerados, si bien la caída registrada (en términos de la medida no ajustada por las rentas de los no asalariados) varía desde los 2 puntos porcentuales (pp) de España a los más de 9 pp de Alemania y Austria o los 7 pp de Holanda. En dicho período, Alemania, Italia y Austria han experimentado una caída continuada de la participación salarial —salvo en los dos últimos años en el caso italiano— que explica en gran medida la evolución observada en el conjunto del área. En Francia,

<sup>3</sup>. Las variables correspondientes al conjunto de la UEM se han construido a partir de datos de ocho países (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda e Italia), que representan más del 90% del PIB agregado del área.



FUENTES: EU KLEMS Database (marzo de 2007), EUROSTAT y Banco de España.

a. Agregado de la UEM basado en datos de ocho países (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda e Italia), que representan más del 90% del PIB de la UEM.

b. Remuneración de asalariados en porcentaje del valor añadido a precios básicos.

c. Incluyendo las rentas laborales imputadas a los no asalariados.

## EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN SALARIAL. UEM Y PAÍSES

CUADRO 1

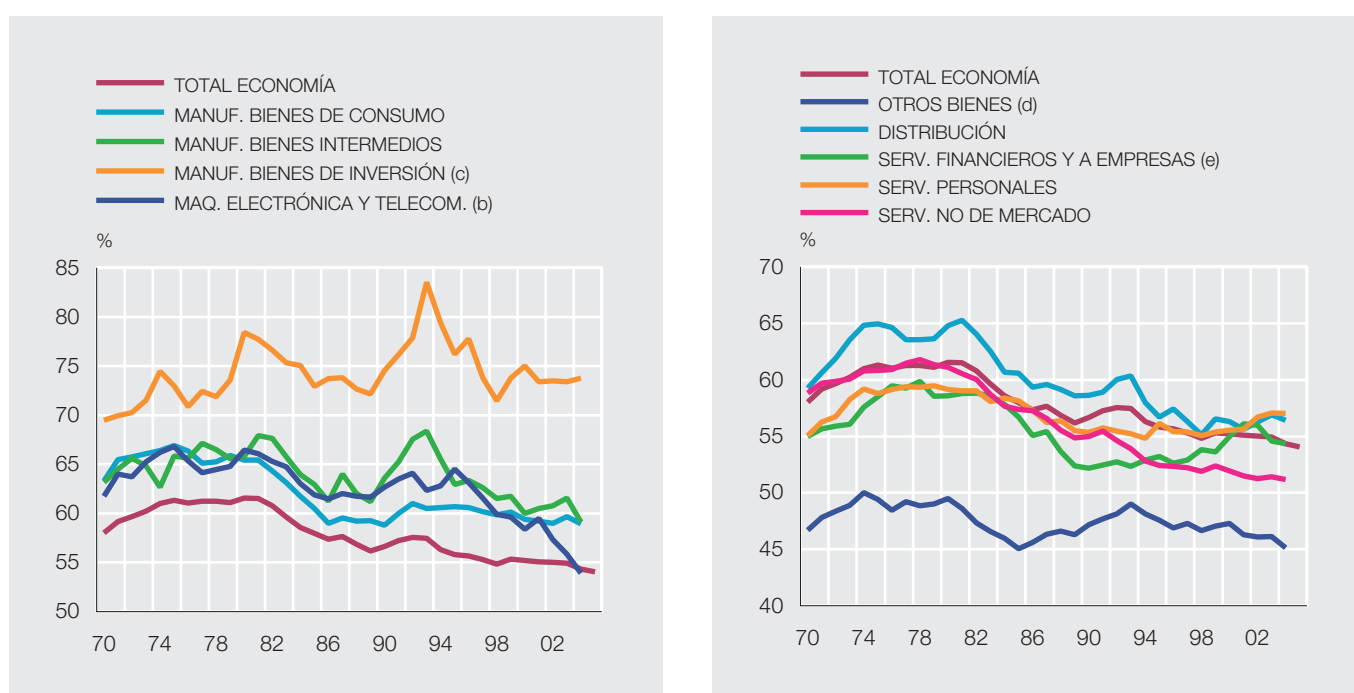
REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS EN PORCENTAJE DEL VALOR AÑADIDO A PRECIOS BÁSICOS (1980 = 100)					
	1970	1980	1990	2000	2006
Alemania	91,41	100	93,62	92,41	85,79
Austria	98,62	100	95,07	90,88	86,62
Bélgica	83,69	100	90,67	93,28	92,44
España	96,41	100	98,76	101,63	97,15
Finlandia	96,31	100	104,22	90,15	92,21
Francia	94,33	100	91,96	92,18	92,56
Holanda	94,75	100	89,20	91,37	88,54
Italia	98,74	100	95,35	85,37	89,71
UEM	94,22	100	92,01	89,70	87,38

FUENTES: EU KLEMS Database (marzo de 2007) y Banco de España.

Bélgica y Holanda esta variable registró una significativa disminución en la década de los ochenta, mientras que en el caso de Finlandia dicha caída se produjo en la década de los noventa, permaneciendo relativamente estable o mostrando una tendencia suavemente creciente —en Bélgica y Finlandia— en los años posteriores. Únicamente en España la evolución de la participación salarial en el conjunto del período analizado no ha mostrado ninguna tendencia clara, si bien en los últimos seis años sí se aprecia un cierto descenso.

Por lo que respecta a la evolución por ramas productivas<sup>4</sup>, en el gráfico 2 se observa que la caída de la participación salarial ha sido más pronunciada en los sectores más abiertos a la competencia, y especialmente en aquellos en los que las nuevas economías que han irrumpido

4. Aunque la base EU KLEMS dispone de datos a un elevado grado de desagregación sectorial (hasta 71 ramas para algunos países y variables), en el gráfico 3, así como en el análisis econométrico de la cuarta sección, se utiliza una desagregación en nueve sectores que proporciona la propia base de datos.



FUENTES: EU KLEMS Database (marzo de 2007) y Banco de España.

a. Remuneración de asalariados en porcentaje del valor añadido a precios básicos por sectores para el conjunto de la UEM, agregando datos de ocho países (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda e Italia), que representan más del 90% del PIB de la UEM.

b. Ramas productoras de tecnologías de la información y la comunicación.

c. Excluyendo los de alto contenido tecnológico (maquinaria electrónica).

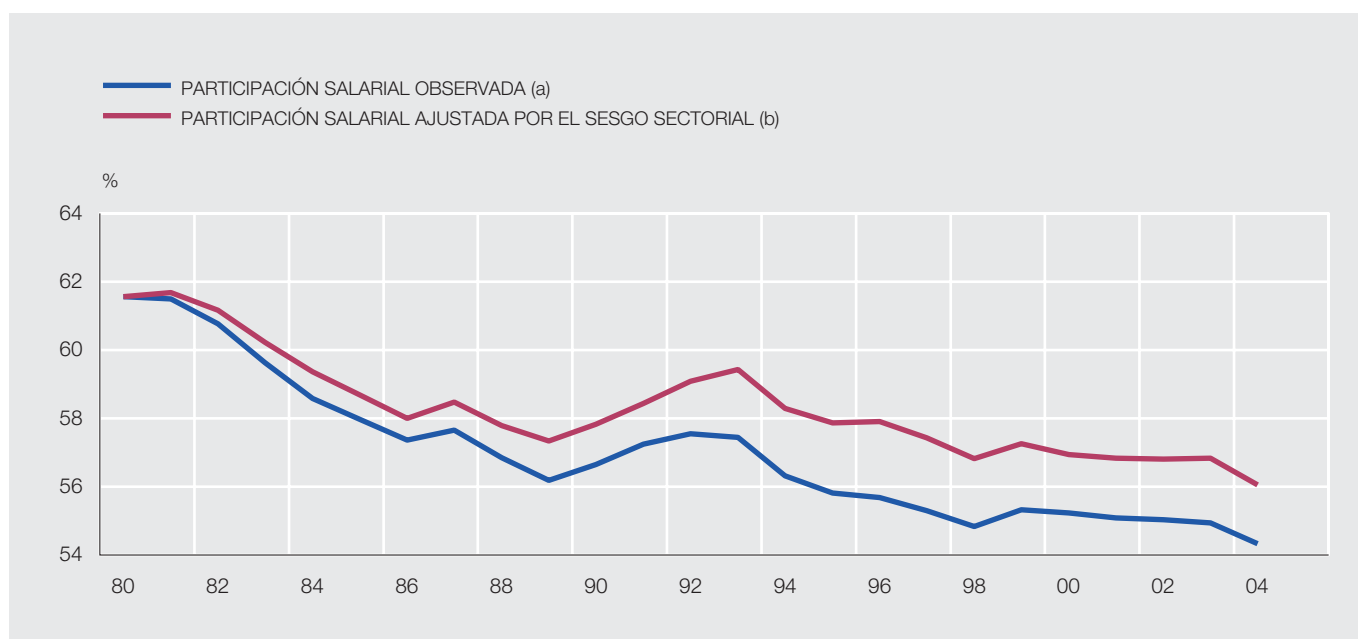
d. Incluye agricultura y pesca, industrias extractivas, energía y construcción.

e. Excluyendo la rama de actividades inmobiliarias —incluida en servicios no de mercado—, dado que su valor añadido está muy condicionado por los servicios de la vivienda imputados a los hogares (véase sección segunda del artículo).

vido en el comercio internacional muestran mayor ventaja comparativa. En particular, destaca la evolución descendente de la participación salarial en el sector de maquinaria electrónica (que engloba la fabricación de material de oficina y equipos informáticos, de material eléctrico y electrónico y de equipos e instrumentos médicos y de precisión óptica), así como de la rama productora de bienes intermedios, en los que también el grado de capitalización ha aumentado de forma notable. Por otra parte, la participación de las rentas salariales en el valor añadido de algunas ramas de servicios es inferior a la media de la economía y, por tanto, inferior a la observada en los restantes sectores, lo que, dado el aumento que han experimentado los servicios en los países europeos en las últimas décadas, explicaría en parte —por un efecto composición— la tendencia descendente de la variable objeto de análisis. Además, también se aprecia un perfil decreciente de la participación salarial en la rama de servicios personales (que incluye hoteles y restaurantes, hogares que emplean personal doméstico y otros servicios personales y sociales) y, de forma más clara, en la rama de distribución (comercio y transporte) y en los servicios no de mercado.

Como se acaba de indicar, a lo largo del período analizado se ha producido un importante cambio en la estructura sectorial de las economías europeas. Así, en 1970 las ramas manufactureras suponían, en media, cerca del 30% del empleo y del valor añadido total en el conjunto de lo que hoy constituye el área del euro. Más de 30 años después, dicho peso se ha reducido a menos del 20%, habiéndose convertido los servicios en el sector predominante de la economía, tanto en términos de empleo como de valor añadido. Para medir el posible efecto que estos cambios en la composición sectorial han podido tener sobre la evolución de la participación salarial agregada de la economía del área, se puede descomponer la variación de la participación de los salarios en la renta para la economía agregada de la siguiente forma:

$$\Delta PS = PS^{t+n} - PS^t = \sum_i \alpha_i^{t+n} PS_i^{t+n} - \sum_i \alpha_i^t PS_i^t$$



FUENTES: EU KLEMS Database (marzo de 2007) y Banco de España.

a. Remuneración de asalariados en porcentaje del valor añadido a precios básicos.

b. Se obtiene suponiendo que la estructura sectorial de la economía del área no varía en todo el período con respecto a la que existía en 1980.

donde  $\alpha_i$  representa el peso de cada sector  $i$  en el valor añadido total de la economía, mientras que  $PS_i$  es la participación salarial específica del sector  $i$ , ambos en el período  $t$  o  $t+n$ . Manipulando algebraicamente esta ecuación, se puede escribir de la siguiente manera:

$$\Delta PS = \sum_i \frac{1}{2} ((PS_i^t - PS_i^{t+n}) + (PS_i^{t+n} - PS_i^t)) (\alpha_i^{t+n} - \alpha_i^t) + \sum_i \frac{1}{2} (\alpha_i^t + \alpha_i^{t+n}) (PS_i^{t+n} - PS_i^t)$$

En esta expresión, la primera suma permite medir la contribución de los cambios en la estructura sectorial de la economía a la variación en la participación de los salarios en la renta total, mientras que la segunda suma recoge la contribución a dicha variación de las evoluciones específicas en cada sector de la participación salarial.

Esta descomposición se ha calculado utilizando datos desagregados a un nivel de 31 ramas de actividad entre 1980 —año en el que la variable de estudio comenzó a mostrar una tendencia decreciente en el conjunto del área— y 2004 —último año del que se dispone de la desagregación sectorial de los datos—, pero también entre 1992 y 2004, período en el que la caída de la participación salarial ha sido prácticamente continuada. Según dichos cálculos, una cuarta parte de la disminución entre 1980 y 2004 del porcentaje que los salarios representan en la renta total —de más de 7 pp— se puede explicar por el cambio estructural observado en la composición del valor añadido, mientras que dicha proporción se eleva hasta algo más del 30% si se analiza el período más reciente. Una forma alternativa de apreciar el efecto de los cambios en la composición sectorial consiste en comparar la evolución de la participación salarial del área con la medida que resultaría de agregar las participaciones salariales sectoriales manteniendo constantes los pesos de cada uno de los sectores en los que existían en 1980. Como se observa en el gráfico 3, dicha comparación muestra que la tendencia decreciente de la participación salarial agregada habría sido menor en caso de que la estructura sectorial de la economía no se hubiera modificado. No obstante, debe tenerse en cuenta que los cálculos del componente de redistribución sectorial se encuentran notoriamente influidos por la ganancia de peso de las ramas de servicios no de mercado, que, como se ha señalado en el apartado anterior, presentan ciertos problemas de medición. Por ello, en la siguiente sección se han excluido estos sectores del análisis empírico realizado.

**Los determinantes a largo  
plazo de la participación  
salarial**

Como se ha visto en el apartado anterior, aunque el cambio en la composición sectorial de la economía del área ha contribuido en parte a la caída experimentada por la participación salarial agregada, el hecho de que dicha caída se haya observado también a nivel sectorial —en numerosas ramas— lleva a buscar otros posibles factores explicativos de este fenómeno. Diversos estudios empíricos han sugerido una serie de elementos que podrían haber influido en la evolución de la participación salarial, entre los cuales destacan especialmente tres.

En primer lugar, el impacto de la globalización podría haber afectado significativamente a la variable objeto de estudio<sup>5</sup>. Así, de acuerdo con el modelo tradicional de Heckscher-Ohlin, los países que participan en el comercio internacional tienden a especializarse en aquellos productos en los que poseen una ventaja comparativa y, por otra parte, el desarrollo del comercio tiende a igualar los rendimientos de los factores entre países. En consecuencia, este modelo predice que los países con abundancia en factor capital tenderán a especializarse en productos intensivos en capital y los rendimientos del capital se incrementarán gradualmente, mientras que la participación de las rentas laborales en la renta total se irá reduciendo a medida que dicha especialización progrese. No obstante, buena parte del aumento del comercio internacional de los países del área ha sido de tipo intraindustrial, esto es, se ha registrado un aumento de importaciones y exportaciones de bienes elaborados en una misma rama industrial. Siendo esto así, una posible explicación sería que los países europeos, ante la fuerte competencia procedente de países como China en la fabricación de bienes manufacturados con bajos costes de producción, se han especializado en variedades de productos caracterizadas por una mayor calidad y diferenciación, en las cuales la elasticidad-precio de la demanda es más reducida, lo que, en el contexto de un modelo sencillo, implicaría un menor peso de las rentas salariales en el valor añadido. Además, otro fenómeno asociado al proceso de globalización y que ha podido ser relevante para la evolución de la participación salarial es el conocido como *outsourcing* —o, más concretamente, como *offshoring*, en el caso que nos ocupa—. Este fenómeno consiste en que algunas empresas de países desarrollados desplazan parte de sus procesos productivos a otros países emergentes con bajos costes laborales, importando posteriormente los bienes intermedios y servicios producidos en dichos países para culminar el proceso productivo en el país de origen o, en ocasiones, importando directamente el bien final. Esta deslocalización de la producción, por tanto, ha podido favorecer una reducción de los costes laborales en que incurren las empresas y, por otra parte, la amenaza que supone para los trabajadores de los países desarrollados ha debido incrementar su percepción de vulnerabilidad, contribuyendo a mantener contenidas sus demandas salariales. De acuerdo con estas ideas, el mayor grado de apertura comercial exterior y la creciente globalización ayudarían a explicar el descenso de la participación salarial en los países del área del euro.

En segundo lugar, el progreso tecnológico puede constituir otro factor explicativo importante de la evolución de la participación salarial [véanse Blanchard (1998) y Bentolila y Saint-Paul (2003)]. En particular, un cambio tecnológico sesgado hacia un determinado factor productivo podría afectar a las elasticidades de cada factor y, por tanto, alterar sus participaciones relativas en la renta. Por ejemplo, si la elasticidad de sustitución técnica entre trabajo y capital fuera constante pero distinta de 1 y ambos factores fueran sustitutivos, una mejora tecnológica intensiva en capital— como la introducción de ordenadores y otras formas de tecnologías de la información y la comunicación (TIC) en el trabajo— tenderá a incrementar la productividad relativa del capital y, por tanto, reducirá la participación del trabajo en la renta.

5. Para un análisis más detallado, véase el capítulo 5 del *World Economic Outlook* del FMI de abril de 2007. También se examina el efecto de la globalización en la participación salarial en Harrison (2002).

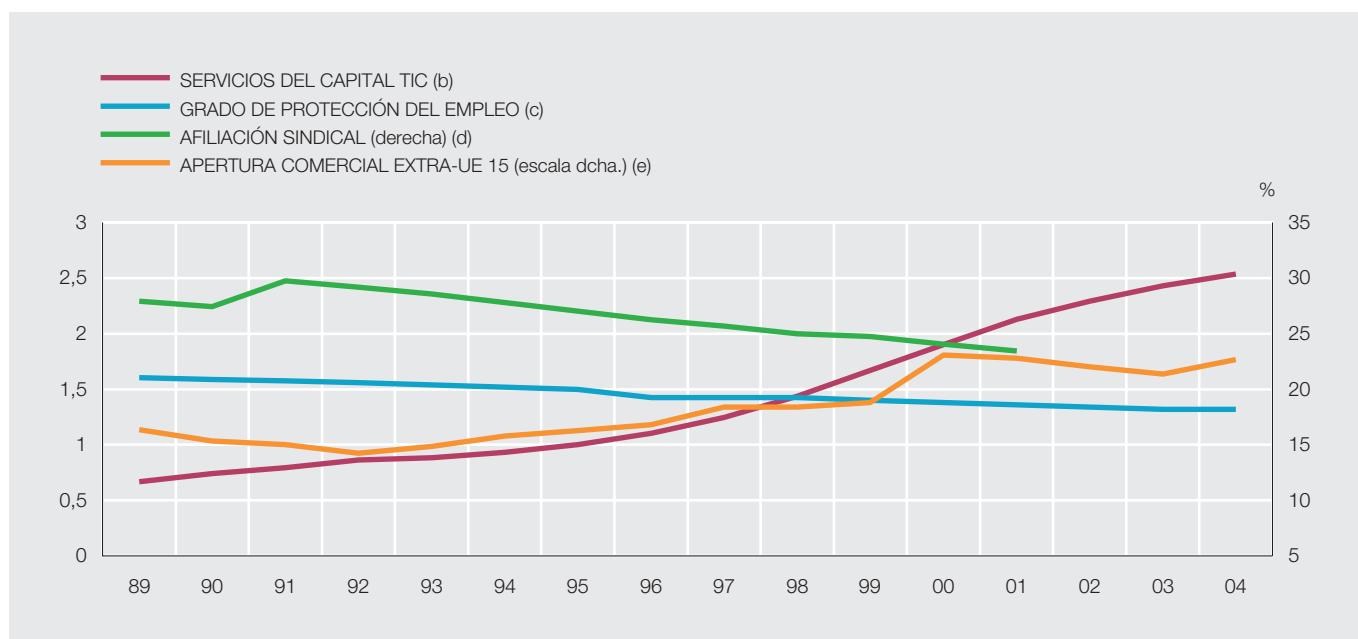
En tercer lugar, las instituciones del mercado de trabajo también pueden influir de forma notable en el porcentaje de renta total que es apropiada por los trabajadores [véase Giammarioli et al. (2002)]. Así, en los países europeos el elevado grado de protección de las personas con empleo y unas estrategias sindicales centradas en las negociaciones salariales, dado el alto porcentaje de asalariados cubiertos por la negociación colectiva en estos países —no inferior al 70% e incluso superior al 90% en países como Francia o Austria—, llevaron a mediados de los noventa a una situación difícilmente sostenible, tanto desde el punto de vista de las finanzas públicas como desde el social, en la que una parte de la población activa —los ocupados— gozaba de una importante seguridad, mientras que los que quedaban fuera del mercado de trabajo encontraban una gran dificultad para acceder a él (parados) o se autoexcluían (inactivos). Esta situación hizo necesaria la introducción de reformas en los mercados de trabajo de los países del área, dirigidas a flexibilizar el funcionamiento de estos, así como de políticas de fomento del empleo, que establecían recortes en las cotizaciones sociales y subsidios a la contratación de determinados tipos de trabajadores, con el fin de facilitar la entrada en el mercado de trabajo y reducir las elevadas tasas de desempleo. Por tanto, la flexibilización de los mercados de trabajo, unida a la creciente internacionalización de la producción, ha podido contribuir a un cambio en la estrategia de los sindicatos europeos, que, progresivamente, se habrían centrado menos en las negociaciones salariales para mostrar una mayor preocupación por la creación de empleo y el mantenimiento de los puestos de trabajo, en un contexto de mayor competencia. En todo caso, cabe esperar que las reformas liberalizadoras de los mercados de trabajo puedan favorecer un uso más intensivo de este factor productivo en el corto y medio plazo, lo que puede contribuir a moderar la participación salarial en la renta, aunque de forma transitoria.

Finalmente, en esta literatura también se han analizado otros posibles factores explicativos. Así, en la medida en que se considera que las materias primas constituyen un factor de producción adicional, un aumento en su coste —por ejemplo, el encarecimiento de la energía— podría afectar a la participación en la renta de los otros factores productivos (capital y trabajo). Por otra parte, el aumento de la inmigración en el período más reciente ha dado lugar a la entrada en los mercados laborales europeos de trabajadores que suelen ocupar puestos de baja cualificación —y que, en ocasiones, reciben salarios inferiores a los de los trabajadores nacionales, principalmente en los casos de inmigración no legal—, lo que también podría explicar la caída observada en la participación salarial en numerosos sectores (por ejemplo, en las ramas de la construcción y en la de hoteles y restaurantes). Además, otras políticas públicas también han podido tener un impacto en esta variable. Por ejemplo, las políticas de desregulación de los mercados financieros han modificado el reparto entre intereses y dividendos, así como el comportamiento de las empresas con respecto al endeudamiento y la forma de financiar sus inversiones, favoreciendo, probablemente, el aumento de la participación de las rentas del capital con respecto a las laborales. Asimismo, los procesos de privatización de empresas públicas —que han sido frecuentes en los países europeos en los últimos veinte años, en el marco del proceso de integración— han podido contribuir a reducir la parte del valor añadido apropiada por los trabajadores en la medida en que las empresas privadas tienden a mostrar una mayor eficiencia productiva que las públicas, lo que habitualmente se traduce en un menor nivel de empleo y, en general, en una reducción de los costes laborales en que incurren las empresas [véase Azmat et al. (2007)].

Para el caso del área del euro, se ha realizado un ejercicio empírico sencillo, con el objetivo de intentar valorar la importancia relativa de los factores explicativos mencionados en la evolución de la participación de los salarios en la renta en distintos sectores económicos<sup>6</sup>. Utilizando los

---

6. El análisis realizado emplea una metodología similar a la utilizada en Guscina (2005) para una muestra de 18 países de la OCDE en el período muestral comprendido entre 1961 y 2000.



FUENTES: Banco Mundial, EU KLEMS Database (marzo de 2007), EUROSTAT, Nickell y Nunziata (2003), OCDE y Banco de España.

- a. El período muestral comienza en 1989 porque es el primer año para el cual se dispone de datos de todas las variables que son empleadas en el análisis econométrico de la sección cuarta.
- b. Servicios del capital TIC (ordenadores, equipos de comunicación, *software*) para el total de la economía, expresado en índices de volumen unitarios (1995=1).
- c. Indicador del grado de restricción de la legislación de protección al empleo, cuyo valor oscila entre 0 y 2 (mayor valor, mayor grado de restricción). El agregado de la UEM (para los ocho países considerados) se ha obtenido ponderando el valor de este índice para cada uno de ellos por el peso del empleo de dicho país en el agregado.
- d. Porcentaje de trabajadores asalariados afiliados a un sindicato.
- e. Suma de exportaciones a e importaciones de países de fuera de la UE 15, en porcentaje del PIB.

datos sectoriales correspondientes a ocho países del área —en general, desde 1989 a 2004, debido a la disponibilidad de las variables empleadas—, se ha realizado una regresión de la participación salarial sobre una serie de variables explicativas con las que se pretende aproximar los tres primeros factores arriba descritos (véase gráfico 4). En particular, el progreso tecnológico se aproxima mediante tres variables diferentes: la utilización de servicios de capital TIC en cada sector, la inversión en I+D realizada por cada país (en porcentaje del PIB) y el número de solicitudes de patentes realizado a la Oficina Europea de Patentes por millón de habitantes (a nivel agregado, por países). Por su parte, la influencia del proceso de globalización se intenta medir mediante el grado de apertura de los países del área con respecto a los países de fuera de la UE 15 —es decir, la UE antes de la ampliación a Europa del este—, que podría aproximar mejor el incremento del comercio con economías emergentes, más relacionado con los fenómenos descritos anteriormente en esta sección. Por último, los cambios institucionales en los mercados de trabajo europeos, que son muy difíciles de cuantificar, se aproximan a través de dos tipos de variables relativamente simples, como son el grado de restricción de la legislación de protección del empleo y el porcentaje de afiliación sindical entre los trabajadores asalariados, contenidas en la base de datos de Nickell y Nunziata, actualizada, en la medida de lo posible, con datos de la OCDE y del Banco Mundial. Asimismo, se introducen tanto efectos de país como de sector y, por otra parte, se intenta captar la influencia del ciclo económico sobre la variable dependiente —para favorecer la identificación de los determinantes de su evolución en el largo plazo—, bien introduciendo en la ecuación el crecimiento del PIB real del país correspondiente, o bien mediante efectos temporales.

Los resultados de este análisis empírico se recogen en el cuadro 2. Como se puede observar, las distintas especificaciones mostradas parecen indicar que, de forma robusta, las variables que aparecen como altamente significativas son, por un lado, aquellas con las que se intenta aproximar el progreso tecnológico y, por otro, las que representan las instituciones del merca-

Variable dependiente: PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS EN LA RENTA (a)					
VARIABLES EXPLICATIVAS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Servicios del capital TIC (b)	-0.011 *** (0.003)	-0.011 *** (0.003)			-0.013 *** (0.003)
Inversión en I+D (% del PIB)			-0.027 *** (0.008)		
Número de patentes (c)				-0.147 ** (0.065)	
Apertura comercial extra-UE 15	0,015 (0.078)	-0,026 (0.106)	-0.132 ** (0.054)	-0,040 (0.083)	
Grado de protección del empleo	0.046 *** (0.015)	0.046 *** (0.017)	0.045 *** (0.015)	0.041 *** (0.016)	0.028 ** (0.013)
Afiliación sindical					0.099 ** (0.046)
Crecimiento del PIB (%)	-0.006 *** (0.001)		-0.005 *** (0.001)	-0.005 *** (0.001)	-0.006 *** (0.001)
Efectos país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos temporales	No	Sí	No	No	No
Período temporal	89-04	89-04	89-04	89-03	80-02
Número de observaciones	1.024	1.024	1.024	960	1.432
R <sup>2</sup>	0,66	0,65	0,66	0,66	0,65

FUENTES: Banco Mundial, EU KLEMS Database (marzo de 2007), EUROSTAT, Nickell y Nunziata (2003), OCDE y Banco de España.

Entre paréntesis figuran los errores estándar. Los asteriscos junto a los coeficientes (uno, dos y tres) indican que estos son significativos al 10%, al 5% y al 1%, respectivamente.

a. Remuneración de asalariados dividido por valor añadido a precios básicos.

b. Los datos de los servicios del capital TIC (ordenadores, equipos de comunicación, *software*) empleados en la estimación son sectoriales.

c. Número de solicitudes de patentes (en miles) a la Oficina Europea de Patentes por millón de habitantes (la distribución por países se realiza según el país de residencia del inventor).

do de trabajo. En particular, el coeficiente negativo en el primer caso sugiere que el tipo de progreso tecnológico que, en media, ha tenido lugar en el conjunto del período analizado ha propiciado, en parte, la caída observada en la participación de los salarios en la renta. Por su parte, el coeficiente que acompaña a la variable que mide el grado de protección del empleo —y, en la especificación (5), también a la de afiliación sindical— es significativo y tiene el signo positivo esperado. Estos resultados están en línea con los obtenidos en Giammarioli et al. (2002) y Bentolila y Saint-Paul (2003), así como en Guscina (2005) y FMI (2007), si bien, al contrario que en estos dos últimos estudios, no es posible encontrar un efecto claro de la variable que aproxima el fenómeno de la globalización. Así, el coeficiente del grado de apertura comercial únicamente resulta estadísticamente significativo en la especificación (3), en la que muestra el efecto negativo que, a priori, habríamos esperado sobre la variable dependiente. No obstante, debe recordarse que la medición de la influencia del proceso de globalización se realiza de manera imperfecta, lo que obliga a tomar los resultados con la debida cautela.

## Conclusiones

En las últimas tres décadas, la participación de las rentas laborales en el valor añadido total de la economía del área del euro ha experimentado una caída significativa, que parece res-

ponder a factores más allá de los meramente temporales o cíclicos. Esta tendencia decreciente se puede apreciar independientemente del tipo de medida utilizada, si bien el debate que rodea a la medición de la participación del trabajo en la renta subraya la necesidad de considerar con las debidas cautelas los resultados que conciernen a este concepto.

La disminución de la participación salarial es común a la mayoría de los países del área del euro, si bien Alemania, Italia y Austria parecen ser los principales responsables de la disminución de esta variable en el conjunto de la UEM. Varios son los factores que han incidido en esta evolución tendencial. En primer lugar, una parte de la caída obedece a los cambios experimentados, a lo largo del período analizado, por la composición sectorial de la economía. En particular, resulta relevante la creciente importancia de algunas ramas de servicios que se caracterizan por mostrar una participación de los salarios en el valor añadido menor que la media de la economía. En segundo lugar, cabe destacar el papel desempeñado por un progreso tecnológico caracterizado por el uso creciente de tecnologías intensivas en capital. En tercer lugar, los cambios en las instituciones del mercado de trabajo, que han tendido a flexibilizar los mercados laborales europeos y a fomentar, en el corto y medio plazo, la utilización del factor trabajo, también han afectado a la evolución reciente de esta variable, si bien cabe esperar que dicho efecto sea transitorio. El impacto del proceso de globalización, en cambio, no aparece tan claro en nuestras estimaciones, en parte, posiblemente, por la dificultad de encontrar una variable que aproxime adecuadamente la evolución de dicho proceso.

20.7.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- AZMAT, G., A. MANNING y J. VAN REENEN (2007). *Privatization, entry regulation and the decline of labor's share of GDP: a cross-country analysis of network industries*, CEP Discussion Paper n.º 806.
- BATINI, N., B. JACKSON y S. NICKELL (2000). *Inflation and the labour share in the UK*, Bank of England External MPC Discussion Paper n.º 2.
- BENTOLILA, S., y G. SAINT-PAUL (2003). «Explaining movements in the labor share», *Contributions to Macroeconomics*, vol. 3, issue 1, The Berkeley Press.
- BLANCHARD, O. (1997). «The medium run», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 89-158.
- (1998). *Revisiting European unemployment: unemployment, capital accumulation and factor prices*, NBER Working Paper n.º 6566.
- (2005). *European unemployment: the evolution of facts and ideas*, NBER Working Paper n.º 11750.
- BRIDGEN, A., y J. THOMAS (2003). *What does economic theory tell us about labour market tightness?*, Working Paper n.º 185, Bank of England.
- DE SERRES, A., S. SCARPETTA y C. DE LA MAISONNEUVE (2001). «Falling wage shares in Europe and the United States: how important is aggregation bias?», *Empirica*, vol. 28, n.º 4, pp. 375-401.
- FMI (2007). «The globalization of labor», *World Economic Outlook*, abril, capítulo 5.
- GENRE, V., R. GÓMEZ-SALVADOR, N. LEINER-KILLINGER y G. MOURRE (2004). «A widening scope for non-wage components in collective bargaining», en *Institutions and Wage Formation in the New Europe*, Edward Elgar Publishing Ltd (ed.), Londres.
- GIAMMARIOLI, N., J. MESSINA, T. STEINBERGER y C. STROZZI (2002). *European labor share dynamics: an institutional perspective*, European University Institute Working Paper ECO n.º 2002/13.
- GUSCINA, A. (2005). *Explaining labor's share in national income*, IMF Country Report No. 05/258, Selected Issues: United States, julio, pp. 20-28.
- HARRISON, A. E. (2002). *Has globalization eroded labor's share? Some cross-country evidence*, University of California Berkeley, mimeo.
- JOHNSON, D. G. (1954). «The functional distribution of income in the United States: 1850-1952», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 36, n.º 2, pp. 175-182.
- KRUEGER, A. (1999). «Measuring labor's share», *The American Economic Review*, vol. 89, n.º 2, pp. 45-51.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, L., y J. R. ROSÉS (2003). *Wages and labor income in history: a survey*, Working Paper n.º 03-10, Economic History and Institutions Series, Universidad Carlos III de Madrid.
- TIMMER, M., M. O'MAHONY y B. VAN ARK (2007). *The EU KLEMS growth and productivity accounts: an overview*, University of Groningen and University of Birmingham, marzo.

LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIA DE DIVISAS AL EXTERIOR.  
ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2006

## Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006

Este artículo ha sido elaborado por Mercedes Redondo, de la Dirección General de Regulación.

El número de establecimientos registrados con autorización para la compraventa de billetes extranjeros y cheques de viajero y para la gestión de transferencias con el exterior se mantuvo estable en 2006, en contraste con la constante caída que había experimentado desde el año 2000. No obstante, el volumen de actividad siguió la pauta de los ejercicios precedentes, con una progresiva disminución del volumen de compraventas a clientes y un notable crecimiento de las transferencias ligadas al fuerte aumento de la población de inmigrantes. No se han producido novedades de interés en lo que se refiere a la participación de entidades de crédito (EC) en el capital o en el colectivo de agentes de estos establecimientos, salvo la participación mayoritaria de un banco en el capital de un establecimiento de nueva creación.

Al cierre de 2006 había 2.335 establecimientos registrados (véase cuadro A.1), los mismos que un año antes, tras registrarse un número similar de altas y bajas (155). Había 46 establecimientos autorizados a gestionar transferencias con el exterior<sup>1</sup> (frente a 43 de 2005), 13 autorizados tanto para comprar como para vender moneda extranjera<sup>2</sup> y 2.276 autorizados solo para comprar moneda extranjera y cheques de viajero<sup>3</sup> (2.278 en 2005). En el grupo CV hubo un alta, una baja y un traspaso hacia el grupo de los establecimientos que están autorizados a la compraventa y a la gestión de transferencias por gastos de estancia en el extranjero o remesas de emigrantes<sup>4</sup>. Este último grupo tuvo tres altas más, una baja y dos de sus establecimientos pasaron al grupo que puede gestionar todo tipo de transferencias<sup>5</sup>. Los citados traspasos entre grupos tuvieron su reflejo en los datos correspondientes a 2006, especialmente en el grupo «Resto». Del grupo COMP se conoce la distribución por comunidades autónomas, en la que se pone de manifiesto que las seis comunidades más turísticas acumulan el 96% de los establecimientos.

El número total de accionistas declarados del grupo CVGT<sup>6</sup> a finales de 2006 era de 150, incluyendo personas físicas y jurídicas. De ellos, 24 eran extranjeros, la mayoría procedentes del continente americano, y 6 residentes en España. Había 17 establecimientos que tenían un accionista mayoritario extranjero.

### Actividad del sector en 2006

La suma del contravalor en euros de las compras y ventas de billetes y las transferencias emitidas y recibidas en 2006 superó los 6,4 mm€, casi un 13 % más que en 2005 (véase cuadro A.2). Las compras y ventas de billetes extranjeros disminuyen año tras año, y en 2006 se situaron en 1,3 mm€ (frente a 1,5 mm€ en 2005). Por el contrario, la suma de las transferencias emitidas y recibidas aumentaron un 21%, rebasando los 5 mm€, aunque las recibidas disminuyeron ligeramente.

Las compras de moneda extranjera a clientes (1.267 m€ en 2006) continuaron realizándose fundamentalmente por el grupo COMP (1.160 m€), que es el más numeroso, aunque el volumen medio por establecimiento es mayor en el grupo CVT (0,7 m€ en el grupo COMP, frente a 1,9 m€ en el grupo CVT, en 2006). La parte del volumen total que correspondió a cada grupo amplió su diferencia en 2006: al grupo CVT le correspondió el 8,4% y al COMP el 91,6% en 2006, frente al 9,8% y al 90,2%, respectivamente, en 2005.

1. Grupo CVT. 2. Grupo CV. 3. Grupo COMP. 4. Grupo «Transferencias restringidas». 5. Grupo «Resto». 6. Suma de los grupos CVT y CV. Los establecimientos tienen que declarar las participaciones directas iguales o superiores al 10% del capital social, o aquellas inferiores a este porcentaje que, unidas a otra/s indirecta/s, alcancen el mencionado nivel.

Las transferencias emitidas constituyeron el segmento de actividad más dinámico, con un incremento interanual en 2006 del 22%, hasta alcanzar los 4.891 m€. Es destacable que de este dinamismo se benefició fundamentalmente en 2006 el grupo «Resto», con una tasa de crecimiento del 82%, mientras que el grupo «Transferencias restringidas» mantuvo su volumen gestionado (3.088 m€ en 2006 y 3.023 m€ en 2005), a pesar del traspaso de dos de sus establecimientos al grupo «Resto». Como en el caso de las compras, al grupo «Transferencias restringidas», que es más numeroso que el grupo «Resto», le correspondió un volumen medio por establecimiento menor (81 m€, frente a 258 m€). Por otra parte, el volumen medio del grupo «Resto» en 2006 (258 m€) supuso un notable aumento, frente a los 198 m€ correspondientes a 2005.

La ratio de ingresos por comisiones y diferencias de cambio en relación con la actividad con clientes tendió a converger en el grupo CVT, ya que aumentó en 40 pb en el grupo «Transferencias restringidas» (4,1% en 2006), mientras que se redujo en 80 pb en el grupo «Resto» (4,6%). En el grupo CV aumentó en 20 pb, hasta situarse en el 7%, pero no es comparable con la del grupo CVT, porque solo incluye las operaciones de compraventa. La misma idea de convergencia se observaba en la ratio de comisiones por transferencias sobre total transferencias en los dos grupos que las gestionan, ya que el grupo «Resto» disminuyó notablemente su ratio (del 4,5% en 2005 al 3,4% en 2006).

Las variaciones que se produjeron en el número de empleados del grupo CVGT no fueron significativas en conjunto (aumentaron en 63 los asalariados y disminuyeron en 5 los no asalariados), y las diferencias más abultadas entre los tres grupos se debieron fundamentalmente a los movimientos de un grupo a otro de algunos establecimientos. En el grupo COMP los locales de los establecimientos que tienen la actividad de compra como principal aumentaron en 50, mientras que se mantuvo invariable el número de este tipo de establecimientos (199).

En consonancia con el continuo crecimiento del volumen de transferencias, el número de agentes creció un 27%, con una fuerte tasa en el grupo «Resto» (el 76%), que se corresponde con el crecimiento del 71% en el volumen de transferencias gestionadas y con el aumento del número de establecimientos. Por su parte, el número de locales donde estos agentes realizaban su actividad experimentó un crecimiento moderado (6,7%).

No hay novedades en las monedas más utilizadas en los diferentes tipos de transacciones (véase cuadro A.3). La libra esterlina acumuló el 79% de las compras a clientes con 1.000 m€, y las transferencias emitidas se realizaron mayoritariamente en euros (3.149 m€) y en dólares estadounidenses (1.723 m€), confirmándose la tendencia de años anteriores en estas últimas operaciones de un desplazamiento del uso del dólar, que creció un 5% en 2006, hacia el euro, que lo hizo en el 34%.

El cuadro A.4, sobre distribución geográfica de las transferencias, reflejaba en 2006 una situación muy similar a la de 2005, salvo un cambio de posición entre Rumanía y Bolivia entre los principales países destinatarios y la salida de Filipinas, reemplazada por Paraguay. Colombia y Ecuador siguieron siendo los países a los que se envió el mayor volumen de las transferencias de las que se tiene información<sup>7</sup>, pero el porcentaje que representaban sobre el total disminuyó una vez más, al mismo tiempo que aumentaban los envíos a otros países cuya población inmigrante adquirió mayor importancia. En cuanto a la procedencia de las transferencias recibidas, la Unión Europea y Estados Unidos acumulaban más del 90% de su importe.

---

7. Este cuadro se elabora a partir de estados en los que los establecimientos informan sobre los cinco países a los que emiten, o de los que reciben, el mayor volumen de transferencias y de todos los países en los que las transferencias emitidas o recibidas superen el 5 % del correspondiente total.

	%															
	Compras a clientes										Transferencias emitidas					
	Total establecimientos		CVT		CV		COMP				CVT		Transferencias restringidas		Resto transferencias	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	Act. principal		Act. complem.		2005	2006	2005	2006	2005	2006
R1	5,1	4,1	69,1	60,2	35,3	22,6	10,7	11,0	4,5	5,3	14,5	10,4	19,3	14,2	49,9	31,2
R5	15,8	15,3	93,3	89,6	76,8	80,3	35,4	33,6	15,5	15,2	47,3	43,0	49,7	53,2	100,0	98,4
R10	23,9	22,8	99,9	99,7	98,4	99,8	50,2	48,8	23,2	23,2	69,1	69,0	71,8	72,5	100,0	100,0
R20	33,4	32,9	100,0	100,0	100,0	100,0	68,8	67,7	34,5	34,3	89,9	88,3	91,7	91,2	100,0	100,0
R50	51,4	51,0	100,0	100,0	100,0	100,0	90,2	89,6	51,7	51,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 12 de junio de 2007. Establecimientos existentes a cada fecha.

#### CONCENTRACIÓN DE LAS OPERACIONES

En el cuadro 1 se detallan los porcentajes sobre el total que corresponden al establecimiento que realiza el mayor volumen (R1), o los cinco primeros (R5), etc., de las dos operaciones más representativas de la actividad total. En ambos tipos de operaciones la concentración del total de establecimientos disminuyó entre 2005 y 2006.

En las compras a clientes, la caída fue notoria en el R1 de los grupos CVT (-9 pp) y CV (-13 pp), mientras que aumentó ligeramente en los dos casos del grupo COMP. En los demás casos, solo el grupo CV aumentó la cuota del R5 en 3,5 pp y la del R10 en 1,4 pp.

Algo similar ocurrió en las transferencias emitidas, en las que el R1 cayó claramente en ambos grupos; y hubo un repunte de la concentración en el grupo «Transferencias restringidas», en que el R5 aumentó 3,5 pp y el R10 aumentó en 0,7 pp.

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

El balance agregado del grupo CV/GT presentó un comportamiento muy dinámico en 2006, con un crecimiento del 32%, hasta superar los 240 m€ (véase cuadro A.5). Las tres agrupaciones básicas presentaron mayores tasas de crecimiento que en 2005, pero, mientras que en el grupo «Transferencias restringidas» la tasa fue del 42%, en el del «Resto» fue del 22% y en el grupo CV del 16%.

Las cifras agregadas mostraban un balance muy líquido, con un activo circulante que acumulaba el 83% del total y cuyas partidas son las que presentaron el crecimiento más acusado. Por el lado del pasivo, los acreedores a corto plazo representaban el 51% del total, 7 pp más que en 2005, los mismos que perdieron los fondos propios, que aun así suponían el 41%.

Los resultados después de impuestos superaron los 14 m€ (un 8,2% de las comisiones percibidas), con un crecimiento interanual del 69%. Como viene sucediendo en los últimos años, las comisiones netas disminuyeron (muy moderadamente en 2006), dada la mayor tasa de crecimiento de las comisiones pagadas sobre las percibidas, pero el crecimiento del 33% de las diferencias de cambio situaron el margen ordinario en 102 m€, con un crecimiento del 13%. A pesar de ello, la proporción de las comisiones percibidas que representa el margen ordinario es inferior a la de 2005, siguiendo la tendencia descendente de los últimos cuatro años.

Los gastos de personal y los arrendamientos repuntaron en 2006, pero el buen comportamiento de otros ingresos, entre ellos los procedentes de la cartera de inversiones temporales, cuyo volumen en balance creció un 36,5%, llevó a que el margen de explotación ascendiera en 24 m€, frente a los 18 m€ de 2005.

Los saneamientos y las dotaciones para insolvencias tuvieron un comportamiento similar al de 2005 en términos de comisiones percibidas, y el resultado antes de impuestos se aproximó a los 20 m€, con un crecimiento del 33%. El hecho de que el impuesto sobre beneficios se recortara 1 m€ hizo que los resultados después de impuestos se incrementaran el 69%, hasta 14,4 m€, ganando 2,5 pp en términos de comisiones percibidas respecto al año anterior.

Dado que la tasa de crecimiento de los resultados de 2006 (69%) fue muy superior a la del crecimiento de los recursos propios (12,7%), el ROE en 2006 aumentó 5 pp con respecto a 2005, situándose en el 14,8%.

Por agrupaciones, los mejores resultados los tuvieron los de grupo «Resto», que sobrepasaron los 8 m€, seguido por el grupo «Transferencias restringidas» (casi 6 m€). El grupo CV tuvo pérdidas antes de impuestos que fueron compensadas por recuperaciones en el impuesto sobre beneficios, alcanzando un resultado neto de 30.000 €.

16.7.2007.

## APÉNDICE

Cuadros:

- A.1 Registro de establecimientos.
- A.2 Volumen de actividad y datos de estructura.
- A.3 Total actividad: Principales monedas utilizadas en la actividad con clientes.
- A.4 Total entidades de compraventa y gestión de transferencias (CV/GT). Distribución geográfica de las transferencias.
- A.5 Balance y cuenta de resultados. Total establecimientos de compraventa y gestión de transferencias.

	Situación al 31.12.03	Altas	Bajas	Situación al 31.12.04	Altas	Bajas	Situación al 31.12.05	Altas	Bajas	Situación al 31.12.06
<b>Total establecimientos</b>	<b>2.663</b>	<b>148</b>	<b>237</b>	<b>2.574</b>	<b>208</b>	<b>446</b>	<b>2.335</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>2.335</b>
I. Total grupo CVGT (a)	55	3	—	58	3	4	57	4	2	59
I.a. Total grupo CVT (b)	40	3	—	43	3	3	43	3	1	46
I.a.1. <i>Transferencias restringidas</i> (c)	35	3	—	38	3	3	38	4	3	39
I.a.2. <i>Resto</i> (d)	5	—	—	5	—	—	5	2	—	7
I.b. Total grupo CV (e)	15	—	—	15	—	1	14	1	2	13
II. Total grupo COMP (f)	2.608	145	237	2.516	208	446	2.278	151	153	2.276
II.a. <i>Actividad principal</i> (g)	255	30	37	248	22	71	199	26	26	199
II.b. <i>Actividad complementaria</i> (h)	2.353	115	200	2.268	186	375	2.079	125	127	2.077
Pro memoria: Distribución geográfica del grupo COMP										
Andalucía (i)	368	34	43	359	35	68	326	23	17	332
Aragón	4	—	2	2	—	—	2	0	0	2
Asturias	4	—	—	4	—	—	4	1	1	4
Baleares	689	32	55	666	104	148	622	71	64	629
Canarias	600	24	50	574	37	98	513	30	35	508
Cantabria	11	—	—	11	—	—	11	0	0	11
Castilla-La Mancha	5	—	—	5	—	1	4	1	0	5
Castilla y León	18	1	4	15	—	—	15	1	2	14
Cataluña	466	25	47	444	7	58	393	10	13	390
Extremadura	7	1	3	5	2	1	6	0	1	5
Galicia	16	2	5	13	—	1	12	0	0	12
La Rioja	3	1	—	4	—	—	4	1	0	5
Madrid	178	9	8	179	9	31	157	5	11	151
Murcia	11	—	—	11	—	1	10	0	2	8
Navarra	3	—	—	3	2	—	5	2	0	7
País Vasco	23	1	6	18	—	2	16	2	0	18
Valencia	202	15	14	203	12	37	178	4	7	175

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 12 de junio de 2007.

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

Millones de € y %

	Actividad						Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s/total actividad con clientes (%)		De los que: Comisión media por transferencia de divisas (%)		% establecimientos informantes s/total registrados	
	Total		Compraventa de divisas a clientes		Transferencias							
	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	5.700	6.434	1.475	1.340	4.225	5.094	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	4.431	5.274	206	181	4.225	5.094	4,2	4,3	3,4	3,3	96,5	94,9
I.a. Total grupo CVT (b)	4.377	5.242	152	149	4.225	5.094	4,2	4,3	3,4	3,3	97,7	97,8
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	3.115	3.189	19	25	3.096	3.164	3,7	4,1	3,0	3,2	97,4	97,4
I.a.2. Resto (d)	1.261	2.053	133	123	1.129	1.930	5,4	4,6	4,5	3,4	100,0	100,0
I.b. Total grupo CV (e)	54	32	54	32	0	0	6,8	7,0	—	—	92,9	84,6
II. Total grupo COMP (f)	1.269	1.160	1.269	1.160	—	—	—	—	—	—	73,6	69,6
II.a. Actividad principal (g)	417	408	417	408	—	—	—	—	—	—	73,9	72,4
II.b. Actividad complementaria (h)	852	751	852	751	—	—	—	—	—	—	73,6	69,3

	Número de empleados						Número de agentes					
	Asalariados		No asalariados		Oficinas o locales		Personas físicas		Personas jurídicas		Locales	
	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p	2005	2006 p
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	...	...	...	...	2.952	2.957	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	1.578	1.641	30	25	191	208	4.921	6.533	2.957	3.488	18.725	19.987
I.a. Total grupo CVT (b)	1.482	1.551	26	25	165	186	4.921	6.533	2.957	3.488	18.725	19.987
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	1.184	955	3	3	135	106	4.044	4.537	1.892	2.071	11.237	11.993
I.a.2. Resto (d)	298	596	23	22	30	80	877	1.996	1.065	1.417	7.488	7.994
I.b. Total grupo CV (e)	96	90	4	0	26	22	—	—	—	—	—	—
II. Total grupo COMP (f)	...	...	...	...	2.761	2.749	—	—	—	—	—	—
II.a. Actividad principal (g)	...	...	...	...	180	230	—	—	—	—	—	—
II.b. Actividad complementaria (h)	...	...	...	...	2.581	2.519	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 12 de junio de 2007.

Establecimientos existentes a cada fecha.

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

Contravalor en millones de €

Denominación de la moneda	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias				Total actividad con clientes	
	2005	2006 p	2005	2006 p	Emitidas		Recibidas		2005	2006 p
Total establecimientos	1.407	1.267	68	74	4.013	4.891	211	202	5.700	6.434
Euro	143	103	1	1	2.354	3.149	208	199	2.705	3.452
Dólar estadounidense	130	129	37	43	1.645	1.723	4	3	1.815	1.899
Libra esterlina	1.093	1.000	11	14	—	4	—	—	1.104	1.018
Franco suizo	12	11	1	2	—	—	—	—	13	12
Resto de monedas	30	24	17	14	15	15	—	—	62	53
<b>I. Grupo CV/GT</b>	<b>138</b>	<b>107</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>4.013</b>	<b>4.891</b>	<b>211</b>	<b>202</b>	<b>4.431</b>	<b>5.274</b>
Euro	36	18	1	1	2.354	3.149	208	199	2.599	3.366
Dólar estadounidense	78	73	37	43	1.645	1.723	4	3	1.763	1.843
Libra esterlina	22	17	11	14	—	4	—	—	34	35
Franco suizo	2	2	1	2	—	—	—	—	4	4
Resto de monedas	-1	-3	—	—	—	—	—	—	31	26
<b>II. Grupo COMP</b>	<b>1.269</b>	<b>1.160</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>1.269</b>	<b>1.160</b>
Euro	106	85	—	—	—	—	—	—	106	85
Dólar estadounidense	52	56	—	—	—	—	—	—	52	56
Libra esterlina	1.070	983	—	—	—	—	—	—	1.070	983
Franco suizo	10	9	—	—	—	—	—	—	10	9
Resto de monedas	30	27	—	—	—	—	—	—	30	27

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 12 de junio de 2007.

Nota: Establecimientos existentes a cada fecha.

**TOTAL ENTIDADES DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (CV/GT)**  
**DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.4

País de destino (a)	% s/total ordenado		País de origen (a)	% s/total recibido	
	2005	2006 p		2005	2006 p
TOTAL	74,92	70,61	TOTAL	58,69	53,70
Colombia	21,08	18,29	Italia	15,36	13,68
Ecuador	20,16	15,90	Estados Unidos	14,16	12,74
Bolivia	6,41	8,82	Reino Unido	9,10	10,25
Rumanía	6,83	7,08	Francia	8,47	6,75
Marruecos	6,12	6,19	Alemania	7,13	5,51
República Dominicana	4,71	4,76	Colombia	1,18	1,28
Brasil	4,13	3,16	Perú	1,20	1,19
Perú	2,61	2,33	Guinea Ecuatorial	0,87	1,02
Senegal	2,00	2,07	Ecuador	0,69	0,75
Paraguay	0,87	2,01	Rumanía	0,53	0,53

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 12 de junio de 2007.

Nota: Establecimientos existentes a cada fecha.

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

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

CUADRO A.5

miles de euros y %

	Balance (diciembre)										
	Importe				% s/t. act.				% Δ		
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2004	2005	2006
<b>Total activo = Total pasivo</b>	<b>140.906</b>	<b>154.078</b>	<b>182.137</b>	<b>240.318</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>9,3</b>	<b>18,2</b>	<b>31,9</b>
<b>ACTIVO</b>											
Caja y entidades de crédito	46.457	60.654	69.008	105.726	33,0	39,4	37,9	44,0	30,6	13,8	53,2
Deudores	39.601	32.673	46.632	53.048	28,1	21,2	25,6	22,1	-17,5	42,7	13,8
Inversiones financieras temporales	24.044	26.181	29.942	40.862	17,1	17,0	16,4	17,0	8,9	14,4	36,5
Inmovilizado no financiero	18.357	18.752	23.262	23.278	13,0	12,2	12,8	9,7	2,2	24,1	0,1
Inmovilizado financiero	7.432	9.125	9.377	9.131	5,3	5,9	5,2	3,8	22,8	2,8	-2,6
Otras partidas	5.014	6.692	3.910	8.278	3,6	4,3	2,2	3,4	33,5	-41,6	111,7
<b>PASIVO</b>											
Acreedores a corto plazo	54.033	59.510	79.199	122.399	38,4	38,6	43,5	50,9	10,1	33,1	54,5
<i>Transferencias pendientes de pago</i>	<i>7.111</i>	<i>10.101</i>	<i>17.219</i>	<i>36.092</i>	<i>5,1</i>	<i>6,6</i>	<i>9,5</i>	<i>15,0</i>	<i>42,0</i>	<i>70,5</i>	<i>109,6</i>
<i>Otros acreedores no comerciales</i>	<i>26.199</i>	<i>19.198</i>	<i>18.561</i>	<i>19.094</i>	<i>18,6</i>	<i>12,5</i>	<i>10,2</i>	<i>8,0</i>	<i>-26,7</i>	<i>-3,3</i>	<i>2,9</i>
<i>Otros</i>	<i>20.733</i>	<i>30.210</i>	<i>43.416</i>	<i>67.216</i>	<i>14,7</i>	<i>19,6</i>	<i>23,8</i>	<i>28,0</i>	<i>45,7</i>	<i>43,7</i>	<i>54,8</i>
Otras partidas	10.077	14.756	12.483	13.454	7,2	9,6	6,9	5,6	46,4	-15,4	7,8
Fondos propios	64.671	69.974	86.276	97.243	45,9	45,4	47,4	40,5	8,2	23,3	12,7
Resultados	12.123	9.838	4.179	7.221	8,6	6,4	2,3	3,0	-18,8	-57,5	72,8
<b>Cuenta de resultados acumulada (diciembre)</b>											
	Importe				% s/comisiones percibidas				% Δ		
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Comisiones percibidas	129.742	146.241	150.425	176.081	100,0	100,0	100,0	100,0	12,7	2,9	17,1
<i>Comisiones pagadas</i>	<i>63.912</i>	<i>83.445</i>	<i>97.329</i>	<i>123.358</i>	<i>49,3</i>	<i>57,1</i>	<i>64,7</i>	<i>70,1</i>	<i>30,6</i>	<i>16,6</i>	<i>26,7</i>
<i>Comisiones netas</i>	<i>65.830</i>	<i>62.796</i>	<i>53.096</i>	<i>52.723</i>	<i>50,7</i>	<i>42,9</i>	<i>35,3</i>	<i>29,9</i>	<i>-4,6</i>	<i>-15,4</i>	<i>-0,7</i>
Diferencias de cambio netas	20.994	31.780	36.779	48.846	16,2	21,7	24,5	27,7	51,4	15,7	32,8
Margen ordinario	86.824	94.576	89.875	101.569	66,9	64,7	59,7	57,7	8,9	-5,0	13,0
Ingresos y gastos financieros	488	-147	83	1.092	0,4	-0,1	0,1	0,6	—	—	1.215,7
Otros ingresos	3.859	3.077	2.905	4.510	3,0	2,1	1,9	2,6	-20,3	-5,6	55,2
Gastos de explotación	67.981	73.884	74.990	83.174	52,4	50,5	49,9	47,2	8,7	1,5	10,9
Margen de explotación	23.190	23.622	17.873	23.997	17,9	16,2	11,9	13,6	1,9	-24,3	34,3
Sanearios e insolvencias	4.611	4.471	3.870	4.670	3,6	3,1	2,6	2,7	-3,0	-13,4	20,7
Otras partidas	-1.695	-1.639	941	547	-1,3	-1,1	0,6	0,3	-3,3	—	-41,9
Resultados antes de impuestos	16.884	17.512	14.944	19.874	13,0	12,0	9,9	11,3	3,7	-14,7	33,0
<i>Impuesto sobre beneficios</i>	<i>7.333</i>	<i>7.619</i>	<i>6.428</i>	<i>5.480</i>	<i>5,7</i>	<i>5,2</i>	<i>4,3</i>	<i>3,1</i>	<i>3,9</i>	<i>-15,6</i>	<i>-14,7</i>
<i>Resultados después de impuestos</i>	<i>9.553</i>	<i>9.877</i>	<i>8.517</i>	<i>14.393</i>	<i>7,4</i>	<i>6,8</i>	<i>5,7</i>	<i>8,2</i>	<i>3,4</i>	<i>-13,8</i>	<i>69,0</i>
<b>PRO MEMORIA</b>											
ROE (%)	—	—	—	—	14,8	14,1	9,9	14,8	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 12 de junio de 2007.

Nota: Establecimientos existentes a última fecha.

LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO: ACTIVIDAD Y RESULTADOS  
EN 2006

Este artículo ha sido elaborado por Ramón López Galindo, de la Dirección General de Regulación.

### **Introducción**

La evolución de la actividad y de los resultados de los establecimientos financieros de crédito (EFC)<sup>1</sup> ha sido favorable en 2006, directamente influenciada por el buen comportamiento de la economía española, cuyo PIB creció en un 3,9%. El sector de la construcción se mostró como el más fuerte dentro del índice de producción industrial, aunque la inversión en el mismo se ralentizó levemente, influenciada por la subida de los tipos de interés (al cierre de 2006, el tipo EURIBOR fue del 3,92%).

Este informe sintetiza la evolución de los EFC en 2006, a la luz de la información estadística anexada en los cuadros. En este sentido, el balance total de los EFC creció en 2006 (15%) de forma más moderada que en 2005 (22%), y los resultados aumentaron un 14% (en 2005, un 26%). El peso de este tipo de entidades tan solo representó un 2,53% del balance total de entidades de crédito (EC), a pesar de su importancia en los instrumentos financieros<sup>2</sup> en los que están especializados.

### **Estructura del sector: especialización y concentración**

En diciembre de 2006 el número de EFC era de 79, registrándose durante dicho ejercicio tres altas (uno independiente y dos filiales de empresas extranjeras) y una baja. Los 28 EFC filiales de entidades de depósito españolas (ED) suponían el 56% del balance del sector, mientras que tanto los 12 EFC filiales de entidades de crédito (EC) extranjeras como los 11 filiales de fabricantes de automóviles representaron un 15%. El restante 14%<sup>3</sup> del sector se distribuyó entre los EFC españoles independientes de grupos de EC (10%) y los restantes EFC extranjeros (véase gráfico 1).

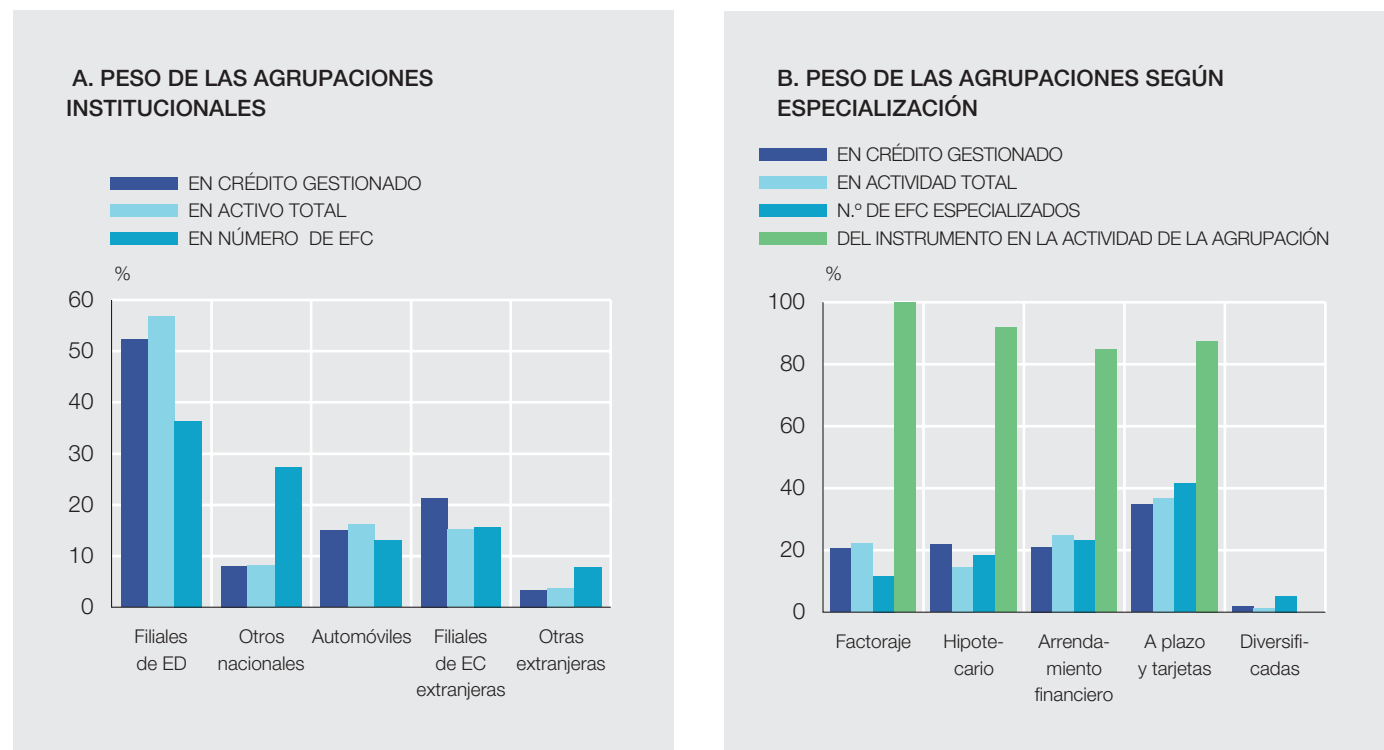
El grado de especialización de los EFC es muy alto, tal y como muestra el gráfico 1, donde se observa que dicha especialización supera el 80% de la actividad desarrollada por los EFC. Es destacable el factoraje, donde dicho instrumento prácticamente ocupa el total de la actividad que llevan a cabo los EFC especializados en el mismo.

El peso de los cinco mayores grupos de consolidación de EFC fue casi del 57% (60% en 2005). Dicha disminución se produjo principalmente en favor de los 15 mayores EFC, que pasaron del 31% en 2005 al 33% en 2006. Por su parte, el peso de las entidades individuales también disminuyó para los cinco mayores EFC, hasta el 39% (42% en 2005), mientras que el de los 15 mayores aumentó hasta el 42% (véase gráfico 2).

### **Actividad crediticia**

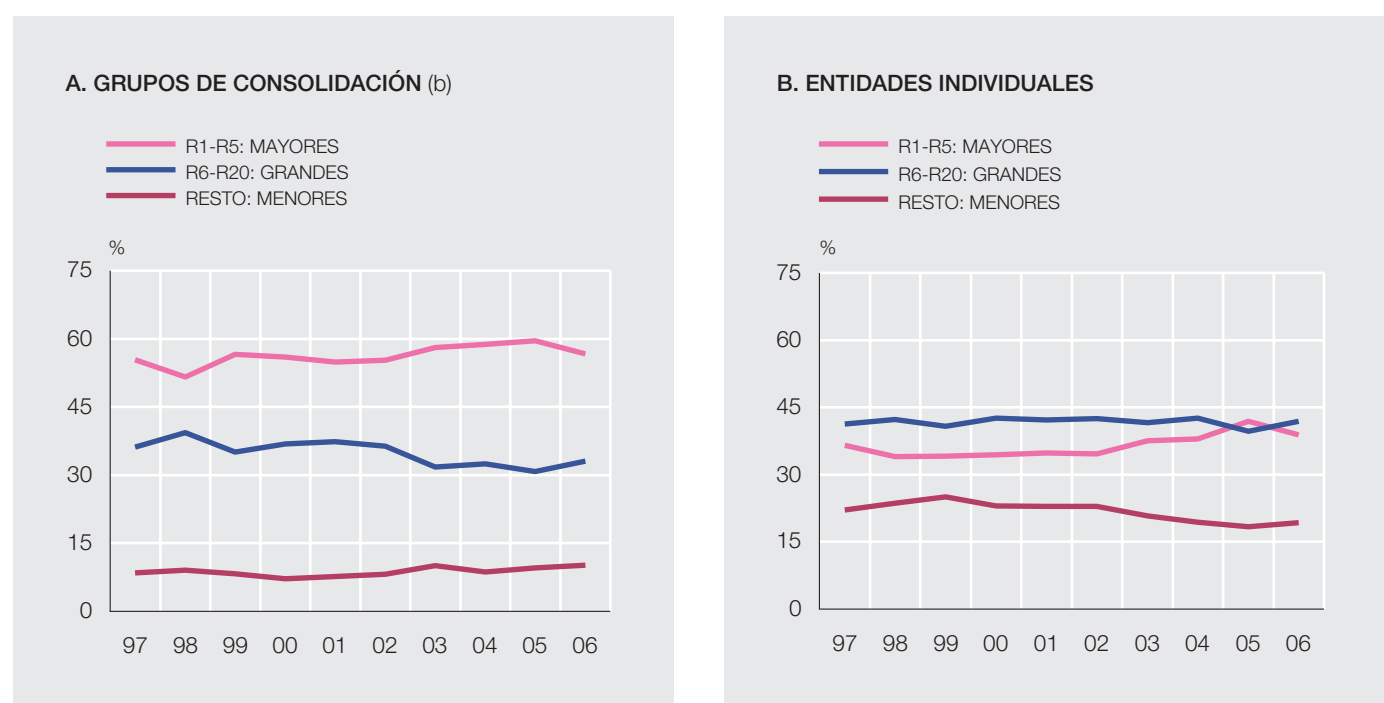
La actividad de los EFC se desaceleró en 2006 hasta el 15%, debido principalmente al menor crecimiento de los créditos concedidos a la clientela, cuya tasa de crecimiento fue del 13% (24% en 2005). Los activos transferidos, sobre los que los EFC suelen mantener la gestión, no están registrados en balance, pero su importancia no puede obviarse, ya que representan casi un 15% de la actividad de los EFC y la tasa de crecimiento de dichos activos transferidos ha aumentado en los últimos años, alcanzando un importe de 9.223 m€ en 2006, lo que supuso

**1.** Los EFC están regulados en sus aspectos fundamentales por la Ley 3/1994, de transposición de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, desarrollada por el Real Decreto 692/1996, sobre su régimen jurídico. La regulación relativa a la solvencia y disciplina es la misma para todas las entidades de crédito (EC). Los EFC son el único tipo de EC que no puede captar financiación mediante fondos reembolsables del público, emisiones de títulos a plazo inferior al año o instrumentos similares. **2.** Factoraje, préstamo hipotecario, arrendamiento financiero y financiación de ventas a plazo (incluye tarjetas de crédito). **3.** Son entidades muy pequeñas salvo tres (dos grandes grupos de distribución y un fabricante de maquinaria de obra pública).



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

CONCENTRACIÓN DE LOS EFC SEGÚN EL TOTAL ACTIVO (a)



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

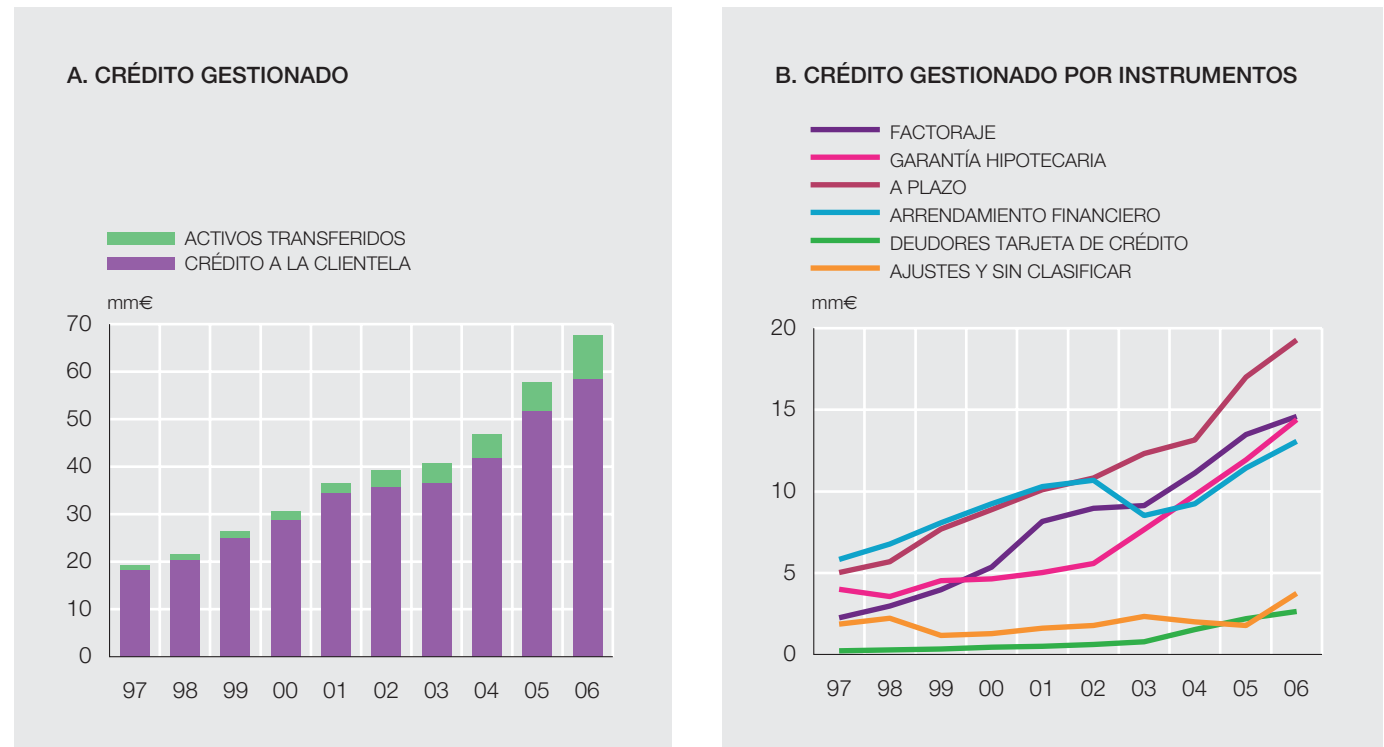
a. Datos del conjunto de EFC existentes a fin de cada año.

b. Los grupos de consolidación se forman por agregación de los datos individuales de los EFC que pertenecen a un mismo grupo.

una variación respecto al año anterior del 55% (véase cuadro A.1). Esta evolución se debe, en parte, al crecimiento experimentado por las titulizaciones de activos no hipotecarios, que han pasado de 631 m€ en 2005 a 1.746 m€ en 2006 (+177%) y, por otra parte, al mantenimiento de la tasa de crecimiento de las titulizaciones de activos hipotecarias (43%).

La inversión crediticia frente a las Administraciones Públicas disminuyó un 16% respecto al ejercicio anterior, mientras que las inversiones frente a no residentes aumentaron un 30%. Por su parte, los créditos otorgados a residentes distintos de las Administraciones Públicas desaceleraron su ritmo de crecimiento hasta el 14% (26% en 2005).

Por otro lado, el instrumento crediticio más importante fue de nuevo la financiación de ventas a plazo, que alcanzó un importe de 19.283 m€, aunque con un crecimiento inferior al del



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Datos del conjunto de EFC existentes a fin de cada año.

ejercicio precedente (14% en 2006, frente al 29% de 2005). No obstante, si se tiene en cuenta que las entidades especializadas en crédito a plazo transfirieron 1,4 m€ en 2006 (véase cuadro A.4), ello implicaría que la desaceleración no fue tan pronunciada, al mostrar una tasa de crecimiento del 22%. La evolución de este instrumento se ha debido, fundamentalmente, al menor crecimiento del consumo de las familias de bienes duraderos, tal y como pone de manifiesto la ralentización del crecimiento en la financiación de ventas a plazo por los EFC relacionadas con la industria del automóvil (un 12%, frente al 14% de 2005) (véanse cuadros A.3 y A.4).

El número total de tarjetas de crédito emitidas en 2006 por el total de entidades de crédito ascendió a unos 90 millones, de las cuales 15,4 millones fueron emitidas por EFC. Esto supuso una suave desaceleración en el crecimiento de tarjetas de crédito emitidas en 2006 (+12,4%) respecto a 2005 (+14,3%).

La financiación mediante factoraje, así como los préstamos con garantía hipotecaria, son los instrumentos con mayor peso en el balance, con unos importes de 14.393 m€ y 14.586 m€, respectivamente, después de la financiación de ventas a plazo. El ritmo de crecimiento de la financiación mediante factoraje se ha desacelerado notablemente, pasando de tasas superiores al 20% en ejercicios anteriores a situarse en 2006 en el 8%; a ello contribuyó el crecimiento casi nulo del factoraje sin recurso. La mayoría de las entidades especializadas en este instrumento eran filiales de ED nacionales, que concentraron el 90% de esta actividad.

Por su parte, los préstamos con garantía hipotecaria, aunque también han ralentizado su crecimiento, superaron el 20% de variación, alcanzando así un peso similar al de la financiación con factoraje en el balance. Las entidades más activas en la gestión del crédito a través del préstamo con garantía hipotecaria fueron los EFC extranjeros filiales de EC (el 80% de su crédito gestionado por instrumentos lo destinaron a esta especialización), con un importe de 12.090 m€. Las entidades especializadas en préstamos con garantía hipotecaria dedicaron el 90% del crédito gestionado por instrumentos a los mencionados préstamos. En 2006, el importe de los préstamos hipotecarios formalizados continuó desacelerando su crecimiento (+8%), mientras que el número de operaciones formalizadas caía el 17%.

El arrendamiento financiero creció un 14% en 2006, hasta alcanzar 13.072 m€, representando los EFC filiales de ED nacionales el 70% de ese importe. En este caso, el 85% del crédito gestionado bajo este instrumento recayó en entidades especializadas en el mismo, confirmando una vez más el alto grado de especialización del sector. El número de arrendamientos financieros formalizados y el importe aumentaron un 7% y un 10%, respectivamente.

### **Financiación**

Los EFC no pueden financiarse mediante fondos reembolsables del público<sup>4</sup>, pero precisamente su consideración como EC<sup>5</sup> permite a los EFC obtener financiación en el mercado interbancario. Los depósitos de entidades de crédito ascendieron a 47 mm€, con una tasa de crecimiento del 14,5%, y representaron el 75% del total balance (véase cuadro A.1). El patrimonio neto, que representó el 7% del balance total, creció un 11%, hasta situarse en 4,2 mm€, dentro del cual los resultados ascendieron a 464m€, con una tasa de crecimiento del 15%.

Los depósitos de la clientela<sup>6</sup> alcanzaron 5,8 mm€ (un 9% del balance total) y continuaron un ejercicio más aumentando su tasa de crecimiento (+ 25%). Por otro lado, los débitos por valores y otros pasivos apenas variaron su importe durante el mencionado ejercicio (1,4 mm€).

Adicionalmente, los EFC obtuvieron financiación a través de la transferencia de activos, tal y como se puede apreciar en la información que figura en las cuentas de orden. Dichas transferencias significarían un 15% adicional al balance total.

### **La morosidad y su cobertura**

Los activos dudosos y contingentes crecieron un 22%, hasta alcanzar 1,5 mm€. Dicho crecimiento fue superior al 13% de los créditos a la clientela, lo que implicó un ligero empeoramiento de la ratio de dudosos en 14 puntos básicos (pb), situándose dicha ratio en el 2,42% (véase cuadro A.5). La ratio de dudosos se situó entre el 3% y el 5% en las distintas agrupaciones, salvo en los EFC filiales de ED nacionales, en las que fue del 1,2%.

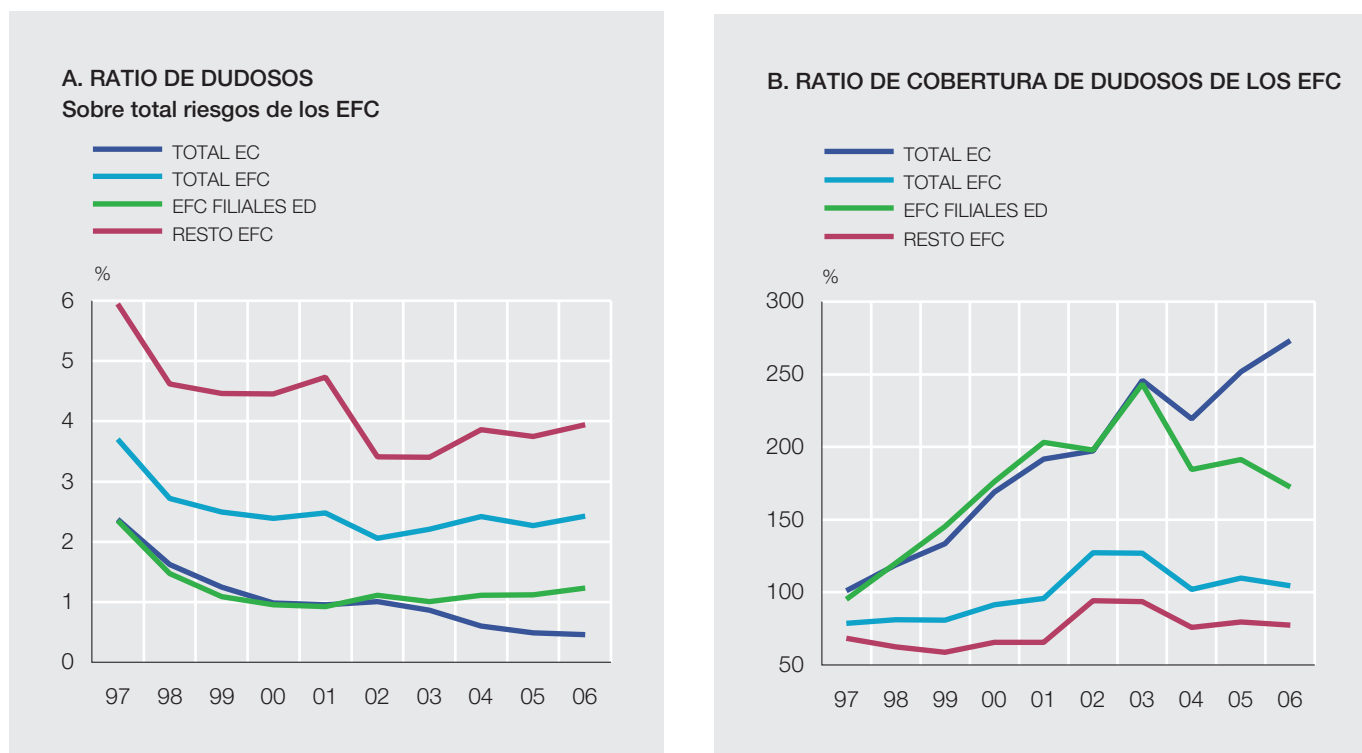
Las correcciones de valor en 2006 aumentaron un 16%, hasta 1,5 mm€, destacando el aumento de la provisión específica en un 30%. La ratio de cobertura mejoró en 2006, hasta situarse en el 104,45%. No obstante, de nuevo los EFC filiales de ED nacionales se diferenciaron en términos positivos, ya que su ratio de cobertura fue del 172%, muy por encima del resto de EFC, cuya ratio no alcanzó el 100% (véanse cuadro A.5 y gráfico 4).

### **Resultados**

El resultado después de impuestos fue de 463 m€, con una tasa de crecimiento del 15%, lo que reflejó una desaceleración en el mismo. Este mismo resultado en términos de los activos totales medios del ejercicio (ROA) retrocedió apenas 3 pb, y asimismo retrocedió suavemente la rentabilidad sobre los recursos propios (ROE), hasta el 11,47%. El mantenimiento de los mencionados indicadores en niveles similares a los del ejercicio anterior, a pesar del mayor crecimiento de los costes financieros (+43%) frente al de los productos financieros (+25%), se explica, en general, por la adecuada gestión realizada por las entidades en las partidas de gastos, pérdidas y dotaciones que componen los diferentes márgenes, tal y como se puede apreciar en sus respectivas ratios sobre activos totales medios (ATM) (véanse cuadro A.6 y gráfico 5).

El margen de intermediación creció un 10%, hasta situarse en 1,5 mm€, es decir, redujo su ritmo de crecimiento a la mitad respecto al ejercicio anterior, principalmente por el mayor cre-

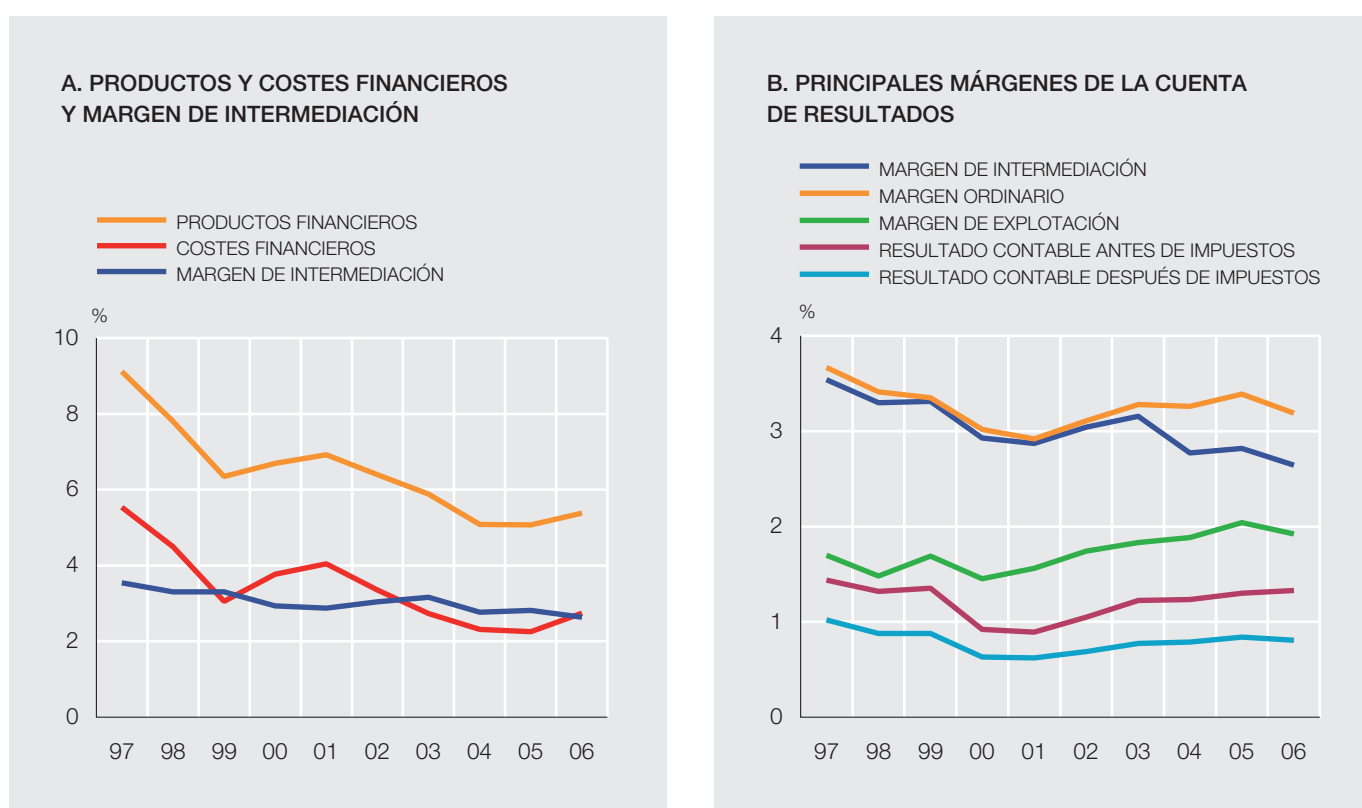
4. El RD 692/1996, de 26 de abril, contiene la definición de lo que se considera fondos reembolsables del público en este caso. Ni siquiera se permite la captación de depósitos a plazo superior a un año. 5. La consideración de los EFC como EC les permite ser ponderadas como EC, lo que implica menos consumo de recursos para el prestamista y, por tanto, un menor coste de esa financiación para el prestatario (los EFC). 6. La denominación contable «Depósitos de la clientela» está constituida en un 93% por fondos de accionistas y de entidades del mismo grupo de la entidad.



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Datos del conjunto de EFC existentes a fin de cada año.

PRINCIPALES EPÍGRAFES DE LA CUENTA DE RESULTADOS DE EFC (a)  
Porcentaje sobre balance medio (% ATM)



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Datos del conjunto de EFC existentes a 31 de diciembre de 2006.

cimiento de los costes financieros frente al de los productos financieros (véanse cuadros A.6 y A.7, y gráfico 5).

El margen ordinario ascendió a 1,8 mm€, lo que supuso un crecimiento del 12%, frente al 23% del ejercicio precedente. Este margen también empeoró en términos de ATM su ratio en 19 pb (véase gráfico 5), debido a la ralentización del crecimiento tanto de los otros productos ordinarios como de los ingresos netos por comisiones, así como por la estabilización de dichas partidas respecto a los ATM.

El margen de explotación fue de 1,1 mm€, con una tasa de crecimiento del 9% (+30% en 2005), y empeoró ligeramente en términos de ATM, hasta situarse la ratio en el 1,92% (-11 pb), fundamentalmente debido a la mejora de las partidas que componen los gastos de explotación.

El resultado antes de impuestos fue de 761 m€, con una ligera mejora en términos de ATM (+3 pb) y un crecimiento del 22%, debido al buen comportamiento de las pérdidas por deterioro (+12% en 2006, frente al 28% en 2005), de las dotaciones a provisiones (en 2005 el importe fue de 28 m€, mientras que en 2006 fue de 7 m€) y de los otros resultados (+90%).

Los EFC filiales de ED nacionales tuvieron los mejores resultados después de impuestos, alcanzando 209 m€ y un crecimiento (+41%) muy superior al del resto de agrupaciones. No obstante, el ROE de los mencionados EFC fue del 12,19%, por debajo de los de EFC filiales de EC extranjeras (14,17%) y de los otros EFC extranjeros (16,91%).

### **Solvencia**

La solvencia de los EFC en 2006 se mantuvo de forma general muy estable, con tasas de crecimiento similares en los riesgos ponderados (+14,5%) y en los recursos propios computables (+15,5), lo que arrojó un crecimiento del superavit de recursos propios del 17,3%, hasta alcanzar 2 mm€. La ratio de solvencia mejoró ligeramente (+10 pb), situándose en el 13,3% (véase cuadro A.8).

20.7.2007.

### **APÉNDICE**

Cuadros:

- A.1 Balances a final de ejercicio de EFC
- A.2 Balances de EFC a 31 de diciembre de 2006 por agrupaciones institucionales y especialización
- A.3 Inversión crediticia
- A.4 Inversión crediticia de EFC a 31 de diciembre de 2006 por agrupaciones y especialización
- A.5 Riesgos dudosos y su cobertura
- A.6 Cuenta de resultados y ratios de los EFC
- A.7 Cuenta de resultados de los EFC a 31 de diciembre de 2006 por agrupaciones y especialización
- A.8 Solvencia

m€ y %	Importe				Estructura				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	<b>Activo = Pasivo y patrimonio</b>	<b>38.708</b>	<b>44.876</b>	<b>54.548</b>	<b>62.649</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>3,6</b>	<b>15,9</b>	<b>21,6</b>
Caja y bancos centrales	41	34	44	53	0,1	0,1	0,1	0,1	47,1	-17,7	29,5	21,7
Depósitos en entidades de crédito	1.183	1.174	882	2.220	3,1	2,6	1,6	3,5	-27,7	-0,8	-24,9	151,8
Crédito a la clientela	36.633	41.920	51.834	58.512	94,6	93,4	95,0	93,4	5,0	14,4	23,6	12,9
<i>Crédito a la clientela sin ajustes</i>	<i>36.801</i>	<i>41.958</i>	<i>51.950</i>	<i>58.574</i>	<i>95,1</i>	<i>93,5</i>	<i>95,2</i>	<i>93,5</i>	<i>5,0</i>	<i>14,0</i>	<i>23,8</i>	<i>12,8</i>
<i>Activos dudosos</i>	<i>809</i>	<i>1.074</i>	<i>1.234</i>	<i>1.498</i>	<i>2,1</i>	<i>2,4</i>	<i>2,3</i>	<i>2,4</i>	<i>9,9</i>	<i>32,7</i>	<i>14,9</i>	<i>21,5</i>
<i>Ajustes por insolvencias (-)</i>	<i>-978</i>	<i>-1.112</i>	<i>-1.349</i>	<i>-1.560</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,5</i>	<i>10,5</i>	<i>13,7</i>	<i>21,3</i>	<i>15,6</i>
Valores y participaciones	40	229	303	249	0,1	0,5	0,6	0,4	133,2	470,7	32,2	-17,8
Activo material	197	786	757	850	0,5	1,8	1,4	1,4	-0,3	298,8	-3,7	12,3
Otras cuentas	614	734	729	765	1,6	1,6	1,3	1,2	7,2	19,7	-0,8	5,0
<b>Pasivo</b>	<b>36.010</b>	<b>41.904</b>	<b>50.642</b>	<b>58.381</b>	<b>93,0</b>	<b>93,4</b>	<b>92,8</b>	<b>93,2</b>	<b>3,2</b>	<b>16,4</b>	<b>20,9</b>	<b>15,3</b>
Depósitos de entidades de crédito	29.585	34.376	41.001	46.966	76,4	76,6	75,2	75,0	3,4	16,2	19,3	14,5
Depósitos de la clientela	3.167	3.890	4.674	5.830	8,2	8,7	8,6	9,3	2,5	22,8	20,1	24,7
Débitos por valores y otros pasivos	1.020	1.140	1.492	1.453	2,6	2,5	2,7	2,3	2,6	11,7	30,9	-2,6
<i>Del que: Pasivos subordinados</i>	<i>361</i>	<i>423</i>	<i>717</i>	<i>717</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,1</i>	<i>-1,7</i>	<i>17,2</i>	<i>69,4</i>	<i>0,0</i>
Provisiones	135	173	225	267	0,4	0,4	0,4	0,4	19,8	27,8	29,7	19,0
Otros pasivos	2.761	3.040	4.025	4.602	7,1	6,8	7,4	7,4	1,5	10,1	32,4	14,3
<b>Patrimonio neto</b>	<b>2.698</b>	<b>2.973</b>	<b>3.906</b>	<b>4.268</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>	<b>31,4</b>	<b>9,3</b>
Fondos propios	2.698	2.978	3.903	4.250	7,0	6,6	7,2	6,8	10,3	10,4	31,1	8,9
<i>Del que: Resultados</i>	<i>264</i>	<i>324</i>	<i>409</i>	<i>464</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>10,3</i>	<i>22,8</i>	<i>26,1</i>	<i>13,5</i>
Ajustes por valoración	—	-5	3	18	—	0,0	—	—	—	—	—	—
<b>Pro memoria:</b>												
Activos financieros rentables	38.833	44.457	54.397	62.549	100,3	99,1	99,7	99,8	3,8	14,5	22,4	15,0
Riesgos y pasivos contingentes	240	234	149	162	0,6	0,5	0,3	0,3	12,5	-2,4	-36,2	8,8
Transferencia de activos	4.065	4.888	5.971	9.223	10,5	10,9	11,0	14,7	15,4	20,3	22,2	54,5
EFC existentes y activos	78	78	77	79	—	—	—	—	-4,9	—	-1,3	2,6

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a cada fecha.

BALANCES DE EFC A 31 DE DICIEMBRE DE 2006 POR AGRUPACIONES INSTITUCIONALES Y ESPECIALIZACIÓN (a)

CUADRO A.2

m€ y %

	Nacionales						Extranjeras			
	Filiales de ED		Otras		Automóviles		Filiales de EC		Otras	
	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ
<b>Activo = Pasivo y patrimonio</b>	<b>35.181</b>	<b>13,7</b>	<b>6.235</b>	<b>39,1</b>	<b>9.336</b>	<b>5,6</b>	<b>9.655</b>	<b>16,7</b>	<b>2.242</b>	<b>21,6</b>
Caja y bancos centrales	1	-52,5	20	54,5	29	17,8	3	21,4	—	-97,6
Depósitos en entidades de crédito	1.401	119,5	196	76,3	77	694,0	530	355,9	16	306,6
Crédito a la clientela	32.514	11,4	5.853	39,8	9.078	5,0	8.915	13,2	2.153	21,3
<i>Crédito a la clientela sin ajustes</i>	<i>32.801</i>	<i>11,3</i>	<i>5.836</i>	<i>39,6</i>	<i>9.038</i>	<i>5,0</i>	<i>8.748</i>	<i>13,0</i>	<i>2.152</i>	<i>20,9</i>
<i>Activos dudosos</i>	<i>426</i>	<i>24,2</i>	<i>174</i>	<i>22,5</i>	<i>379</i>	<i>8,3</i>	<i>400</i>	<i>29,6</i>	<i>119</i>	<i>35,5</i>
<i>Ajustes por insolvencias (-)</i>	<i>-713</i>	<i>14,4</i>	<i>-157</i>	<i>14,6</i>	<i>-339</i>	<i>8,2</i>	<i>-233</i>	<i>31,3</i>	<i>-118</i>	<i>26,5</i>
Valores y participaciones	35	94,2	43	45,5	32	-27,1	134	-35,8	6	93,6
Activo material	748	13,1	58	6,4	16	-9,9	20	29,2	7	-0,9
Otras cuentas	483	13,8	65	-24,2	104	0,4	52	-7,3	60	9,2
<b>Pasivo</b>	<b>33.427</b>	<b>13,9</b>	<b>5.588</b>	<b>42,9</b>	<b>8.454</b>	<b>5,4</b>	<b>8.992</b>	<b>16,7</b>	<b>1.921</b>	<b>23,7</b>
Depósitos en entidades de crédito	29.996	12,8	3.984	59,1	5.288	7,1	6.406	5,7	1.292	40,7
Depósitos de la clientela	285	45,5	382	14,0	2.544	1,3	2.111	99,0	508	-6,0
Débitos por valores y otros pasivos	445	1,9	662	16,7	238	-3,1	109	-55,2	—	-96,7
<i>Del que: Pasivos subordinados</i>	<i>445</i>	<i>1,9</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>236</i>	<i>-3,6</i>	<i>36</i>	<i>0,7</i>	<i>—</i>	<i>—</i>
Provisiones	216	32,0	3	-16,4	27	1,5	16	-38,9	5	18,1
Otros pasivos	2.486	26,6	1.219	14,0	359	20,2	423	-19,1	116	29,0
<b>Patrimonio neto</b>	<b>1.754</b>	<b>9,6</b>	<b>647</b>	<b>13,6</b>	<b>883</b>	<b>7,2</b>	<b>663</b>	<b>15,9</b>	<b>321</b>	<b>10,3</b>
Fondos propios	1.745	9,1	644	13,4	878	6,7	663	15,9	321	10,3
<i>Del que: Resultados</i>	<i>209</i>	<i>41,5</i>	<i>42</i>	<i>-6,4</i>	<i>79</i>	<i>-7,2</i>	<i>84</i>	<i>4,1</i>	<i>49</i>	<i>12,8</i>
EFC existentes y activos	28	—	22	4,8	11	10,0	12	—	6	—
<b>ESPECIALIZACIÓN</b>	Factoraje		Hipotecario		A plazo		Arrendamiento financiero		No especializadas	
<b>Activo = Pasivo y patrimonio</b>	<b>13.563</b>	<b>12,3</b>	<b>9.066</b>	<b>14,3</b>	<b>22.724</b>	<b>13,1</b>	<b>15.902</b>	<b>16,7</b>	<b>1.376</b>	<b>108,2</b>
Caja y bancos centrales	1	-66,4	4	20,8	23	21,9	21	35,8	5	22,6
Depósitos en entidades de crédito	361	74,1	559	859,0	212	81,3	1.030	110,9	40,0	—
Crédito a la clientela	13.154	11,3	8.296	9,3	22.132	13,1	13.618	13,1	1.313	100,3
<i>Crédito a la clientela s/a</i>	<i>13.313</i>	<i>11,4</i>	<i>8.134</i>	<i>9,0</i>	<i>22.070</i>	<i>12,6</i>	<i>13.763</i>	<i>13,1</i>	<i>1.295</i>	<i>113,4</i>
<i>Activos dudosos</i>	<i>94</i>	<i>3,7</i>	<i>366</i>	<i>29,4</i>	<i>843</i>	<i>29,8</i>	<i>147</i>	<i>2,0</i>	<i>48</i>	<i>-25,0</i>
<i>Ajustes por insolvencias (-)</i>	<i>-253</i>	<i>17,3</i>	<i>-204</i>	<i>27,2</i>	<i>-780</i>	<i>15,2</i>	<i>-293</i>	<i>6,4</i>	<i>-30</i>	<i>94,0</i>
Valores y participaciones	6	365,0	134	-36,0	74	—	25	40,9	10	—
Activo material	1	-10,2	36	23,1	39	-29,3	770	14,9	4	399,7
Otras cuentas	40	-0,3	37	-16,8	243	-1,4	438	11,6	6	398,5
<b>Pasivo</b>	<b>13.060</b>	<b>12,3</b>	<b>8.376</b>	<b>14,2</b>	<b>20.437</b>	<b>13,6</b>	<b>15.235</b>	<b>17,4</b>	<b>1.274</b>	<b>112,5</b>
Depósitos en entidades de crédito	12.045	10,9	6.610	3,8	16.587	14,1	10.873	20,1	852	346,0
Depósitos de la clientela	—	—	1.519	172,5	2.126	13,5	1.868	1,7	317	-15,7
Débitos por valores y otros pasivos	61	-6,4	76	-65,2	562	1,0	738	15,9	16	—
<i>Del que: Pasivos subordinados</i>	<i>61</i>	<i>-6,4</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>546</i>	<i>0,7</i>	<i>93</i>	<i>0,1</i>	<i>16</i>	<i>—</i>
Provisiones	5	-1,3	11	-38,4	75	6,1	175	34,9	0	700,0
Otros pasivos	949	35,0	235	-40,1	1.103	14,2	2.226	19,3	89	436,5
<b>Patrimonio neto</b>	<b>503</b>	<b>14,4</b>	<b>690</b>	<b>15,7</b>	<b>2.287</b>	<b>8,9</b>	<b>667</b>	<b>2,6</b>	<b>102</b>	<b>66,8</b>
Fondos propios	503	14,4	690	15,7	2.273	8,3	665	2,4	100	63,8
<i>Del que: Resultados</i>	<i>50</i>	<i>57,7</i>	<i>81</i>	<i>-4,9</i>	<i>291</i>	<i>22,4</i>	<i>44</i>	<i>-0,1</i>	<i>-3</i>	<i>—</i>
EFC existentes y activos	9	—	14	—	32	—	17	-5,6	4	300,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a cada fecha.

m€ y %	Importe				Estructura				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	Crédito a la clientela por sujetos:	36.633	41.920	51.834	58.512	94,6	93,4	95,0	93,4	5,0	14,4	23,6
<i>Administraciones Públicas</i>	2.245	2.691	2.461	2.073	5,8	6,0	4,5	3,3	79,2	19,9	-8,6	-15,8
<i>Otros residentes (b)</i>	33.168	37.749	47.557	54.081	85,7	84,1	87,2	86,3	1,3	13,8	26,0	13,7
<i>No residentes</i>	1.220	1.480	1.815	2.358	3,2	3,3	3,3	3,8	34,1	21,3	22,7	29,9
Transferencia de activos	4.065	4.888	5.971	9.223	10,5	10,9	11,0	14,7	15,4	20,3	22,2	54,5
<i>Titulizaciones hipotecarias</i>	2.558	3.398	4.867	6.946	6,6	7,6	8,9	11,1	41,9	32,8	43,2	42,7
<i>Otras titulizaciones</i>	1.024	976	631	1.746	2,6	2,2	1,2	2,8	-17,7	-4,6	-35,4	176,7
<i>Otras transferencias</i>	483	514	473	531	1,3	1,2	0,9	0,9	1,5	6,4	-8,0	12,3
<b>Crédito gestionado por instrumentos (c)</b>	<b>40.698</b>	<b>46.808</b>	<b>57.805</b>	<b>67.735</b>	<b>105,1</b>	<b>104,3</b>	<b>106,0</b>	<b>108,1</b>	<b>5,9</b>	<b>15,0</b>	<b>23,5</b>	<b>17,2</b>
Factoraje	9.124	11.122	13.494	14.586	23,6	24,8	24,7	23,3	1,8	21,9	21,3	8,1
<i>Del que: Sin recurso</i>	8.613	10.366	12.496	12.943	22,3	23,1	22,9	20,7	8,5	20,4	20,5	3,6
Garantía hipotecaria	7.661	9.758	11.925	14.393	19,8	21,7	21,9	23,0	37,3	27,4	22,2	20,7
A plazo	12.304	13.158	16.993	19.283	31,8	29,3	31,2	30,8	13,7	6,9	29,1	13,5
Arrendamientos financieros	8.516	9.232	11.422	13.072	22,0	20,6	20,9	20,9	-20,2	8,4	23,7	14,4
Deudores por tarjetas de crédito	771	1.536	2.196	2.643	2,0	3,4	4,0	4,2	28,1	99,1	43,0	20,4
Sin clasificar (d)	2.321	2.003	1.775	3.757	6,0	4,5	3,3	6,0	30,3	-13,7	-11,4	111,7
<b>Arrendamientos financieros formalizados</b>												
Número de operaciones	78.314	79.465	85.054	91.188					-0,2	1,5	7,0	7,2
Importe	4.064	4.795	6.370	7.035					-5,1	18,0	32,9	10,4
<b>Préstamos hipotecarios formalizados</b>												
Número de operaciones	35.142	37.260	42.997	35.815					36,3	6,0	15,4	-16,7
Importe	2.935	4.042	4.693	5.053					54,4	37,7	16,1	7,7
<b>OTRAS INFORMACIONES: CRÉDITO POR ACTIVIDADES</b>												
<b>Actividades productivas</b>					<b>51,5</b>	<b>50,7</b>	<b>52,2</b>	<b>54,7</b>	<b>-10,2</b>	<b>13,6</b>	<b>28,1</b>	<b>19,0</b>
Bienes					20,4	18,2	19,2	19,6	-9,3	2,7	31,2	16,0
<i>Agricultura, pesca e industrias extractivas</i>					1,2	1,0	0,8	0,8	-18,5	-2,7	1,1	16,4
<i>Industria manufacturera</i>					10,3	9,9	10,4	9,7	-15,5	11,3	30,0	6,5
<i>Energía y electricidad</i>					0,8	1,0	1,2	1,0	-20,1	49,4	43,2	0,8
<i>Construcción</i>					8,2	6,2	6,8	8,0	3,2	-11,8	35,9	33,0
Servicios					31,1	32,6	33,1	35,1	-10,8	20,8	26,3	20,7
<i>Comercio, reparaciones y hostelería</i>					10,0	10,1	11,7	11,4	-13,3	16,5	43,7	11,0
<i>Transporte y comunicaciones</i>					9,0	8,5	5,8	5,9	-8,6	9,4	-15,2	16,6
<i>Promoción inmobiliaria</i>					3,8	5,2	5,4	7,4	-4,5	56,9	29,7	56,6
Intermediación financiera					0,2	0,2	0,2	0,7	-31,5	16,4	-10,6	388,6
Otros servicios					8,1	8,5	10,0	9,6	-12,0	21,8	46,0	8,7
<b>Crédito a hogares</b>					<b>48,1</b>	<b>48,8</b>	<b>47,1</b>	<b>44,8</b>	<b>20,2</b>	<b>17,2</b>	<b>20,0</b>	<b>8,1</b>
Vivienda (adquisición y rehabilitación)					14,2	13,6	12,2	9,8	43,6	10,5	11,3	-8,6
Adquisición de consumo duradero					24,6	24,9	23,6	22,1	10,3	16,7	17,6	6,6
Otros bienes					4,9	5,4	5,0	6,8	20,5	28,9	14,0	55,3
Otras finalidades					4,4	4,9	6,4	6,1	16,9	28,4	63,1	8,8
<b>Resto</b>					<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-67,0</b>	<b>52,7</b>	<b>65,8</b>	<b>-6,7</b>

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de Julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a cada fecha.

b. Hasta diciembre de 2003, incluye la totalidad de los activos dudosos, a partir de dicha fecha se conocen los dudosos y ajustes de valoración por sujetos pero no por instrumentos.

c. Suma del crédito a la clientela más las transferencias de activos.

d. Incluye los otros créditos a la vista y descubiertos, las transferencias de activos no hipotecarios, la totalidad de los activos dudosos y de los ajustes de valoración.

INVERSIÓN CREDITICIA DE EFC A 31 DE DICIEMBRE DE 2006 POR AGRUPACIONES Y ESPECIALIZACIÓN (a)

CUADRO A.4

m€ y %

AGRUPACIONES	Nacionales						Extranjeras			
	Filiales de ED		Otras		Automóviles		Filiales de EC		Otras	
	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ
Crédito a la clientela por sujetos	32.514	11,4	5.853	39,8	9.078	5,0	8.915	13,2	2.153	11,5
<i>Administraciones Públicas</i>	1.930	-15,4	31	10,0	5	-1,8	106	-26,6	0	-9,1
<i>Otros residentes (b)</i>	30.051	13,3	5.761	40,0	8.845	4,4	7.613	11,0	1.811	14,6
<i>No residentes</i>	532	38,9	61	43,4	227	36,3	1.195	37,1	343	-2,4
Transferencia de activos	2.235	114,3	515	10,8	4	—	6.460	45,1	9	-15,6
<i>Titulizaciones hipotecarias</i>	759	33,3	—	—	—	—	6.177	44,1	9	-15,6
<i>Otras titulizaciones</i>	1.476	211,7	372	17,0	—	—	271	71,6	—	—
<i>Otras transferencias</i>	—	—	143	-2,6	4	—	12	48,2	—	—
<b>Crédito gestionado por instrumentos (c)</b>	<b>34.749</b>	<b>14,9</b>	<b>6.368</b>	<b>36,9</b>	<b>9.081</b>	<b>5,1</b>	<b>15.375</b>	<b>24,7</b>	<b>2.162</b>	<b>11,4</b>
Factoraje	13.076	12,3	530	-0,7	297	-56,2	661	33,9	22	-84,9
<i>Del que: Sin recurso</i>	11.970	9,5	344	2,5	68	-89,9	553	28,3	7	-94,1
Garantía hipotecaria	2.035	7,3	220	80,9	33	-11,5	12.090	22,7	15	-20,5
A plazo	8.214	7,2	1.686	34,8	7.308	11,6	1.232	33,2	844	40,2
Arrendamientos financieros	9.142	13,7	1.857	28,3	991	5,1	606	22,7	476	-4,2
Deudores por tarjetas de crédito	729	35,5	858	8,9	—	—	288	27,6	768	19,3
Sin clasificar (d)	1.553	239,2	1.217	138,7	453	4,0	499	46,6	37	16,9
ESPECIALIZACIÓN	Factoraje		Hipotecario		A plazo		Arrendamiento financiero		No especializadas	
Crédito a la clientela por sujetos	13.154	11,3	8.296	9,3	22.132	13,1	13.618	13,1	1.313	100,3
<i>Administraciones Públicas</i>	1.785	-18,6	0	-65,8	8	-11,6	211	-18,4	70	—
<i>Otros residentes (b)</i>	11.122	16,6	7.163	6,5	21.525	12,8	13.031	14,4	1.239	89,1
<i>No residentes</i>	247	165,7	1.132	32,1	599	25,2	375	-2,9	4	—
Transferencia de activos	389	20,6	7.216	43,6	1.487	209,0	130	-8,5	—	—
<i>Titulizaciones hipotecarias</i>	—	—	6.946	42,7	—	—	—	—	—	—
<i>Otras titulizaciones</i>	—	—	271	71,6	1.476	211,7	—	—	—	—
<i>Otras transferencias</i>	389	20,6	—	—	12	48,2	130	-8,5	—	—
<b>Crédito gestionado por instrumentos (c)</b>	<b>13.542</b>	<b>11,5</b>	<b>15.512</b>	<b>23,0</b>	<b>23.620</b>	<b>17,8</b>	<b>13.748</b>	<b>12,8</b>	<b>1.313</b>	<b>100,3</b>
Factoraje	13.189	11,4	61	39,7	132	-81,2	775	-1,1	429	—
<i>Del que: Sin recurso</i>	11.956	8,9	—	—	75	-88,9	740	0,8	171	—
Garantía hipotecaria	4	5,8	14.035	21,2	82	-18,9	236	-0,7	35	778,7
A plazo	2	5,2	971	39,8	17.226	12,4	863	28,2	222	-17,0
Arrendamientos financieros	6	31,6	5	-45,1	1.169	8,0	11.643	12,8	249	579,1
Deudores por tarjetas de crédito	—	—	—	—	2.643	20,4	—	—	—	—
Sin clasificar (d)	341	17,2	441	53,3	2.367	266,4	230	41,1	379	-1,3

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a cada fecha.

b. Hasta diciembre de 2003 incluye la totalidad de los activos dudosos. A partir de dicha fecha se conocen los dudosos y ajustes de valoración por sujetos, pero no por instrumentos.

c. Suma del crédito a la clientela más las transferencias de activos.

d. Incluye los otros créditos a la vista y descubiertos, las transferencias de activos no hipotecarios y la totalidad de los activos dudosos y de los ajustes de valoración.

m€ y %

	Importe				Variación anual					
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006		
<b>Activos dudosos y contingentes</b>	<b>767</b>	<b>1.074</b>	<b>1.233</b>	<b>1.499</b>	<b>10,4</b>	<b>40,0</b>	<b>14,8</b>	<b>21,5</b>		
Morosos hipotecarios vivienda terminada	57	134	120	104	114,6	133,6	-10,1	-13,7		
Morosos resto	383	517	622	858	7,2	34,9	20,2	38,1		
Otros	326	423	491	537	5,0	29,5	16,2	9,2		
<b>Correcciones de valor de activos y provisiones</b>	<b>978</b>	<b>1.096</b>	<b>1.355</b>	<b>1.565</b>	<b>10,5</b>	<b>12,1</b>	<b>23,6</b>	<b>15,6</b>		
Específica	382	420	483	629	8,7	10,0	15,1	30,2		
Genérica	596	676	871	936	11,6	13,5	28,8	7,4		
<b>Otras informaciones</b>										
Riesgos de crédito y contingentes (b)	34.667	44.373	54.212	61.849	2,5	28,0	22,2	14,1		
Activos fallidos al cierre del ejercicio	1.177	1.388	1.371	1.205	9,5	17,9	-1,2	-12,1		
Altas en el ejercicio	—	151	235	221	—	—	55,7	-6,0		
Bajas en el ejercicio y otros	—	74	216	386	—	—	191,3	78,3		
<i>De los que: Por prescripción</i>	—	1	43	60	—	—	—	—		
Ratios (%):			%				Δ pp			
Dudosos totales/riesgos crediticios	2,2	2,4	2,3	2,4	0,16	0,21	-0,15	0,15		
Dudosos OSR (otros sectores residentes)/OSR	2,4	2,6	2,3	2,5	0,19	0,14	-0,25	0,18		
Provisiones/dudosos	127,5	102,1	109,8	104,5	0,14	-25,35	7,75	-5,39		
	Agrupaciones de EFC									
AGRUPACIONES	Nacionales				Extranjeras					
	Filiales de ED		Otras		Automóviles		Filiales de EC		Otras	
	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ	Importe	% Δ
<b>Activos dudosos y contingentes</b>	<b>426</b>	<b>24,3</b>	<b>175</b>	<b>22,8</b>	<b>379</b>	<b>8,3</b>	<b>400</b>	<b>29,6</b>	<b>119</b>	<b>32,8</b>
Morosos hipotecarios vivienda terminada	4	-43,7	11	27,2	—	—	89	-15,2	—	-48,4
Morosos resto	271	40,8	66	17,0	165	26,9	240	25,2	116	36,1
Otros	151	5,3	98	26,6	214	-2,7	71	476,5	3	-28,5
<b>Correcciones de valor de activos y provisiones</b>	<b>733</b>	<b>13,7</b>	<b>170</b>	<b>22,0</b>	<b>345</b>	<b>8,4</b>	<b>199</b>	<b>26,3</b>	<b>118</b>	<b>24,7</b>
Específica	175	20,9	83	52,7	158	8,2	134	57,6	80	48,5
Genérica	559	11,7	87	2,3	187	8,6	65	-10,3	38	-6,9
<b>Otras informaciones</b>										
Riesgos de crédito y contingentes (b)	34.651	13,7	5.621	26,4	9.497	5,9	9.786	18,3	2.294	22,2
Activos fallidos al cierre del ejercicio	469	-24,7	95	3,5	551	0,8	63	10,8	28	-45,9
Altas en el ejercicio	109	-14,4	14	21,4	49	-12,3	37	24,3	12	17,9
Bajas en el ejercicio y otros	264	127,2	11	18,1	45	0,1	31	-27,9	36	1.189,1
<i>De los que: Por prescripción</i>	1	-94,1	0	-76,3	15	—	15	-48,9	29	3447,6
Ratios (%):	%	Δ pp	%	Δ pp	%	Δ pp	%	Δ pp	%	Δ pp
Dudosos totales/riesgos crediticios	1,2	0,11	3,1	-0,09	4,0	0,09	4,1	0,36	5,2	0,51
Dudosos OSR (otros sectores residentes)/OSR	1,2	0,12	3,0	-0,39	4,3	0,15	4,8	0,78	5,6	0,63
Provisiones/dudosos	172,3	-16,01	97,5	-0,69	91,0	0,11	49,8	-1,31	98,8	-3,88
ESPECIALIZACIÓN	Factoraje		Hipotecario		A plazo		Arrendamiento financiero		No especializadas	
<b>Activos dudosos y contingentes</b>	<b>94</b>	<b>3,7</b>	<b>366</b>	<b>29,4</b>	<b>843</b>	<b>29,9</b>	<b>147</b>	<b>2,0</b>	<b>48</b>	<b>-25</b>
Morosos hipotecarios vivienda terminada	—	—	103	-13,6	0	-43	—	5,3	0	—
Morosos resto	90	0,2	209	31,1	456	47,8	94	4,0	10	25,9
Otros	5	194,0	54	306,3	387	13,9	53	-1,5	38	-32,2
<b>Correcciones de valor de activos y provisiones</b>	<b>246</b>	<b>13,9</b>	<b>165</b>	<b>23,9</b>	<b>839</b>	<b>16,3</b>	<b>280</b>	<b>8,0</b>	<b>35</b>	<b>72</b>
Específica	13	49,3	112	52,6	419	31,7	75	7,6	11	-18,1
Genérica	233	12,4	53	-11,1	420	4,2	205	8,1	24	242,2
<b>Otras informaciones</b>										
Riesgos de crédito y contingentes (b)										
Activos fallidos al cierre del ejercicio	52	5,5	43	-0,6	902	-15,4	170	-6,6	38	26,6
Altas en el ejercicio	5	142,7	22	8,7	175	-10,6	13	5,1	6	41,8
Bajas en el ejercicio y otros	0	-92,2	22	-43,1	340	137,7	22	-24,1	2	8,2
<i>De los que: Por prescripción</i>	0	-95,9	15	-49,7	45	520,8	0	-97,6	—	—
Ratios (%):	%	Δ pp	%	Δ pp	%	Δ pp	%	Δ pp	%	Δ pp
Dudosos totales/riesgos crediticios	0,7	-0,06	4,0	0,42	3,7	0,56	1,0	-0,14	3,5	-6,12
Dudosos OSR (otros sectores residentes)/OSR	0,3	—	4,8	0,81	3,8	0,51	0,9	-0,12	3,9	-6,63
Provisiones/dudosos	260,6	23,38	45,2	-1,99	99,5	-11,63	190,3	10,58	72,3	40,79

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a cada fecha. Incluye todos los riesgos, excepto los cubiertos por riesgo-país cuando la cobertura sea superior a la que corresponde por riesgo de crédito.

b. Todos los activos y avals, excluidos los que no requieren provisión: riesgos sobre Administraciones Públicas, cartera de negociación y riesgos cubiertos por riesgo-país.

m€ y %	Importe				Estructura en % de ATM				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	Productos financieros	1.980	2.090	2.464	3.086	5,91	5,09	5,08	5,39	-1,0	5,6	17,9
Costes financieros	-918	-953	-1.098	-1.573	-2,74	-2,32	-2,26	-2,75	-12,5	3,7	15,2	43,3
<b>MARGEN DE INTERMEDIACIÓN</b>	<b>1.062</b>	<b>1.138</b>	<b>1.366</b>	<b>1.513</b>	<b>3,17</b>	<b>2,77</b>	<b>2,82</b>	<b>2,64</b>	<b>11,8</b>	<b>7,2</b>	<b>20,1</b>	<b>10,7</b>
Otros productos ordinarios (neto)	32	196	271	313	0,10	0,48	0,56	0,55	82,3	513,4	38,1	15,8
<i>Ingresos netos por comisiones</i>	<i>32</i>	<i>168</i>	<i>242</i>	<i>296</i>	<i>0,10</i>	<i>0,41</i>	<i>0,50</i>	<i>0,52</i>	<i>82,3</i>	<i>424,1</i>	<i>44,6</i>	<i>22,1</i>
<i>Resultados por operaciones fin. (b)</i>	<i>—</i>	<i>29</i>	<i>28</i>	<i>18</i>	<i>—</i>	<i>0,07</i>	<i>0,06</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>-0,3</i>	<i>-37,6</i>
<b>MARGEN ORDINARIO</b>	<b>1.094</b>	<b>1.334</b>	<b>1.637</b>	<b>1.826</b>	<b>3,27</b>	<b>3,25</b>	<b>3,38</b>	<b>3,19</b>	<b>13,0</b>	<b>22,0</b>	<b>22,7</b>	<b>11,6</b>
Gastos de explotación	-526	-605	-824	-931	-1,57	-1,47	-1,70	-1,63	10,4	15,1	36,2	12,9
<i>Gastos de personal</i>	<i>-222</i>	<i>-244</i>	<i>-274</i>	<i>-299</i>	<i>-0,66</i>	<i>-0,59</i>	<i>-0,56</i>	<i>-0,52</i>	<i>11,4</i>	<i>9,6</i>	<i>12,2</i>	<i>9,5</i>
<i>Otros gastos generales de administración</i>	<i>-273</i>	<i>-329</i>	<i>-381</i>	<i>-439</i>	<i>-0,82</i>	<i>-0,80</i>	<i>-0,79</i>	<i>-0,77</i>	<i>15,2</i>	<i>20,4</i>	<i>15,7</i>	<i>15,2</i>
<i>Amortización</i>	<i>-30</i>	<i>-32</i>	<i>-170</i>	<i>-192</i>	<i>-0,09</i>	<i>-0,08</i>	<i>-0,35</i>	<i>-0,34</i>	<i>-23,4</i>	<i>6,3</i>	<i>426,8</i>	<i>13,5</i>
Otros resultados de explotación	40	39	171	206	0,12	0,10	0,35	0,36	-17,4	-1,6	332,5	20,7
<b>MARGEN DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>608</b>	<b>768</b>	<b>984</b>	<b>1.102</b>	<b>1,82</b>	<b>1,87</b>	<b>2,03</b>	<b>1,92</b>	<b>12,6</b>	<b>26,4</b>	<b>28,0</b>	<b>12,0</b>
Pérdida por deterioro de activos	-219	-286	-372	-407	-0,66	-0,70	-0,77	-0,71	-4,4	30,4	30,2	9,3
Dotaciones a provisiones (neto)	—	26	28	7	—	0,06	0,06	—	—	—	7,8	-75,6
Otros resultados	16	44	39	74	—	0,11	0,08	0,13	21,3	167,1	-11,2	89,6
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>405</b>	<b>500</b>	<b>622</b>	<b>761</b>	<b>1,21</b>	<b>1,22</b>	<b>1,28</b>	<b>1,33</b>	<b>25,0</b>	<b>23,5</b>	<b>24,5</b>	<b>22,4</b>
Impuesto sobre beneficios	-149	-181	-219	-297	-0,45	-0,44	-0,45	-0,52	36,2	21,2	21,0	35,7
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>255</b>	<b>319</b>	<b>403</b>	<b>464</b>	<b>0,76</b>	<b>0,78</b>	<b>0,83</b>	<b>0,81</b>	<b>19,2</b>	<b>24,8</b>	<b>26,4</b>	<b>15,1</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>												
Activos totales medios (ATM)	33.483	41.070	48.482	57.276	100,00	100,00	100,00	100,00	7,1	22,7	18,0	18,1
RRPP medios (c)	2.308	2.745	3.448	4.039	6,89	6,68	7,11	7,05	13,7	18,9	25,6	17,1
Número de empleados medios	5.298	5.740	6.186	6.562	—	—	—	—	5,7	8,3	7,8	6,1
Número de oficinas medias	340	375	390	405	—	—	—	—	2,4	10,3	4,0	3,8
<b>RATIOS:</b>					<b>%</b>				<b>Δ pp</b>			
Rentabilidad sobre RRPP (ROE)					11,07	11,61	11,68	11,48	0,51	0,55	0,07	-0,20

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a la última fecha.

b. Se trata del porcentaje del margen ordinario no utilizado para la explotación en su conjunto, con lo que mejora cuando crece y empeora cuando disminuye, a diferencia del utilizado alternativamente, que, al mostrar el porcentaje del margen ordinario consumido por los gastos generales de explotación, funciona en sentido inverso.

c. Capital (neto de acciones en cartera y accionistas), reservas (netas de resultados negativos de ejercicios anteriores) y fondo para riesgos generales.

m€ y %

AGRUPACIONES	Nacionales						Extranjeras									
	Filiales de ED			Otras			Automóviles			Filiales de EC			Otras			
	Importe	% de ATM	% Δ	Importe	% de ATM	% Δ	Importe	% de ATM	% Δ	Importe	% de ATM	% Δ	Importe	% de ATM	% Δ	
Productos financieros	1.452	4,55	33,3	263	5,34	28,2	575	6,35	9,5	572	6,09	24,3	224	11,15	21,3	
Costes financieros	-864	-2,71	49,0	-137	-2,79	52,6	-270	-2,98	21,3	-248	-2,65	49,5	-53	-2,63	35,3	
<b>MARGEN DE INTERMEDIACIÓN</b>	<b>588</b>	<b>1,84</b>	<b>15,5</b>	<b>125</b>	<b>2,55</b>	<b>9,1</b>	<b>305</b>	<b>3,37</b>	<b>0,8</b>	<b>323</b>	<b>3,44</b>	<b>10,1</b>	<b>171</b>	<b>8,52</b>	<b>17,5</b>	
Otros productos ordinarios (neto)	145	0,45	12,2	76	1,55	-1,8	7	0,08	—	59	0,63	21,2	26	1,28	72,1	
Ingresos netos por comisiones	136	0,43	28,8	74	1,51	-2,2	4	—	—	58	0,61	19,9	24	1,21	64,7	
Resultados por operaciones fin. (b)	9	—	-62,8	2	—	10,5	3,0	—	91,3	2	—	81,1	1,0	0,07	552,6	
<b>MARGEN ORDINARIO</b>	<b>733</b>	<b>2,30</b>	<b>14,8</b>	<b>202</b>	<b>4,10</b>	<b>4,7</b>	<b>312</b>	<b>3,45</b>	<b>3,1</b>	<b>383</b>	<b>4,08</b>	<b>11,6</b>	<b>197</b>	<b>9,80</b>	<b>22,6</b>	
Gastos de explotación	-434	-1,36	16,3	-107	-2,17	8,8	-139	-1,54	6,8	-162	-1,73	5,9	-89	-4,43	27,7	
Gastos de personal	-101	-0,32	11,1	-55	-1,11	9,8	-49	-0,55	8,8	-71	-0,75	4,5	-24	-1,20	19,4	
Otros gastos generales de administración	-151	-0,47	22,4	-49	-1,01	10,8	-86	-0,95	5,9	-89	-0,95	6,8	-63	-3,15	30,8	
Amortización	-182	-0,57	14,6	-3	-0,05	-29,1	-3	-0,04	1,5	-3	-0,03	10,2	-2	-0,08	44,6	
Otros resultados de explotación	198	0,62	22,6	4	0,08	3,1	3	—	-4,8	0	—	-62,8	2	0,08	-30,8	
<b>MARGEN DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>497</b>	<b>1,56</b>	<b>16,4</b>	<b>99</b>	<b>2,02</b>	<b>0,6</b>	<b>175</b>	<b>1,94</b>	<b>0,3</b>	<b>221</b>	<b>2,35</b>	<b>16,1</b>	<b>109</b>	<b>5,44</b>	<b>17,6</b>	
Pérdida por deterioro de activos	-180	-0,56	-14,1	-40	-0,82	34,0	-60	-0,66	-6,9	-88	-0,94	107,1	-39	-1,95	47,6	
Dotaciones a provisiones (neto)	9	—	-12,7	0	—	—	-1	-0,01	—	-3	-0,03	—	1,0	0,06	186,1	
Otros resultados	34	0,11	104,2	8	0,16	2159,8	16	0,18	2,7	7	0,07	44,2	9	0,43	672,1	
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>342</b>	<b>1,07</b>	<b>52,9</b>	<b>67</b>	<b>1,35</b>	<b>-2,9</b>	<b>133</b>	<b>1,47</b>	<b>5,4</b>	<b>142</b>	<b>1,51</b>	<b>4,2</b>	<b>78</b>	<b>3,86</b>	<b>15,5</b>	
Impuesto sobre beneficios	-133	-0,42	75,1	-24	-0,49	4,0	-54	-0,60	31,4	-57	-0,61	4,3	-28	-1,41	20,4	
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>209</b>	<b>0,65</b>	<b>41,5</b>	<b>42</b>	<b>0,86</b>	<b>-6,5</b>	<b>79</b>	<b>0,87</b>	<b>-7,2</b>	<b>84</b>	<b>0,90</b>	<b>4,1</b>	<b>49</b>	<b>2,44</b>	<b>12,8</b>	
<b>RATIOS:</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	
Rentabilidad sobre RRPP (ROE)	12,19		1,47		7,19		-1,13		9,32		-1,87		14,15		-2,19	
<b>ESPECIALIZACIÓN</b>	<b>Factoraje</b>	<b>Hipotecario</b>	<b>A plazo</b>	<b>Arrendamiento financiero</b>	<b>No especializadas</b>											
Productos financieros	351	3,14	47,3	545	6,00	22,3	1.571	7,34	20,5	549	3,81	27,0	70	5,89	57,0	
Costes financieros	-267	-2,38	56,6	-247	-2,72	48,8	-618	-2,89	31,6	-399	-2,77	46,0	-42	-3,56	126,9	
<b>MARGEN DE INTERMEDIACIÓN</b>	<b>84</b>	<b>0,75</b>	<b>23,9</b>	<b>298</b>	<b>3,28</b>	<b>6,6</b>	<b>953</b>	<b>4,45</b>	<b>14,3</b>	<b>150</b>	<b>1,04</b>	<b>-5,8</b>	<b>28</b>	<b>2,33</b>	<b>6,7</b>	
Otros productos ordinarios (neto)	61	0,55	8,6	49	0,54	10,5	196	0,92	16,4	11	0,08	99,2	-3	-0,29	-2,7	
Ingresos netos por comisiones	60	0,54	9,6	47	0,52	11,4	184	0,86	27,9	8	0,06	65,9	-4	-0,31	4,8	
Resultados por operaciones fin. (b)	1	—	-27,3	2	—	-10,3	12	0,06	-51,0	3	—	446,2	0	—	204,5	
<b>MARGEN ORDINARIO</b>	<b>145</b>	<b>1,30</b>	<b>17,0</b>	<b>347</b>	<b>3,82</b>	<b>7,1</b>	<b>1.149</b>	<b>5,37</b>	<b>14,7</b>	<b>161</b>	<b>1,12</b>	<b>-2,3</b>	<b>24</b>	<b>2,04</b>	<b>8,2</b>	
Gastos de explotación	-29	-0,26	12,1	-155	-1,71	6,0	-481	-2,25	13,0	-245	-1,70	14,1	-21	-1,75	75,0	
Gastos de personal	-16	-0,14	13,7	-70	-0,77	8,2	-167	-0,78	7,3	-38	-0,27	10,6	-8	-0,68	84,7	
Otros gastos generales de administración	-12	-0,11	10,7	-82	-0,90	3,9	-298	-1,39	18,4	-35	-0,24	7,2	-12	-1,02	67,8	
Amortización	-1	-0,01	7,1	-3	-0,03	17,2	-15	-0,07	-12,7	-172	-1,19	16,4	-1	-0,05	108,3	
Otros resultados de explotación	0	—	-6,3	4	—	15,0	14	0,07	-11,8	187	1,30	23,9	1	0,05	—	
<b>MARGEN DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>116</b>	<b>1,04</b>	<b>18,2</b>	<b>196</b>	<b>2,16</b>	<b>8,1</b>	<b>682</b>	<b>3,19</b>	<b>15,1</b>	<b>103</b>	<b>0,72</b>	<b>2,2</b>	<b>4</b>	<b>0,34</b>	<b>-61,5</b>	
Pérdida por deterioro de activos	-33	-0,30	-26,0	-69	-0,76	123,6	-256	-1,19	3,3	-40	-0,28	-7,6	-9	-0,74	59,3	
Dotaciones a provisiones (neto)	0	—	—	-3	-0,03	—	9	—	-24,0	1	—	-58,2	0	—	—	
Otros resultados	4	—	—	8	0,09	53,3	48	0,22	98,1	13	0,09	40,2	1	0,08	204,0	
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>87</b>	<b>0,78</b>	<b>63,3</b>	<b>138</b>	<b>1,52</b>	<b>-2,8</b>	<b>466</b>	<b>2,18</b>	<b>30,3</b>	<b>75</b>	<b>0,52</b>	<b>16,3</b>	<b>-4</b>	<b>-0,33</b>	<b>—</b>	
Impuesto sobre beneficios	-37	-0,33	71,6	-56	-0,62	0,5	-175	-0,82	45,8	-31	-0,21	52,1	1	0,08	—	
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>50</b>	<b>0,45</b>	<b>57,7</b>	<b>81</b>	<b>0,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>291</b>	<b>1,36</b>	<b>22,4</b>	<b>44</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3</b>	<b>-0,25</b>	<b>—</b>	
<b>RATIOS:</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	<b>Δ pp</b>	<b>%</b>	
Rentabilidad sobre RRPP (ROE)	10,22		2,36		13,25		-2,60		13,34		0,42		6,85		-0,55	

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a la última fecha.

b. Capital (neto de acciones en cartera y accionistas), reservas (netas de resultados negativos de ejercicios anteriores) y fondo para riesgos generales.

	Importe				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Riesgos ponderados (A)	23.297	26.695	33.724	38.609	5,2	14,6	26,3	14,5
Recursos propios computables (B)	2.833	3.133	4.445	5.135	8,5	10,6	41,9	15,5
<i>Grupos de EFC e individuales</i>	<i>1.483</i>	<i>1.648</i>	<i>2.211</i>	<i>2.536</i>	<i>8,9</i>	<i>11,1</i>	<i>34,1</i>	<i>14,7</i>
<i>Consolidan en grupos bancarios</i>	<i>1.349</i>	<i>1.485</i>	<i>2.234</i>	<i>2.599</i>	<i>8,1</i>	<i>10,1</i>	<i>50,4</i>	<i>16,3</i>
Requerimientos mínimos	1.864	2.136	2.699	3.088	5,2	14,6	26,4	14,4
<i>Grupos de EFC e individuales</i>	<i>954</i>	<i>1.090</i>	<i>1.504</i>	<i>1.702</i>	<i>8,8</i>	<i>14,3</i>	<i>37,9</i>	<i>13,2</i>
<i>Consolidan en grupos bancarios</i>	<i>910</i>	<i>1.046</i>	<i>1.195</i>	<i>1.386</i>	<i>1,8</i>	<i>14,9</i>	<i>14,3</i>	<i>16,0</i>
Superávit (+)/déficit (-)	969	998	1.746	2.047	15,4	3,0	75,0	17,3
<i>Grupos de EFC e individuales</i>	<i>529</i>	<i>558</i>	<i>707</i>	<i>834</i>	<i>9,1</i>	<i>5,4</i>	<i>26,8</i>	<i>17,9</i>
<i>Consolidan en grupos bancarios</i>	<i>439</i>	<i>440</i>	<i>1.039</i>	<i>1.213</i>	<i>24,0</i>	<i>0,1</i>	<i>136,2</i>	<i>16,8</i>
RATIOS:	%	%	%	%	Δ pp	Δ pp	Δ pp	Δ pp
Coefficiente de solvencia (100 * B / A)	12,2	11,7	13,2	13,3	0,36	-0,42	1,44	0,12
<i>Grupos de EFC e individuales</i>	<i>12,4</i>	<i>12,1</i>	<i>11,8</i>	<i>11,9</i>	<i>0,01</i>	<i>-0,35</i>	<i>-0,34</i>	<i>0,16</i>
<i>Consolidan en grupos bancarios</i>	<i>11,9</i>	<i>11,4</i>	<i>15,0</i>	<i>15,0</i>	<i>0,69</i>	<i>-0,50</i>	<i>3,59</i>	<i>0,05</i>

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 17 de julio de 2007.

a. Agrupación calculada por suma de entidades existentes a cada fecha.



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

### **Introducción**

El número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas durante el segundo trimestre de 2007 ha sido relativamente escaso en relación con períodos anteriores.

En primer lugar, se ha publicado una Orientación del Banco Central Europeo (en adelante, BCE) para actualizar y reajustar el grado de desglose de la información que en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales deben suministrar los bancos centrales nacionales (en adelante, BCN) al BCE.

En segundo lugar, se ha modificado el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA) y el de transparencia de los emisores, para incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento jurídico la normativa comunitaria más reciente, así como modificar algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las OPA se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

Finalmente, se ha dispuesto el procedimiento para la remisión telemática de la documentación estadístico-contable que las entidades aseguradoras, las entidades gestoras de fondos de pensiones y los corredores de seguros y reaseguros deben suministrar, de acuerdo con su legislación específica, a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

### **Orientación del Banco Central Europeo en materia de balanza de pagos**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2007/3, de 31 de mayo de 2007* (DOUE de 20 de junio), por la que se modifica la *Orientación BCE/2004/15, de 16 de julio de 2004*, sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales, con el fin de actualizar las necesidades de información en estas áreas, así como reajustar el grado de desglose requerido en dicha Orientación.

Respecto a la obtención de datos en materia de inversión de cartera, la Orientación continúa con la pretensión de establecer criterios comunes para la recopilación de esta información en toda la zona del euro. En este sentido, mantiene que, a partir de marzo de 2008, los sistemas de recopilación de información de inversión de cartera se ajustarán a uno de los modelos que figuran en el anexo VI de la *Orientación BCE/2004/15*, y añade que el modelo escogido podrá introducirse progresivamente, a fin de que el BCN pueda alcanzar la cobertura pretendida<sup>1</sup>, a más tardar en marzo de 2009, respecto de los saldos de diciembre de 2008.

Por otro lado, se introducen ciertos cambios en la *Orientación BCE/2004/15*, en previsión de futuras ampliaciones de la zona del euro y en relación con la elaboración y presentación de datos históricos del agregado de la zona del euro en su nueva composición sobre estadísticas de balanza de pagos (incluida la balanza por cuenta corriente desestacionalizada) y la posición de inversión internacional. Por lo que respecta a los Estados miembros que adopten el euro el 1 de enero de 2007 o después de esta fecha, los BCN de esos Estados miembros, así como

---

1. La cobertura que se pretende es la siguiente: los saldos de valores presentados al encargado de la elaboración de datos nacional como agregados, es decir, sin utilizar códigos estándar (ISIN o similares), no debería superar el 15 % del total de saldos de activos y pasivos de inversión de cartera. Este umbral debería utilizarse como guía en la valoración de la cobertura de los sistemas de los Estados miembros.

los BCN de los demás Estados miembros participantes en el momento en que esos Estados miembros adopten el euro, facilitarán al BCE los datos históricos que se exigen en los anejos de esta Orientación, a fin de permitir la elaboración de los agregados de la zona del euro en su nueva composición. Las fechas de referencia de dichos datos variarán según la fecha de ingreso en la Unión Europea (en adelante, UE), tal como se establecen a continuación:

- a) Si el Estado miembro que adopta el euro ha ingresado en la UE antes de mayo de 2004, los datos históricos comprenderán, como mínimo, desde 1999.
- b) Si el Estado miembro que adopta el euro ha ingresado en la UE en mayo de 2004, los datos históricos comprenderán, como mínimo, desde 2004.
- c) Si el Estado miembro que ha adoptado el euro ha ingresado en la UE después de mayo de 2004, los datos históricos comprenderán, como mínimo, desde la fecha de su ingreso en la UE.

**Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores**

La Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>2</sup>, del Mercado de Valores, contenía, en origen, el régimen jurídico de rango legal aplicable a la figura de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA), y las obligaciones de información y transparencia de las sociedades cotizadas. Estas últimas fueron más adelante ampliadas por la Ley 37/1998, de 16 noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, y por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre<sup>3</sup>, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

El desarrollo normativo de las OPA se llevó a cabo a través del RD 1197/1991, de 26 de julio<sup>4</sup>, sobre régimen de las OPA, que fue modificado más adelante por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril<sup>5</sup>, con el fin de mejorar la protección del accionista minoritario cuando se producen cambios de control en las sociedades cotizadas en bolsa.

Posteriormente, se publicaron la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPA (conocida como la Directiva de OPA)<sup>6</sup>, y la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (conocida como la Directiva de Transparencia)<sup>7</sup>.

Recientemente, se ha promulgado la *Ley 6/2007, de 12 de abril* (BOE del 13), de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las OPA y de la transparencia de los emisores, que introduce ciertas modificaciones en esta última para incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento jurídico ambas directivas, así

---

2. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 3. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 75-89. 4. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1991», *Boletín económico*, octubre de 1991, Banco de España, pp. 57 y 58. 5. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 110-114. 6. La Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPA (conocida como la Directiva de OPA), estableció un marco mínimo común en los Estados miembros para la regulación de las OPA de las sociedades cuyas acciones estén, al menos parcialmente, admitidas a negociación en un mercado regulado, con el fin de proteger a los titulares de valores admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro y, en especial, a los que posean participaciones minoritarias, cuando sean objeto de una OPA o de un cambio de control de la sociedad. 7. La Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (conocida como la Directiva de Transparencia), dotaba de mayor transparencia a los mercados financieros a través del establecimiento de normas que mejoren la información que deben dar al mercado los emisores cuyos valores se negocian en mercados regulados.

como modificar algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las OPA se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

#### MODIFICACIONES EN EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPA

La Ley 6/2007 modifica el contenido de la Ley del Mercado de Valores para recoger los supuestos que dan lugar a la obligación de formular una OPA por el 100% del capital de una sociedad (OPA obligatoria), introduce la figura de la compraventa forzosa, y regula las obligaciones del órgano de administración de la sociedad objeto de una OPA y la posibilidad de introducir medidas de blindaje. Asimismo, desaparece la figura de las OPA parciales (las denominadas OPA sobre el 10% del capital) contempladas en el Real Decreto 432/2003.

A continuación, se destacan las novedades más relevantes (véase en el cuadro 1 una comparativa con la normativa anterior).

#### OPA obligatoria

La norma establece que la entidad que alcance el control de una sociedad cotizada quedará obligada a formular una OPA por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo<sup>8</sup>. Esta misma obligación le corresponde, en determinados casos, a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social, así como a las sociedades que tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español en los términos que se determinen reglamentariamente.

La Ley establece la presunción de que una persona física o jurídica tiene, individualmente o en concierto con otras, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad. En ambos casos, la Ley obliga a realizar una OPA por el 100% de las acciones<sup>9</sup>.

La CMMV podrá dispensar de la obligación de formular una OPA en aquellos supuestos en los que, mediante otro procedimiento equivalente, se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como de todas las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.

Del mismo modo, la CNMV dispensará condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular una OPA obligatoria cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

---

**8.** De acuerdo con la norma, el precio se considerará equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un período de tiempo anterior a la oferta, determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan. No obstante, la CNMV podrá modificarlo en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente. Entre las mencionadas circunstancias se podrán incluir, entre otras, las siguientes: que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y el vendedor; que los precios de mercado de los valores en cuestión hayan sido manipulados; que los precios de mercado, en general (o determinados precios, en particular), se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales; que se pretenda favorecer el saneamiento de la sociedad. Entre los referidos criterios podrán incluirse, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad u otros criterios de valoración objetivos generalmente utilizados. **9.** En la anterior normativa solo se obligaba a realizar OPA sobre el 100% cuando se pretendía adquirir el 50% o más del capital de la sociedad afectada, o sin llegar al 50% pero si concurrían determinadas circunstancias. Además, con la nueva Ley desaparece la figura de la OPA sobre el 10% del capital.

RD 432/2003, DE 11 DE ABRIL	LEY 6/2007, DE 12 DE ABRIL
<b>SUPUESTOS QUE OBLIGAN A REALIZAR OPA</b>	
<b>OPA SOBRE EL 10%</b>	<b>OPA SOBRE EL 30%</b>
<p>— Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25% del capital de la sociedad.</p> <p>— Cuando ya se posea una participación en el capital de la sociedad igual o superior al 25%, pero inferior al 50%, y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6% en un período de 12 meses.</p> <p>— Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 25% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias:</p> <p>a) Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar a un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.</p> <p>b) Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior o se designe realmente en los dos años siguientes a la adquisición.</p>	<p>Desaparece el umbral del 10%, pero surge el límite del 30% de los derechos de voto, o participación inferior pero que designe a más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad (tal como se comenta más abajo).</p>
<b>OPA SOBRE EL 100%</b>	<b>OPA SOBRE EL 100% (OPA OBLIGATORIA)</b>
<p>- Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada.</p> <p>- Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 50% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias:</p> <p>a) Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar a un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.</p> <p>b) Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior o se designe realmente en los dos años siguientes a la adquisición.</p>	<p>Cuando la entidad alcance el control de una sociedad cotizada. Se presume que obtiene el control de una sociedad cuando:</p> <p>a) Alcance, directa o indirectamente, a un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien</p> <p>b) Haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, a un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad.</p>
<b>OPA VOLUNTARIA</b>	<b>OPA VOLUNTARIA</b>
No se contemplan	Es una OPA formulada de modo voluntario, que deberá dirigirse a todos sus titulares, y estará sujeta a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en esta Ley, y podrá realizarse por un número de valores inferior al total.
<b>COMPRAVENTAS FORZOSAS</b>	<b>COMPRAVENTAS FORZOSAS</b>
No se contemplan	Como consecuencia de una OPA por la totalidad de los valores, el oferente alcanza, al menos, el 90% del capital, en cuyo caso el oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo, y, del mismo modo, los titulares de valores de la sociedad afectada lo podrán exigir del oferente un precio equitativo.
<b>SUPUESTOS EN LOS QUE NO ES OBLIGATORIA LA OPA</b>	
Las adquisiciones que realicen los FGD en establecimientos bancarios, cajas de ahorros o cooperativas de crédito, la comisión liquidadora de entidades aseguradoras u otras similares.	La CMMV podrá dispensar de la obligación de formular una OPA en aquellos supuestos en los que, mediante otro procedimiento equivalente, se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como de todas las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.
Las adquisiciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de derecho público previstas en la normativa vigente.	La CNMV también podrá dispensar condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular una OPA obligatoria cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.
Cuando todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de OPA	
Las adquisiciones en las que, tratándose de una situación que haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, de acuerdo con la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, concurren simultáneamente determinadas condiciones.	

FUENTE: Banco de España.

La OPA obligatoria no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una OPA voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en la norma.

En el caso de una OPA previa a la exclusión de negociación, el límite de adquisición de acciones propias será el 10% del capital social. Si, como consecuencia de la realización de la oferta, las acciones propias superasen este límite, deberán ser amortizadas o enajenadas en el plazo de un año.

#### OPA voluntaria

La norma contempla lo que se denomina OPA voluntaria, que es una OPA de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, que deberán dirigirse a todos sus titulares y que estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en esta Ley. Podrán realizarse en las condiciones que se establezcan reglamentariamente por un número de valores inferior al total.

#### Compraventas forzosas

Esta figura supone una novedad en nuestra normativa, y hace referencia al supuesto de que, a resultas de una OPA por la totalidad de los valores, el oferente alcance, al menos, el 90% del capital y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90 % de los derechos de voto. En este caso, el oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo, y, del mismo modo, los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.

#### Obligaciones de los órganos de administración y dirección de la sociedad opada

Los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada. Esto no será aplicable cuando la OPA sea formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a estas normas u otras equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la junta general.

Por otro lado, la Ley otorga libertad a cada sociedad para decidir si aplica o no medidas de neutralización, cuya decisión deberá adoptarse en la junta general de accionistas. Además, la sociedad podrá acordar no aplicar las medidas de neutralización en su caso acordadas cuando el oferente no esté sujeto a medidas equivalentes.

La Ley entrará en vigor el próximo 13 de agosto, y establece un régimen transitorio para determinados casos de OPA. Así, por ejemplo, quien posea un porcentaje de derechos de voto de una sociedad cotizada igual o superior al 30% e inferior al 50% a la entrada en vigor de esta norma, quedará obligado a formular una OPA cuando se produzcan determinadas circunstancias. También quedará obligado a formular una OPA quien, con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley, hubiera adquirido una participación en la sociedad y designe con posterioridad un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

#### MODIFICACIONES EN EL RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA RELATIVA A LA PUBLICACIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

La Ley adapta el régimen de la publicación y difusión de la información relevante a las prescripciones de la Directiva de Transparencia. En este sentido, se precisan las obligaciones que tenían los emisores de valores de hacer pública y difundir inmediatamente al mercado y a la CNMV toda información relevante tan pronto como sea conocido el hecho. No obstante, cuando dicha información pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los

valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicarla, con carácter previo a su publicación, a la CNMV, que la difundirá inmediatamente. Del mismo modo, un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la publicación y difusión de la información relevante cuando considere que la información perjudica sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información. De todo ello, el emisor informará inmediatamente a la CNMV.

Asimismo, se consagra la potestad de la CNMV de exigir a los auditores del emisor cuanta información precise para desarrollar su labor supervisora y de exigir a los emisores la publicación de información adicional o correcciones de la información periódica.

Por otra parte, se introduce el régimen de la información periódica establecido en la Directiva de Transparencia, es decir, los informes anuales, semestrales y trimestrales que el emisor deberá elaborar, publicar y difundir, así como remitir a la CNMV para su incorporación al registro oficial correspondiente, con determinadas excepciones.

Por otro lado, se modifica el régimen de comunicación al emisor y a la CNMV de la adquisición o pérdida de participaciones significativas de acciones con derecho de voto en el capital social del emisor, o de los instrumentos financieros que den derecho a adquirir tales valores. No obstante, hasta tanto no se desarrolle reglamentariamente la Ley, se mantiene transitoriamente el régimen actual de comunicación de participaciones significativas.

Finalmente, se establecen obligaciones en relación con la autocartera, de modo que los emisores deberán comunicar a la CNMV, hacer pública y difundir las operaciones sobre sus propias acciones, en los términos que se establezcan reglamentariamente, cuando la proporción alcance, supere o se reduzca en los porcentajes que se determinen.

#### OTROS ASPECTOS DE LA NORMA

Se reorganiza la enumeración de registros públicos de la CNMV, estableciendo con claridad como mecanismo central de almacenamiento el registro de información regulada que exige la Directiva; se introduce la tipificación de las infracciones a efectos de aplicar las correspondientes sanciones por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en esta Ley, y, por último, se incluye la nueva información que las sociedades tendrán que publicar en el informe de gestión, entre la que cabe resaltar la referente a los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una OPA, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad.

#### **Información de las entidades aseguradoras, las entidades gestoras de fondos de pensiones, y los corredores de seguros y reaseguros**

La Ley 62/2003, de 30 de diciembre<sup>10</sup>, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, dispuso la posibilidad de que el Ministerio de Economía y Hacienda determinase los supuestos y condiciones en los que las empresas de seguros, las entidades gestoras de fondos de pensiones, los corredores de seguros y las sociedades de correduría de seguros habrán de presentar por medios telemáticos ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (en adelante, DGSFP) la información a que están obligados de acuerdo con su legislación específica.

Dado que todas estas entidades, conforme a su normativa, están obligadas a suministrar determinada información a la DGSFP, se ha publicado la *Orden EHA/1805/2007, de 28 de mayo* (BOE de 20 de junio), por la que se obliga a todas ellas a la remisión telemática de la

<sup>10</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 87-89.

documentación estadístico-contable a dicha dirección general. Para ello, deberán ajustarse a los requisitos técnicos para el acceso y utilización de los registros telemáticos que establece la Orden EHA/3636/2005, de 11 de noviembre, por la que se crea el Registro Telemático del Ministerio de Economía y Hacienda.

Por último, la Orden aprovecha para modificar determinados apartados de la citada Orden EHA/3636/2005. Por un lado, se suprime el procedimiento telemático referido a la solicitud de valoración de inmuebles por parte de la DGSFP, haciendo desaparecer la posibilidad de solicitar la tasación de inmuebles por parte de sus servicios técnicos, y, por otro, en relación con los mediadores de seguros, se incorpora un nuevo procedimiento telemático para la presentación de la documentación estadístico-contable por parte de los corredores de seguros y reaseguros.

2.7.2007.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en la Red (<http://www.bde.es/estadis/cdoe/cero.htm>).

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

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

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

	8.11	Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación	59*
	8.12	Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro	60*
TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	9.1	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE)	61*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo <sup>1</sup> (BE)	62*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002) <sup>1</sup> (BE)	63*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro	64*
	9.5	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados	65*

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

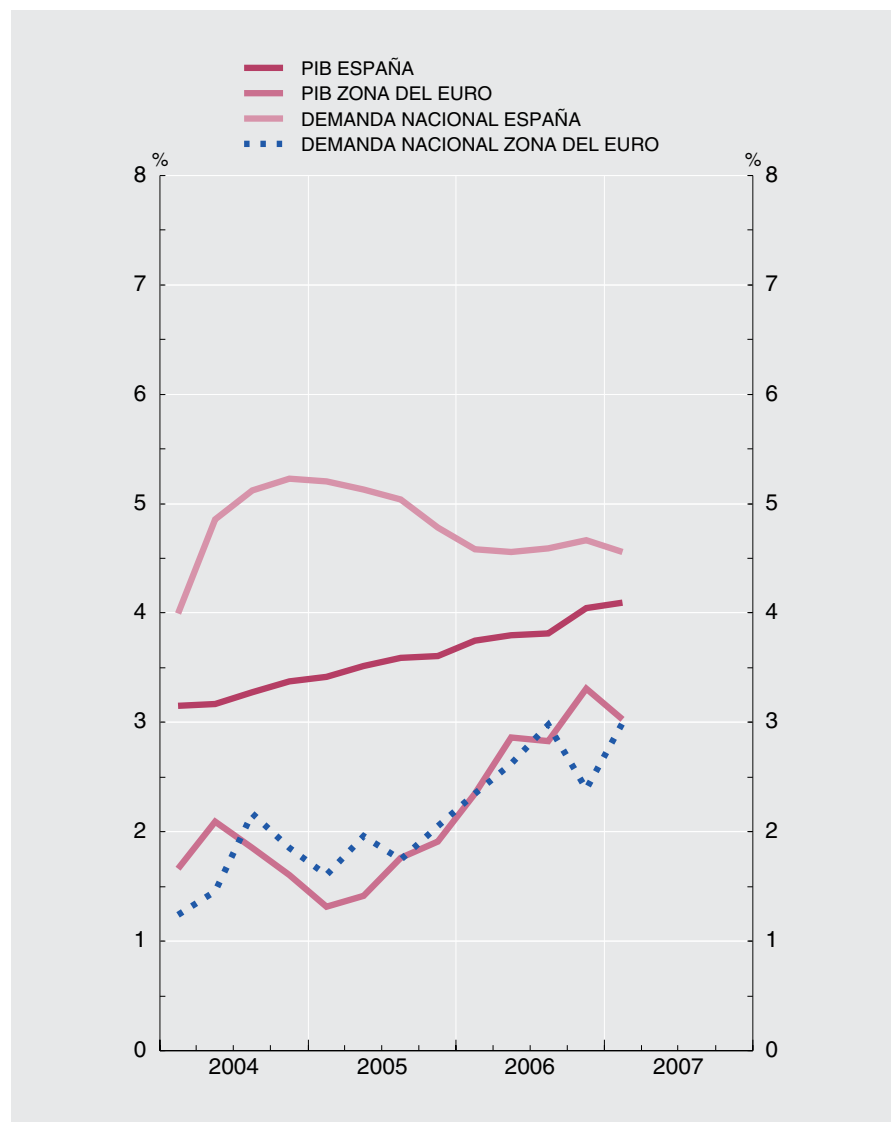
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

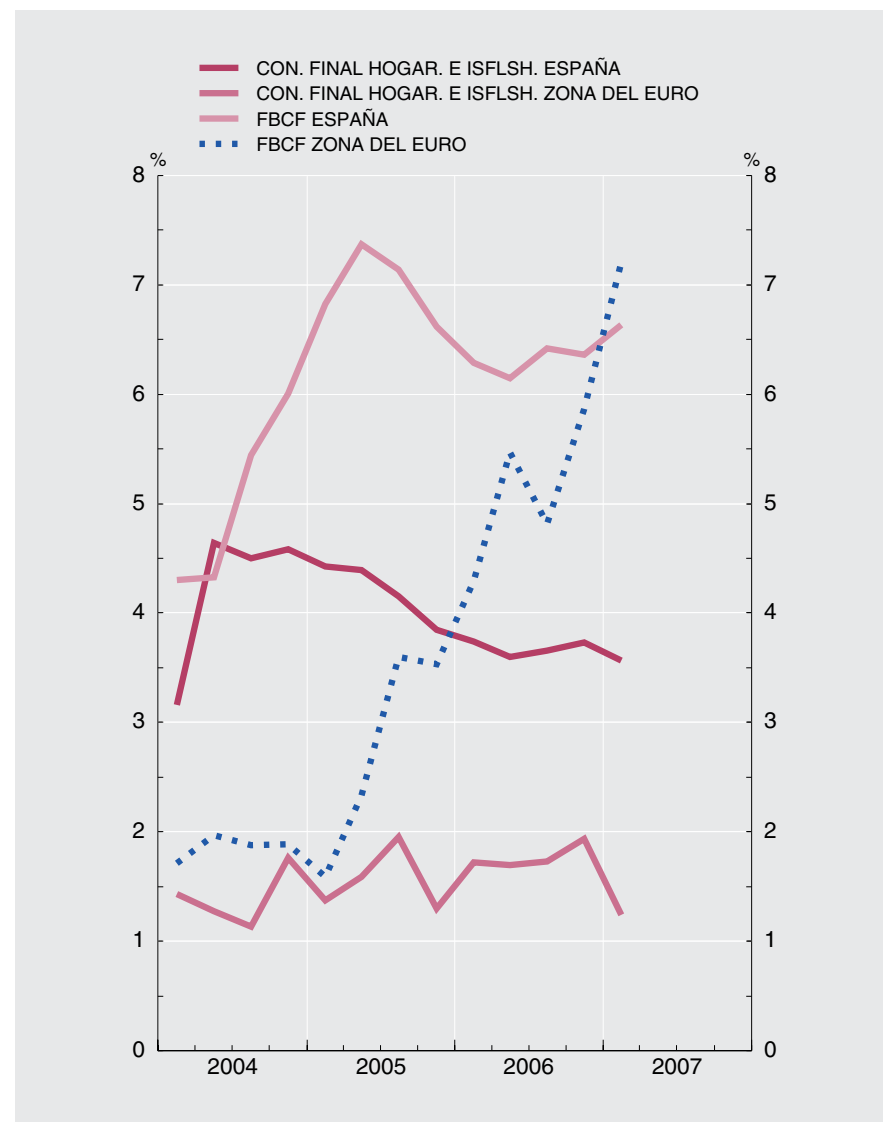
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)		
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	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	
<b>04</b>	P	3,2	1,8	4,2	1,4	6,3	1,4	5,0	1,9	4,8	1,7	4,1	6,4	9,6	6,3	840	7 740	
<b>05</b>	P	3,5	1,6	4,2	1,6	4,8	1,4	7,0	2,8	5,0	1,8	1,5	4,4	7,0	5,2	905	8 010	
<b>06</b>	P	3,9	2,8	3,7	1,8	4,4	2,0	6,3	5,1	4,6	2,6	6,2	8,5	8,4	8,0	976	8 383	
<b>04</b>	II	P	3,2	2,1	4,6	1,3	6,3	1,6	4,3	2,0	4,9	2,1	3,8	8,1	9,9	6,6	208	1 931
	III	P	3,3	1,9	4,5	1,1	6,8	1,3	5,4	1,9	5,1	1,9	4,5	6,6	10,9	7,9	212	1 942
	IV	P	3,4	1,6	4,6	1,8	6,2	0,8	6,0	1,9	5,2	1,6	3,5	6,3	10,0	7,3	216	1 956
<b>05</b>	I	P	3,4	1,3	4,4	1,4	5,5	1,2	6,8	1,6	5,2	1,3	-0,8	4,0	5,9	5,1	220	1 973
	II	P	3,5	1,4	4,4	1,6	4,3	1,5	7,4	2,3	5,1	1,4	1,8	3,4	7,7	5,1	224	1 990
	III	P	3,6	1,8	4,2	2,0	4,5	1,5	7,1	3,6	5,0	1,8	2,5	5,3	7,7	5,4	229	2 013
	IV	P	3,6	1,9	3,8	1,3	4,9	1,5	6,6	3,5	4,8	1,9	2,3	4,8	6,6	5,3	233	2 034
<b>06</b>	I	P	3,7	2,4	3,7	1,7	4,3	2,2	6,3	4,3	4,6	2,4	9,5	9,0	11,6	9,4	237	2 054
	II	P	3,8	2,9	3,6	1,7	4,4	1,7	6,1	5,5	4,6	2,9	4,9	8,1	7,3	7,6	241	2 084
	III	P	3,8	2,8	3,7	1,7	4,2	1,9	6,4	4,8	4,6	2,8	3,4	6,9	6,0	7,5	247	2 108
	IV	P	4,0	3,3	3,7	1,9	4,9	2,2	6,4	5,9	4,7	3,3	7,3	9,8	8,8	7,5	251	2 136
<b>07</b>	I	P	4,1	3,0	3,6	1,2	5,2	1,9	6,6	7,2	4,6	3,0	4,2	6,3	5,6	6,3	255	2 177

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



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



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

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado. d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico. f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro. g. Miles de millones de euros.

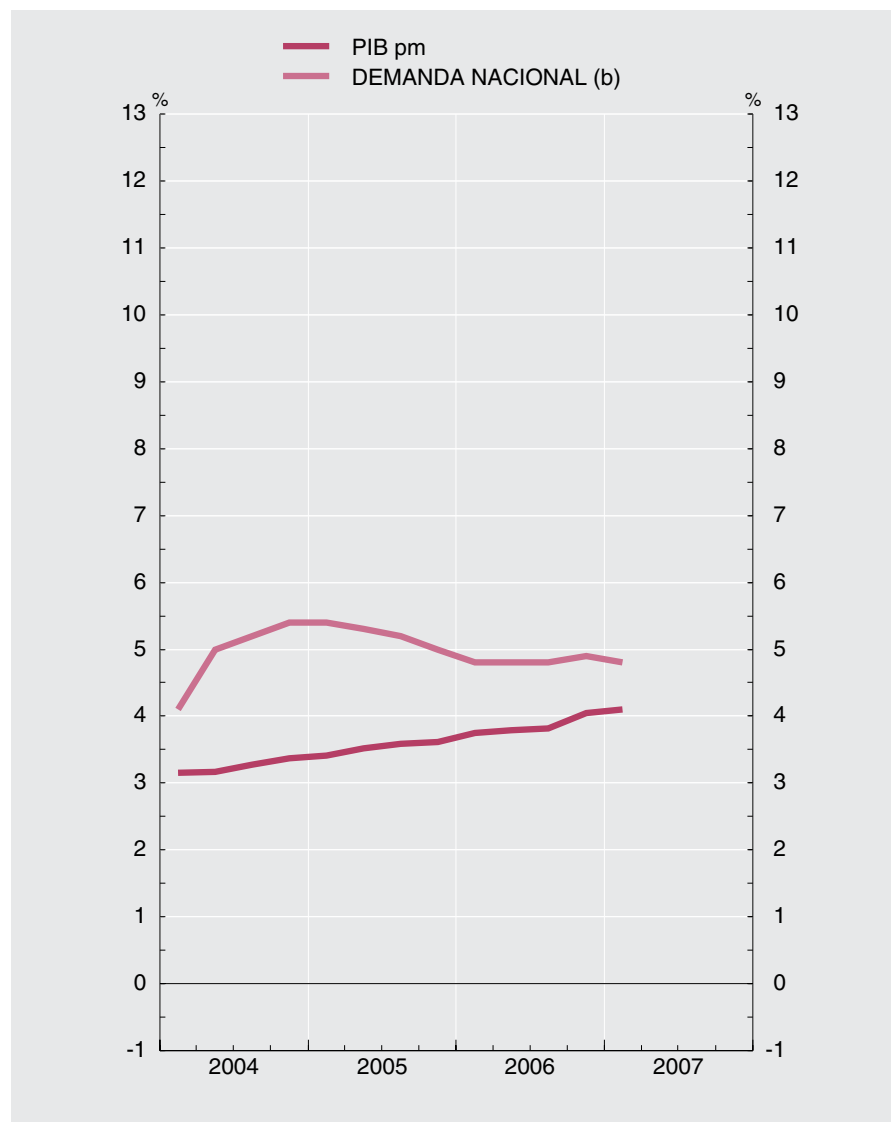
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

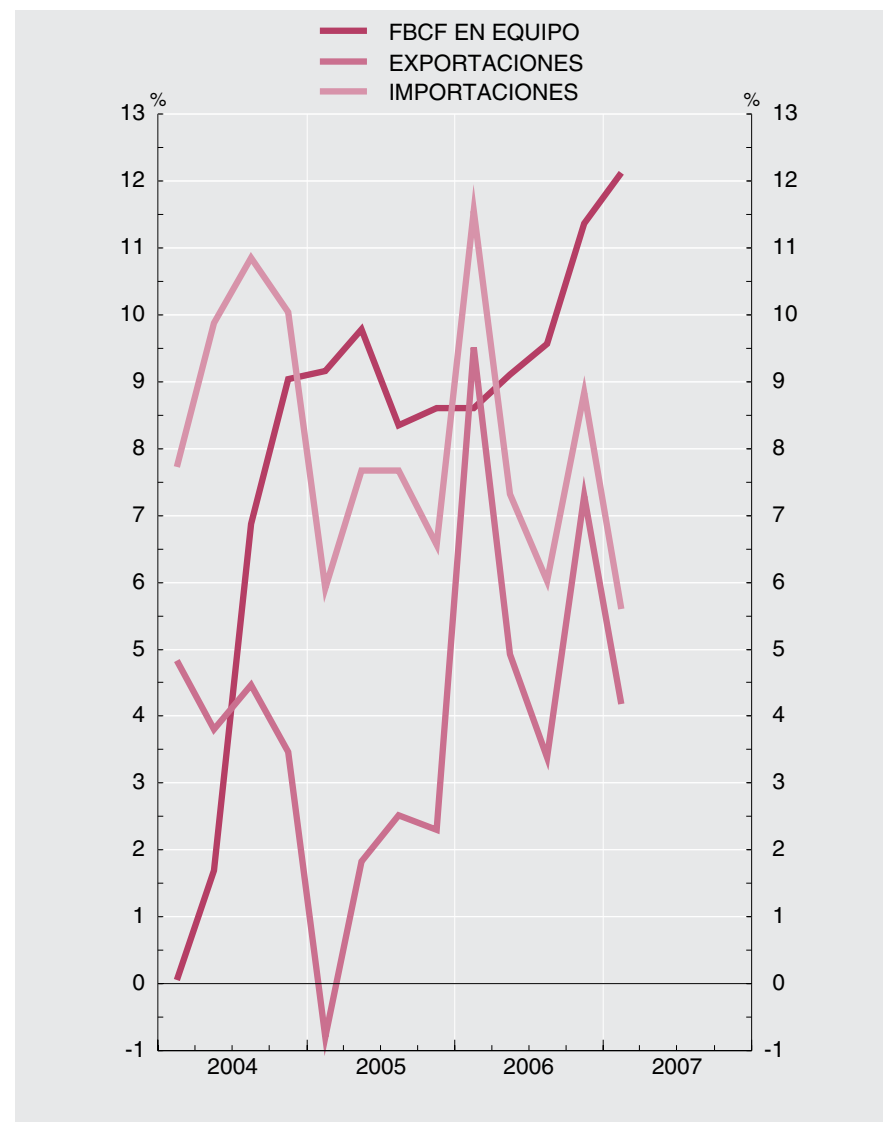
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria		
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB	
		1	2	3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>04</b>	P	5,0	4,4	5,4	4,5	0,0	4,1	5,1	0,0	4,4	9,6	9,7	20,1	7,4	4,9	3,2	
<b>05</b>	P	7,0	9,0	6,0	7,5	-0,0	1,5	0,0	2,0	7,3	7,0	6,6	21,4	6,1	5,2	3,5	
<b>06</b>	P	6,3	9,7	5,9	3,2	0,1	6,2	5,6	1,7	13,7	8,4	8,0	6,9	10,6	4,8	3,9	
<b>04</b>	II	P	4,3	1,7	5,5	4,3	0,0	3,8	5,9	-4,5	3,8	9,9	10,0	19,7	7,9	5,0	3,2
	III	P	5,4	6,9	5,2	4,2	-	4,5	5,5	0,7	4,3	10,9	11,3	20,1	7,3	5,2	3,3
	IV	P	6,0	9,0	5,2	4,3	-	3,5	3,1	2,9	6,1	10,0	10,3	23,6	6,4	5,4	3,4
<b>05</b>	I	P	6,8	9,2	6,0	6,3	-0,0	-0,8	-2,1	1,0	3,1	5,9	6,9	20,1	-1,2	5,4	3,4
	II	P	7,4	9,8	6,2	8,0	-0,0	1,8	2,4	-4,9	6,3	7,7	7,8	22,9	4,0	5,3	3,5
	III	P	7,1	8,3	6,3	8,4	0,0	2,5	0,1	7,5	8,0	7,7	6,6	23,2	9,9	5,2	3,6
	IV	P	6,6	8,6	5,6	7,4	0,0	2,3	-0,3	4,2	11,9	6,6	5,0	19,4	11,9	5,0	3,6
<b>06</b>	I	P	6,3	8,6	5,8	4,8	0,1	9,5	11,5	-2,7	14,2	11,6	9,8	13,8	20,0	4,8	3,7
	II	P	6,1	9,1	5,8	3,3	0,2	4,9	3,4	4,7	12,0	7,3	6,7	3,6	11,4	4,8	3,8
	III	P	6,4	9,6	6,2	3,0	0,1	3,4	2,7	2,9	7,0	6,0	7,0	3,7	1,6	4,8	3,8
	IV	P	6,4	11,4	5,7	1,7	0,0	7,3	5,3	2,0	21,2	8,8	8,6	7,3	10,4	4,9	4,0
<b>07</b>	I	P	6,6	12,1	5,6	2,4	-0,1	4,2	3,7	2,4	7,9	5,6	5,9	9,2	3,5	4,8	4,1

**PIB. DEMANDA INTERNA**  
Tasas de variación interanual



**PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA**  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

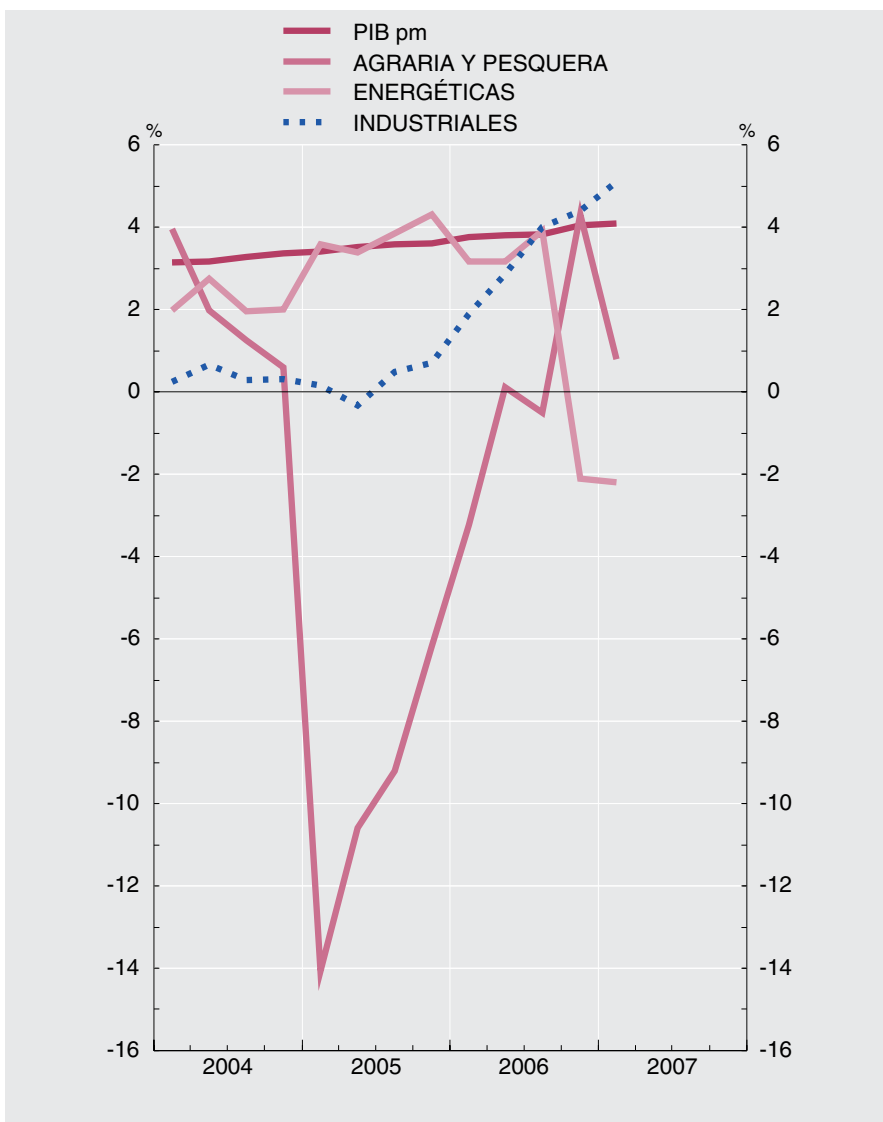
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

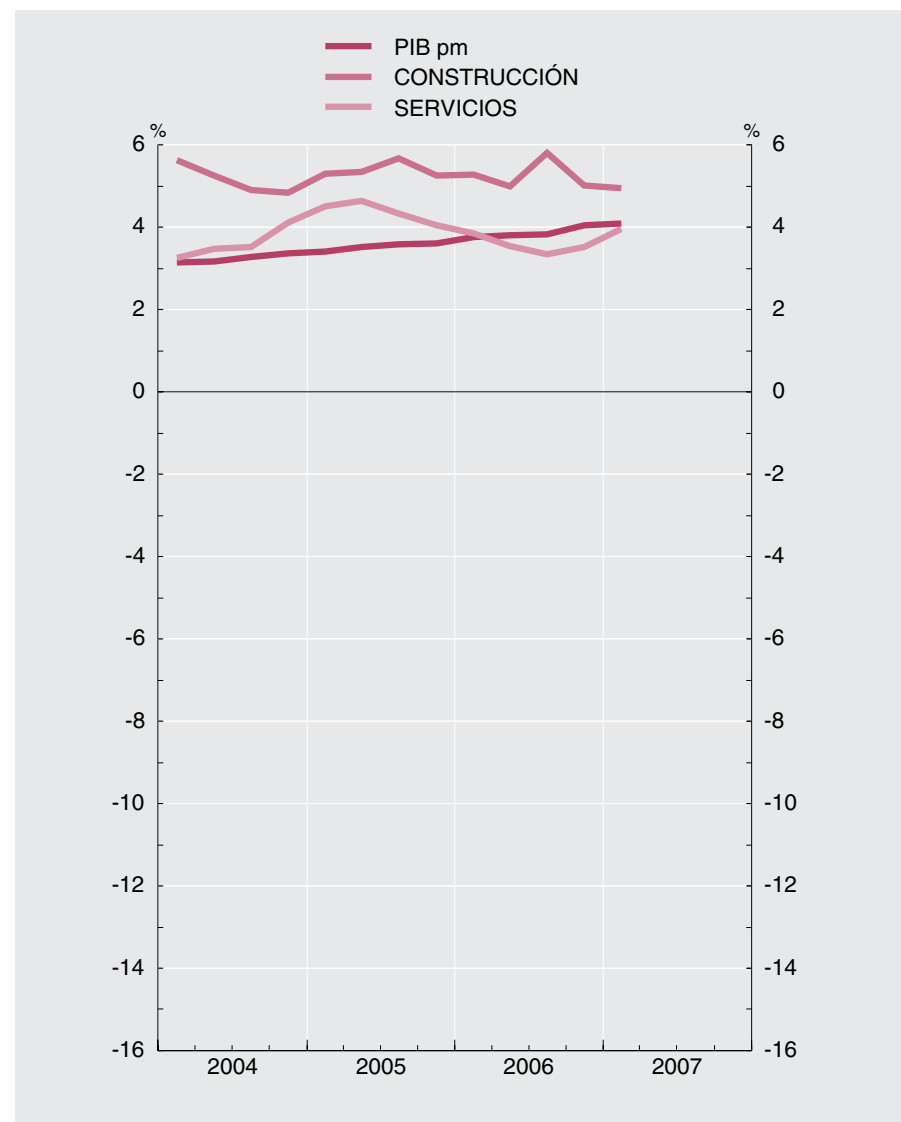
Tasas de variación interanual

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

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).

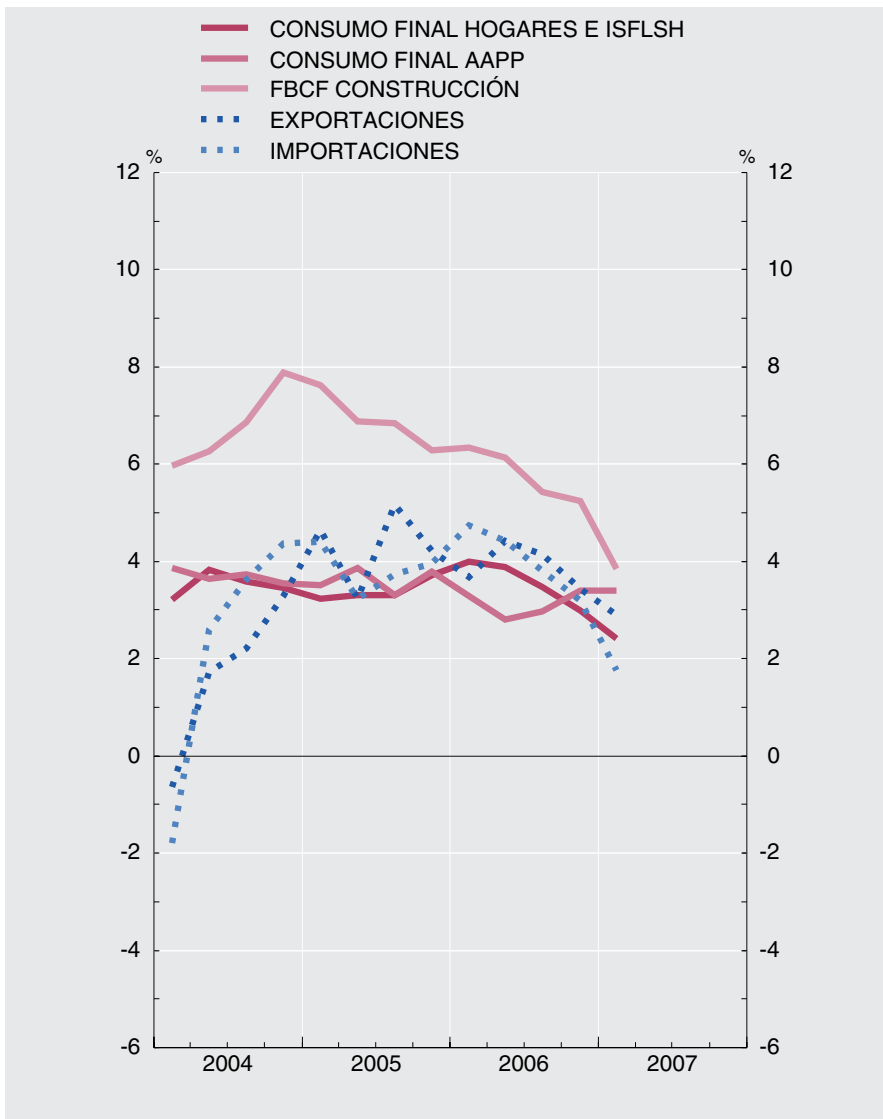
### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

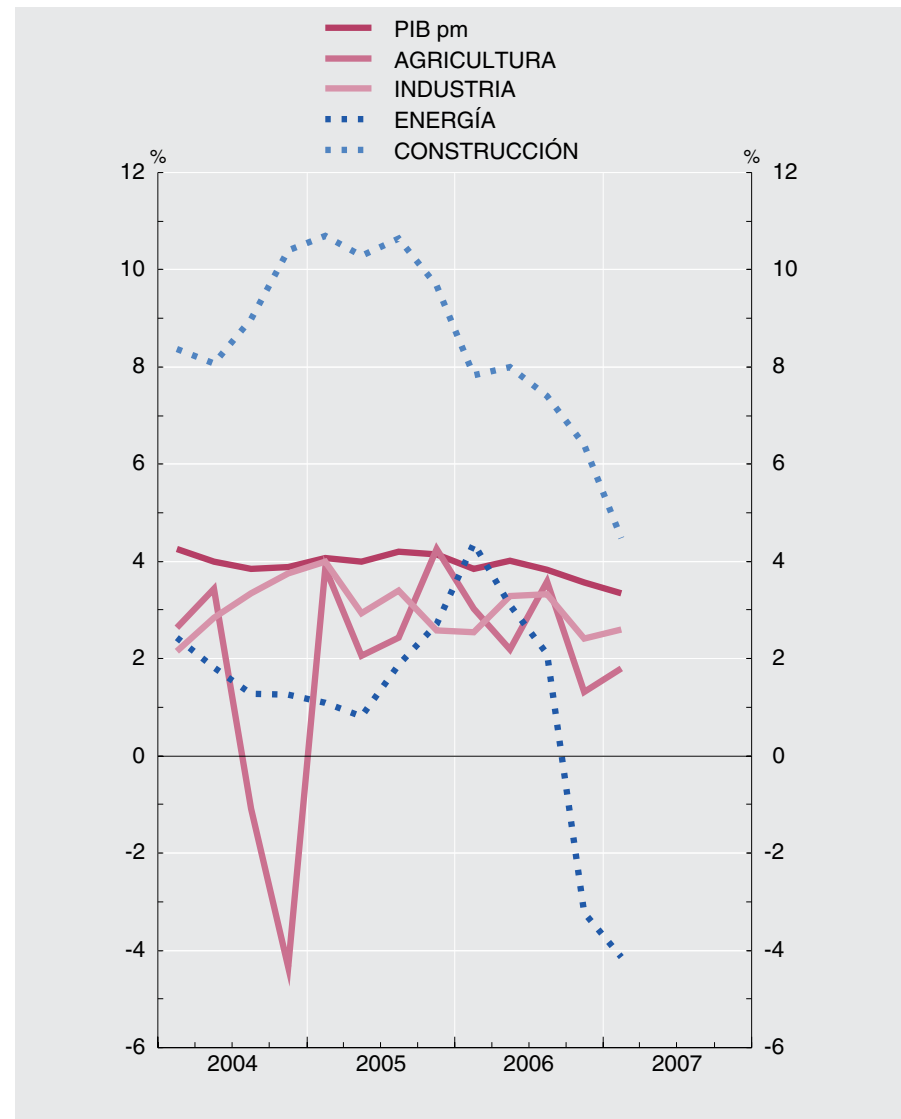
Tasas de variación interanual

		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>04</b>	P	3,5	3,7	2,2	6,8	5,9	1,6	2,2	4,0	0,1	1,7	3,0	9,0	3,4	3,3	
<b>05</b>	P	3,4	3,6	2,0	6,9	4,4	4,3	3,8	4,1	3,1	1,6	3,2	10,3	3,1	3,0	
<b>06</b>	P	3,6	3,1	2,6	5,8	4,5	3,9	4,0	3,8	2,5	1,6	2,9	7,4	3,1	3,0	
<b>04</b>	II	P	3,8	3,6	2,6	6,3	6,5	1,7	2,6	4,0	3,4	1,8	2,8	8,1	3,3	3,2
	III	P	3,6	3,7	2,4	6,9	6,3	2,2	3,6	3,8	-1,1	1,3	3,3	9,0	3,2	3,0
	IV	P	3,5	3,5	1,9	7,9	5,2	3,3	4,4	3,9	-4,3	1,3	3,7	10,4	3,2	3,1
<b>05</b>	I	P	3,3	3,5	2,3	7,6	4,8	4,4	4,1	3,9	1,1	4,0	10,7	3,1	2,9	
	II	P	3,4	3,9	1,8	6,9	4,4	3,2	4,0	2,1	0,8	2,9	10,3	3,1	2,9	
	III	P	3,4	3,3	1,7	6,8	4,2	5,2	3,7	2,4	1,9	3,4	10,6	3,2	3,1	
	IV	P	3,7	3,8	2,2	6,3	4,4	4,0	4,1	4,2	2,7	2,6	9,7	3,1	2,9	
<b>06</b>	I	P	4,0	3,3	2,4	6,3	4,5	3,7	4,7	3,9	4,4	2,5	7,8	3,0	2,9	
	II	P	3,9	2,8	2,5	6,1	4,6	4,4	4,4	4,0	3,1	3,3	8,0	3,1	3,1	
	III	P	3,5	3,0	2,6	5,4	4,6	4,1	3,8	3,8	3,6	2,1	7,4	3,3	3,3	
	IV	P	3,0	3,4	2,8	5,2	4,5	3,4	3,2	3,6	1,3	-3,2	6,4	2,9	2,8	
<b>07</b>	I	P	2,4	3,4	2,9	3,9	3,7	2,9	1,8	3,3	1,8	-4,1	4,5	3,4	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.

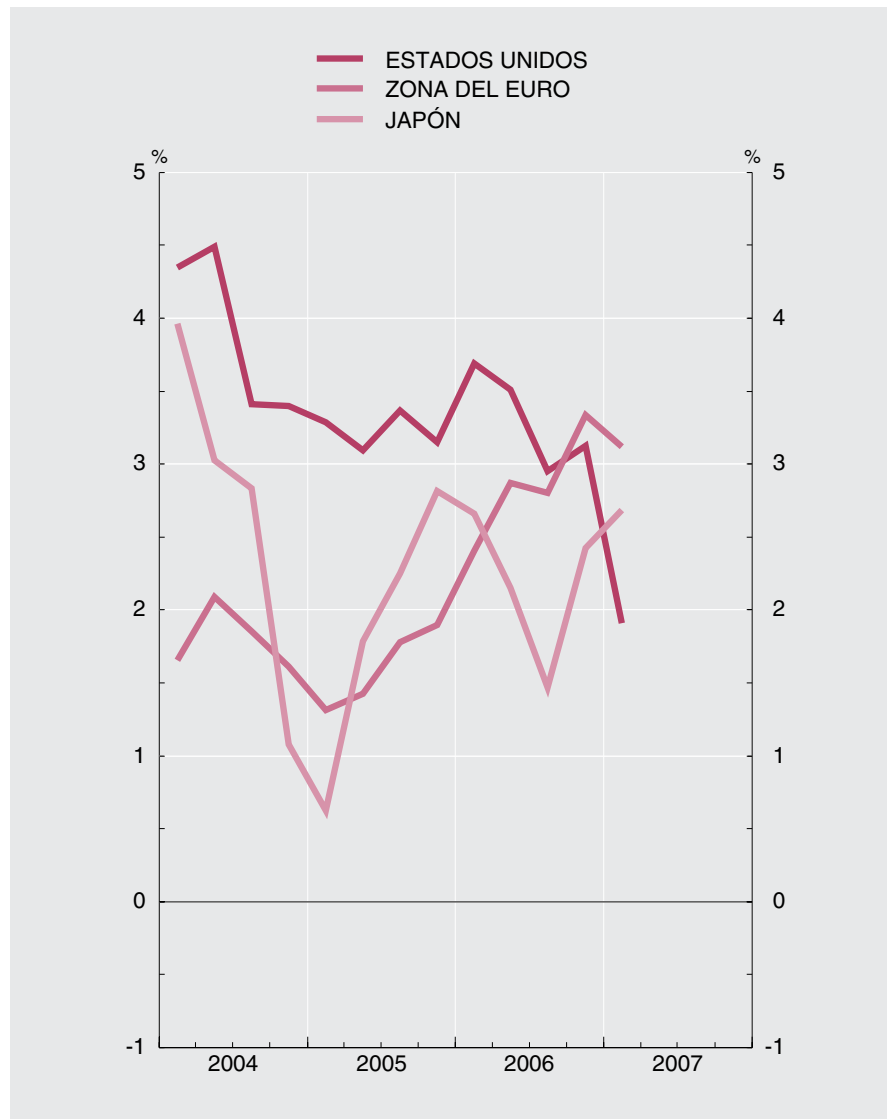
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

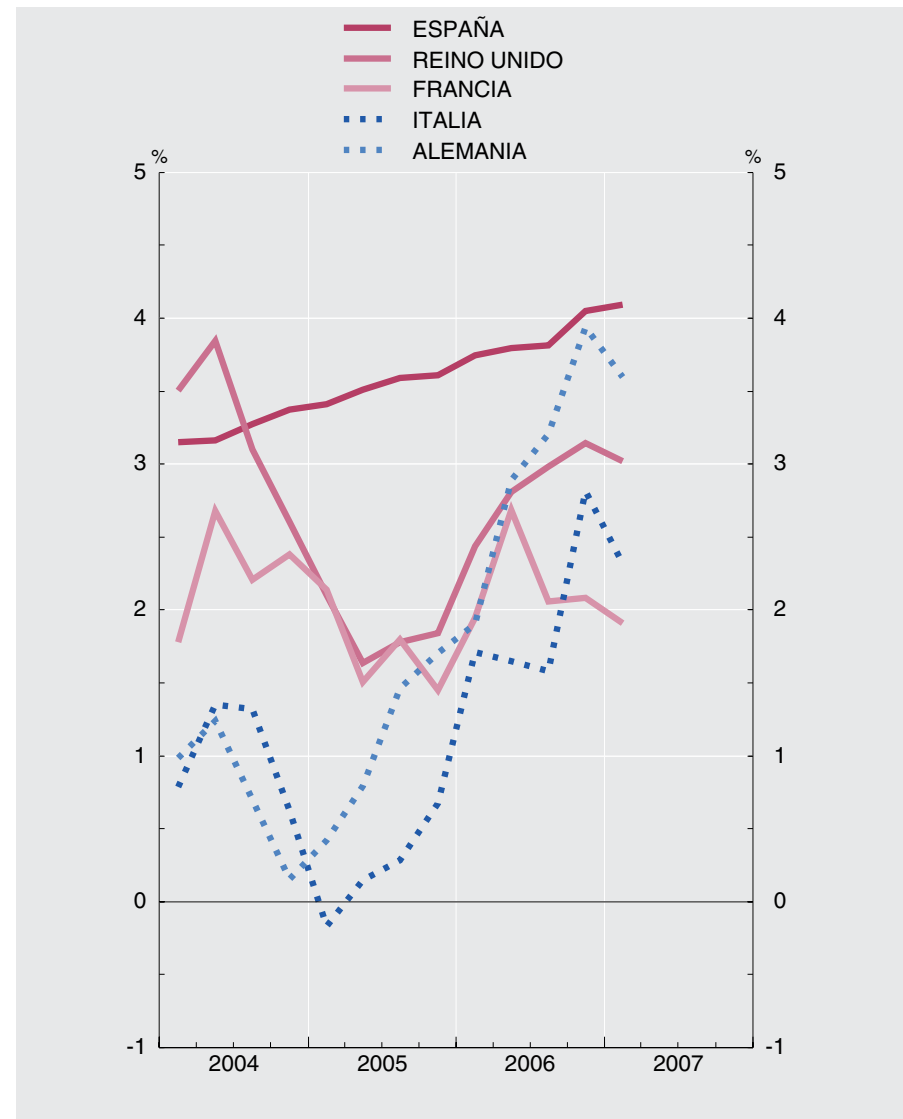
Tasas de variación interanual

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>04</b>	3,3	2,1	1,8	0,8	3,2	3,9	2,3	1,0	2,7	3,3
<b>05</b>	2,6	1,7	1,6	1,1	3,5	3,2	1,7	0,2	1,9	1,8
<b>06</b>	3,2	2,9	2,9	3,0	3,9	3,3	2,2	1,9	2,2	2,8
<b>04 /</b>	3,6	2,0	1,7	1,0	3,2	4,3	1,8	0,8	4,0	3,5
<b>  //</b>	3,8	2,5	2,1	1,2	3,2	4,5	2,7	1,3	3,0	3,8
<b>  ///</b>	3,1	2,1	1,9	0,7	3,3	3,4	2,2	1,3	2,8	3,1
<b>  IV</b>	2,6	1,8	1,6	0,2	3,4	3,4	2,4	0,6	1,1	2,6
<b>05 /</b>	2,4	1,5	1,3	0,4	3,4	3,3	2,1	-0,2	0,6	2,1
<b>  //</b>	2,4	1,5	1,4	0,8	3,5	3,1	1,5	0,1	1,8	1,6
<b>  ///</b>	2,8	1,9	1,8	1,5	3,6	3,4	1,8	0,3	2,3	1,8
<b>  IV</b>	2,9	1,9	1,9	1,7	3,6	3,1	1,4	0,7	2,8	1,8
<b>06 /</b>	3,3	2,5	2,4	1,9	3,7	3,7	1,9	1,7	2,7	2,4
<b>  //</b>	3,3	2,9	2,9	2,9	3,8	3,5	2,7	1,6	2,2	2,8
<b>  ///</b>	3,0	2,9	2,8	3,2	3,8	3,0	2,1	1,6	1,5	3,0
<b>  IV</b>	3,3	3,3	3,3	3,9	4,0	3,1	2,1	2,8	2,4	3,1
<b>07 /</b>	...	3,1	3,1	3,6	4,1	1,9	1,9	2,3	2,7	3,0

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

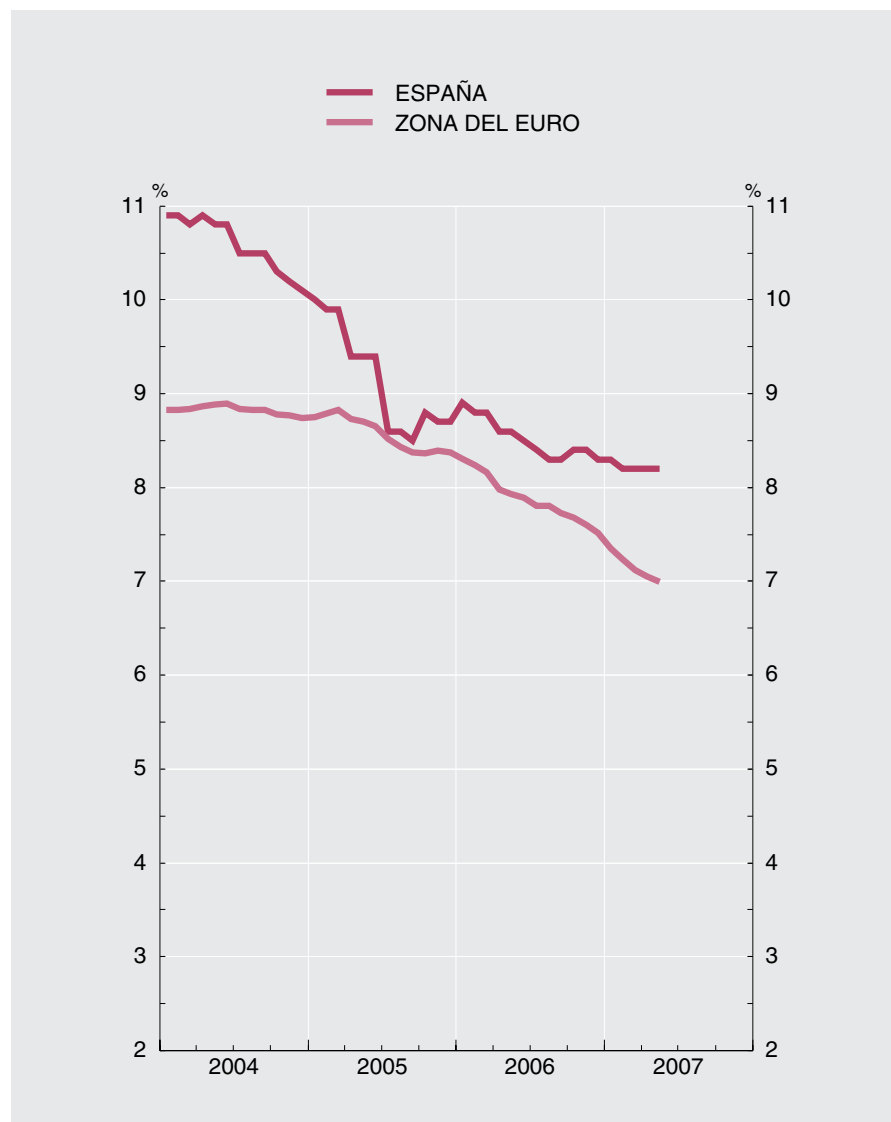
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

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

### TASAS DE PARO



### TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

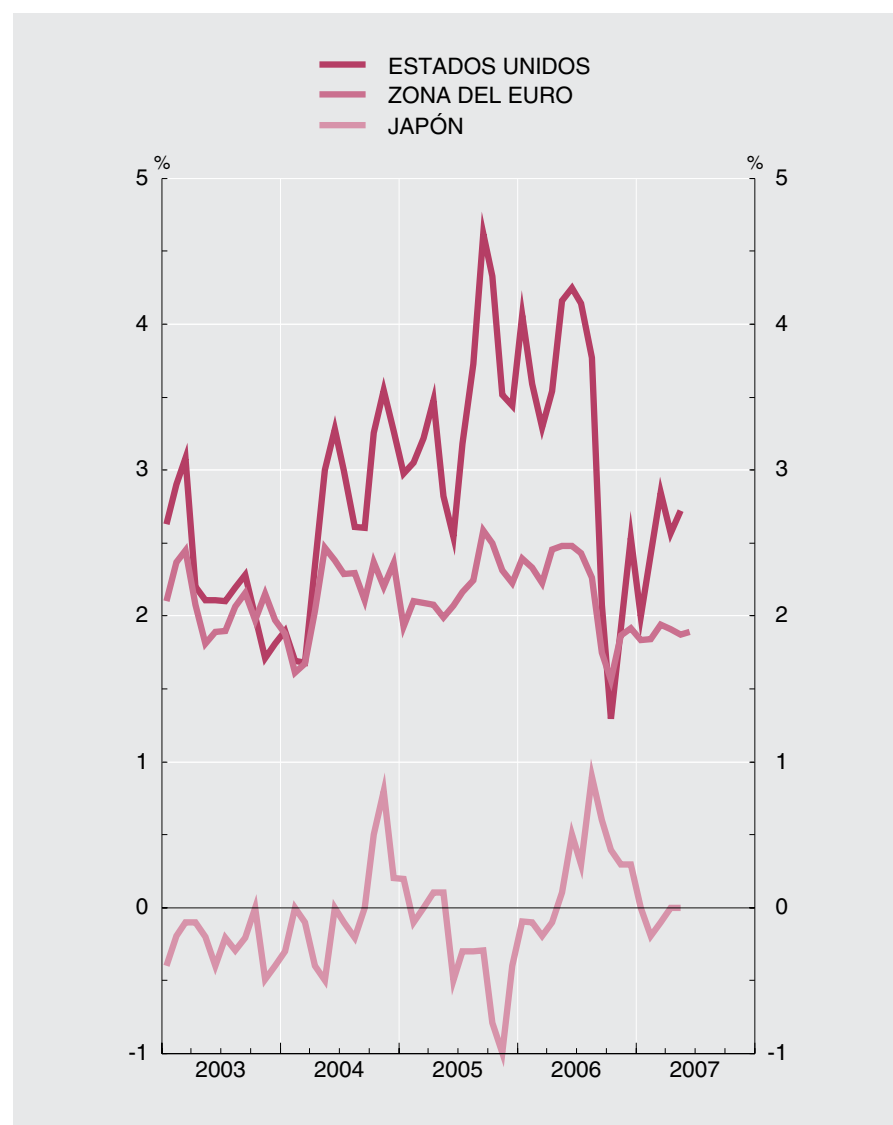
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ 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>03</b>	2,3	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,2	1,4
<b>04</b>	2,3	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
<b>05</b>	2,5	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
<b>06</b>	2,6	2,2	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
<b>06 Ene</b>	2,9	2,3	2,4	2,1	4,2	4,1	2,3	2,2	-0,1	1,9
<b>06 Feb</b>	2,7	2,2	2,3	2,1	4,1	3,6	2,0	2,2	-0,1	2,1
<b>06 Mar</b>	2,5	2,1	2,2	1,9	3,9	3,3	1,7	2,2	-0,2	1,8
<b>06 Abr</b>	2,6	2,4	2,5	2,3	3,9	3,5	2,0	2,3	-0,1	2,0
<b>06 May</b>	3,0	2,4	2,5	2,1	4,1	4,2	2,4	2,3	0,1	2,2
<b>06 Jun</b>	3,2	2,5	2,5	2,0	4,0	4,2	2,2	2,4	0,5	2,5
<b>06 Jul</b>	3,0	2,4	2,4	2,1	4,0	4,1	2,2	2,3	0,3	2,4
<b>06 Ago</b>	2,9	2,3	2,3	1,8	3,8	3,8	2,1	2,3	0,9	2,5
<b>06 Sep</b>	2,1	1,8	1,7	1,0	2,9	2,1	1,5	2,4	0,6	2,4
<b>06 Oct</b>	1,7	1,7	1,6	1,1	2,6	1,3	1,2	1,9	0,4	2,5
<b>06 Nov</b>	2,0	2,0	1,9	1,5	2,7	1,9	1,6	2,0	0,3	2,7
<b>06 Dic</b>	2,2	2,1	1,9	1,4	2,7	2,5	1,7	2,1	0,3	3,0
<b>07 Ene</b>	1,9	...	1,8	1,8	2,4	2,0	1,4	1,9	-	2,7
<b>07 Feb</b>	2,1	...	1,8	1,9	2,5	2,4	1,2	2,1	-0,2	2,8
<b>07 Mar</b>	2,4	...	1,9	2,0	2,5	2,8	1,2	2,1	-0,1	3,1
<b>07 Abr</b>	2,2	...	1,9	2,0	2,5	2,6	1,3	1,8	-	2,8
<b>07 May</b>	2,2	...	1,9	2,0	2,4	2,7	1,2	1,9	-	2,5
<b>07 Jun</b>	...	...	1,9	2,0	2,5	...	1,3	1,9	...	2,4

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

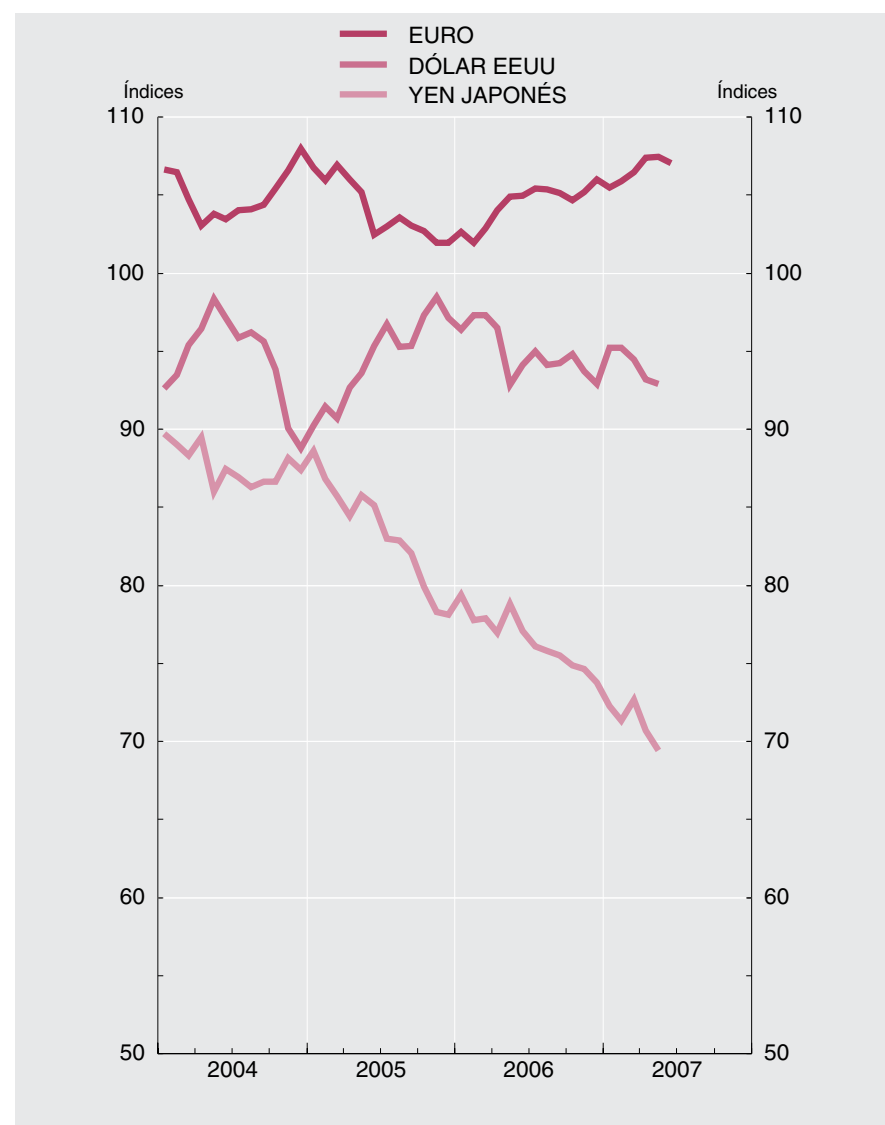
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
<b>05</b>	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,1	94,5	83,4	102,5	96,3	83,5
<b>06</b>	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,4	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
<b>06 E-J</b>	1,2296	142,16	115,66	102,7	87,7	95,2	103,6	95,7	78,0	102,0	97,5	79,0
<b>07 E-J</b>	1,3295	159,64	120,08	106,3	85,2	88,4	106,6	94,2	71,3	105,4	94,9	73,4
<b>06 Abr</b>	1,2271	143,59	117,03	103,0	88,3	94,3	104,0	96,5	76,9	102,4	98,2	78,0
<i>May</i>	1,2770	142,70	111,76	104,0	84,8	96,7	104,9	92,8	78,8	103,3	94,7	80,0
<i>Jun</i>	1,2650	145,11	114,72	104,2	85,8	94,7	105,0	94,1	77,1	103,3	96,5	77,9
<i>Jul</i>	1,2684	146,70	115,66	104,5	86,2	93,9	105,4	95,0	76,1	103,8	95,9	77,6
<i>Ago</i>	1,2811	148,53	115,94	104,6	85,6	93,1	105,4	94,1	75,8	103,7	95,4	77,1
<i>Sep</i>	1,2727	148,99	117,07	104,4	86,0	92,4	105,2	94,2	75,5	103,4	94,7	77,7
<i>Oct</i>	1,2611	149,65	118,67	103,9	86,9	91,6	104,7	94,8	74,9	103,4	95,3	77,0
<i>Nov</i>	1,2881	151,11	117,31	104,5	86,0	91,8	105,2	93,7	74,7	103,9	94,6	76,9
<i>Dic</i>	1,3213	154,82	117,18	105,5	85,3	90,8	106,0	92,9	73,8	104,9	93,8	75,9
<b>07 Ene</b>	1,2999	156,56	120,45	104,9	87,0	89,0	105,5	95,2	72,3	104,4	95,2	74,3
<i>Feb</i>	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	88,8	105,9	95,2	71,3	104,8	95,4	73,6
<i>Mar</i>	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,5	94,5	72,7	105,2	95,0	74,8
<i>Abr</i>	1,3516	160,68	118,88	107,1	84,4	88,6	107,4	93,2	70,7	106,2	94,2	72,8
<i>May</i>	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,9	87,1	107,4	92,9	69,4	106,0	94,6	71,5
<i>Jun</i>	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	85,9	107,1	...	...	105,5	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (hasta 1999) y de 1999 a 2001 (a partir de 1999), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

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

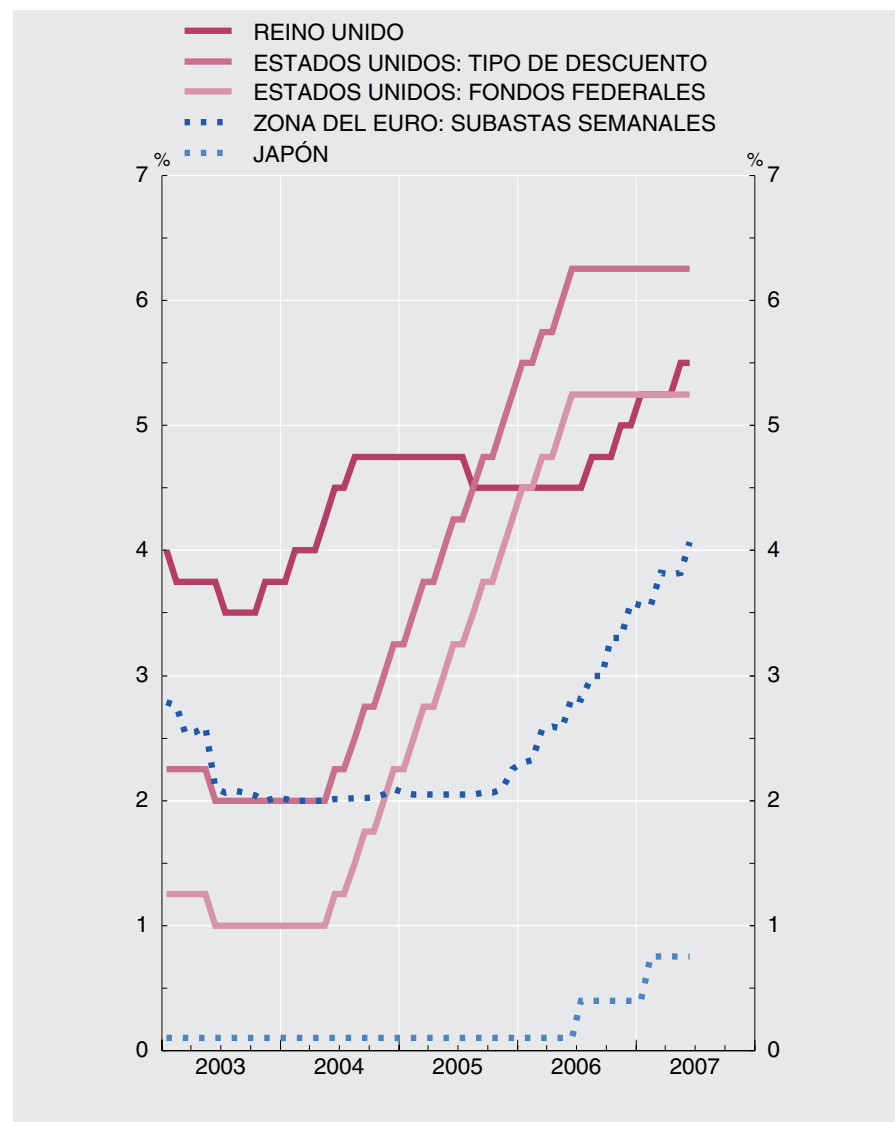
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

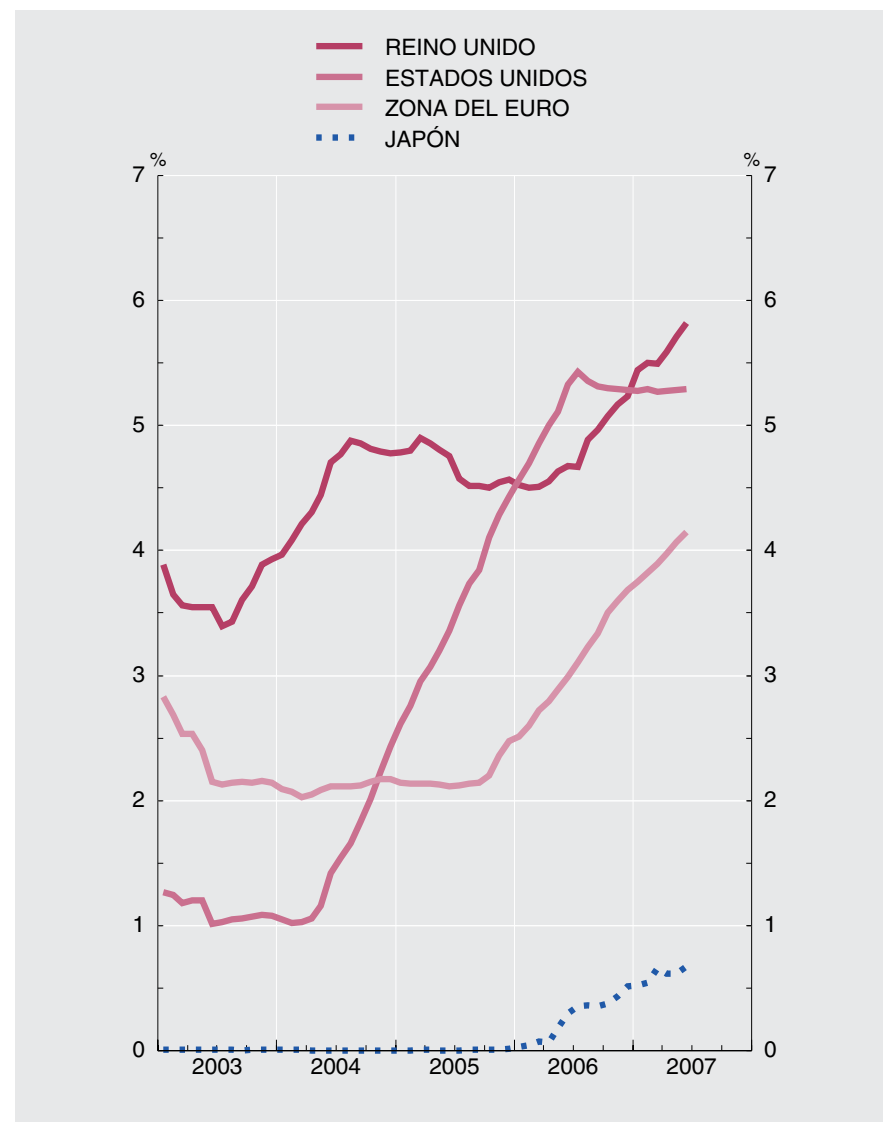
Porcentajes

	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)												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>04</b>	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
<b>05</b>	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
<b>06</b>	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
<b>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>06 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>06 Mar</b>	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,32	2,98	2,72	-	-	4,86	-	-	0,07	4,51
<b>06 Abr</b>	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,41	3,05	2,79	-	-	5,00	-	-	0,06	4,55
<b>06 May</b>	2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
<b>06 Jun</b>	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
<b>06 Jul</b>	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
<b>06 Ago</b>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
<b>06 Sep</b>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
<b>06 Oct</b>	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
<b>06 Nov</b>	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
<b>06 Dic</b>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
<b>07 Ene</b>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
<b>07 Feb</b>	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
<b>07 Mar</b>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
<b>07 Abr</b>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
<b>07 May</b>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
<b>07 Jun</b>	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82

### 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).

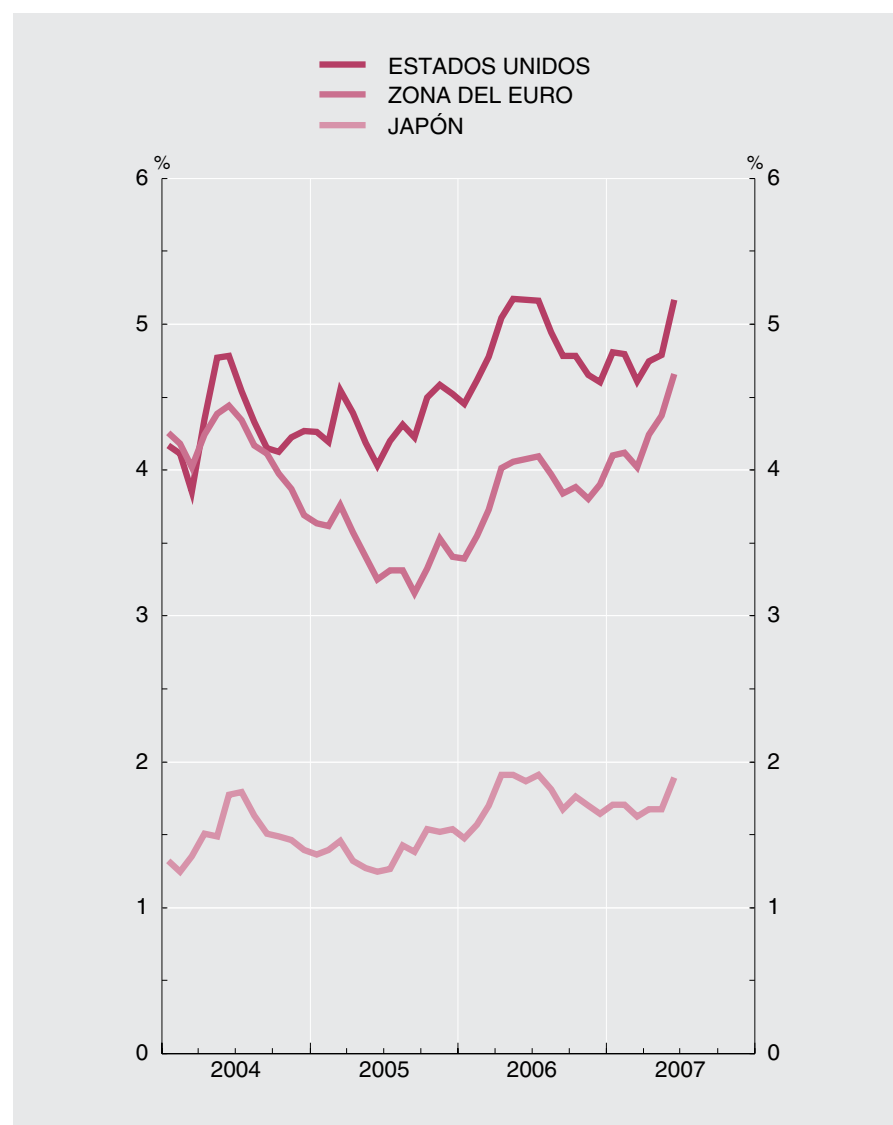
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

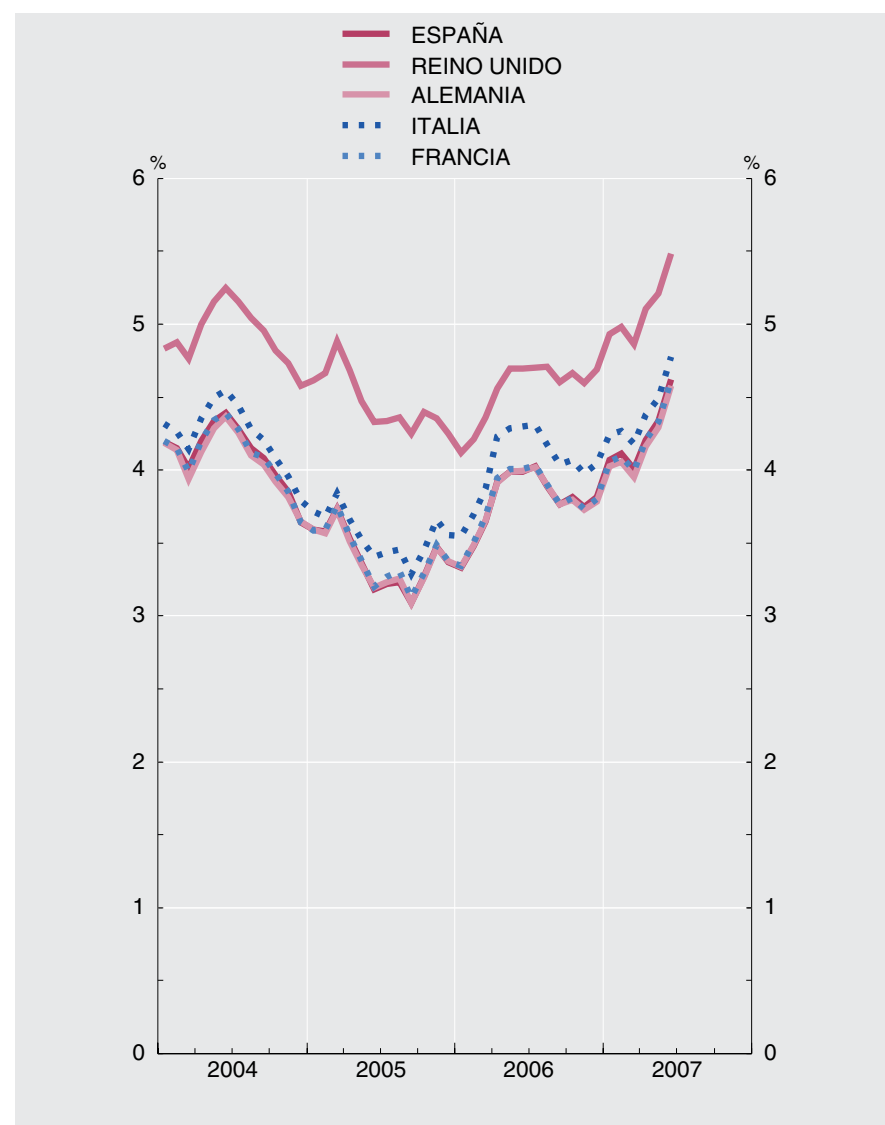
Porcentajes

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

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

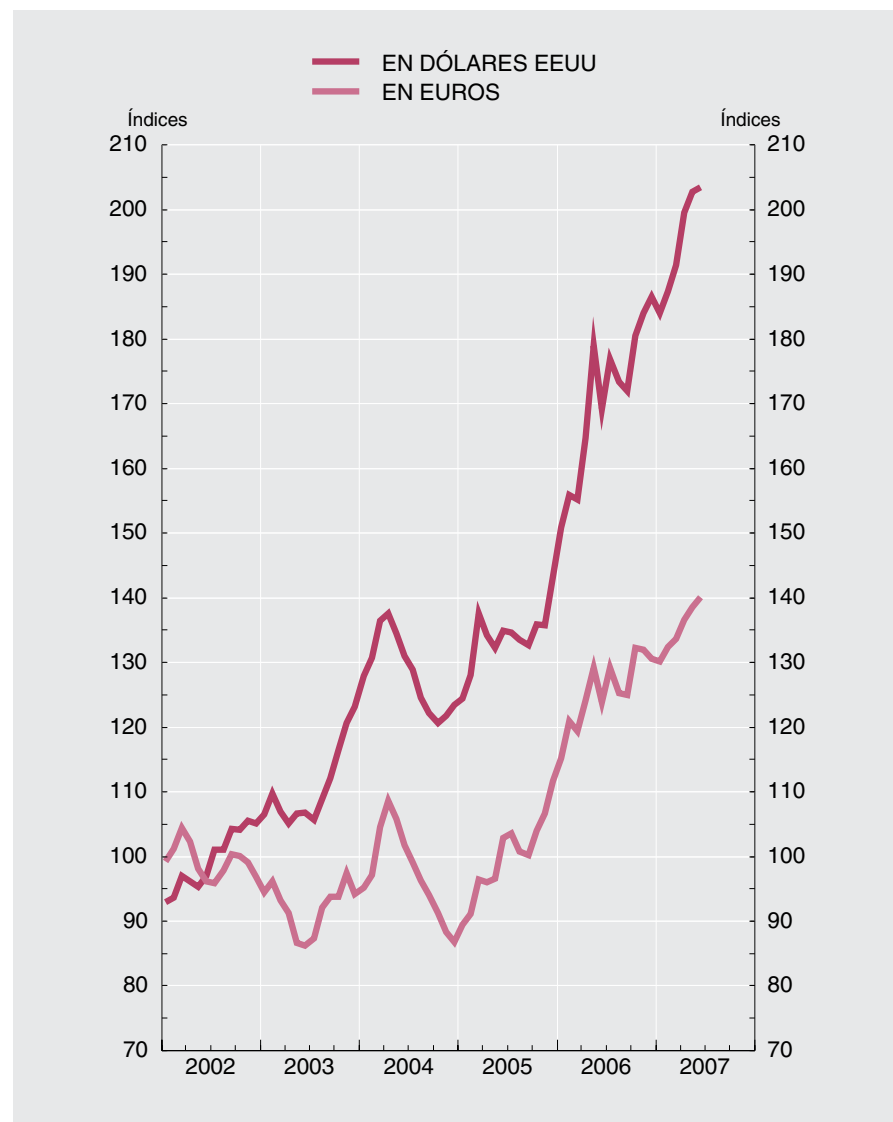
## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES. ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

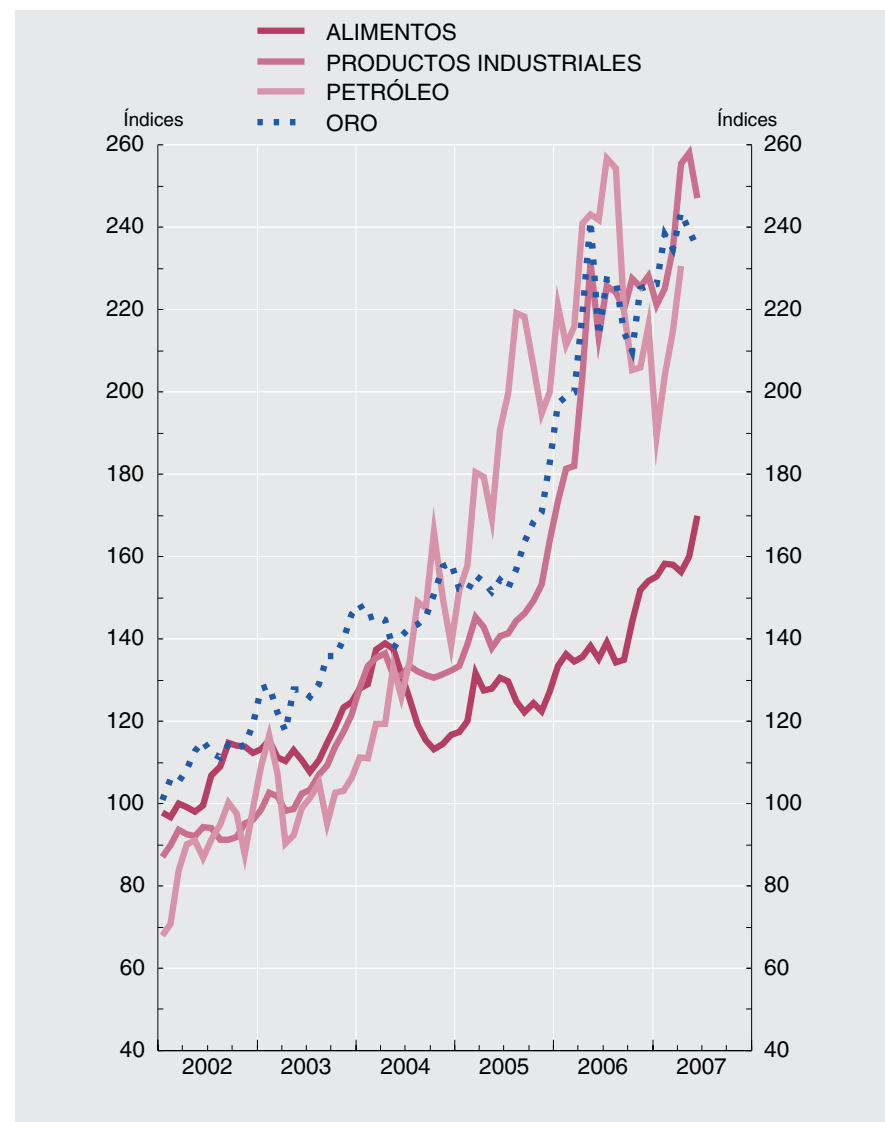
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11	
<b>02</b>	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
<b>03</b>	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
<b>04</b>	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
<b>05</b>	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
<b>06</b>	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
<b>06 E-J</b>	122,1	162,5	135,5	197,7	151,4	222,7	229,1	65,4	211,8	590,9	15,41
<b>07 E-J</b>	135,2	194,8	159,6	240,3	157,3	285,7	...	63,4	236,1	658,6	15,80
<b>06 May</b>	129,2	178,9	138,2	231,5	156,3	272,5	243,0	69,4	241,6	673,9	16,96
<b>Jun</b>	123,8	169,2	135,1	213,4	162,1	241,3	241,9	68,1	213,7	596,1	15,12
<b>Jul</b>	129,2	176,9	139,1	225,7	158,0	262,6	256,8	73,5	227,2	633,7	16,06
<b>Ago</b>	125,3	173,4	134,3	224,1	150,4	264,0	254,3	72,9	226,8	632,6	15,85
<b>Sep</b>	125,0	172,0	134,9	219,9	139,1	264,0	219,5	61,2	214,4	598,2	15,12
<b>Oct</b>	132,2	180,5	144,2	227,5	137,4	276,6	205,2	57,3	210,0	585,8	14,93
<b>Nov</b>	132,0	184,1	152,0	225,6	135,0	274,9	205,9	58,5	225,1	627,8	15,66
<b>Dic</b>	130,6	186,6	154,1	228,2	139,9	276,9	216,1	62,8	225,8	629,9	15,32
<b>07 Ene</b>	130,2	183,9	155,2	221,2	150,9	259,7	189,1	53,6	226,2	631,2	15,62
<b>Feb</b>	132,3	187,3	158,2	225,1	156,2	262,6	203,9	57,6	238,3	664,7	16,34
<b>Mar</b>	133,7	191,5	158,0	234,7	154,3	278,6	214,6	62,3	234,8	654,9	15,90
<b>Abr</b>	136,6	199,5	156,4	255,3	158,6	308,0	230,6	67,8	243,5	679,4	16,15
<b>May</b>	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	...	67,4	239,0	666,9	15,87
<b>Jun</b>	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	...	71,8	235,1	655,7	14,97

### 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.

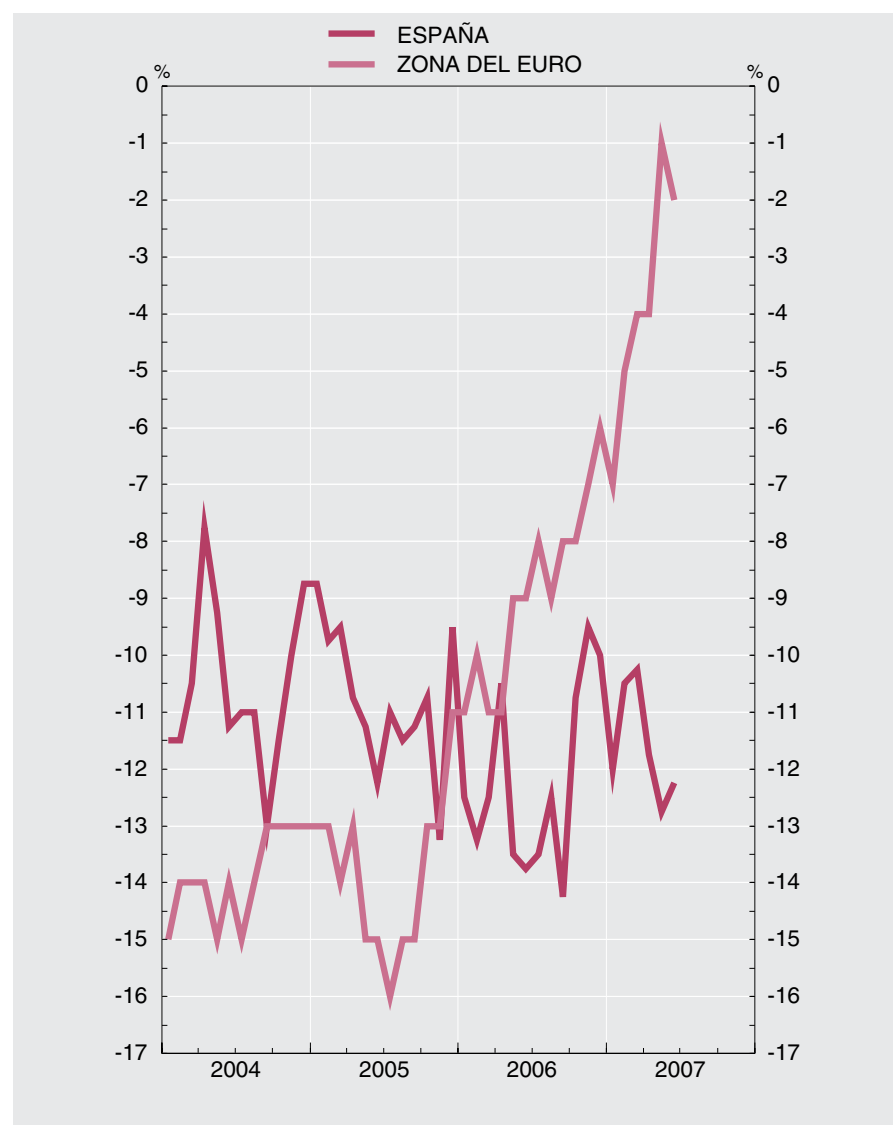
### 3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

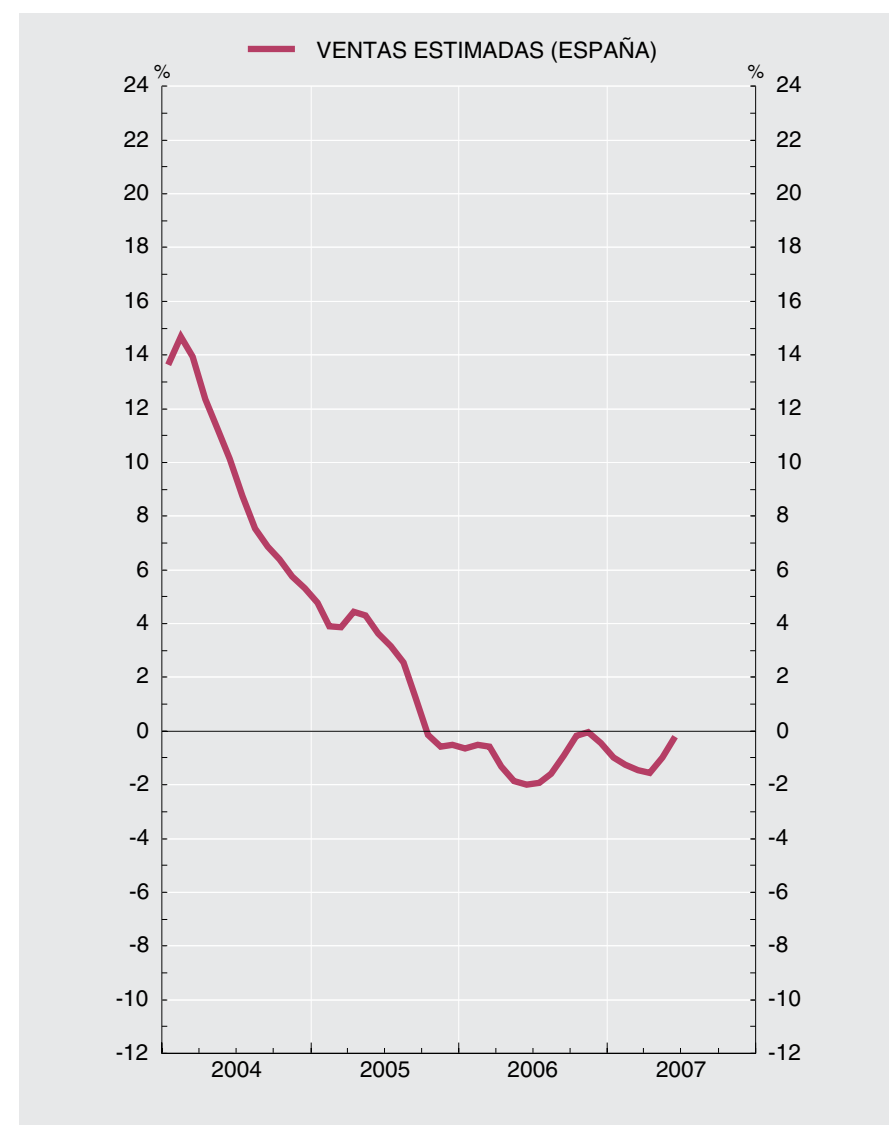
Tasas de variación interanual

	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	Pro memoria: zona del euro	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista		Uso privado	Ventas estimadas			Matriculaciones	Nominal	Del cual			Alimentación (b)
				Deflactado (a)			Grandes superficies (a)										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>04</b>	■	-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	10,3	1,0	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,5
<b>05</b>		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	1,6	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3
<b>06</b>	P	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	2,8	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	2,1
<b>06 E-J</b>	P	-13	-12	-3	-11	-10	-1	-0,4	0,4	-0,7	3,7	4,5	0,4	2,0	-0,0	0,6	1,8
<b>07 E-J</b>	P	-12	-10	-3	-10	-4	0	...	...	-1,6	-2,0	...	...	...	...	...	...
<b>06 Jul</b>	P	-14	-15	-3	-9	-8	-	-3,9	-6,5	-3,6	-4,7	5,4	1,3	3,2	0,6	1,8	2,6
<b>Ago</b>	P	-13	-11	-2	-1	-9	3	-2,4	-1,8	-2,5	-1,2	7,1	3,4	4,3	1,8	4,8	2,6
<b>Sep</b>	P	-14	-13	-4	-5	-8	3	-6,4	-6,4	-6,1	0,7	5,4	3,0	6,3	1,5	4,0	1,7
<b>Oct</b>	P	-11	-10	-2	-7	-8	4	7,1	8,1	8,0	-0,2	4,2	2,3	-1,2	-1,2	4,6	1,6
<b>Nov</b>	P	-10	-9	-1	-11	-7	3	1,9	2,1	2,3	4,7	5,8	3,6	3,7	3,2	3,9	2,2
<b>Dic</b>	P	-10	-11	-2	-8	-6	-	-4,7	-6,3	-3,8	12,5	5,5	3,3	2,8	3,0	3,5	2,9
<b>07 Ene</b>	P	-12	-11	-2	-12	-7	-1	9,1	...	2,7	-2,8	6,2	4,6	1,7	3,2	5,5	0,9
<b>Feb</b>	P	-11	-10	-3	-10	-5	-1	-4,3	...	-4,4	-3,7	5,3	3,6	2,9	1,8	4,8	1,3
<b>Mar</b>	P	-10	-8	-	-12	-4	-	-0,4	...	-0,2	0,6	7,1	5,4	7,8	4,6	5,9	2,7
<b>Abr</b>	P	-12	-12	-3	-11	-4	-	-5,9	...	-6,0	-5,6	3,1	1,5	-1,7	-0,4	2,8	1,6
<b>May</b>	P	-13	-10	-4	-8	-1	2	-0,3	...	-0,2	-1,0	5,0	3,5	2,8	2,8	3,9	0,7
<b>Jun</b>	P	-12	-9	-3	-9	-2	1	...	...	-1,8	0,5	...	...	...	...	...	...

#### 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.

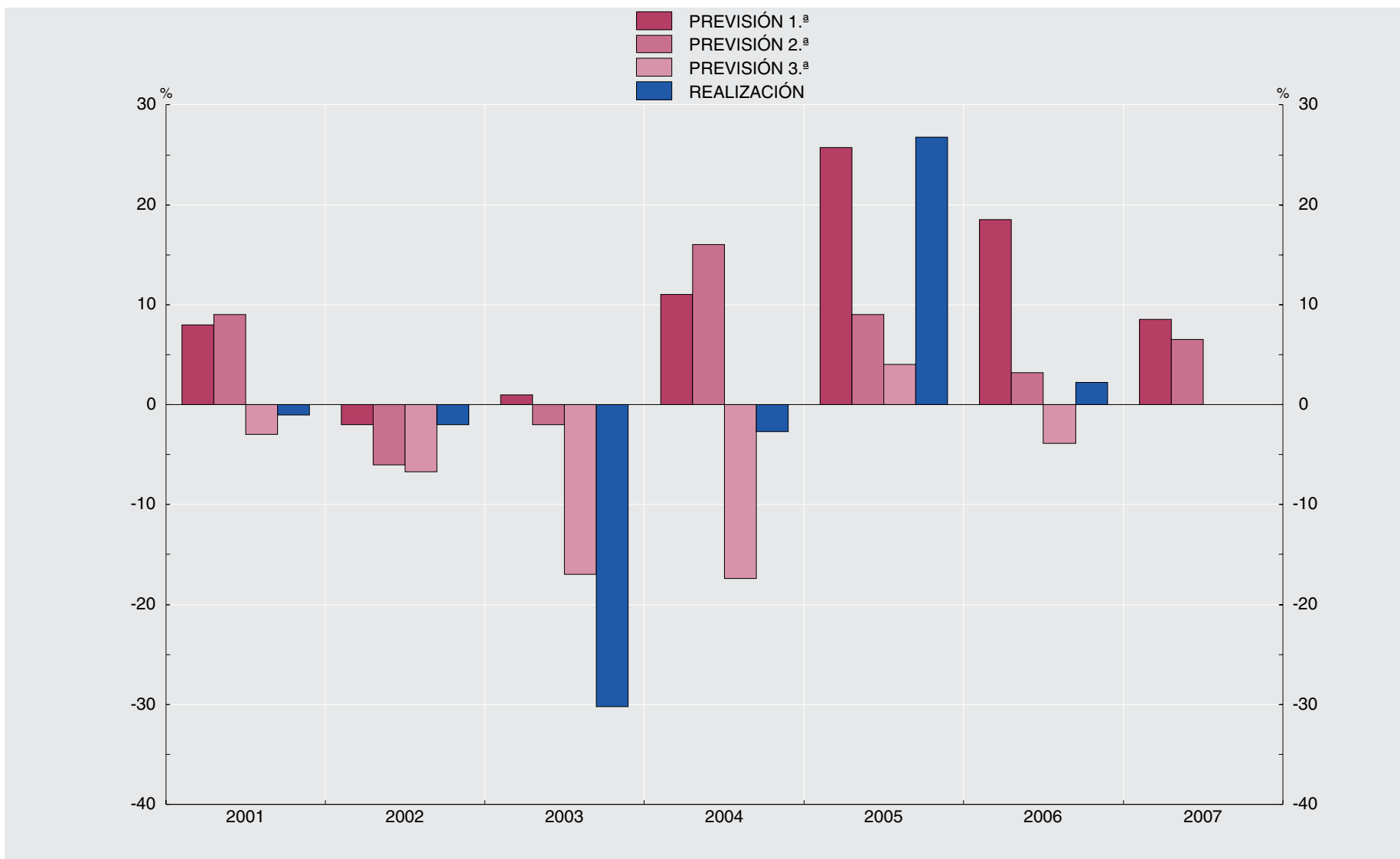
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

#### 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.

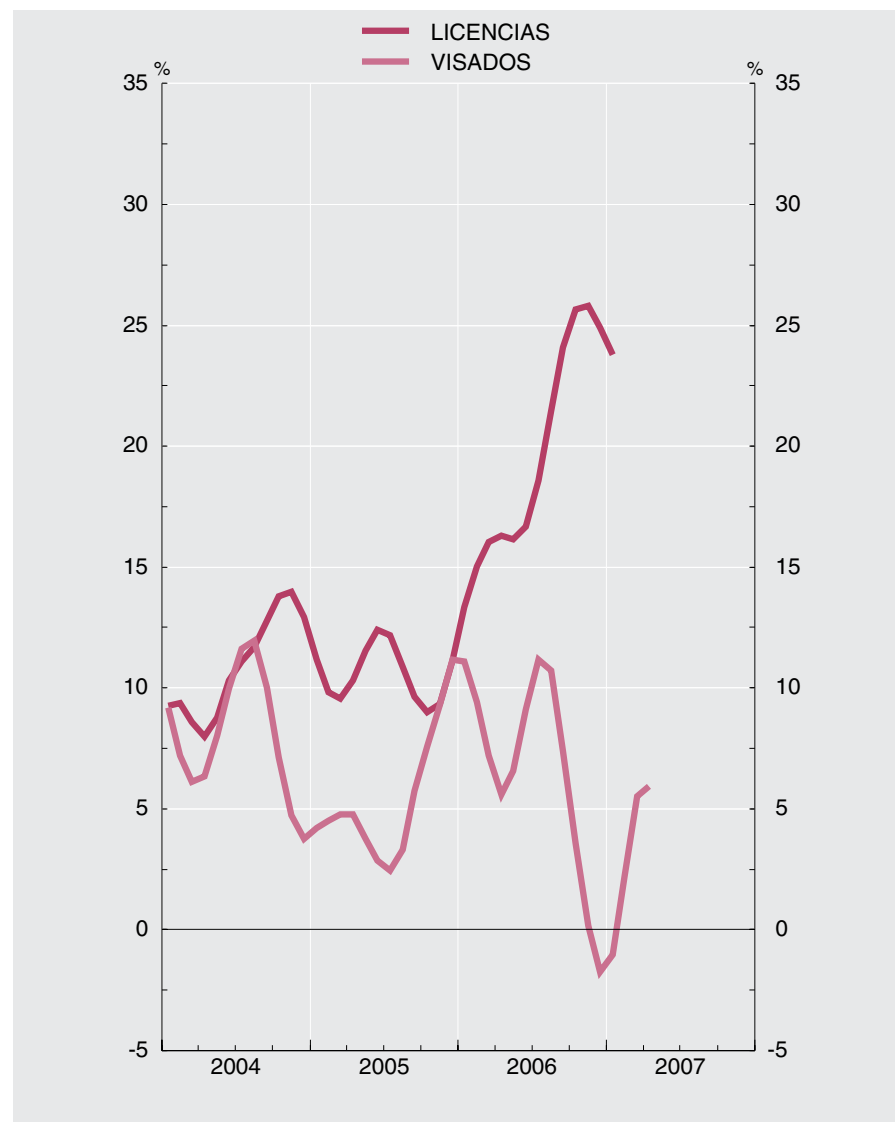
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

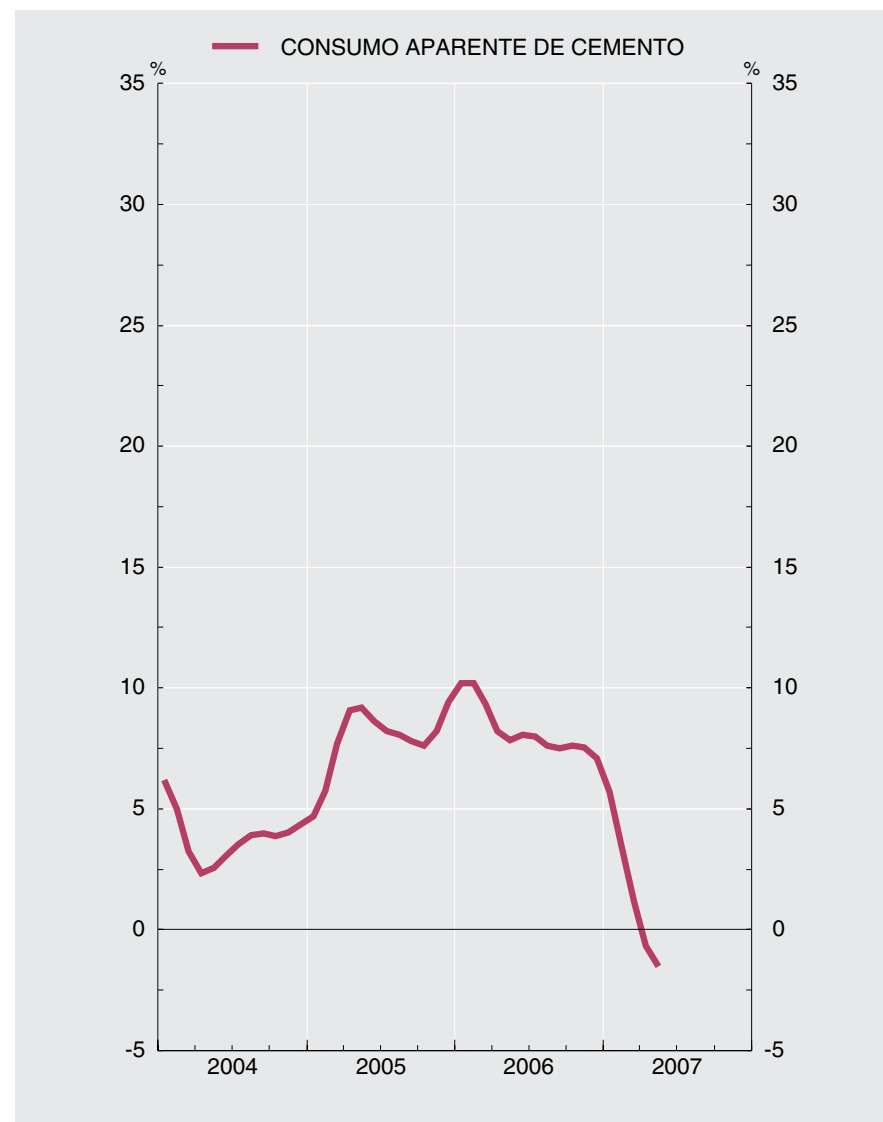
Tasas de variación interanual

	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	Residencial			Vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>04</b>	12,8	13,7	14,5	8,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,9
<b>05</b>	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
<b>06</b>	P 22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,9	61,8	57,3	15,9	33,3	8,5
<b>06 E-M</b>	P 19,1	14,9	15,1	41,8	7,3	8,3	28,6	28,6	47,8	110,4	149,7	28,7	21,0	9,7
<b>07 E-M</b>	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,7
<b>06 Feb</b>	P 14,4	16,6	15,9	3,6	5,7	4,6	8,6	14,9	16,9	132,3	156,4	-5,3	4,1	12,9
<b>Mar</b>	P 26,8	21,3	21,5	58,4	15,5	18,3	15,2	15,0	26,2	62,8	279,8	11,3	9,9	22,0
<b>Abr</b>	P 12,6	2,8	5,1	61,8	-16,0	-13,8	25,9	17,8	38,7	-28,8	6,2	58,9	20,2	-8,9
<b>May</b>	P 16,1	8,1	7,3	63,0	11,2	15,3	68,9	28,6	46,5	203,4	144,8	15,9	78,7	9,9
<b>Jun</b>	P 1,6	4,6	3,9	-11,9	12,3	15,2	11,0	25,3	4,8	54,5	5,8	-3,4	14,8	10,8
<b>Jul</b>	P 9,9	10,2	10,3	8,7	13,5	20,6	0,7	21,3	-13,2	-47,7	4,5	7,3	8,7	9,4
<b>Ago</b>	P 28,3	22,5	24,4	65,7	34,1	36,8	31,1	22,9	44,2	18,5	44,5	58,2	26,9	6,3
<b>Sep</b>	P 28,7	30,4	31,0	19,5	83,9	93,7	25,3	23,1	70,1	184,8	179,7	41,0	10,9	1,7
<b>Oct</b>	P 46,3	42,5	42,7	67,5	18,3	20,1	58,0	26,7	37,2	164,2	32,5	10,1	66,7	13,1
<b>Nov</b>	P 36,1	31,4	32,0	63,0	-7,6	-8,5	45,1	28,3	-12,3	-19,5	-27,1	-10,4	100,2	7,1
<b>Dic</b>	P 20,6	23,0	23,7	9,9	-14,6	-16,4	61,3	31,3	26,0	120,4	21,3	-5,3	76,2	4,9
<b>07 Ene</b>	P 24,7	27,9	26,4	8,5	-1,4	-2,7	5,0	5,0	-17,0	-68,4	-16,2	33,2	15,8	13,4
<b>Feb</b>	P ...	...	...	...	-5,4	-5,3	56,5	21,3	95,4	2,6	22,5	139,1	32,3	2,3
<b>Mar</b>	P ...	...	...	...	23,8	27,8	3,1	14,1	10,0	-20,1	-23,9	27,9	-0,8	-2,1
<b>Abr</b>	P ...	...	...	...	8,4	5,7	-11,0	7,3	-20,6	100,5	44,5	-36,8	-6,1	0,0
<b>May</b>	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-2,6

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



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



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

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

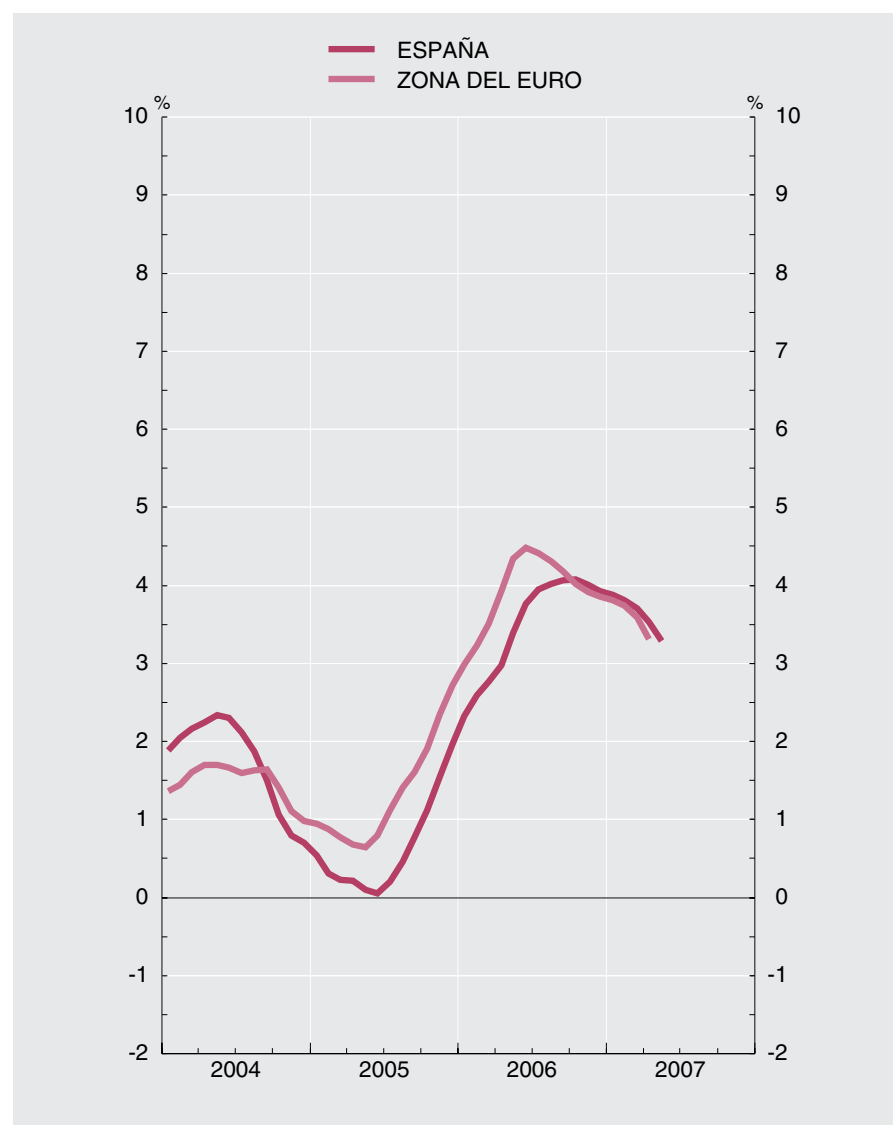
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

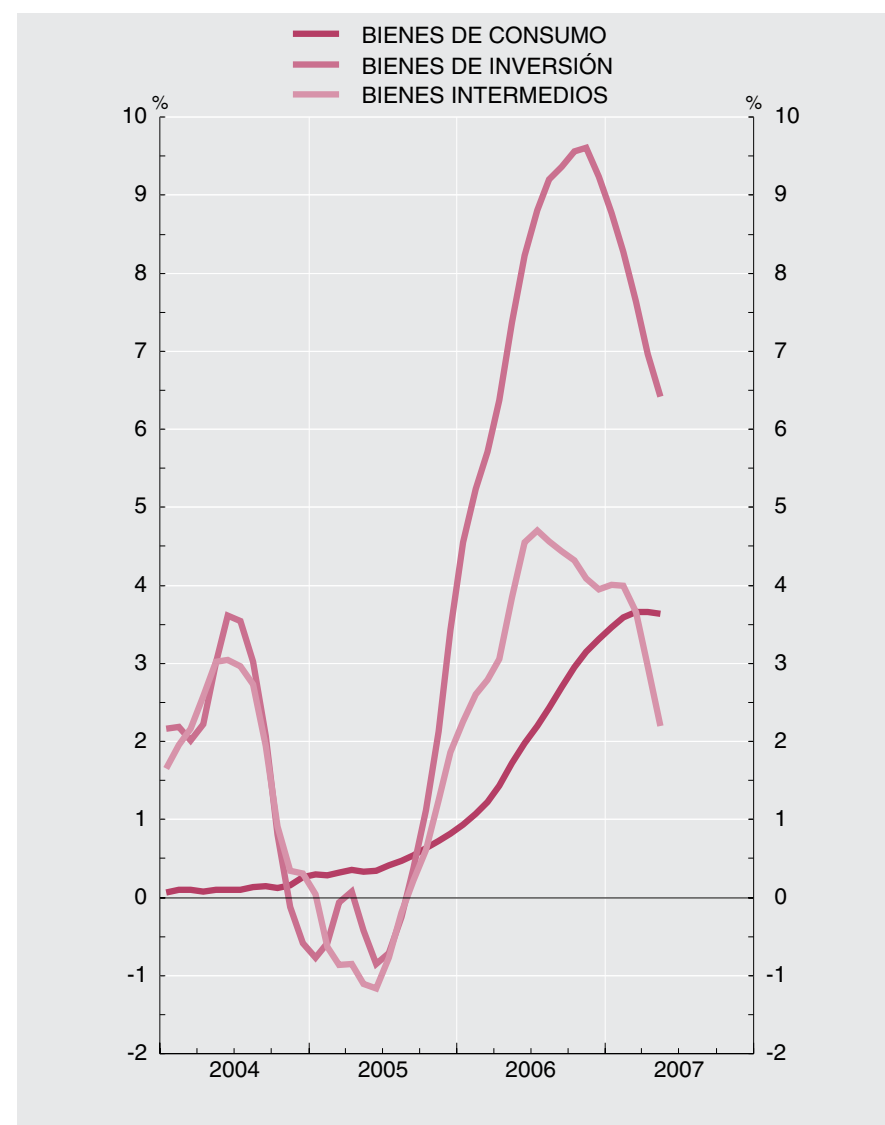
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	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
<b>04</b>	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,1	2,2	0,5	3,4	2,4
<b>05</b>	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,9
<b>06</b>	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,3	2,4	5,9	4,9
<b>06 E-M</b>	MP	106,7	3,4	1,7	7,3	3,3	2,1	4,9	3,6	1,2	3,7	3,7	2,3	5,5	3,8
<b>07 E-M</b>	MP	111,3	4,3	4,7	7,7	4,1	-0,7	-3,7	4,9	0,1	3,2	4,6	2,7	6,1	5,0
<b>06 Feb</b>	P	102,8	2,7	1,7	4,6	2,6	2,9	7,3	2,9	1,4	3,1	3,2	2,8	5,9	1,8
<b>Mar</b>	P	116,5	11,0	9,0	18,1	11,7	3,6	16,7	12,1	0,8	4,3	5,2	2,9	5,7	4,7
<b>Abr</b>	P	96,7	-9,8	-12,5	-10,0	-9,8	-3,6	-4,8	-10,5	-5,1	2,0	1,1	0,2	2,9	2,7
<b>May</b>	P	115,6	8,1	7,6	13,2	7,4	3,2	4,5	8,7	3,7	5,9	6,7	4,8	8,6	7,1
<b>Jun</b>	P	115,8	5,2	2,6	8,7	6,2	3,0	1,2	5,6	2,7	5,0	5,4	3,0	5,7	7,3
<b>Jul</b>	P	110,8	4,2	1,2	7,1	5,1	4,1	-7,3	3,9	7,2	3,6	3,9	1,5	4,4	5,2
<b>Ago</b>	P	79,8	5,0	2,0	14,0	5,2	3,3	-1,5	5,4	3,8	5,6	6,1	2,3	7,8	7,9
<b>Sep</b>	P	109,1	1,1	-0,5	3,4	1,5	0,1	-2,8	1,0	2,6	3,5	3,8	1,5	5,4	4,6
<b>Oct</b>	P	112,3	7,3	7,5	12,2	7,1	0,4	11,6	7,8	2,0	4,1	4,7	3,1	6,0	5,4
<b>Nov</b>	P	115,1	4,1	4,0	12,6	3,9	-6,8	1,0	5,5	-6,7	3,0	3,9	2,5	6,4	3,4
<b>Dic</b>	P	97,4	0,6	-0,8	6,6	0,5	-3,1	3,8	1,2	-3,0	4,8	6,0	3,8	7,8	7,2
<b>07 Ene</b>	P	109,6	7,5	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,2	5,4	3,7	7,2	5,4
<b>Feb</b>	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	3,8	5,8	2,5	7,5	7,1
<b>Mar</b>	P	119,0	2,1	2,9	4,1	3,0	-4,2	-8,4	2,9	-2,0	4,0	5,6	3,8	6,8	6,4
<b>Abr</b>	P	102,8	6,3	6,1	8,4	5,0	7,8	0,5	6,1	9,0	2,7	3,7	2,3	5,4	3,6
<b>May</b>	P	118,4	2,4	3,0	3,9	0,9	3,8	-1,2	2,4	3,0	2,2	2,5	1,2	4,0	2,5

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

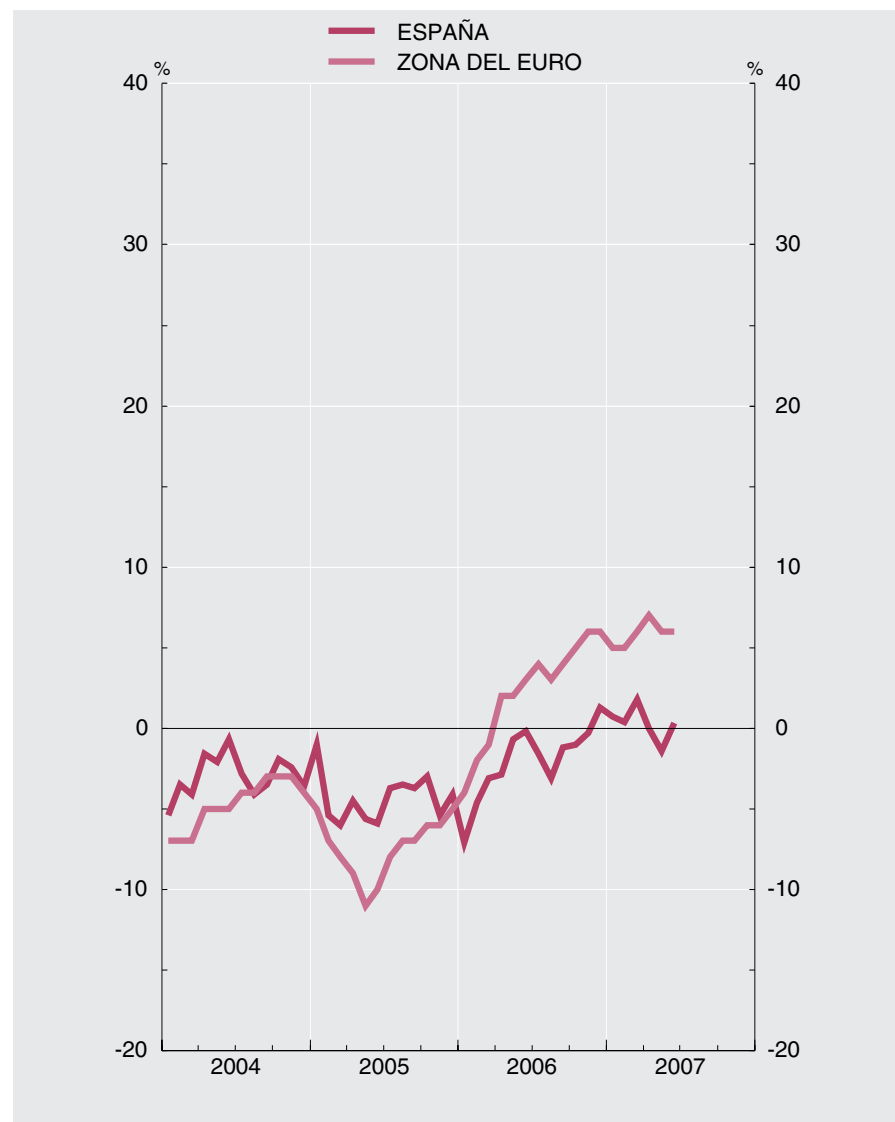
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	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
<b>04</b>	M	-3	4	10	-8	-17	11	-4	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-12
<b>05</b>	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
<b>06</b>	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-	0
<b>06 E-J</b>	M	-3	3	6	-3	-13	12	-4	-0	-4	-1	16	28	25	35	15	-	-5	-2
<b>07 E-J</b>	M	0	8	7	4	-7	10	-2	5	-0	-1	16	23	17	33	22	6	8	1
<b>06</b>	Mar	-3	2	6	-2	-13	14	-3	-1	-5	-1	20	15	31	19	21	-1	-6	-2
	Abr	-3	7	4	-3	-12	10	-4	1	-4	-2	15	49	19	41	-1	2	-1	-2
	May	-1	2	9	1	-8	12	-5	5	-1	-2	14	31	18	47	25	2	-2	-2
	Jun	-0	10	9	1	-7	11	-2	1	0	-2	19	51	22	34	9	3	2	-1
	Jul	-2	11	8	-2	-9	11	-2	-1	-1	-2	26	39	37	22	16	4	3	2
	Ago	-3	12	3	-	-9	12	-5	-6	-0	0	3	38	-1	7	3	3	3	2
	Sep	-1	9	10	-1	-11	13	-1	3	-3	-1	15	51	21	21	5	4	4	4
	Oct	-1	10	7	1	-9	11	-5	6	-2	-3	7	10	13	12	3	5	5	3
	Nov	-0	10	8	3	-10	12	-0	2	-1	-1	14	13	18	2	30	6	6	3
	Dic	1	12	7	6	-9	9	-1	6	1	-2	17	9	32	7	38	6	8	2
<b>07</b>	Ene	1	3	8	6	-10	12	2	2	0	-1	10	19	9	28	8	5	6	1
	Feb	0	5	8	4	-7	11	-1	4	0	-1	12	15	14	18	24	5	7	-
	Mar	2	7	8	5	-8	8	-3	8	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-
	Abr	-	9	4	5	-5	9	-3	3	1	-2	21	27	24	27	20	7	9	1
	May	-1	9	6	1	-7	11	-3	5	-3	-0	17	39	19	26	17	6	8	-
	Jun	0	14	9	1	-3	9	-2	7	-2	2	22	34	28	48	16	6	7	1

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

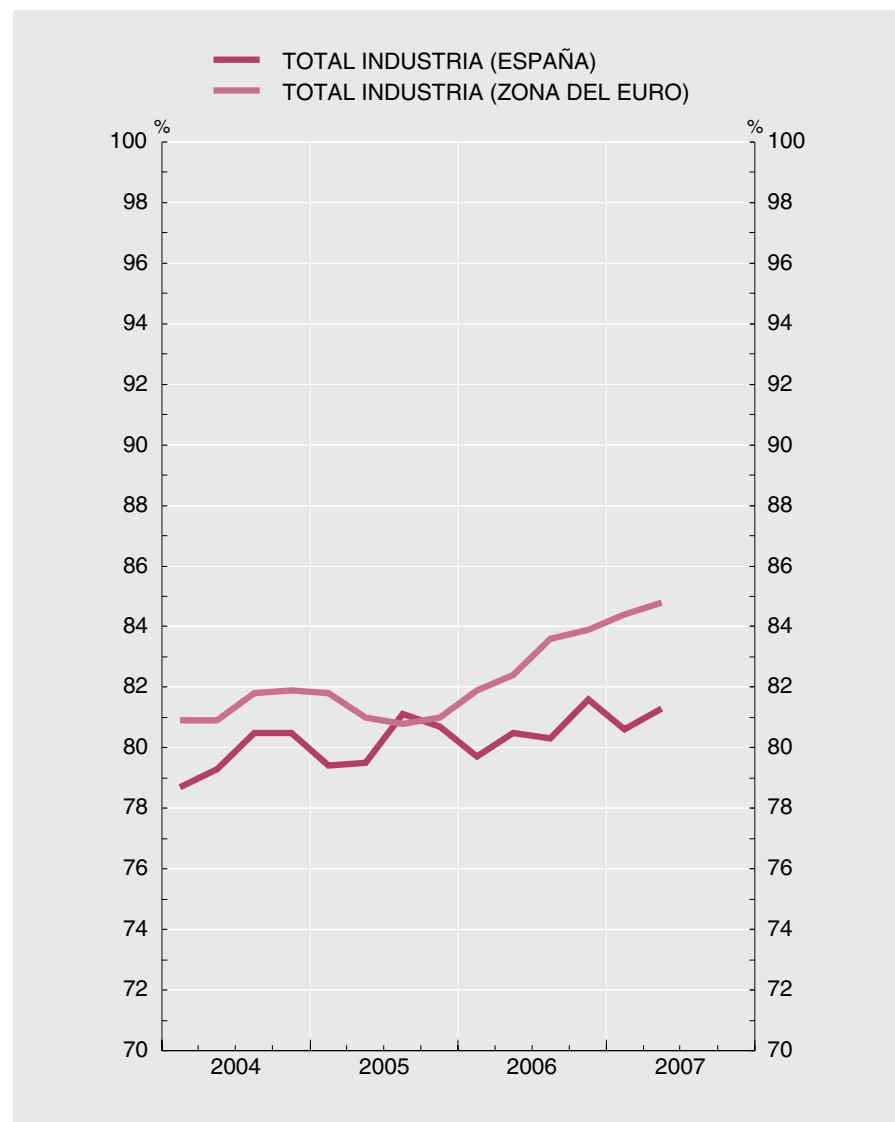
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

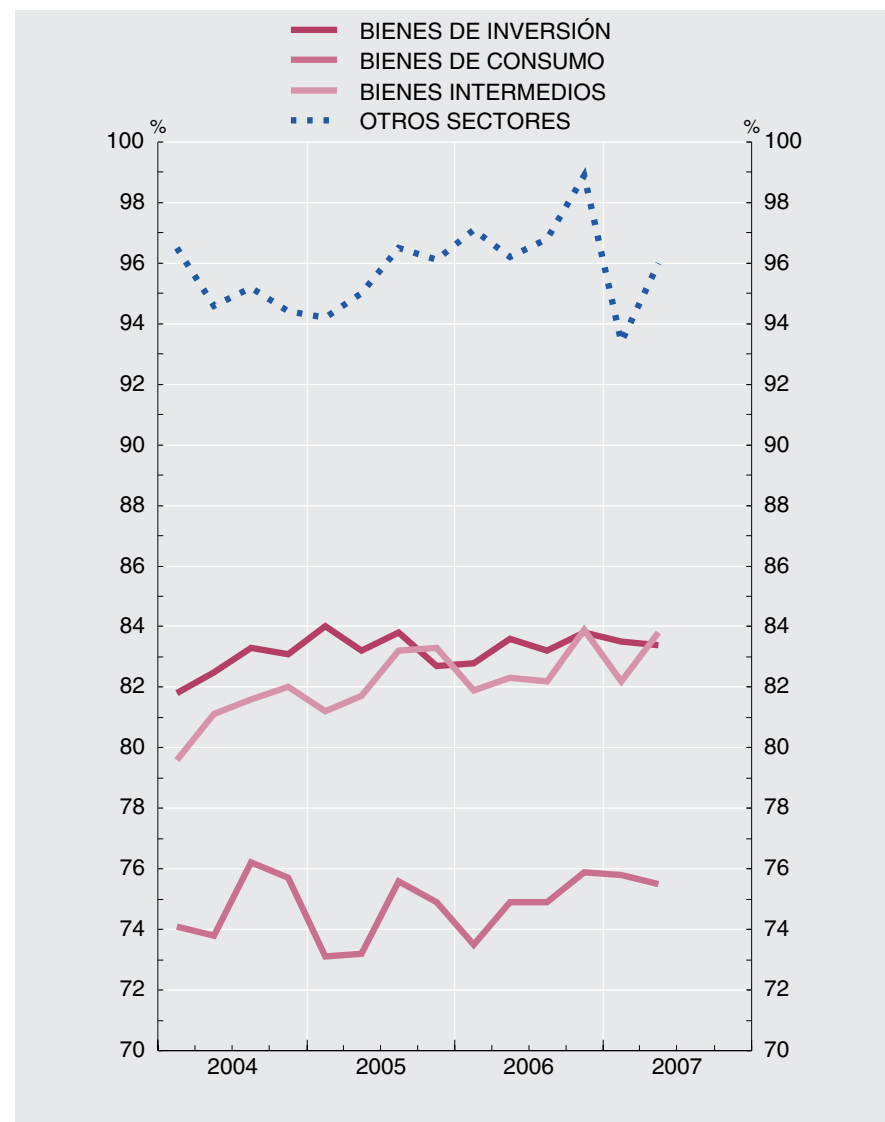
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>04</b>	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,4
<b>05</b>	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
<b>06</b>	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
<b>06 I-II</b>	80,1	81,4	7	74,2	76,7	6	83,2	83,4	10	82,1	83,2	7	96,7	97,0	-	82,2
<b>07 I-II</b>	81,0	82,3	3	75,7	77,7	5	83,5	83,9	1	83,0	84,3	2	94,7	95,6	-	84,6
<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	81,9
<b>05 I</b>	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	81,8
<b>II</b>	79,5	81,7	5	73,2	76,3	6	83,2	85,1	3	81,7	83,4	5	95,0	96,6	-	81,0
<b>III</b>	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,8
<b>IV</b>	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
<b>06 I</b>	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
<b>II</b>	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
<b>III</b>	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
<b>IV</b>	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
<b>07 I</b>	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,4
<b>II</b>	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,8

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

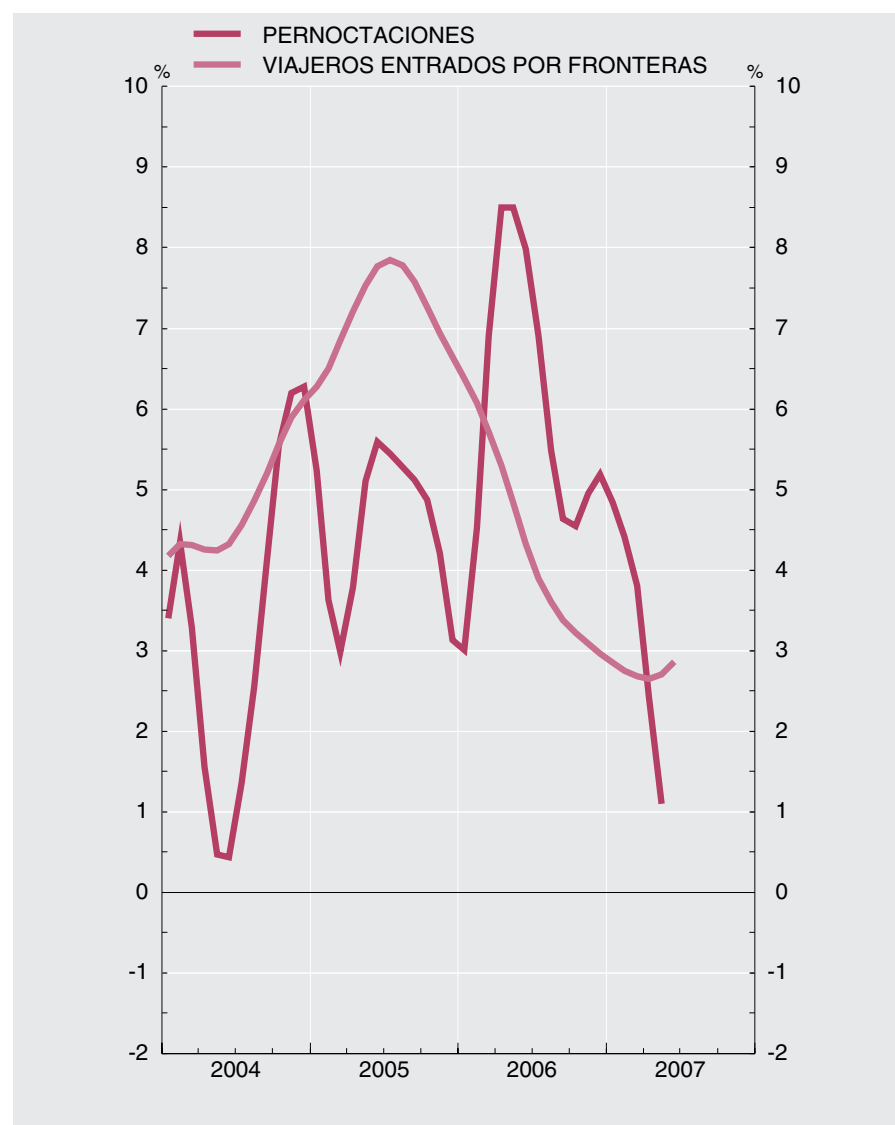
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

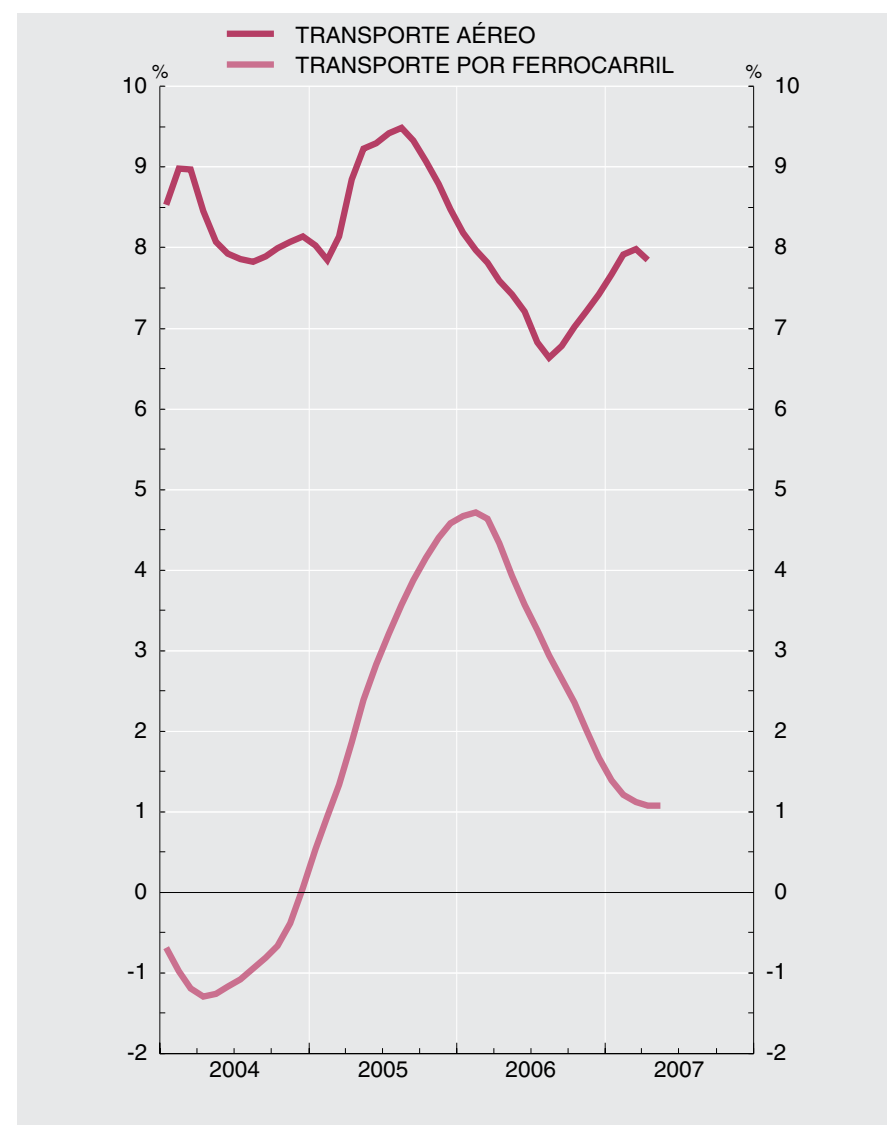
Tasas de variación interanual

	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	
<b>04</b>	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
<b>05</b>	5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5
<b>06</b>	P 5,8	6,0	6,2	6,5	3,9	4,5	3,0	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	1,3	2,0	-3,1
<b>06 E-J</b>	P 7,5	9,1	7,7	9,2	6,0	6,2	5,6	8,0	8,0	8,0	-7,9	6,3	4,3	1,5	0,5
<b>07 E-J</b>	P ...	...	...	...	2,4	2,1	3,0	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>06 Mar</b>	P 1,0	6,0	-0,9	6,0	0,9	0,1	2,0	3,1	6,9	-0,0	-5,4	-20,2	7,9	4,6	8,2
<b>Abr</b>	P 21,5	19,4	24,6	18,1	16,0	18,4	12,6	15,1	9,5	19,6	-16,2	37,8	4,3	-6,5	-22,1
<b>May</b>	P 4,5	8,4	5,7	8,9	7,3	7,2	7,5	6,9	5,4	8,0	-6,3	-2,4	5,2	1,7	7,9
<b>Jun</b>	P 7,4	11,3	10,3	13,5	0,7	5,3	-7,7	9,0	7,3	10,1	-6,8	14,1	-0,4	0,4	-0,2
<b>Jul</b>	P 4,5	4,9	7,9	9,3	-0,4	3,0	-6,7	4,0	1,7	5,5	-2,8	11,9	3,9	5,0	1,9
<b>Ago</b>	P 4,5	4,8	4,4	4,7	2,9	3,3	2,3	3,9	2,5	4,8	-2,5	9,5	3,5	2,0	6,2
<b>Sep</b>	P 3,4	2,6	2,8	2,6	3,2	4,9	0,1	6,0	4,3	7,2	-3,3	10,6	4,4	0,5	-12,3
<b>Oct</b>	P 4,8	2,8	3,9	1,3	2,9	3,6	1,6	6,4	8,7	4,8	-3,9	15,0	10,5	5,8	-13,6
<b>Nov</b>	P 4,8	2,7	5,5	4,0	3,4	1,4	6,0	6,6	8,3	5,0	2,4	7,7	-40,0	1,9	-7,5
<b>Dic</b>	P 5,4	1,7	7,0	4,6	4,1	1,8	6,7	9,2	10,2	8,3	3,2	29,8	8,1	-0,1	-10,0
<b>07 Ene</b>	P 5,1	8,3	3,4	4,9	3,9	4,0	3,8	6,7	6,2	7,2	5,6	5,3	0,3	-0,0	-2,0
<b>Feb</b>	P 3,8	7,4	3,2	5,4	1,3	4,4	-2,6	9,1	8,9	9,4	6,5	5,6	6,9	-2,0	-3,7
<b>Mar</b>	P 7,5	8,6	6,9	7,9	6,6	6,9	6,1	12,0	10,7	13,2	1,3	17,3	1,7	5,6	4,0
<b>Abr</b>	P 1,8	1,7	2,9	2,0	-0,8	-3,5	3,5	6,1	7,6	5,0	4,2	-0,8	4,3	0,9	8,5
<b>May</b>	P 0,7	-0,6	-0,7	-1,0	-3,0	-1,4	-6,0	...	...	...	...	...	...	-0,7	...
<b>Jun</b>	P ...	...	...	...	7,9	4,8	14,3	...	...	...	...	...	...	...	...

**TURISMO**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



**TRANSPORTE**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

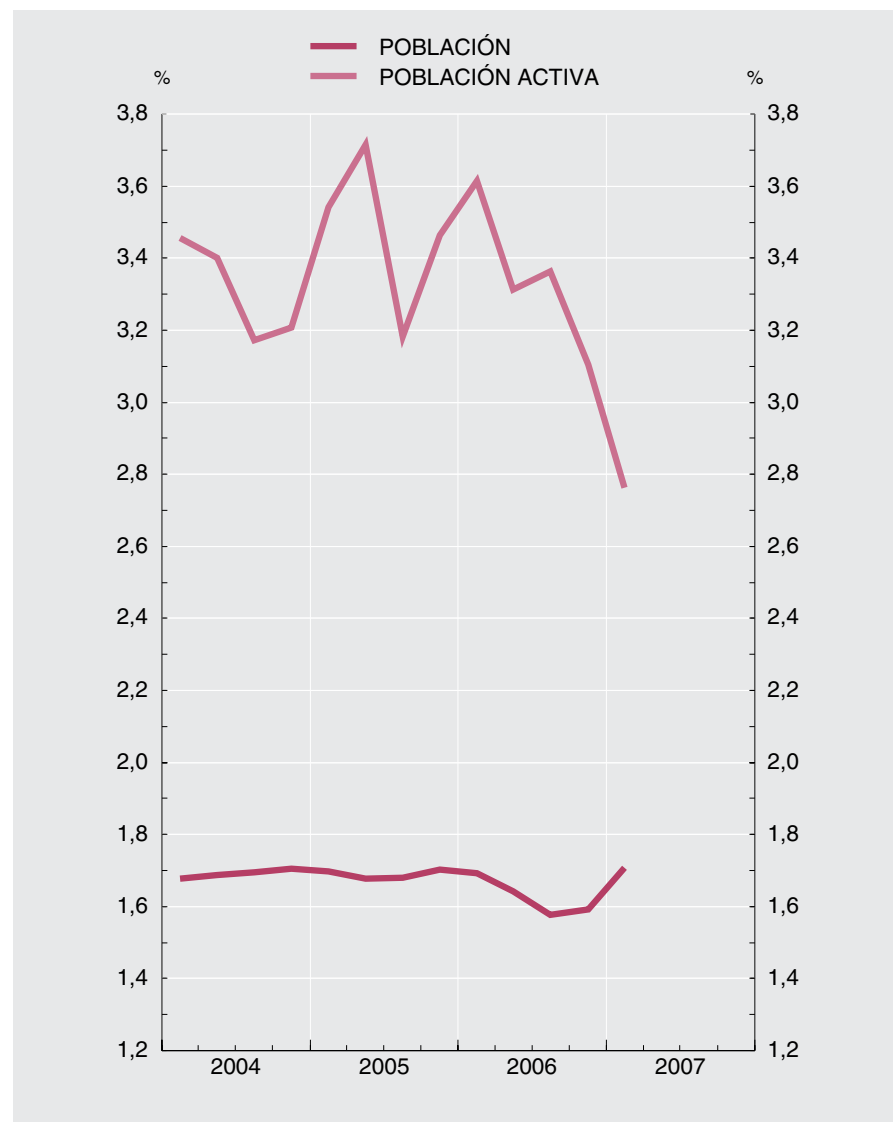
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

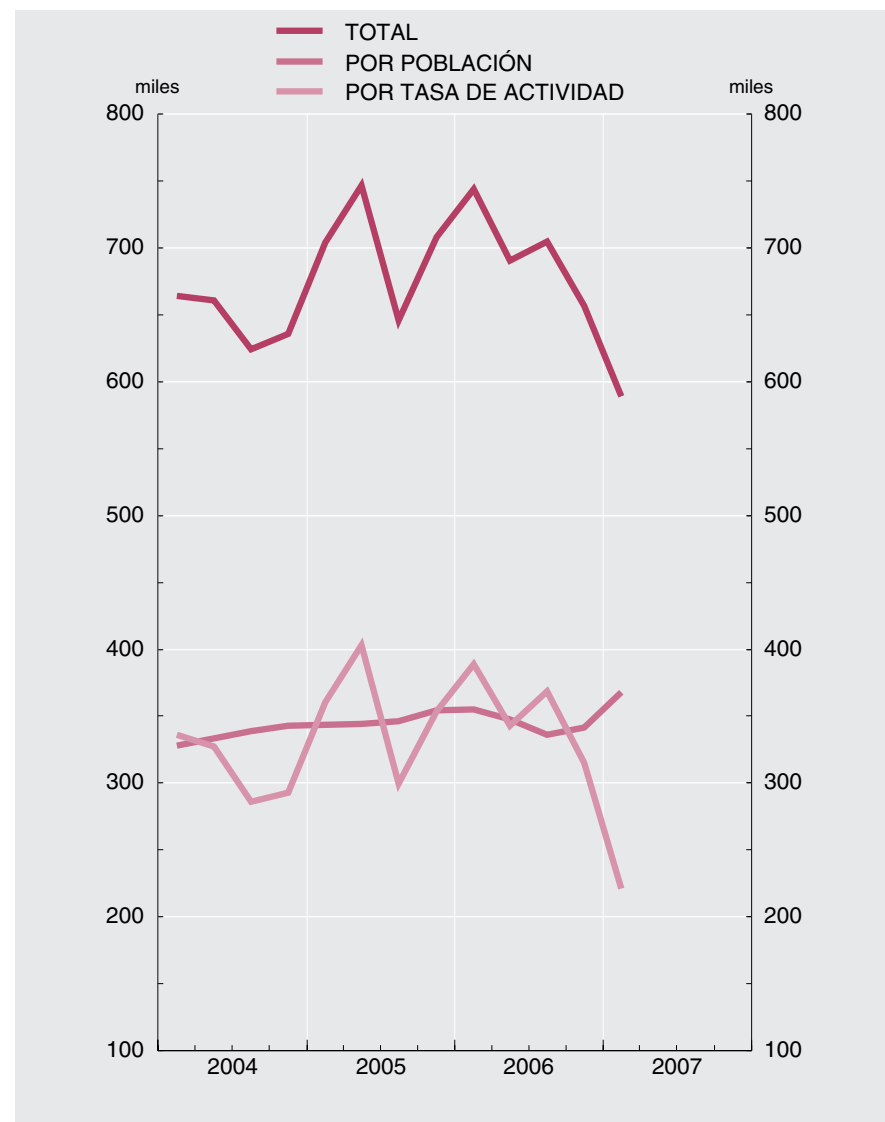
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>04</b>	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3	
<b>05</b>	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5	
<b>06</b>	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3	
<b>06 I-I</b>	M	36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6	
<b>07 I-I</b>	M	37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8	
<b>04 III</b>		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2	
<b>IV</b>		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2	
<b>05 I</b>		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5	
<b>II</b>		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7	
<b>III</b>		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2	
<b>IV</b>		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5	
<b>06 I</b>		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6	
<b>II</b>		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3	
<b>III</b>		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4	
<b>IV</b>		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1	
<b>07 I</b>		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8	

#### ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



#### POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

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

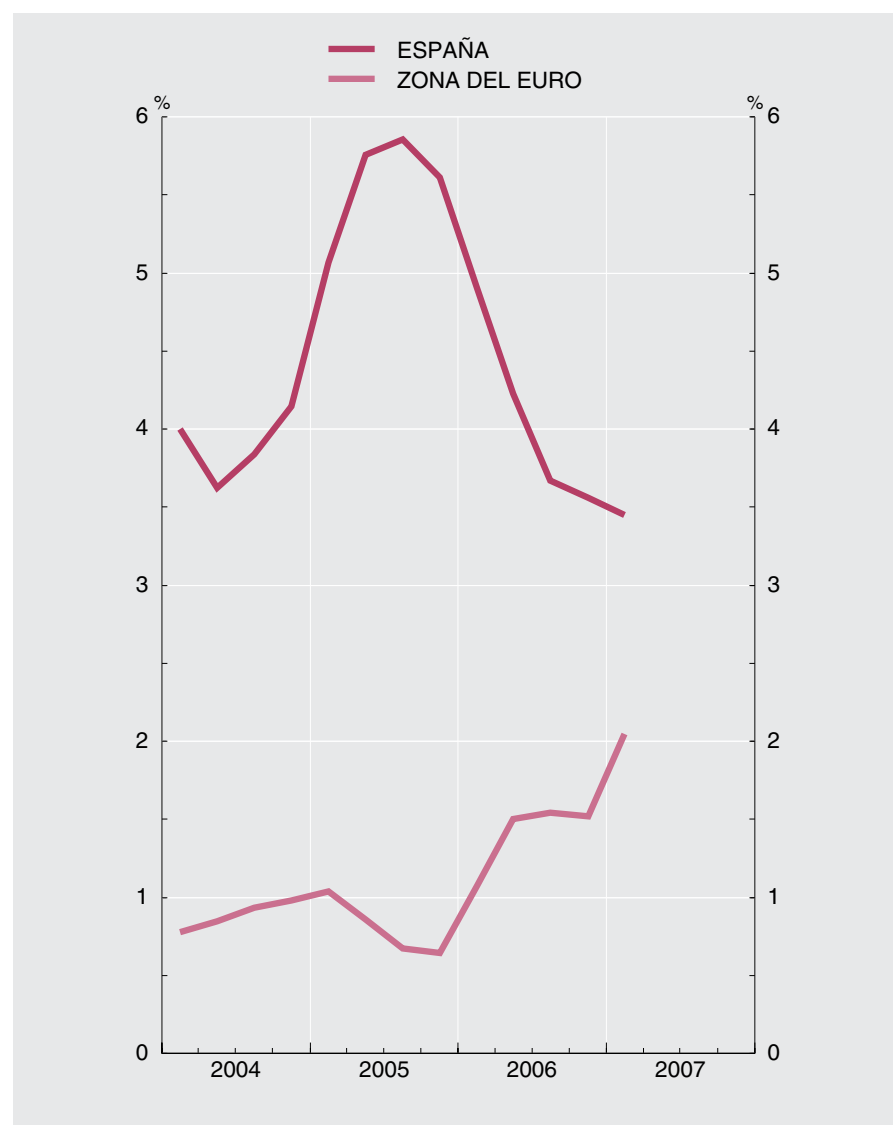
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

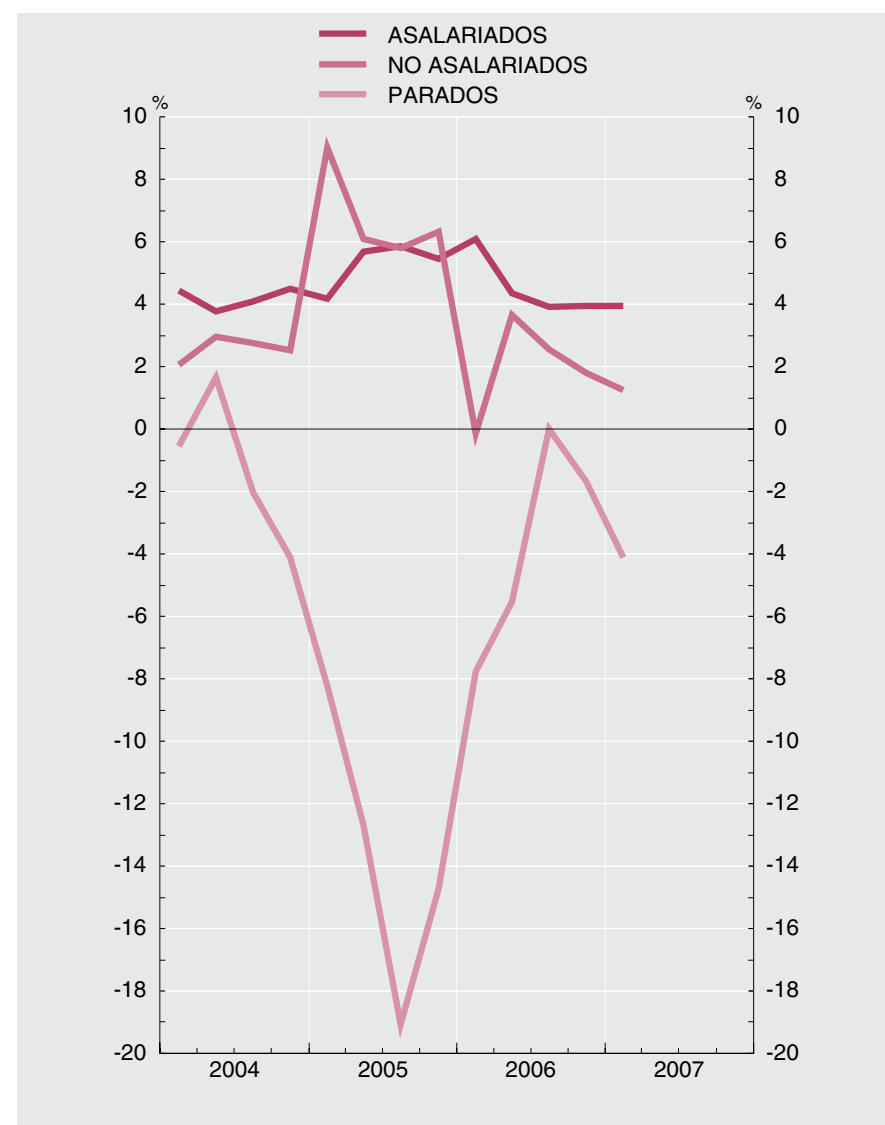
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9						
<b>04</b>	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,9	8,83
<b>05</b>	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,8	8,58
<b>06</b>	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,4	7,88
<b>06 I-I</b>	M	19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,1	8,23
<b>07 I-I</b>	M	20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	2,0	7,27
<b>04 III</b>		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,9	8,83
<b>IV</b>		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	1,0	8,76
<b>05 I</b>		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	1,0	8,79
<b>II</b>		18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,9	8,70
<b>III</b>		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,7	8,44
<b>IV</b>		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,6	8,38
<b>06 I</b>		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,1	8,23
<b>II</b>		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,5	7,92
<b>III</b>		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,5	7,77
<b>IV</b>		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,5	7,59
<b>07 I</b>		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	2,0	7,27

**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).

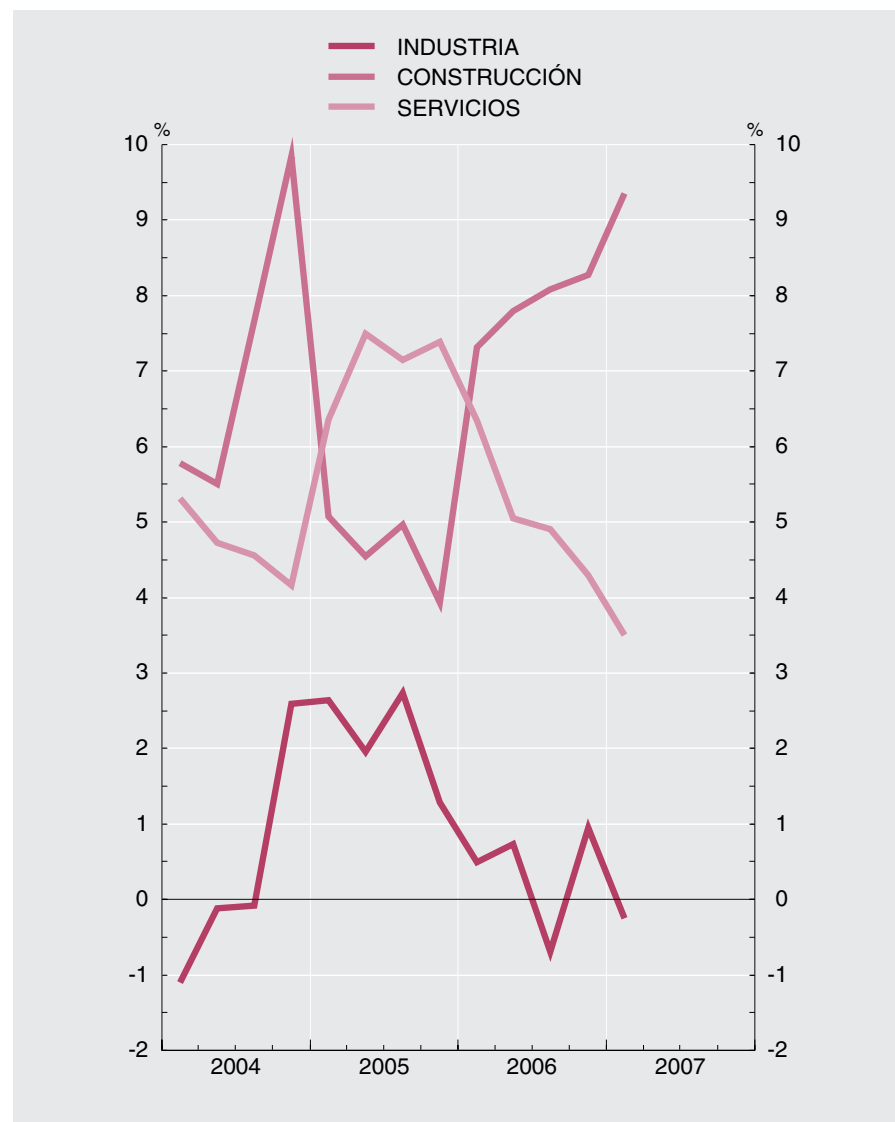
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

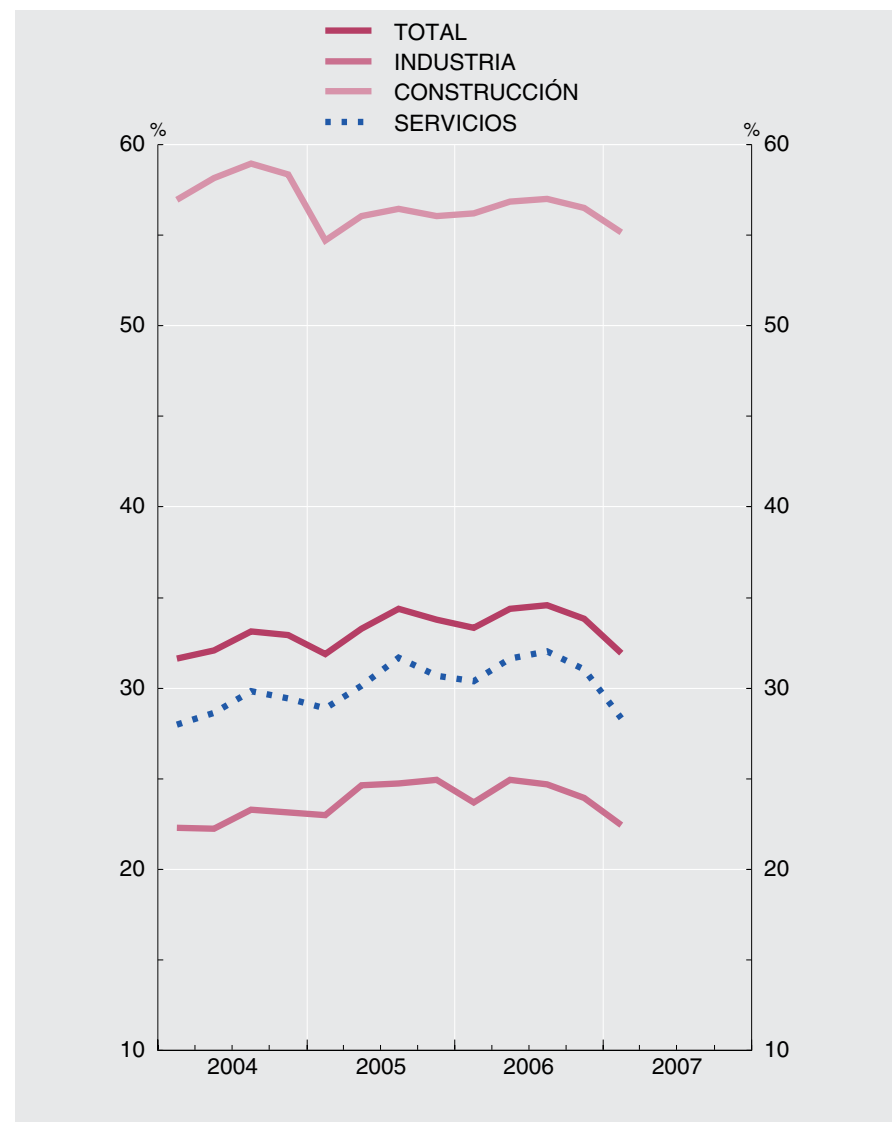
Tasas de variación interanual y porcentajes

		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
<b>04</b>	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
<b>05</b>	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	...	...
<b>06</b>	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6	...	...
<b>06 I-I</b>	M	4,9	6,1	4,6	-3,2	8,1	-0,6	0,5	0,7	3,2	7,3	8,2	2,7	6,3	7,2	5,3	5,4	...	...
<b>07 I-I</b>	M	3,4	3,9	-4,1	0,5	7,3	3,2	-0,3	-0,3	-5,3	9,4	10,0	-1,9	3,5	3,8	-6,7	3,6	...	...
<b>04 III</b>		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
<b>IV</b>		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
<b>05 I</b>		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	...	...
<b>II</b>		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	...	...
<b>III</b>		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	...	...
<b>IV</b>		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	...	...
<b>06 I</b>		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4	...	...
<b>II</b>		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6	...	...
<b>III</b>		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3	...	...
<b>IV</b>		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2	...	...
<b>07 I</b>		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6	...	...

**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).

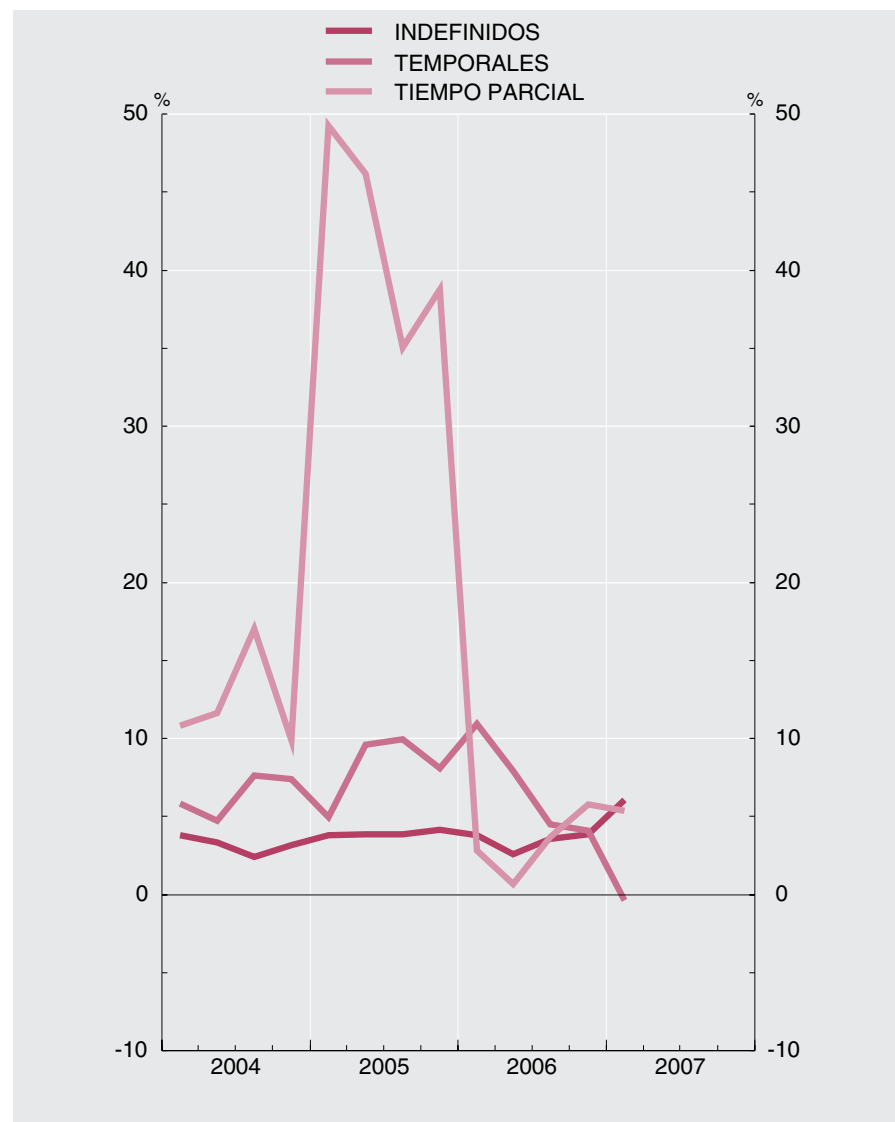
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

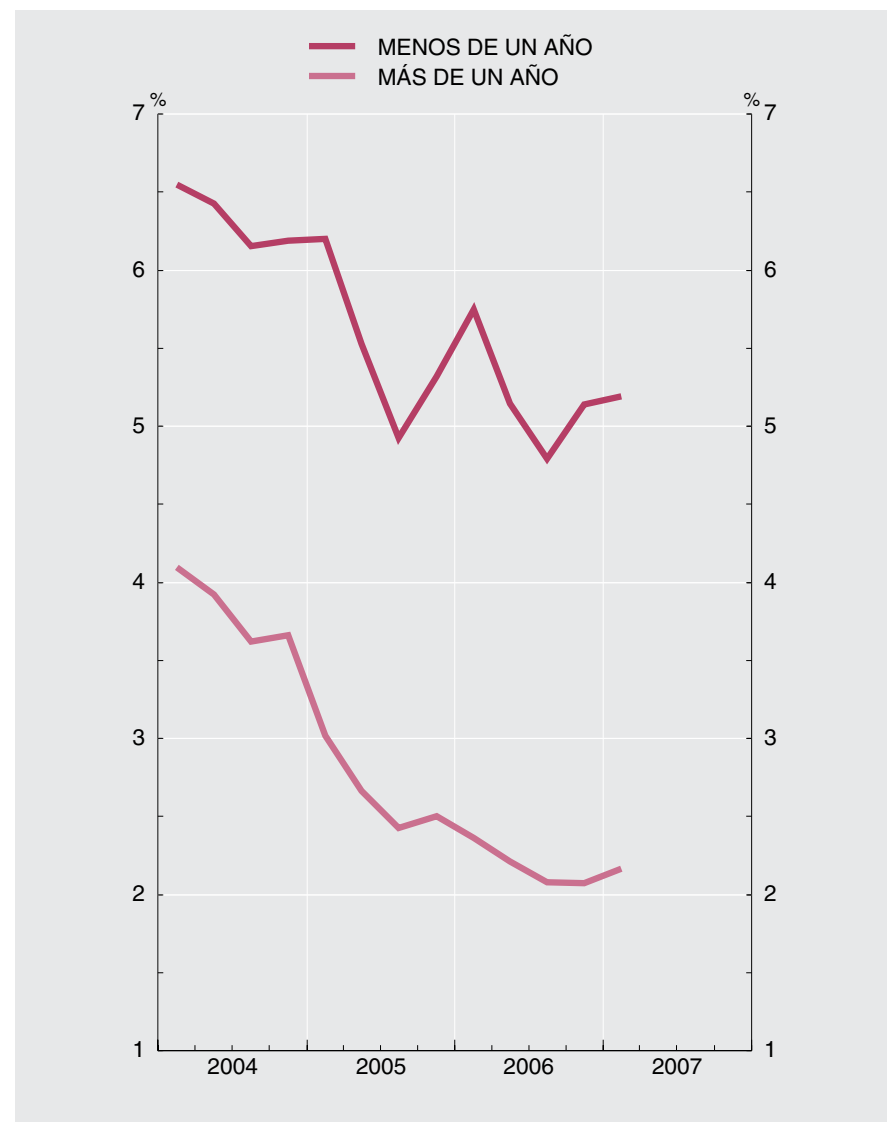
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
<b>04</b>	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
<b>05</b>	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
<b>06</b>	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
<b>06 I-I</b>	M	390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
<b>07 I-I</b>	M	645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...
<b>04 III</b>		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
<b>IV</b>		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
<b>05 I</b>		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
<b>II</b>		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
<b>III</b>		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
<b>IV</b>		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
<b>06 I</b>		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
<b>II</b>		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
<b>III</b>		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
<b>IV</b>		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...
<b>07 I</b>		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...

**ASALARIADOS**  
Tasas de variación interanual



**PARADOS**  
Tasa de paro



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

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

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

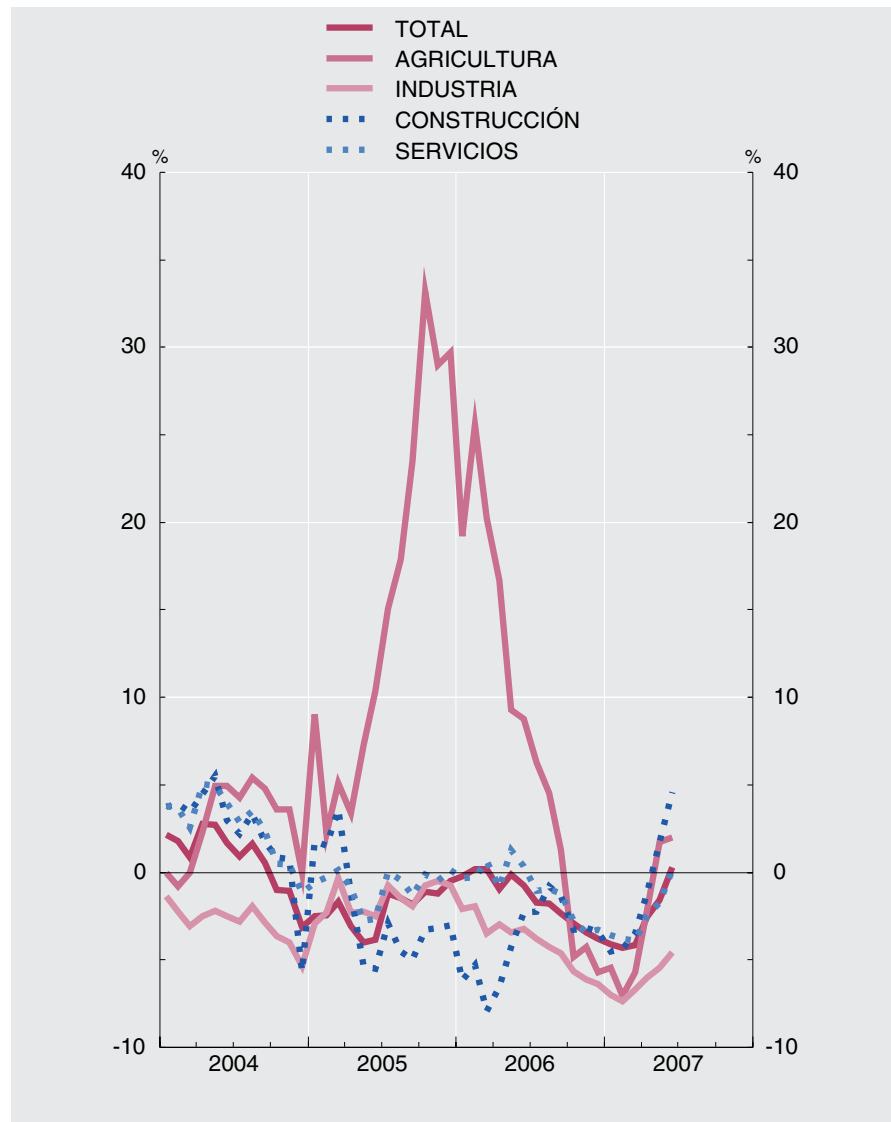
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

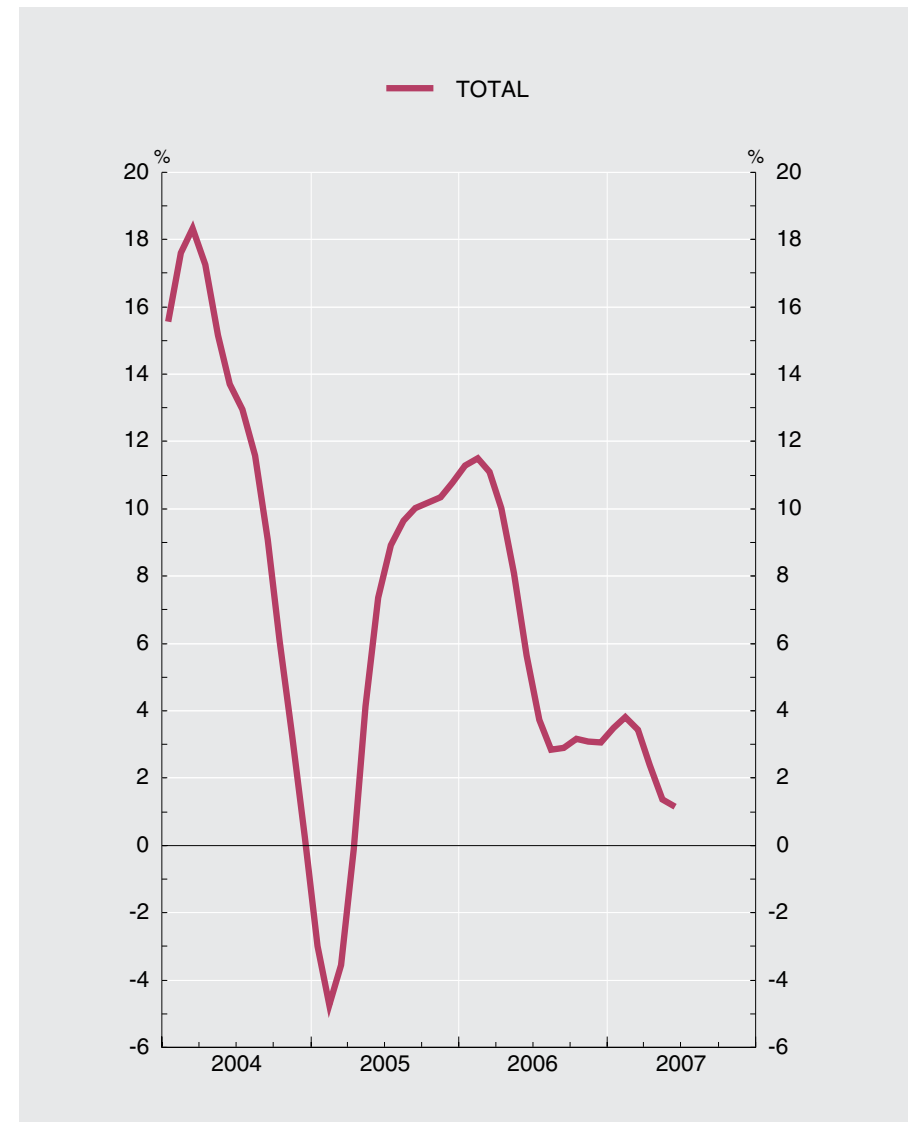
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos			Colocaciones			
		Total		Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 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	No agrícola										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
06	E-J	M	2 088	-6	-0,3	2,2	-0,6	16,5	-1,1	-2,8	-5,5	1 499	10,4	10,75	22,27	89,25	1 447	10,0
07	E-J	M	2 030	-58	-2,8	-0,7	-3,1	-2,9	-3,1	-6,2	-1,4	1 537	2,5	12,58	22,55	87,42	1 483	2,5
06	May	2 005	-3	-0,1	-1,6	0,0	9,3	-0,3	-3,5	-4,3	1,3	1 638	14,5	10,19	22,60	89,81	1 595	16,0
	Jun	1 960	-15	-0,8	-4,3	-0,3	8,8	-0,6	-3,2	-2,3	0,3	1 656	5,7	9,21	22,94	90,79	1 591	2,0
	Jul	1 955	-34	-1,7	-4,4	-1,4	6,3	-1,7	-3,8	-2,3	-1,0	1 671	6,4	10,07	24,30	89,93	1 595	5,4
	Ago	1 984	-35	-1,8	-5,5	-1,3	4,5	-1,5	-4,3	-0,8	-0,9	1 323	1,9	10,58	22,17	89,42	1 252	-1,5
	Sep	1 966	-47	-2,3	-7,2	-1,7	1,3	-1,8	-4,6	-1,4	-1,2	1 675	3,5	11,98	24,92	88,02	1 629	1,0
	Oct	1 993	-60	-2,9	0,6	-3,4	-4,8	-3,3	-5,7	-3,3	-2,8	1 819	11,1	13,17	26,95	86,83	1 740	8,0
	Nov	2 023	-72	-3,5	-0,1	-3,9	-4,3	-3,9	-6,1	-3,2	-3,5	1 660	5,8	13,97	24,83	86,03	1 559	3,7
	Dic	2 023	-80	-3,8	-3,3	-3,9	-5,7	-3,8	-6,4	-3,4	-3,3	1 386	4,3	16,96	23,90	83,04	1 244	-4,0
07	Ene	2 083	-89	-4,1	-2,4	-4,3	-5,4	-4,3	-7,0	-4,5	-3,6	1 653	12,3	15,45	20,97	84,55	1 540	8,6
	Feb	2 075	-94	-4,3	-2,6	-4,5	-7,1	-4,4	-7,4	-4,4	-3,8	1 408	3,0	12,49	22,28	87,51	1 365	4,0
	Mar	2 059	-89	-4,1	-2,4	-4,4	-5,7	-4,3	-6,7	-3,5	-3,9	1 564	0,6	12,35	22,91	87,65	1 519	1,6
	Abr	2 023	-53	-2,5	0,3	-2,9	-2,2	-2,9	-6,0	-1,2	-2,5	1 386	6,3	12,19	22,84	87,81	1 360	7,1
	May	1 973	-31	-1,6	0,3	-1,8	1,8	-1,9	-5,4	1,8	-1,7	1 625	-0,7	11,71	22,90	88,29	1 587	-0,5
	Jun	1 966	6	0,3	3,0	-0,0	2,0	-0,1	-4,6	4,6	0,1	1 582	-4,4	11,27	23,39	88,73	1 529	-3,9

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

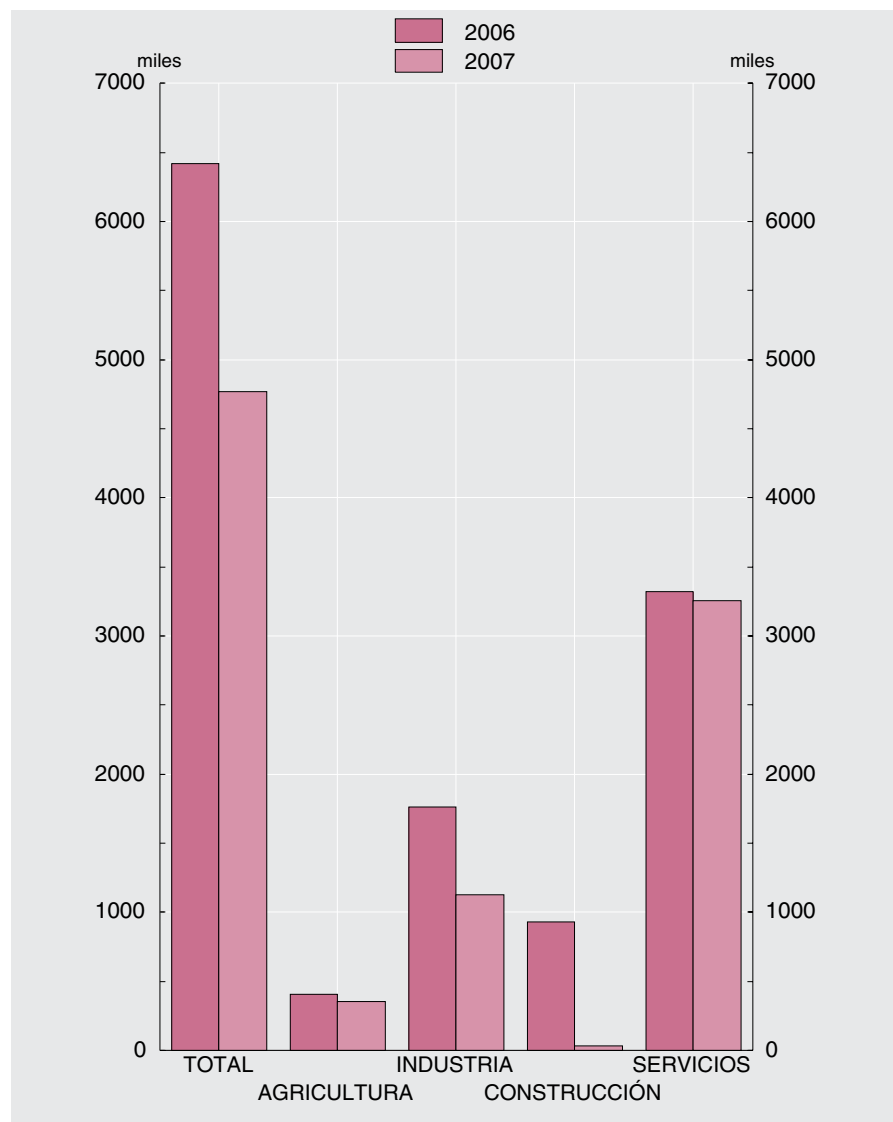
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

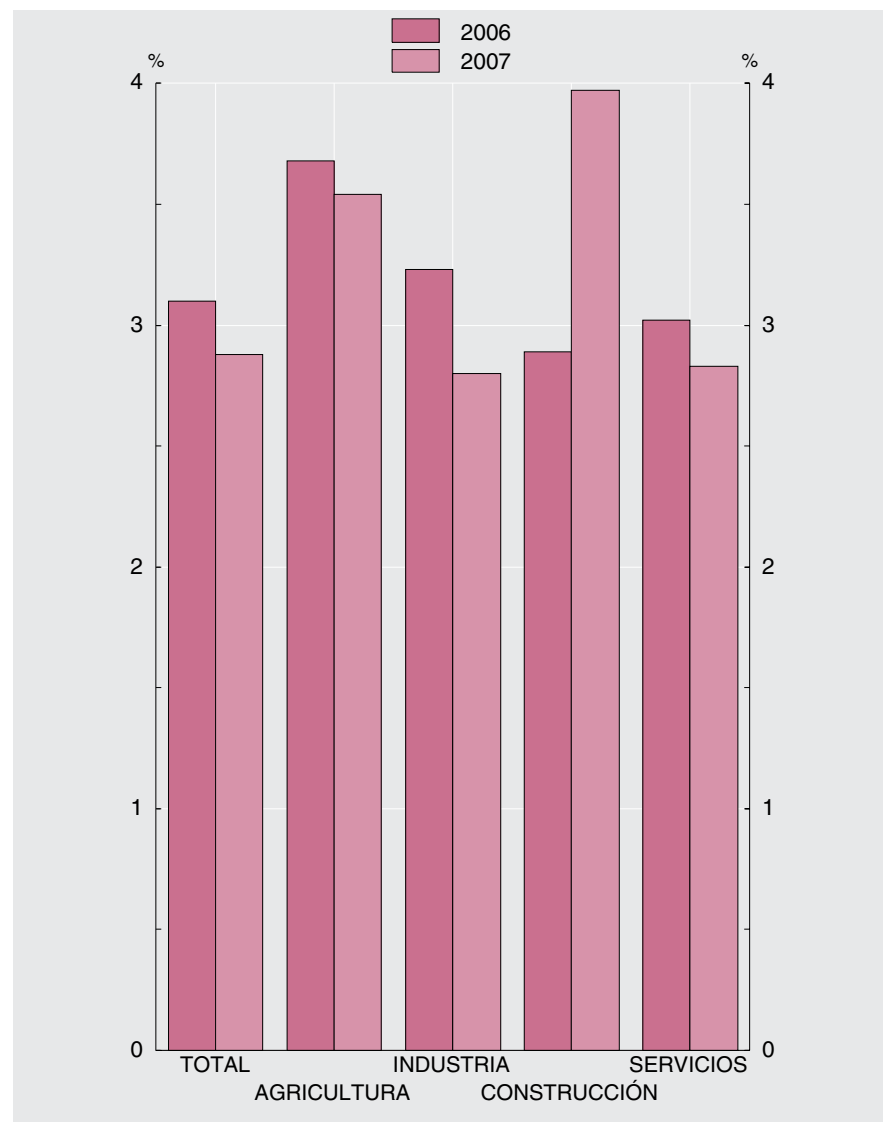
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por 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>04</b>	10 194	3,60	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
<b>05</b>	10 756	3,17	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>	10 008	3,26	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>05 Dic</b>	10 756	3,17	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06 Ene</b>	9 332	3,22	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
<i>Feb</i>	9 364	3,22	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
<i>Mar</i>	9 416	3,22	5 158	69	5 227	465	402	1 653	501	2 672	3,07	3,22	3,07	3,68	3,21	2,92	2,93
<i>Abr</i>	9 719	3,24	5 792	580	6 372	1 378	405	1 753	921	3 293	3,11	3,00	3,10	3,68	3,22	2,90	3,02
<i>May</i>	9 859	3,25	5 792	626	6 418	865	406	1 759	930	3 323	3,11	2,98	3,10	3,68	3,23	2,89	3,02
<i>Jun</i>	9 877	3,25	6 296	751	7 047	1 407	406	1 853	948	3 840	3,16	3,01	3,15	3,68	3,21	2,93	3,11
<i>Jul</i>	9 883	3,25	6 305	1 019	7 325	1 406	408	1 942	969	4 006	3,16	3,24	3,18	3,68	3,23	2,98	3,14
<i>Ago</i>	9 883	3,25	6 309	1 058	7 367	1 033	411	1 952	969	4 035	3,16	3,27	3,18	3,69	3,24	2,98	3,15
<i>Sep</i>	9 998	3,27	6 424	1 342	7 766	1 060	432	2 113	1 011	4 210	3,16	3,38	3,19	3,66	3,31	2,97	3,14
<i>Oct</i>	10 004	3,27	6 594	1 477	8 071	752	469	2 150	1 072	4 380	3,16	3,42	3,21	3,73	3,31	2,97	3,16
<i>Nov</i>	10 004	3,27	6 651	1 797	8 448	525	579	2 187	1 072	4 611	3,18	3,43	3,23	3,80	3,32	2,97	3,18
<i>Dic</i>	10 008	3,26	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>07 Ene</b>	4 647	2,88	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	2,77
<i>Feb</i>	4 650	2,88	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74
<i>Mar</i>	4 651	2,88	4 723	13	4 736	-491	352	1 108	34	3 242	2,88	2,89	2,88	3,54	2,80	3,97	2,82
<i>Abr</i>	4 754	2,88	4 723	19	4 742	-1 630	354	1 108	34	3 245	2,88	3,11	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
<i>May</i>	4 755	2,88	4 723	45	4 767	-1 650	354	1 126	34	3 254	2,88	2,93	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-mayo



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-mayo



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual).

a. Datos acumulados.

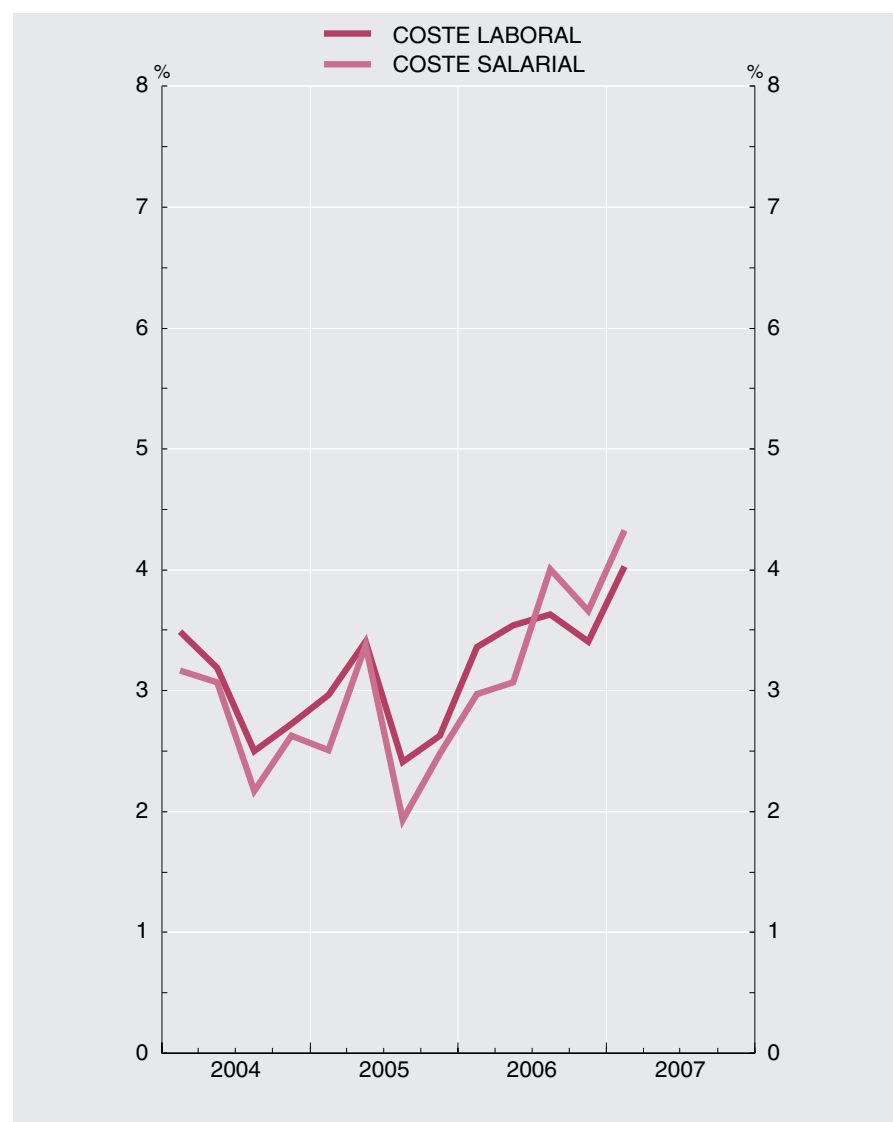
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

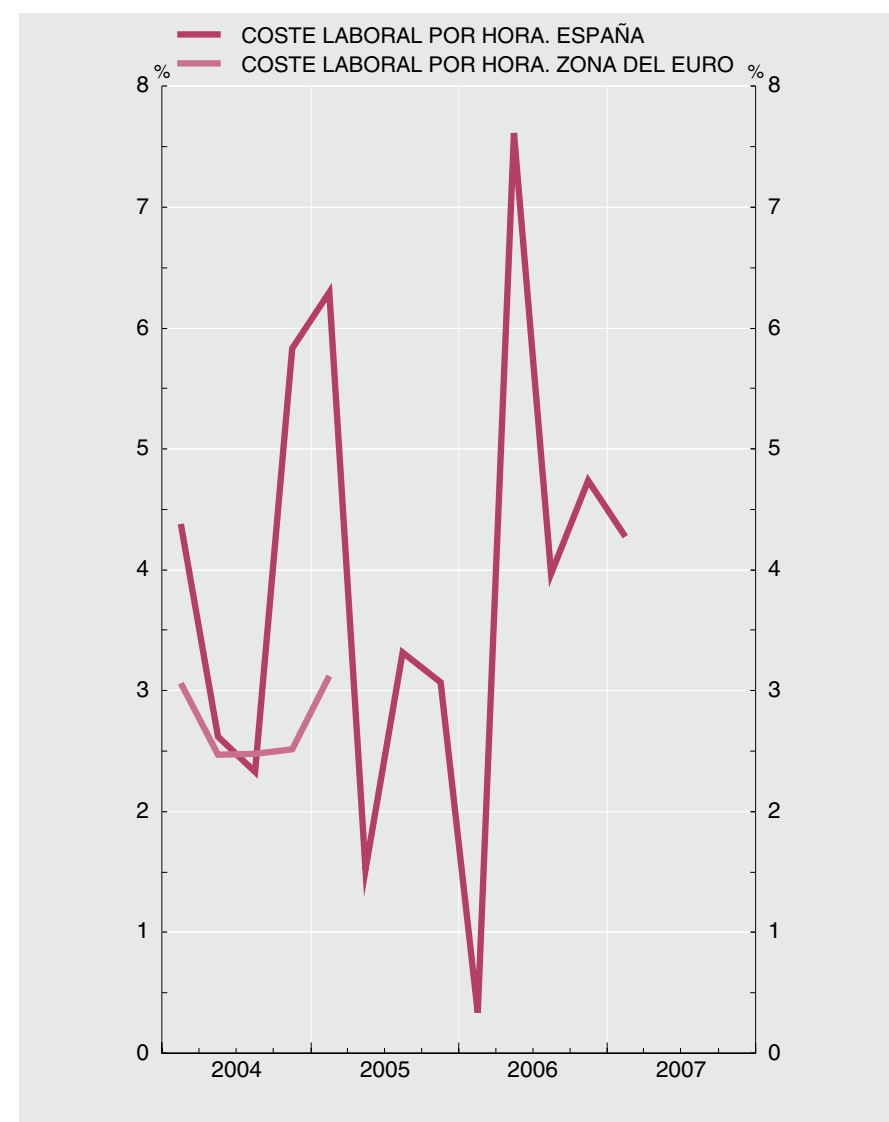
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	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		
<b>04</b>	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
<b>05</b>	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	...
<b>06</b>	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	...
<b>06 I-I</b>	M	3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	...
<b>07 I-I</b>	M	4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	...
<b>04 III</b>		2,5	3,2	5,5	1,9	2,3	2,2	3,3	4,6	1,6	2,0	3,4	2,5
<b>04 IV</b>		2,7	3,4	4,0	2,4	5,8	2,6	3,3	3,1	2,5	5,7	3,0	2,5
<b>05 I</b>		3,0	3,6	3,2	2,9	6,3	2,5	3,2	2,4	2,5	5,8	4,2	3,1
<b>05 II</b>		3,4	3,7	3,3	3,6	1,5	3,4	3,1	3,3	3,8	1,5	3,5	...
<b>05 III</b>		2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	...
<b>05 IV</b>		2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	...
<b>06 I</b>		3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	...
<b>06 II</b>		3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	...
<b>06 III</b>		3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	...
<b>06 IV</b>		3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	...
<b>07 I</b>		4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	...

**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.

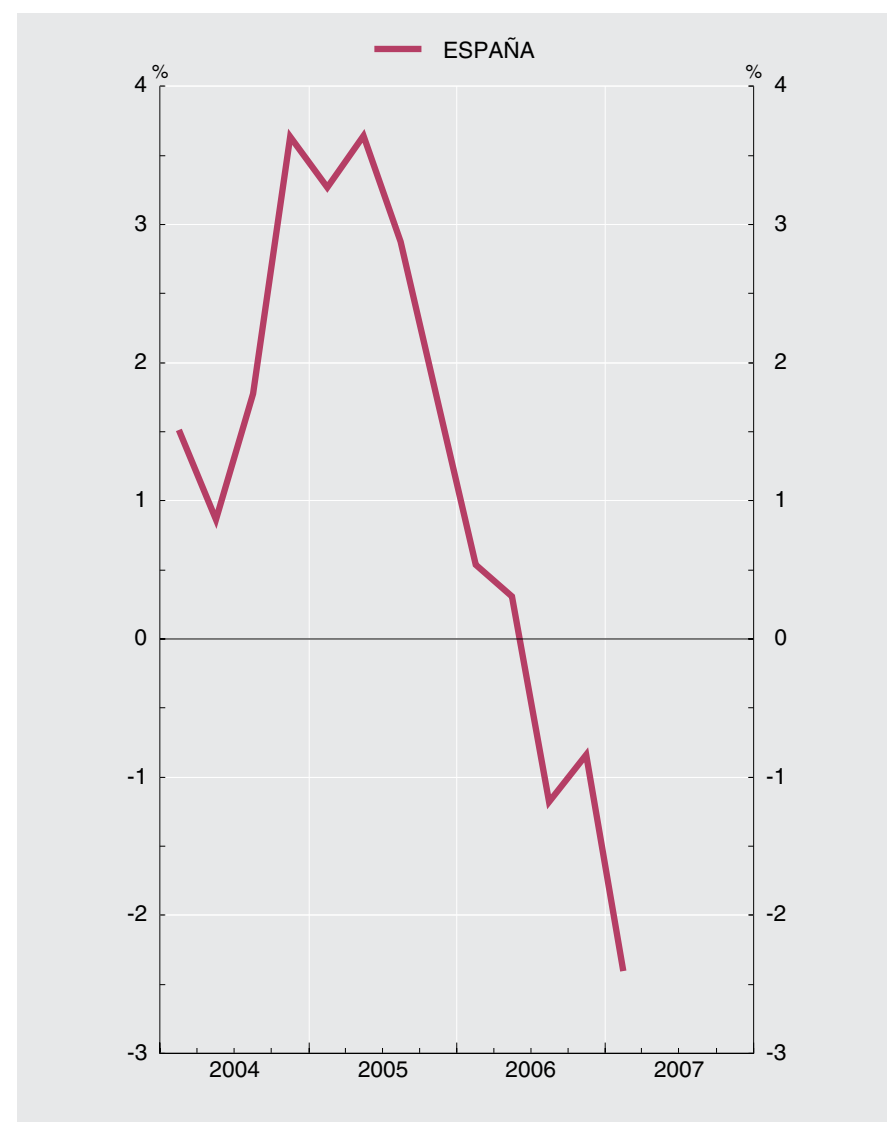
Tasas de variación interanual

	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>04</b>	2,5	1,2	3,1	2,1	0,6	0,9	3,2	1,8	2,6	0,9	1,9	...
<b>05</b>	2,2	1,0	2,6	1,8	0,4	0,8	3,5	1,6	3,1	0,8	2,9	...
<b>06</b>	2,7	0,8	3,4	2,2	0,8	1,4	3,9	2,9	3,1	1,4	-0,3	...
<b>04 II</b>	2,5	1,2	3,3	2,5	0,8	1,2	3,2	2,1	2,4	0,8	0,9	...
<b>04 III</b>	2,6	0,6	3,3	1,5	0,7	0,9	3,3	1,9	2,5	0,9	1,8	...
<b>04 IV</b>	2,3	1,3	2,8	1,9	0,5	0,6	3,4	1,6	2,8	1,0	3,6	...
<b>05 I</b>	2,3	1,2	2,8	1,5	0,5	0,3	3,4	1,3	2,9	1,0	3,3	...
<b>05 II</b>	2,3	0,9	2,7	1,5	0,4	0,6	3,5	1,4	3,1	0,9	3,6	...
<b>05 III</b>	1,9	0,6	2,2	1,7	0,3	1,1	3,6	1,8	3,3	0,7	2,9	...
<b>05 IV</b>	2,3	1,0	2,7	2,2	0,4	1,2	3,6	1,9	3,2	0,6	1,7	...
<b>06 I</b>	2,3	0,9	2,9	2,2	0,6	1,3	3,7	2,4	3,2	1,1	0,5	...
<b>06 II</b>	2,7	1,1	3,4	2,5	0,7	1,4	3,8	2,9	3,1	1,5	0,3	...
<b>06 III</b>	2,7	1,1	3,6	2,3	0,8	1,2	3,8	2,8	2,9	1,5	-1,2	...
<b>06 IV</b>	2,8	-0,0	3,8	1,8	0,9	1,8	4,0	3,3	3,1	1,5	-0,8	...
<b>07 I</b>	2,4	0,8	3,5	2,5	1,0	1,7	4,1	3,1	3,0	2,0	-2,4	...

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

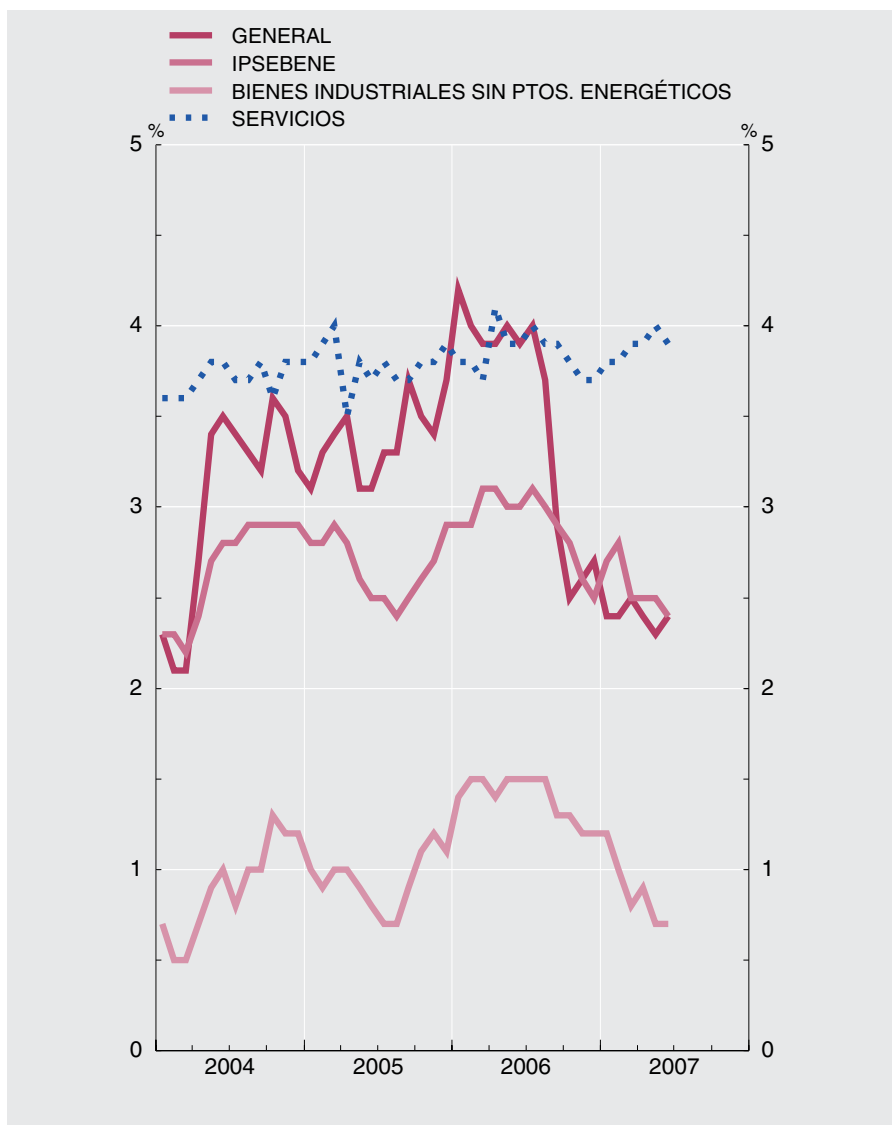
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

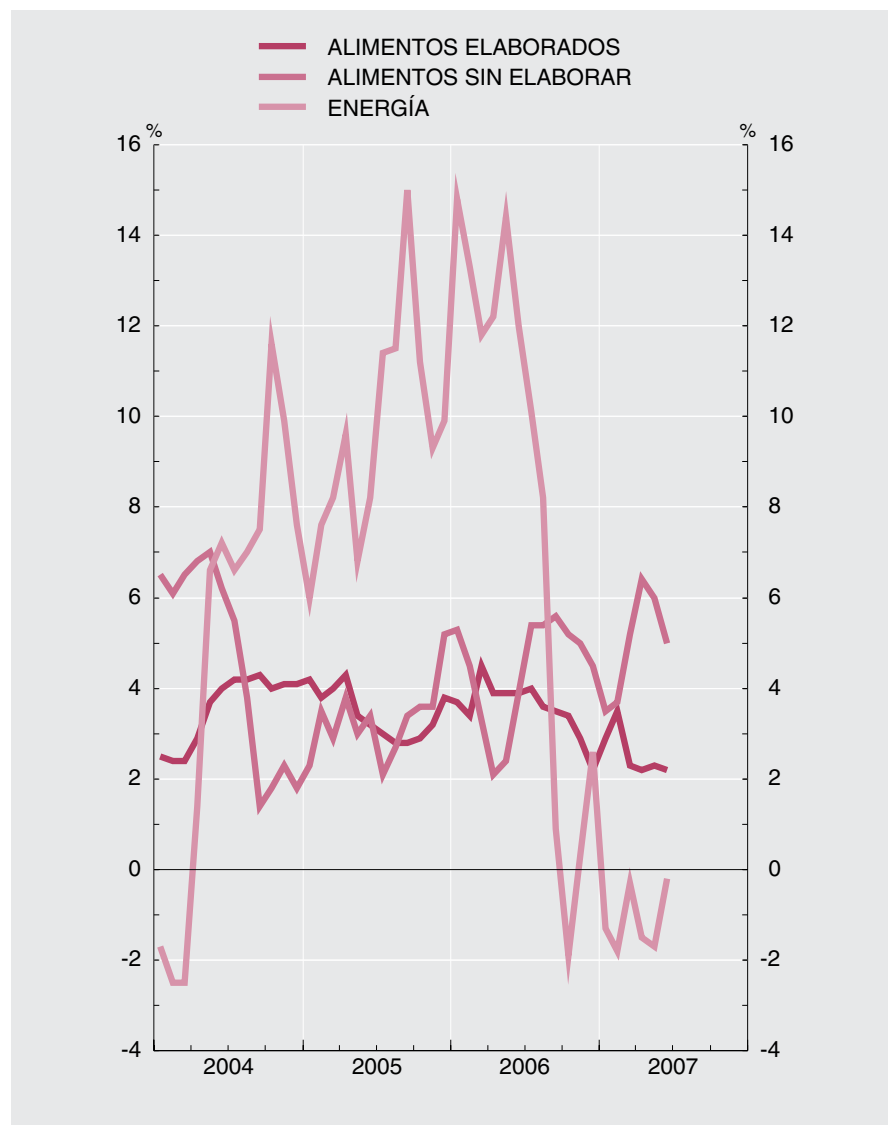
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m <sup>1</sup> (a)	T <sup>1</sup> T <sub>12</sub> (b)	s/ T <sub>dic</sub> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sup>1</sup> T <sub>12</sub>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
04	M	93,5	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
06 E-J	M	99,5	0,4	4,0	1,0	3,6	3,9	1,5	13,1	3,9	3,0	116,1	-1,9
07 E-J	M	101,9	0,3	2,4	0,7	5,0	2,6	0,9	-1,1	3,9	2,6	115,3	-1,1
06	Mar	98,8	0,7	3,9	0,3	3,3	4,5	1,5	11,8	3,7	3,1	113,6	-10,2
	Abr	100,2	1,4	3,9	1,8	2,1	3,9	1,4	12,2	4,1	3,1	112,8	-8,1
	May	100,6	0,4	4,0	2,1	2,4	3,9	1,5	14,4	3,9	3,0	115,8	-3,6
	Jun	100,8	0,2	3,9	2,3	3,9	3,9	1,5	12,0	3,9	3,0	113,3	6,0
	Jul	100,2	-0,6	4,0	1,7	5,4	4,0	1,5	10,1	4,0	3,1	103,6	0,7
	Ago	100,4	0,2	3,7	1,9	5,4	3,6	1,5	8,2	3,9	3,0	102,8	0,4
	Sep	100,2	-0,2	2,9	1,7	5,6	3,5	1,3	0,9	3,9	2,9	100,6	1,1
	Oct	100,6	0,4	2,5	2,1	5,2	3,4	1,3	-1,9	3,8	2,8	101,9	2,3
	Nov	100,9	0,2	2,6	2,4	5,0	2,9	1,2	0,3	3,7	2,6	107,7	0,7
	Dic	101,1	0,3	2,7	2,7	4,5	2,2	1,2	2,6	3,7	2,5	107,0	-5,8
07	Ene	100,5	-0,7	2,4	-0,7	3,5	2,9	1,2	-1,3	3,8	2,7	111,8	-6,7
	Feb	100,5	0,1	2,4	-0,6	3,7	3,5	1,0	-1,8	3,8	2,8	113,8	-6,3
	Mar	101,3	0,8	2,5	0,1	5,2	2,3	0,8	-0,3	3,9	2,5	115,3	1,5
	Abr	102,7	1,4	2,4	1,5	6,4	2,2	0,9	-1,5	3,9	2,5	120,3	6,6
	May	103,0	0,3	2,3	1,8	6,0	2,3	0,7	-1,7	4,0	2,5	...	...
	Jun	103,2	0,2	2,4	2,0	5,0	2,2	0,7	-0,2	3,9	2,4	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

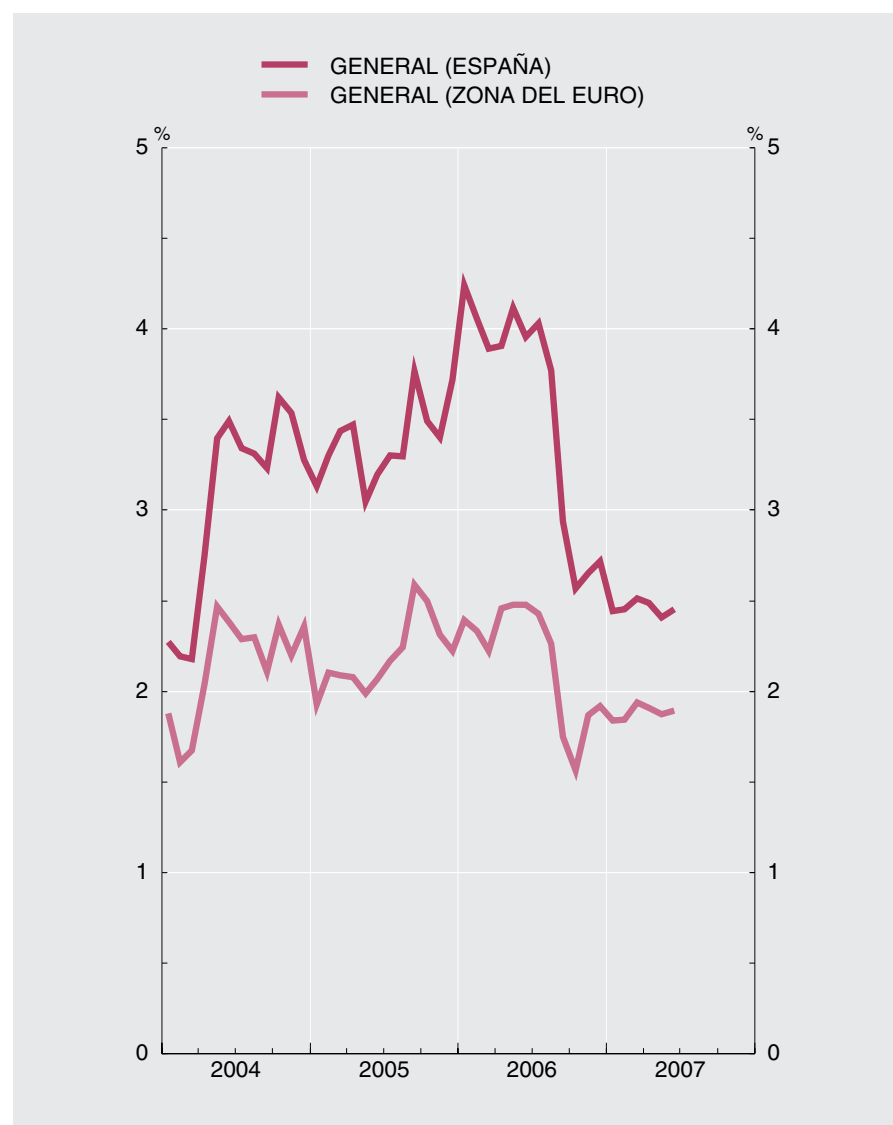
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

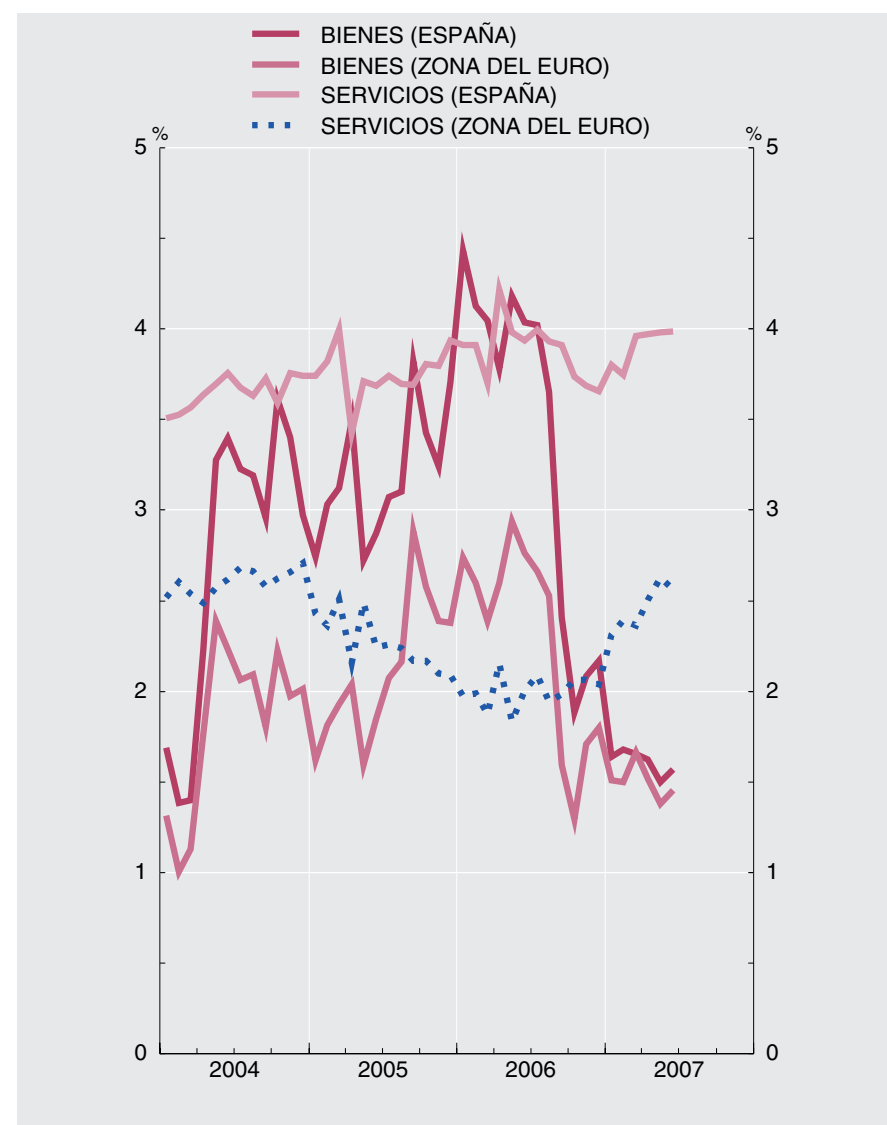
Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios	
		España		Zona del euro		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	España	Zona del euro	España	Zona del euro				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
<b>04</b>	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7	2,6
<b>05</b>	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3
<b>06</b>	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
<b>06 E-J</b>	M	4,0	2,4	4,1	2,7	3,8	1,9	4,3	2,1	3,3	1,5	4,3	3,1	1,5	0,5	13,1	11,9	3,9	2,0
<b>07 E-J</b>	MP	2,5	1,9	1,6	1,5	3,4	2,5	2,4	2,0	4,4	3,2	0,5	1,0	1,0	1,1	-1,1	0,8	3,9	2,5
<b>06 Mar</b>		3,9	2,2	4,0	2,4	4,1	1,6	5,1	2,3	3,1	0,6	4,0	2,8	1,6	0,6	11,8	10,5	3,7	1,9
<b>06 Abr</b>		3,9	2,5	3,8	2,6	3,4	1,8	4,4	2,2	2,3	1,2	4,1	3,0	1,5	0,7	12,2	11,0	4,2	2,2
<b>06 May</b>		4,1	2,5	4,2	2,9	3,5	2,0	4,3	2,2	2,6	1,5	4,6	3,4	1,6	0,7	14,3	12,9	4,0	1,8
<b>06 Jun</b>		4,0	2,5	4,0	2,8	3,9	2,2	4,3	2,2	3,6	2,1	4,1	3,1	1,6	0,7	12,0	11,0	3,9	2,0
<b>06 Jul</b>		4,0	2,4	4,0	2,7	4,5	2,7	4,5	2,3	4,5	3,2	3,7	2,7	1,6	0,6	10,0	9,5	4,0	2,1
<b>06 Ago</b>		3,8	2,3	3,7	2,5	4,2	2,9	4,0	2,2	4,5	3,9	3,3	2,4	1,7	0,6	8,2	8,1	3,9	1,9
<b>06 Sep</b>		2,9	1,7	2,4	1,6	4,2	2,9	3,8	1,8	4,7	4,6	1,2	1,0	1,5	0,8	0,9	1,5	3,9	2,0
<b>06 Oct</b>		2,6	1,6	1,9	1,3	4,0	3,0	3,6	2,3	4,4	4,2	0,5	0,5	1,4	0,8	-1,9	-0,5	3,7	2,1
<b>06 Nov</b>		2,7	1,9	2,1	1,7	3,6	3,0	2,9	2,2	4,4	4,4	1,1	1,1	1,4	0,8	0,3	2,1	3,7	2,1
<b>06 Dic</b>		2,7	1,9	2,2	1,8	3,0	2,7	2,1	2,1	3,9	3,7	1,7	1,4	1,4	0,9	2,6	2,9	3,7	2,0
<b>07 Ene</b>		2,4	1,8	1,6	1,5	3,1	2,8	3,0	2,2	3,3	3,7	0,7	0,9	1,3	0,9	-1,2	0,9	3,8	2,3
<b>07 Feb</b>		2,5	1,8	1,7	1,5	3,6	2,4	3,7	2,1	3,6	2,8	0,4	1,1	1,1	1,1	-1,7	0,8	3,7	2,4
<b>07 Mar</b>		2,5	1,9	1,7	1,7	3,3	2,3	2,0	1,9	4,6	2,9	0,6	1,4	0,9	1,2	-0,3	1,8	4,0	2,4
<b>07 Abr</b>		2,5	1,9	1,6	1,5	3,6	2,7	1,9	1,9	5,4	3,9	0,4	1,0	0,9	1,1	-1,4	0,4	4,0	2,5
<b>07 May</b>		2,4	1,9	1,5	1,4	3,5	2,4	2,0	1,9	5,2	3,1	0,2	0,9	0,8	1,0	-1,6	0,3	4,0	2,6
<b>07 Jun</b>	P	2,5	1,9	1,6	1,5	3,2	2,4	2,0	2,0	4,4	3,0	0,5	1,0	0,7	1,0	-0,2	0,9	4,0	2,6

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

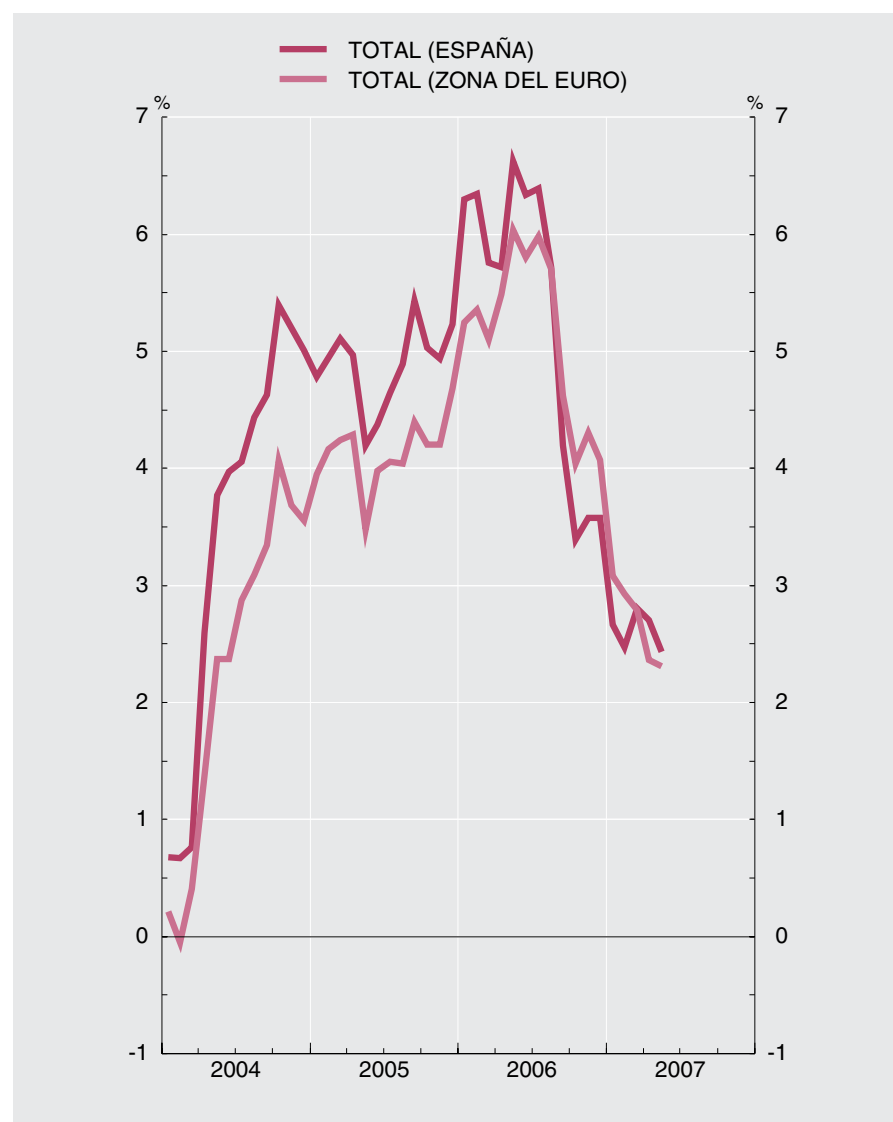
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

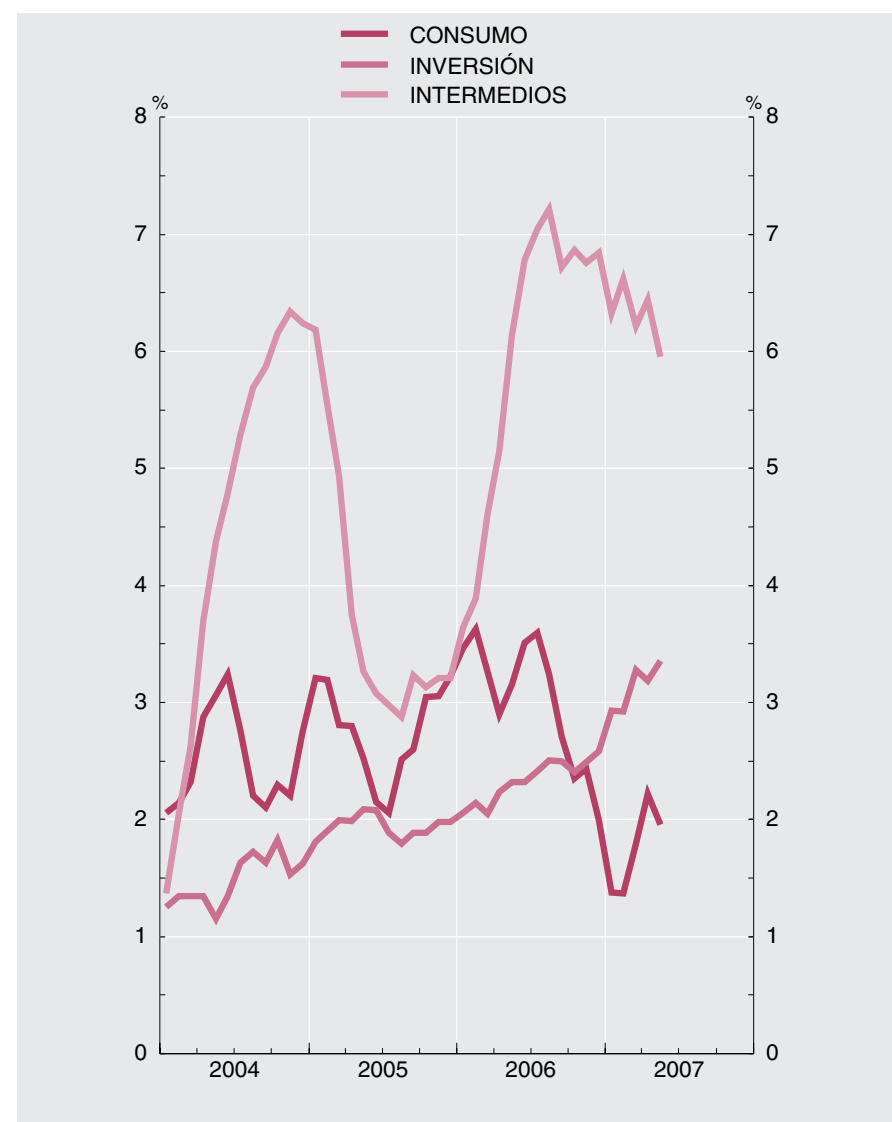
Tasas de variación interanual

		General (100%)		Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	Total T <sub>12</sub>	Consumo T <sub>12</sub>	Inversión T <sub>12</sub>	Intermedios T <sub>12</sub>	Energía T <sub>12</sub>
<b>04</b>	MP	107,4	-	3,4	-	2,5	-	1,5	-	4,5	-	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9
<b>05</b>	MP	112,7	-	4,9	-	2,8	-	1,9	-	3,8	-	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4
<b>06</b>	MP	118,6	-	5,3	-	3,0	-	2,3	-	6,0	-	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,5
<b>06 E-M</b>	MP	117,8	-	6,1	-	3,3	-	2,2	-	4,7	-	18,0	5,4	1,6	1,1	2,9	18,6
<b>07 E-M</b>	MP	120,8	-	2,6	-	1,7	-	3,1	-	6,3	-	-2,2	2,7	1,6	2,0	5,8	0,5
<b>06 Feb</b>	P	117,3	0,8	6,3	0,6	3,6	0,5	2,1	0,8	3,9	1,1	20,1	5,4	1,4	1,0	2,2	19,6
<b>Mar</b>	P	117,6	0,3	5,8	-	3,3	0,1	2,0	0,9	4,6	0,2	16,4	5,1	1,5	1,1	2,5	17,5
<b>Abr</b>	P	118,3	0,6	5,7	-	2,9	0,3	2,2	0,5	5,1	1,7	15,4	5,5	1,6	1,2	3,4	17,6
<b>May</b>	P	119,2	0,8	6,6	0,3	3,2	0,2	2,3	1,0	6,1	1,3	17,8	6,0	1,7	1,2	4,5	18,6
<b>Jun</b>	P	119,2	-	6,3	0,3	3,5	0,2	2,3	0,4	6,8	-0,8	14,6	5,8	1,8	1,3	5,2	15,9
<b>Jul</b>	P	119,9	0,6	6,4	0,2	3,6	0,1	2,4	0,3	7,0	2,0	13,9	6,0	1,9	1,6	6,1	14,9
<b>Ago</b>	P	120,1	0,2	5,7	-0,1	3,2	0,1	2,5	0,3	7,2	-0,1	10,2	5,7	1,9	1,6	6,4	12,6
<b>Sep</b>	P	119,3	-0,7	4,2	-0,3	2,7	0,1	2,5	0,3	6,7	-3,2	4,1	4,6	1,7	1,7	6,4	7,8
<b>Oct</b>	P	118,8	-0,4	3,4	-	2,3	0,1	2,4	0,5	6,9	-2,7	0,5	4,0	1,7	1,8	6,3	5,2
<b>Nov</b>	P	118,8	-	3,6	-	2,4	0,2	2,5	0,3	6,8	-0,8	1,0	4,3	1,6	1,9	6,2	6,9
<b>Dic</b>	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,4	1,8	6,1	6,2
<b>07 Ene</b>	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,2	-1,2	3,1	1,5	2,0	6,2	1,7
<b>Feb</b>	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,1	6,6	-0,3	-2,5	2,9	1,6	2,1	6,0	1,1
<b>Mar</b>	P	120,9	0,6	2,8	0,4	1,8	0,4	3,3	0,5	6,2	1,2	-1,6	2,8	1,5	2,0	5,9	0,9
<b>Abr</b>	P	121,5	0,5	2,7	0,4	2,2	0,2	3,2	0,7	6,4	0,7	-2,6	2,4	1,6	2,0	5,8	-0,9
<b>May</b>	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,4	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,3	1,6	2,0	5,4	-0,5

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

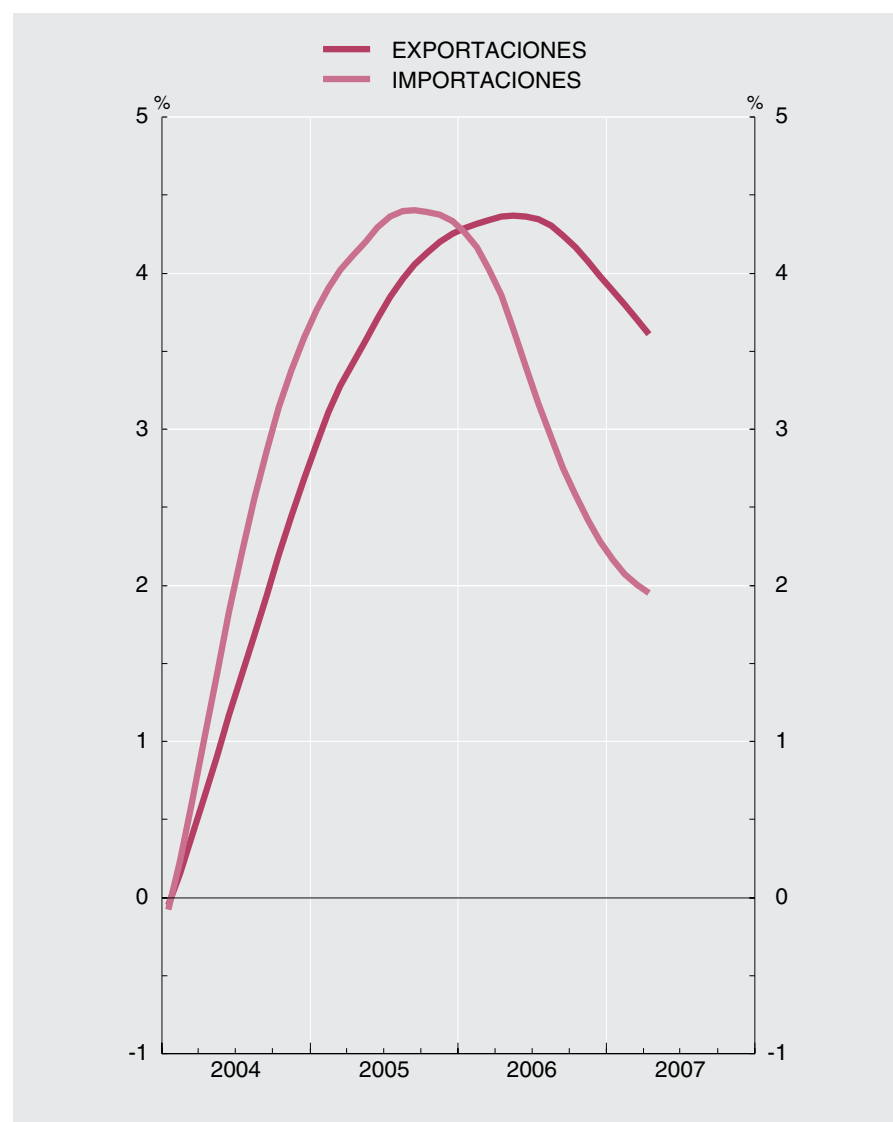
## 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

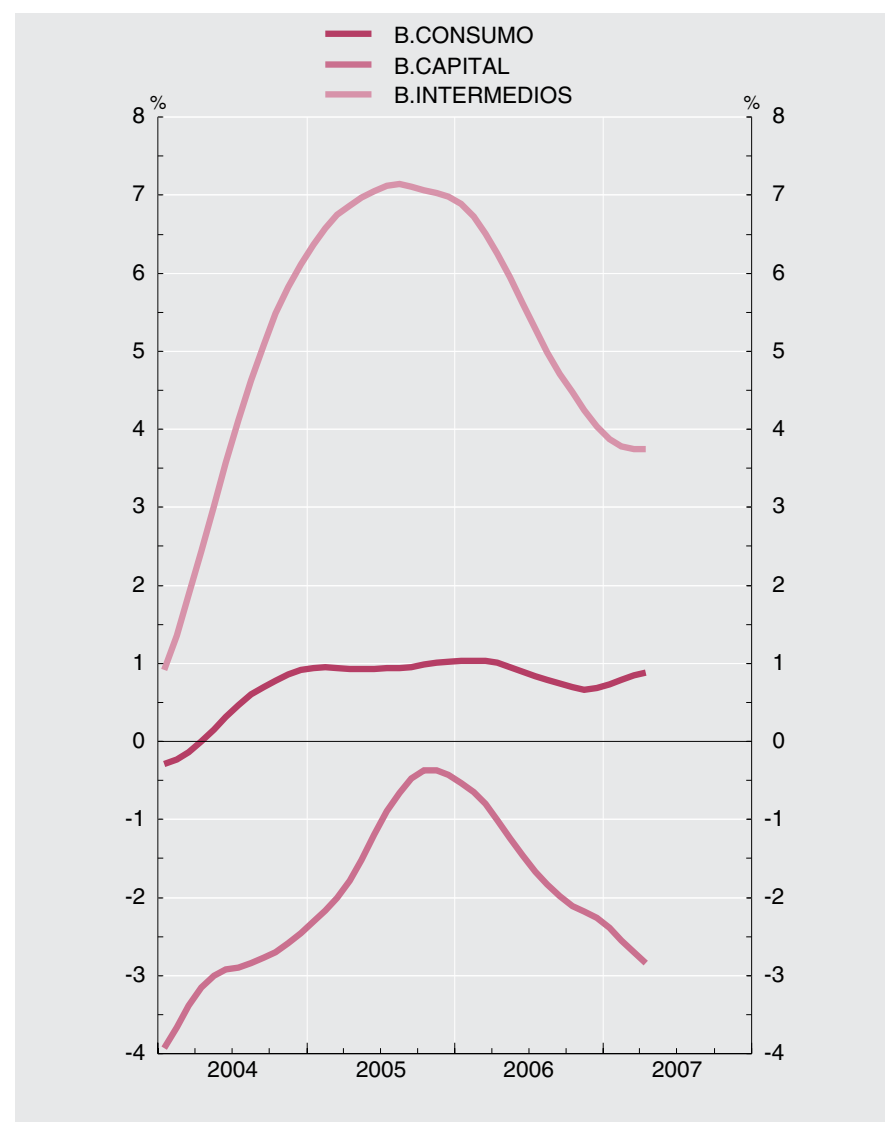
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3	1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
<b>05</b>	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
<b>06</b>	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
<b>06 E-A</b>	4,3	1,6	5,4	6,4	28,1	5,1	6,4	0,4	0,3	10,9	34,6	4,3
<b>07 E-A</b>	3,5	3,5	0,0	4,2	-10,7	5,6	0,3	3,4	-3,3	-0,5	-7,5	2,7
<b>05 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>05 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	5,6	-6,5	-5,1	15,2	44,0	7,3
<b>06 Feb</b>	3,3	0,7	4,7	5,1	29,3	3,5	6,6	2,5	3,2	9,2	36,9	1,9
<b>06 Mar</b>	5,0	2,1	0,6	8,1	33,2	6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,2	1,9
<b>06 Abr</b>	4,8	1,9	6,8	6,6	25,0	5,4	7,4	3,2	-4,2	11,7	30,5	5,8
<b>06 May</b>	4,5	5,0	1,0	4,9	16,0	4,3	6,1	4,2	-0,6	8,2	35,1	1,0
<b>06 Jun</b>	5,3	3,3	10,3	5,6	15,3	5,5	1,7	-1,5	-3,2	4,2	24,7	-0,3
<b>06 Jul</b>	6,1	8,2	-0,3	6,2	22,4	5,5	1,1	0,5	-7,3	3,1	16,3	-0,5
<b>06 Ago</b>	5,7	4,2	8,6	6,5	17,7	6,1	2,3	-0,6	-0,5	4,0	18,1	-0,3
<b>06 Sep</b>	5,4	5,6	-4,6	7,1	14,9	7,0	0,8	2,4	-5,0	1,0	8,0	0,4
<b>06 Oct</b>	5,7	5,9	-4,0	7,2	14,6	7,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	8,9	3,2
<b>06 Nov</b>	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0	6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
<b>06 Dic</b>	3,9	2,1	8,3	4,7	-2,8	4,7	1,2	-2,2	4,1	2,1	7,7	0,5
<b>07 Ene</b>	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8	5,6	0,8	8,6	0,8	-3,2	-5,9	-1,2
<b>07 Feb</b>	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7	7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
<b>07 Mar</b>	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3	5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
<b>07 Abr</b>	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4	4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0

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

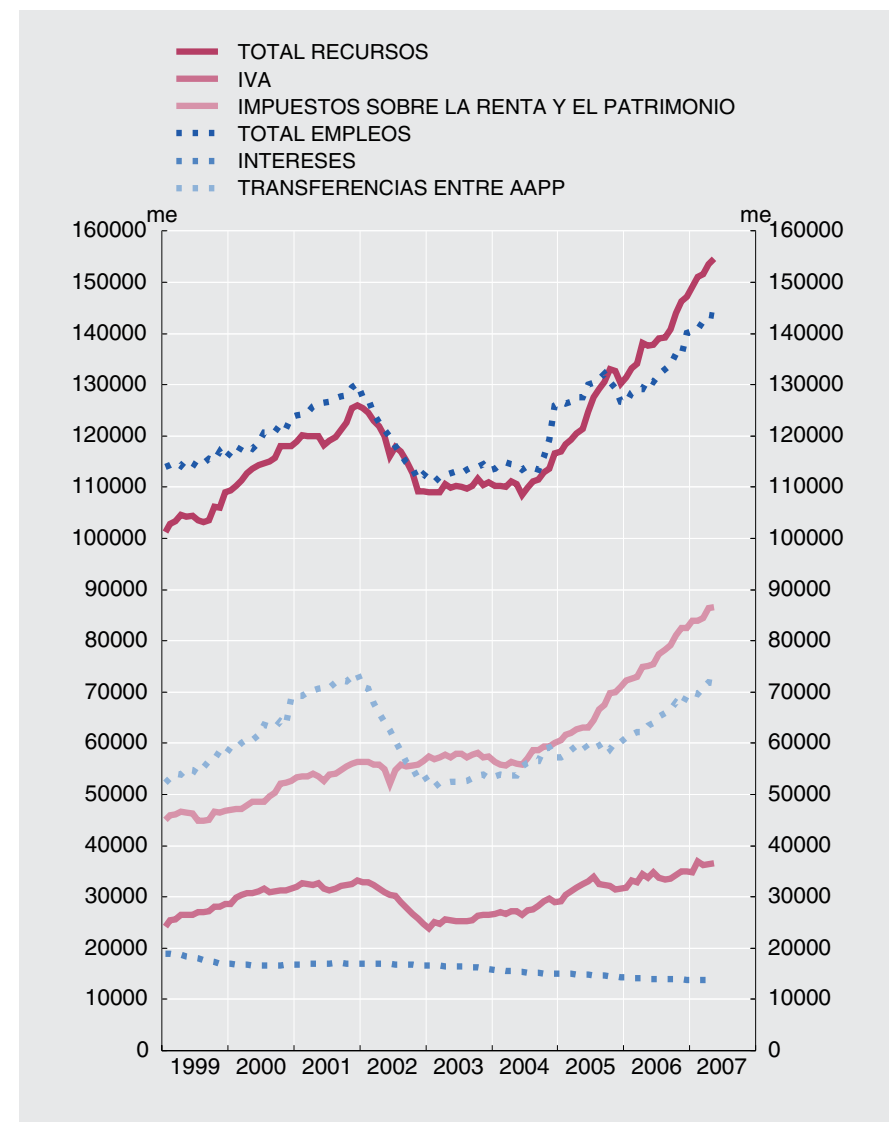
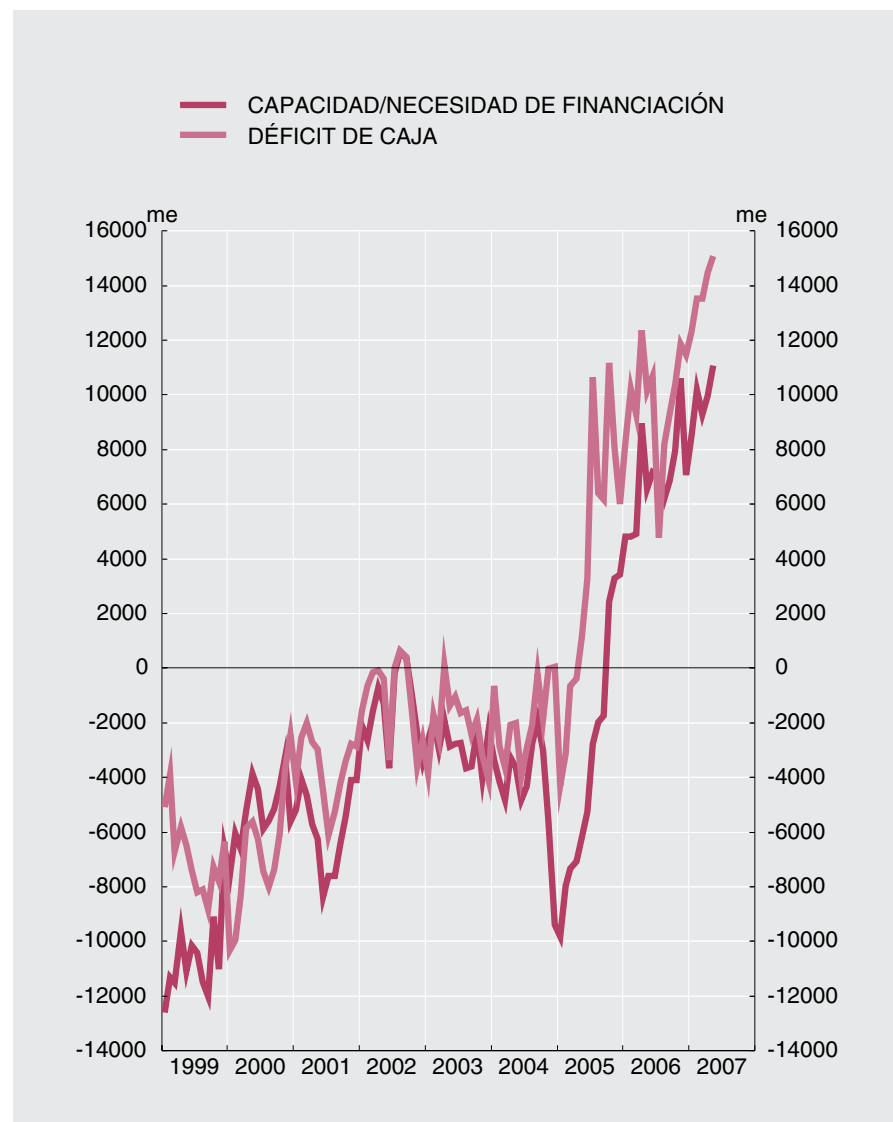
■ Serie representada gráficamente.

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
<b>99</b>	-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
<b>00</b>	-5 627	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	123 632	12 881	16 817	68 917	3 633	21 384	-2 431	118 693	121 124
<b>01</b>	-4 104	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	130 136	12 890	17 031	73 716	3 297	23 202	-2 884	125 193	128 077
<b>02</b>	-3 428	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	112 570	13 526	16 652	53 800	3 244	25 348	-2 626	108 456	111 082
<b>03</b>	-2 274	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	113 282	13 966	15 890	53 259	2 591	27 576	-4 132	109 655	113 787
<b>04</b>	-9 410	116 577	28 950	10 988	4 730	60 054	11 855	125 987	14 831	15 060	57 177	7 408	31 511	59	114 793	114 734
<b>05</b>	P 3 422	130 171	31 542	11 069	4 406	70 985	12 169	126 749	15 679	14 344	60 291	3 272	33 163	6 022	128 777	122 755
<b>06</b>	P 7 057	147 205	34 946	11 330	5 263	82 541	13 125	140 148	16 798	13 819	69 200	3 620	36 711	11 471	141 847	130 375
<b>06 E-M</b>	P 10 349	58 768	21 889	4 304	2 031	27 100	3 444	48 419	6 164	5 745	25 250	743	10 517	7 602	58 107	50 505
<b>07 E-M</b>	A 14 367	66 170	23 493	5 015	2 458	31 131	4 073	51 803	6 562	5 753	27 858	734	10 896	11 220	65 523	54 303
<b>06 Ago</b>	P -99	9 420	-3 204	877	287	10 575	885	9 519	1 148	1 179	5 134	87	1 971	-746	8 380	9 127
<b>Sep</b>	P 1 230	11 594	3 075	1 091	293	5 316	1 819	10 364	1 262	1 133	5 496	95	2 378	2 335	10 804	8 469
<b>Oct</b>	P 12 515	24 830	6 504	974	235	15 928	1 189	12 315	1 276	1 191	7 145	105	2 598	11 674	24 166	12 492
<b>Nov</b>	P -2 561	9 059	1 291	1 060	1 018	4 706	984	11 620	1 318	1 137	5 600	132	3 433	-1 517	8 512	10 030
<b>Dic</b>	P -14 594	10 761	287	979	893	5 869	2 733	25 355	2 196	1 133	8 863	2 054	11 109	-5 598	9 485	15 083
<b>07 Ene</b>	A 2 894	11 116	-477	1 097	313	9 803	380	8 222	1 226	1 179	5 020	-	797	-3 742	12 189	15 932
<b>Feb</b>	A 9 918	20 572	15 637	945	244	3 444	302	10 654	1 332	1 059	4 827	113	3 323	9 973	19 855	9 882
<b>Mar</b>	A -5 951	6 067	249	876	1 015	2 673	1 254	12 018	1 350	1 190	6 669	279	2 530	-3 915	5 738	9 653
<b>Abr</b>	A 13 987	24 496	7 923	1 102	347	14 360	764	10 509	1 326	1 141	5 847	156	2 039	14 190	24 317	10 127
<b>May</b>	A -6 481	3 919	161	995	539	851	1 373	10 400	1 328	1 184	5 495	186	2 207	-5 286	3 423	8 709

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

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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

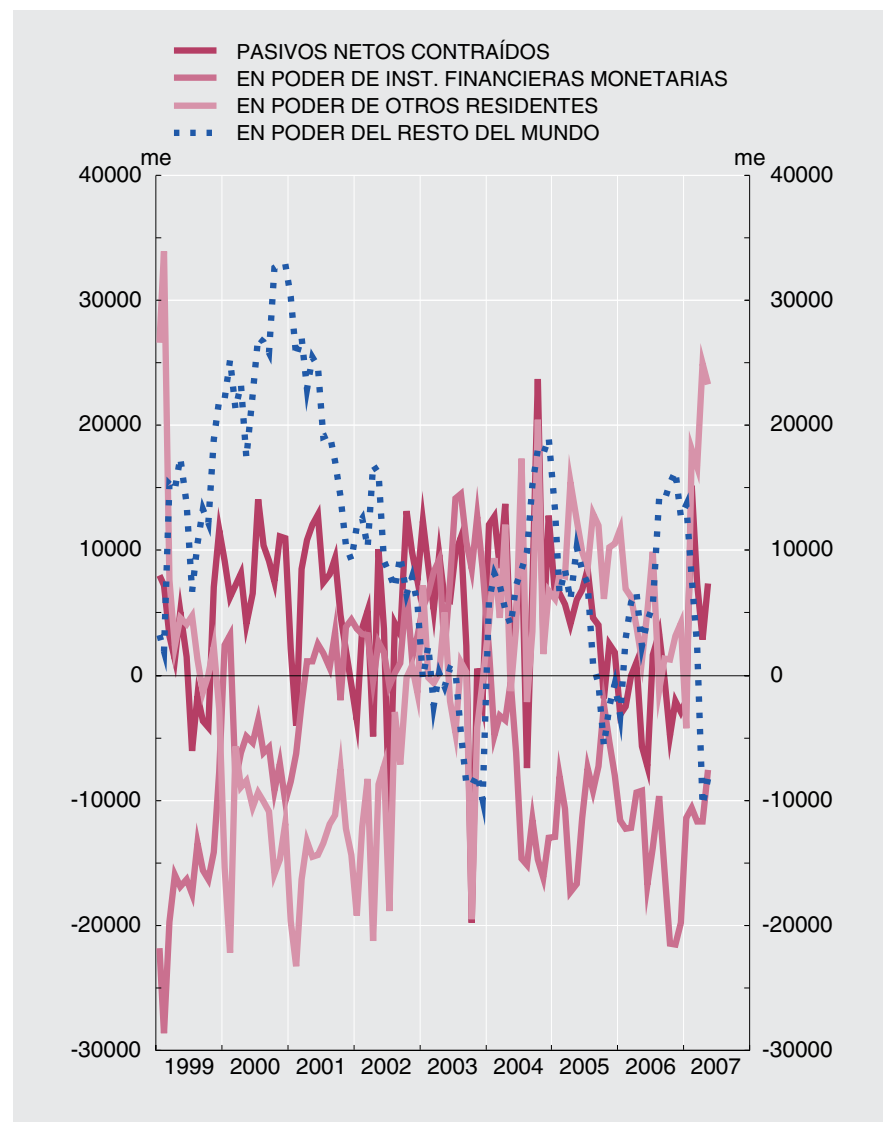
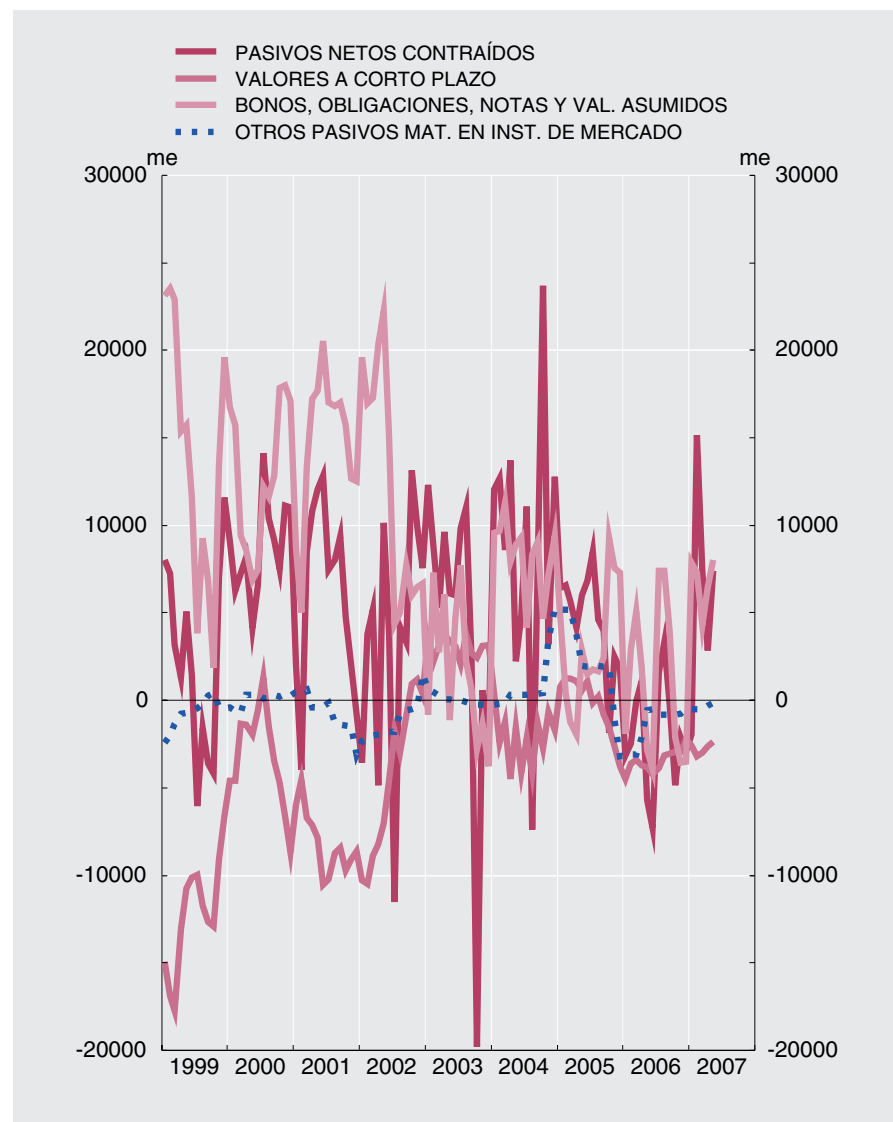
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Total	Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/euro	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Depósitos en el Banco de España	Total			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-6 585	5 015	4 574	11 600	209	-6 629	19 592	-499	-446	-418	-10 426	-7 734	-2 692	22 026	12 018
00	-5 627	5 368	5 690	10 995	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 767	-21 929	-10 117	-11 812	32 924	8 228
01	-4 104	-4 848	-20 141	-744	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 049	-9 950	4 424	-14 374	9 206	305
02	-3 428	4 115	-95	7 543	-888	346	6 655	-486	1 488	-459	1 754	3 148	-1 394	5 790	8 002
03	-2 274	-4 229	0	-1 955	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-574	8 020	8 524	-504	-9 975	-1 381
04	-9 410	3 385	-0	12 795	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	349	-6 180	-12 978	6 798	18 975	12 446
05	P 3 422	5 264	0	1 842	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 003	2 512	-8 026	10 538	-670	-161
06	P 7 057	4 131	-200	-2 926	175	-2 198	-3 488	-486	-533	3 778	-15 646	-19 808	4 162	12 720	-6 704
06 E-M	P 10 349	5 173	-1	-5 176	-131	493	-5 758	-	-330	418	-11 532	-11 130	-402	6 356	-5 595
07 E-M	A 14 367	19 496	6 900	5 129	18	308	5 760	-583	59	-416	19 809	1 138	18 671	-14 680	5 544
06 Ago	P -99	-4 811	1	-4 712	11	-1 591	1 039	-	27	-4 187	-4 325	551	-4 877	-386	-525
Sep	P 1 230	5 613	-1	4 383	-1 033	1 917	2 467	-	-33	33	-79	-638	559	4 462	4 350
Oct	P 12 515	4 353	1	-8 162	5	-2 161	-7 024	-	20	1 003	-7 212	-6 861	-351	-950	-9 165
Nov	P -2 561	2 023	-1	4 584	6	1 764	2 221	-	12	586	616	426	191	3 967	3 997
Dic	P -14 594	-11 017	-0	3 577	9	-1 805	2 286	-486	13	3 568	5 511	120	5 391	-1 934	9
07 Ene	A 2 894	-2 062	-0	-4 956	9	1 628	-29	-	8	-6 562	-7 059	653	-7 712	2 103	1 606
Feb	A 9 918	24 978	0	15 060	8	-3 064	3 148	-	-1	14 977	18 114	-1 045	19 158	-3 054	83
Mar	A -5 951	-8 471	20	-2 520	4	2 220	686	-	7	-5 434	442	286	156	-2 962	2 913
Abr	A 13 987	9 034	6 773	-4 953	-11	-2 623	970	-583	21	-2 737	6 774	-2 818	9 592	-11 727	-2 215
May	A -6 481	-3 983	107	2 498	9	2 148	985	-	24	-659	1 538	4 062	-2 524	960	3 157

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.

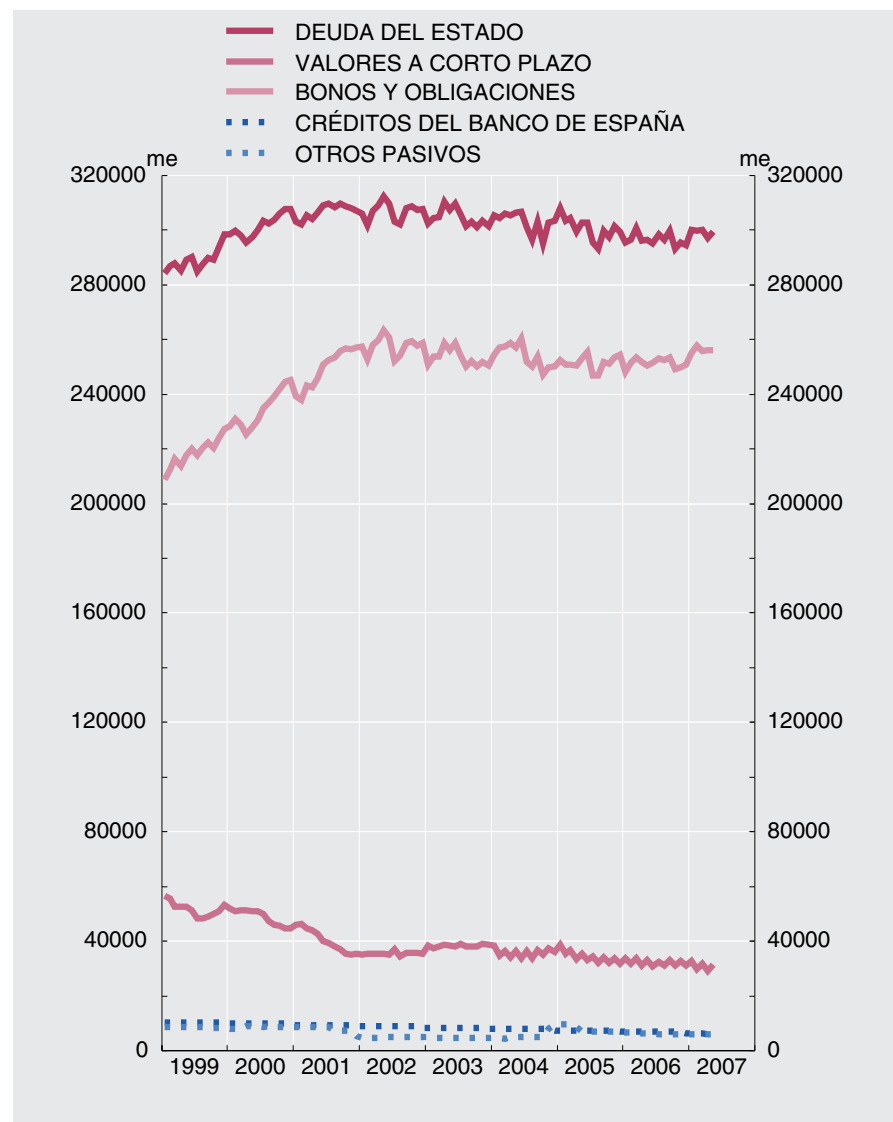
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

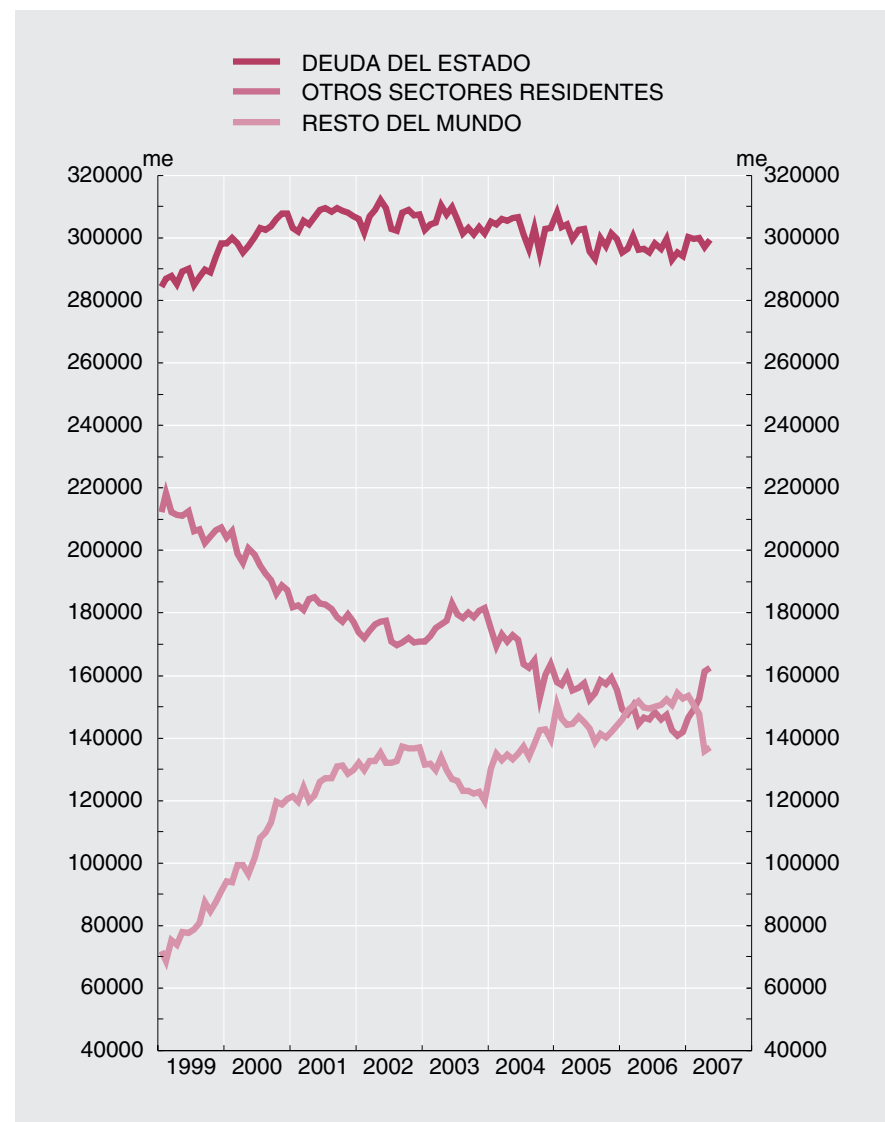
Millones de euros

	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: En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avales prestados (saldo vivo)
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	P 303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05	P 299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06 Jul	P 298 372	1 683	32 502	252 962	6 902	6 006	170 287	21 977	148 310	150 061	100	5 675
Ago	P 296 511	1 648	31 208	252 368	6 902	6 034	168 335	22 278	146 058	150 454	100	5 658
Sep	P 299 642	518	33 130	253 610	6 902	6 000	169 754	22 464	147 290	152 351	100	5 649
Oct	P 293 134	523	31 106	249 106	6 902	6 020	163 622	21 017	142 605	150 529	100	5 645
Nov	P 295 340	516	32 762	249 643	6 902	6 033	162 670	21 792	140 878	154 462	100	5 960
Dic	P 294 332	515	31 087	250 784	6 416	6 046	163 603	21 788	141 815	152 517	100	5 794
07 Ene	A 300 173	519	32 703	255 001	6 416	6 054	168 342	21 788	146 553	153 620	100	5 772
Feb	A 299 752	386	29 614	257 670	6 416	6 052	170 980	21 788	149 192	150 560	100	5 777
Mar	A 300 055	382	31 834	255 745	6 416	6 060	176 083	23 590	152 492	147 563	120	5 681
Abr	A 297 192	381	29 191	256 087	5 832	6 081	184 612	23 246	161 366	135 826	6 893	5 718
May	A 299 366	382	31 340	256 089	5 832	6 105	185 768	23 246	162 521	136 845	7 000	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

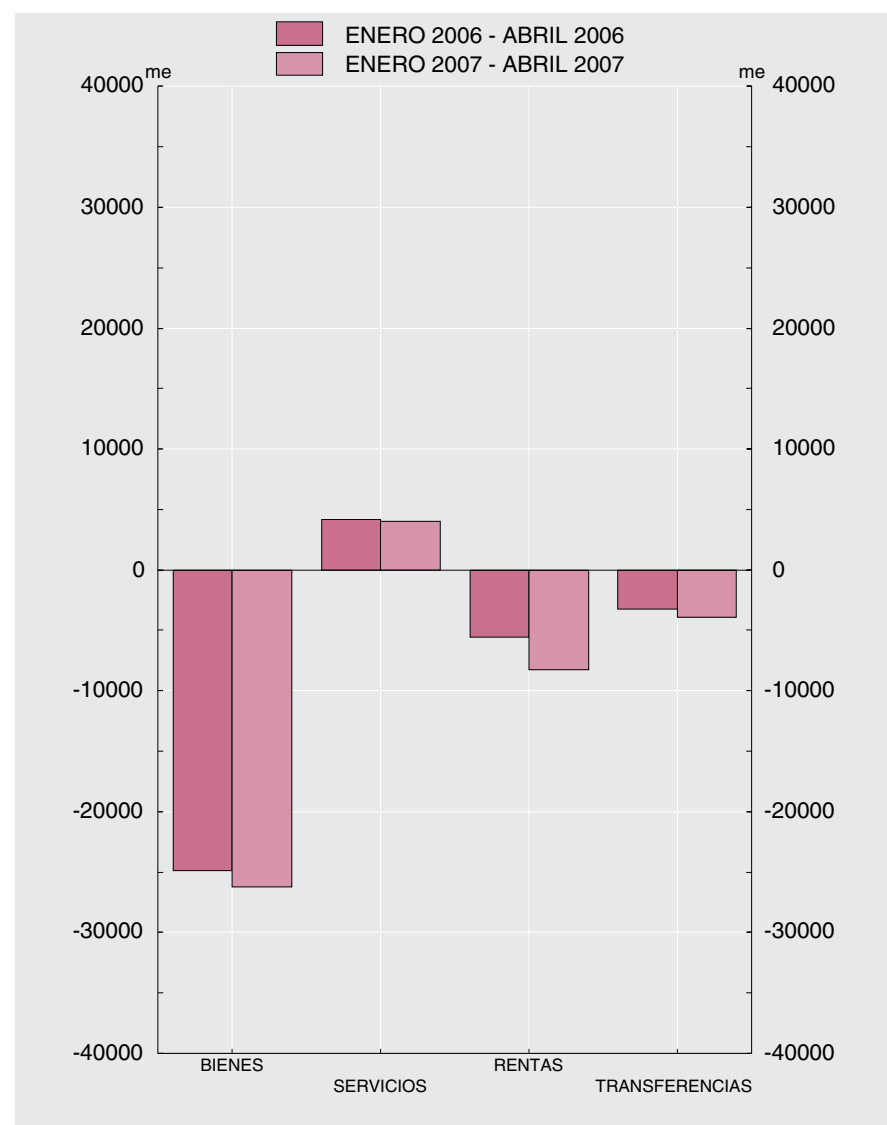
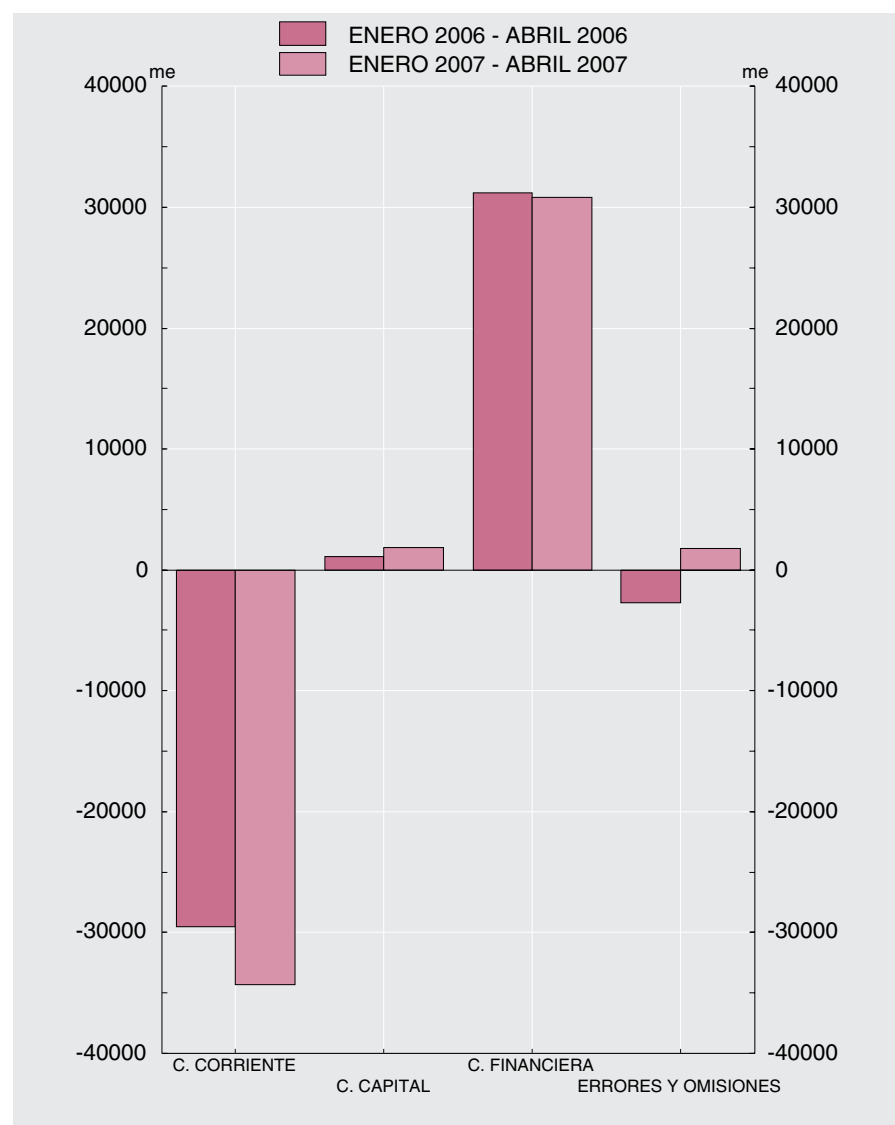
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transferencias corrientes (saldo)					
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos		Pagos				
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes								
1=2+5+10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)	
<b>04</b>	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885
<b>05</b>	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139
<b>06</b>	P -84 736	P -80 142	172 421	252 563	22 143	84 461	40 710	62 319	13 266	-20 983	39 031	60 014	-5 754	6 175	-78 562	81 471	-2 909
<b>06 E-A</b>	P -29 509	P -24 847	56 225	81 072	4 176	23 652	10 013	19 477	3 784	-5 586	10 862	16 448	-3 251	1 090	-28 419	31 159	-2 740
<b>07 E-A</b>	P -34 339	P -26 191	60 473	86 664	4 040	25 681	10 494	21 641	4 096	-8 235	14 254	22 490	-3 952	1 810	-32 529	30 786	1 743
<b>06 Ene</b>	P -6 286	P -5 879	12 957	18 837	775	5 628	2 539	4 853	967	-563	3 786	4 350	-618	366	-5 920	7 433	-1 513
<b>Feb</b>	P -7 875	P -5 723	14 234	19 958	798	5 452	2 175	4 655	850	-1 546	1 885	3 431	-1 404	324	-7 552	8 546	-994
<b>Mar</b>	P -7 955	P -7 079	15 680	22 759	1 422	6 685	2 635	5 263	1 026	-1 663	2 618	4 280	-635	174	-7 781	8 351	-570
<b>Abr</b>	P -7 392	P -6 166	13 353	19 519	1 181	5 887	2 663	4 706	942	-1 814	2 573	4 387	-593	227	-7 166	6 830	336
<b>May</b>	P -5 675	P -6 710	15 703	22 413	2 310	7 081	3 352	4 771	702	-901	4 361	5 262	-374	645	-5 031	5 670	-639
<b>Jun</b>	P -6 083	P -6 802	15 422	22 223	2 125	7 651	3 988	5 526	1 207	-1 678	3 168	4 846	272	201	-5 882	5 588	294
<b>Jul</b>	P -8 445	P -6 453	13 789	20 242	3 116	8 658	4 936	5 542	1 334	-4 200	2 957	7 156	-908	572	-7 873	8 039	-167
<b>Ago</b>	P -6 438	P -7 441	11 419	18 860	3 386	8 748	5 149	5 362	1 588	-1 666	2 395	4 060	-718	731	-5 708	7 049	-1 341
<b>Sep</b>	P -7 452	P -6 790	14 319	21 109	2 493	7 725	4 447	5 232	1 289	-2 310	2 687	4 998	-844	3	-7 449	7 125	324
<b>Oct</b>	P -7 540	P -7 560	15 491	23 052	2 559	7 955	3 924	5 397	1 192	-2 248	2 671	4 920	-290	363	-7 178	7 293	-115
<b>Nov</b>	P -10 269	P -7 910	15 329	23 239	1 120	6 452	2 630	5 332	1 168	-2 288	2 772	5 060	-1 191	583	-9 686	7 849	1 837
<b>Dic</b>	P -3 326	P -5 629	14 725	20 354	857	6 539	2 269	5 681	1 002	-105	7 159	7 264	1 551	1 989	-1 337	1 699	-362
<b>07 Ene</b>	P -8 622	P -6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329
<b>Feb</b>	P -8 981	P -6 021	15 130	21 151	819	5 849	2 290	5 030	910	-1 939	2 790	4 729	-1 839	131	-8 850	9 376	-526
<b>Mar</b>	P -7 885	P -6 774	16 599	23 373	1 130	6 856	2 814	5 726	1 076	-2 226	3 823	6 049	-14	102	-7 783	7 292	491
<b>Abr</b>	P -8 851	P -6 944	14 539	21 483	1 140	6 542	2 717	5 402	996	-2 120	3 834	5 954	-927	276	-8 575	6 468	2 107

**RESUMEN**

**DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**



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

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

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

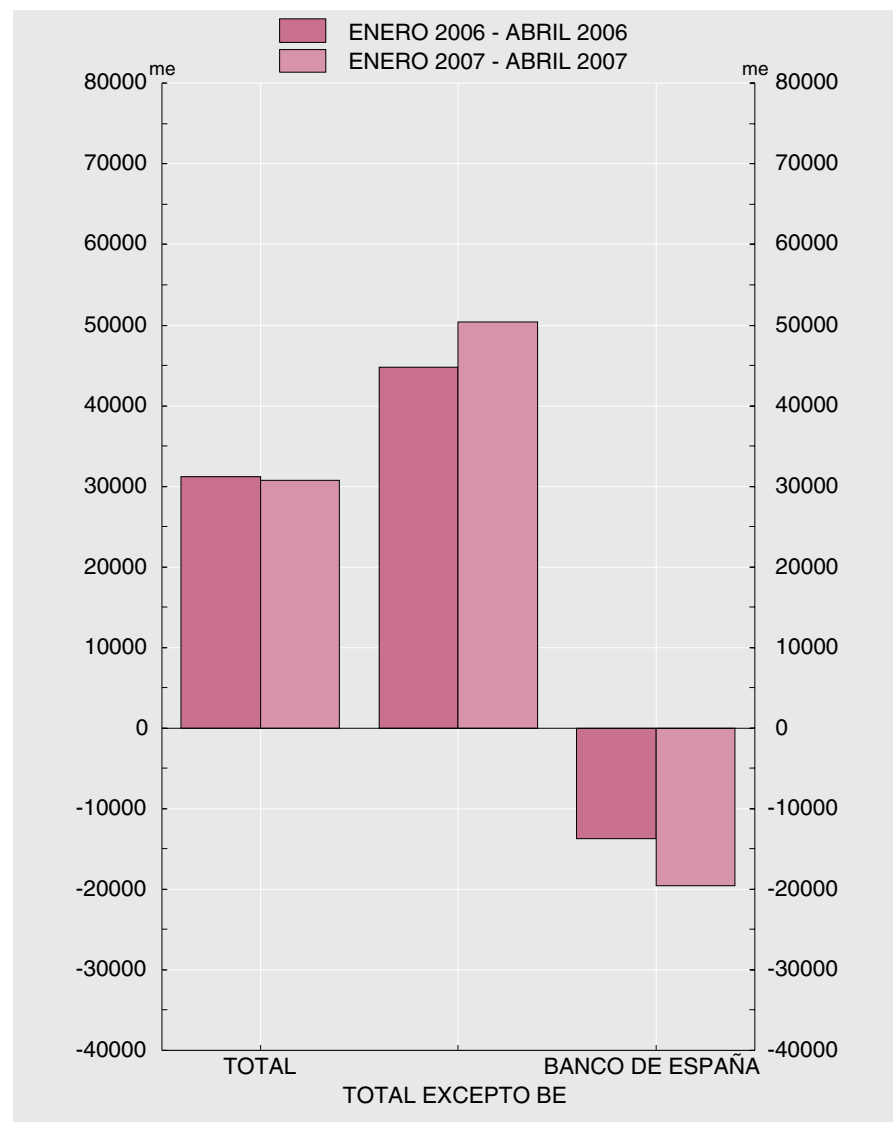
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

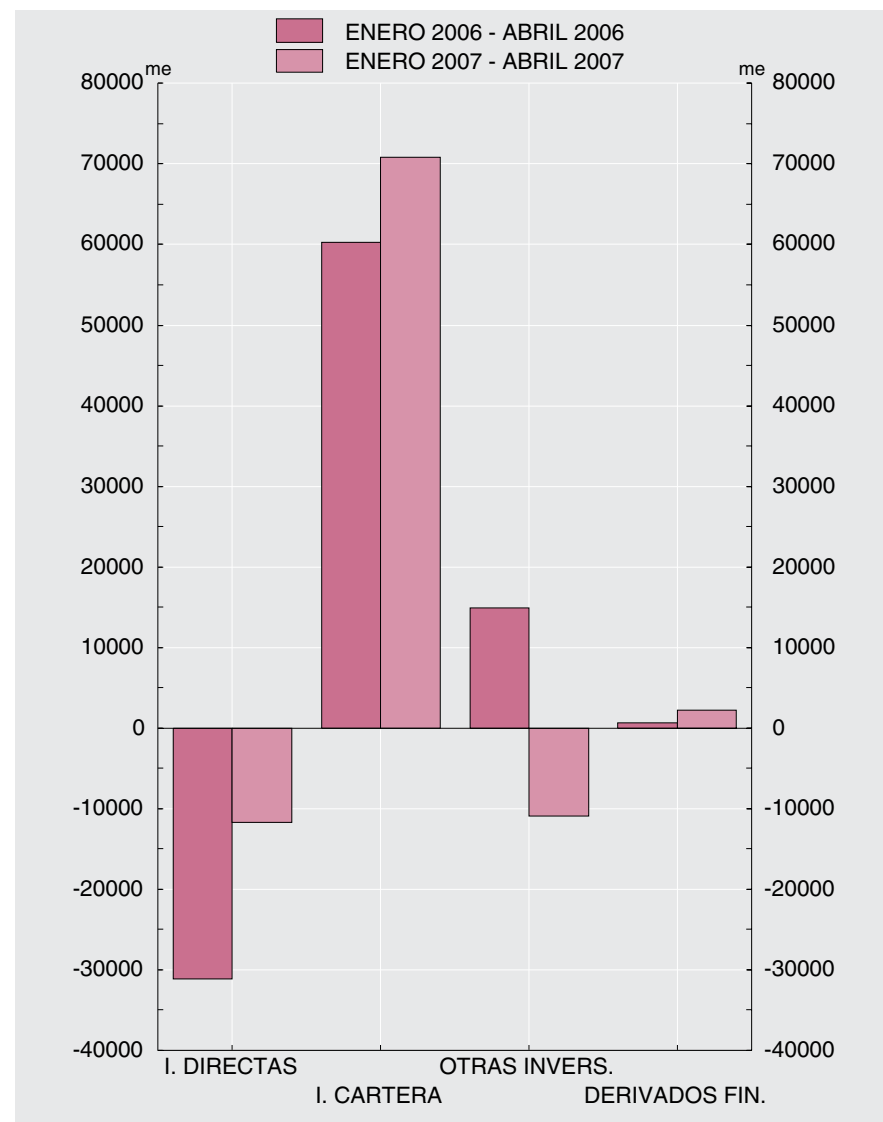
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	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	12	13=14+15+16	14	15	16	
<b>04</b>	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
<b>05</b>	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
<b>06</b>	P 81 471	P 107 271	P -55 531	P 71 486	P 15 955	P 198 314	P -5 103	P 193 210	P -37 556	P 70 361	P 32 806	P 2 044	P -25 800	P -480	P -12 327	P -12 993
<b>06 E-A</b>	P 31 159	P 44 834	P -31 101	P 37 709	P 6 608	P 60 284	P 18 406	P 78 690	P 14 946	P 27 017	P 41 964	P 705	P -13 675	P 227	P -13 253	P -649
<b>07 E-A</b>	P 30 786	P 50 365	P -11 703	P 20 285	P 8 581	P 70 847	P 11 593	P 82 440	P -10 973	P 22 815	P 11 841	P 2 194	P -19 579	P 26	P -15 282	P -4 323
<b>06 Ene</b>	P 7 433	P 17 923	P -1 022	P 3 307	P 2 285	P 17 412	P 5 035	P 22 447	P 2 312	P 2 729	P 5 041	P -779	P -10 490	P 45	P -9 761	P -773
<b>Feb</b>	P 8 546	P 7 525	P -24 898	P 26 600	P 1 701	P 20 452	P 5 739	P 26 191	P 11 658	P 13 913	P 25 571	P 313	P 1 021	P -24	P 962	P 83
<b>Mar</b>	P 8 351	P 9 363	P -3 446	P 1 095	P -2 352	P 9 618	P 10 715	P 20 333	P 2 280	P 3 211	P 5 491	P 911	P -1 012	P -233	P -952	P 173
<b>Abr</b>	P 6 830	P 10 023	P -1 734	P 6 708	P 4 973	P 12 801	P -3 083	P 9 719	P -1 304	P 7 163	P 5 860	P 259	P -3 193	P 440	P -3 502	P -131
<b>May</b>	P 5 670	P 3 688	P -3 588	P 3 854	P 266	P 39 269	P -16 669	P 22 601	P -31 039	P 7 426	P -23 613	P -955	P 1 982	P 171	P 2 240	P -429
<b>Jun</b>	P 5 588	P 9 873	P -5 467	P 4 995	P -472	P 27 088	P -2 903	P 24 185	P -12 747	P 4 409	P -8 338	P 1 000	P -4 285	P -270	P -4 148	P 134
<b>Jul</b>	P 8 039	P 10 470	P -1 349	P 6 753	P 5 405	P 21 176	P -1 722	P 19 454	P -9 432	P 5 854	P -3 578	P 74	P -2 430	P 113	P -1 897	P -646
<b>Ago</b>	P 7 049	P -1 972	P -2 874	P 2 770	P -104	P 2 192	P 2 103	P 4 295	P -1 453	P 1 954	P 500	P 163	P 9 021	P -150	P 10 682	P -1 511
<b>Sep</b>	P 7 125	P 10 138	P -3 248	P 4 679	P 1 431	P 15 316	P -7 069	P 8 247	P -1 759	P 11 038	P 9 279	P -171	P -3 013	P -482	P -1 975	P -557
<b>Oct</b>	P 7 293	P 17 408	P 1 358	P 1 316	P 2 674	P 15 675	P -3 055	P 12 621	P -1 119	P 11 615	P 10 497	P 1 493	P -10 114	P 4	P -5 821	P -4 297
<b>Nov</b>	P 7 849	P 7 235	P -4 313	P 4 412	P 98	P 14 458	P 4 662	P 19 120	P -2 231	P 5 081	P 2 849	P -679	P 614	P -20	P 3 750	P -3 116
<b>Dic</b>	P 1 699	P 5 600	P -4 950	P 4 999	P 49	P 2 856	P 1 143	P 3 999	P 7 279	P -4 033	P 3 246	P 415	P -3 901	P -73	P -1 905	P -1 923
<b>07 Ene</b>	P 7 650	P 6 609	P -2 105	P 4 550	P 2 445	P 16 709	P -346	P 16 363	P -8 633	P 6 318	P -2 315	P 638	P 1 041	P 45	P 963	P 33
<b>Feb</b>	P 9 376	P 16 999	P 1 403	P 474	P 1 877	P 17 715	P 5 409	P 23 124	P -2 190	P 10 289	P 8 098	P 71	P -7 623	P 32	P -6 077	P -1 578
<b>Mar</b>	P 7 292	P 6 518	P -4 662	P 2 483	P -2 179	P 18 410	P 5 597	P 24 007	P -7 622	P 19 297	P 11 675	P 392	P 774	P -33	P 2 645	P -1 838
<b>Abr</b>	P 6 468	P 20 239	P -6 340	P 12 778	P 6 438	P 18 014	P 932	P 18 946	P 7 472	P -13 089	P -5 617	P 1 093	P -13 771	P -17	P -12 813	P -941

**CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)**



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



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

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

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

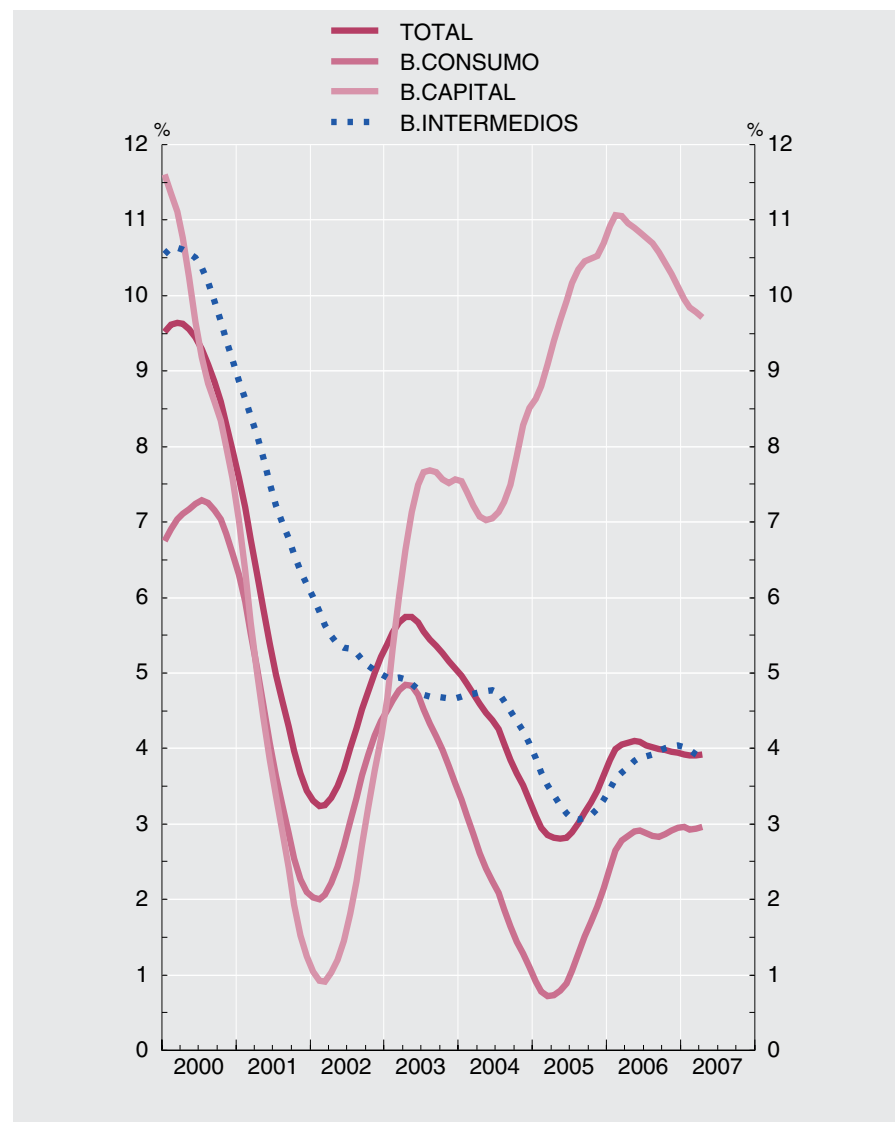
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			Total	UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
						Energéticos	No energéticos	UE 15		Del cual:	Del cual:					
	Zona del euro	Total	Estados Unidos													
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>02</b>	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,5	2,3	2,1	4,2	10,2	10,4	11,8	14,5
<b>06</b>	P 169 872	10,9	5,7	4,8	12,2	5,0	-3,6	5,6	8,0	7,6	7,9	9,1	24,2	6,3	46,7	18,8
<b>06 Mar</b>	15 450	19,9	14,2	15,3	37,4	9,6	12,2	9,5	12,0	11,7	10,5	16,3	46,0	20,5	63,5	41,8
<b>Abr</b>	13 161	-1,8	-6,3	-10,1	0,3	-4,6	-4,5	-4,6	-5,7	-6,3	-6,9	-1,3	11,7	-35,5	26,2	27,3
<b>May</b>	15 472	16,3	11,2	11,3	20,6	9,5	4,6	9,7	12,7	12,2	11,0	14,4	41,6	-2,0	103,0	36,0
<b>Jun</b>	15 192	11,9	6,2	9,2	-14,3	9,0	-10,7	10,0	13,1	12,9	12,2	9,7	24,0	24,7	39,7	14,6
<b>Jul</b>	13 597	6,2	0,1	-2,8	8,3	0,4	-13,8	1,1	7,2	6,6	9,1	6,5	15,6	-14,4	32,4	-9,0
<b>Ago</b>	11 264	13,5	7,5	6,5	26,1	5,1	-12,6	6,4	9,3	8,7	10,6	10,3	26,3	25,2	79,4	4,1
<b>Sep</b>	14 092	4,3	-1,0	-5,3	18,9	-1,1	-16,2	-0,2	3,8	3,6	4,9	3,1	-1,2	-0,6	11,1	23,5
<b>Oct</b>	15 264	15,5	9,3	5,0	27,0	9,9	-21,1	11,6	17,6	17,3	18,2	14,5	-4,1	-1,5	57,0	31,3
<b>Nov</b>	15 097	3,5	0,1	-0,5	-8,6	2,8	-39,6	5,0	7,5	6,9	8,3	5,9	3,5	-16,8	-28,7	-15,3
<b>Dic</b>	14 538	9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,6	0,9	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	9,9
<b>07 Ene</b>	13 969	9,5	6,0	9,7	-18,6	8,5	-15,1	9,7	11,4	10,5	13,6	9,0	4,7	31,0	-16,4	76,6
<b>Feb</b>	14 860	6,2	1,7	-2,4	7,4	3,8	-3,4	4,1	3,0	2,5	4,4	4,5	20,8	-16,6	58,2	-23,2
<b>Mar</b>	16 302	5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	7,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	-8,1
<b>Abr</b>	14 399	9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,0	8,1	10,1	4,8	-12,0	45,0	42,2	-4,6

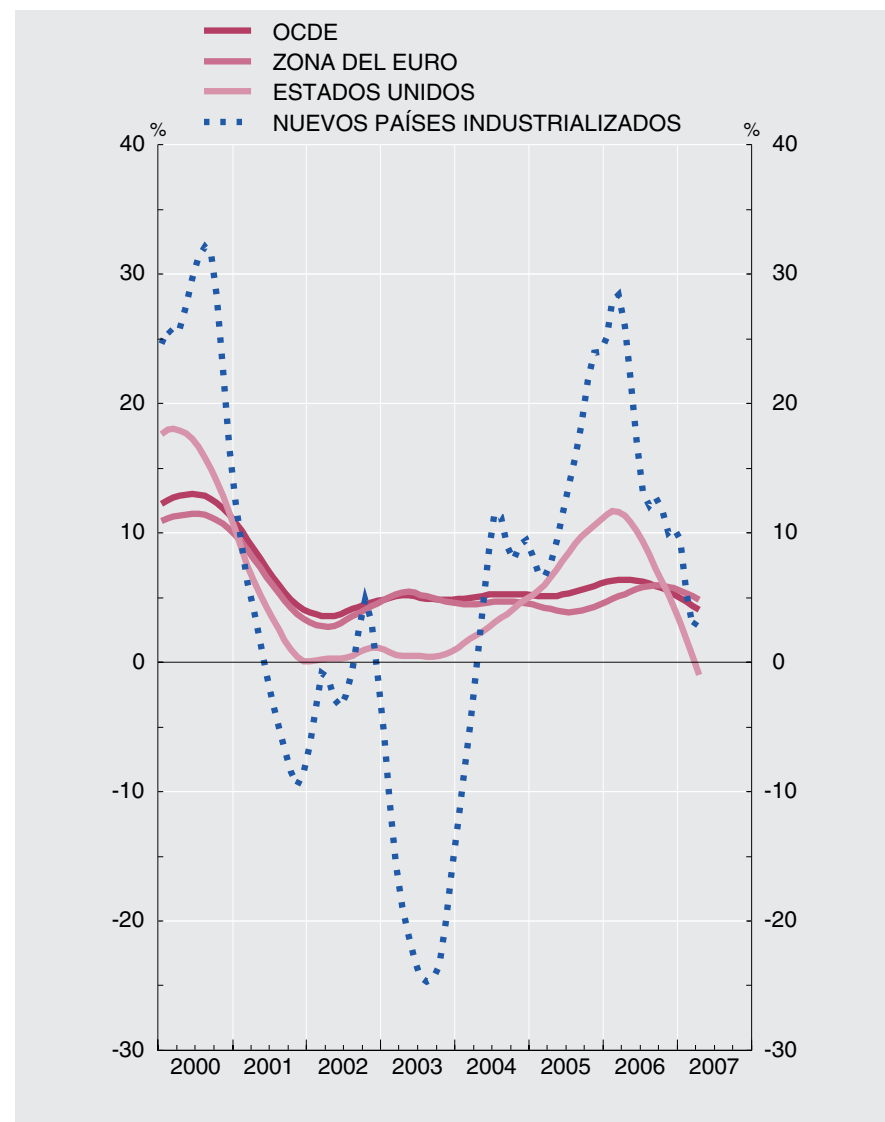
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

#### 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

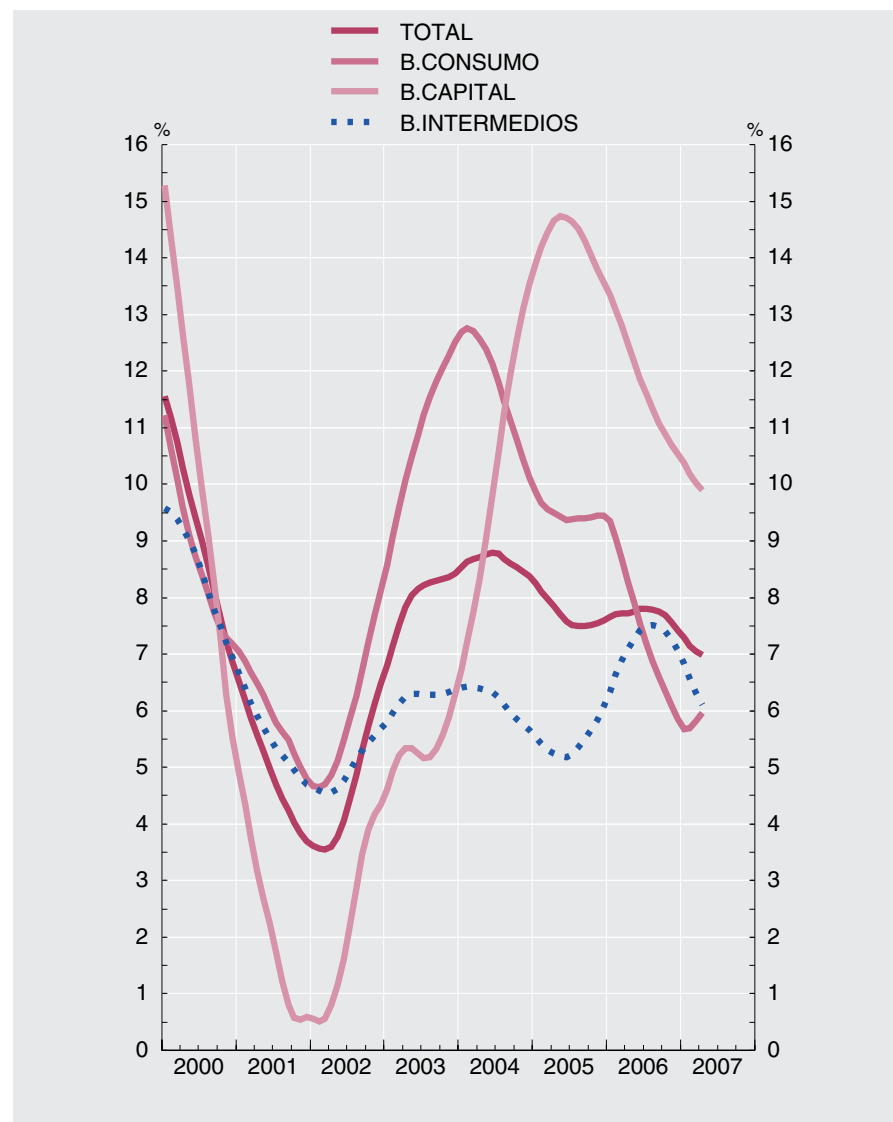
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			Total	UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
						Energéticos	No energéticos	UE 15		Del cual:		Total	Estados Unidos			
	Zona del euro															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>02</b>	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,5	5,2	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	11,2
<b>06</b>	259 559	12,5	8,7	8,9	3,3	9,6	5,8	10,7	8,0	6,9	7,6	8,0	11,0	29,8	27,9	29,6
<b>06 Mar</b>	23 477	21,5	14,7	14,4	2,8	17,3	13,2	18,4	14,7	12,5	13,4	16,7	39,8	47,3	57,0	26,6
<b>Abr</b>	20 045	0,6	-6,4	-4,6	-12,6	-5,9	2,3	-7,7	-2,6	-3,6	-3,0	-4,2	-5,8	26,2	-13,9	5,9
<b>May</b>	23 000	16,9	10,1	11,1	1,2	11,4	17,7	10,0	11,5	9,9	8,5	10,8	-20,0	36,2	55,5	47,1
<b>Jun</b>	22 877	13,5	11,6	10,9	-2,8	14,9	4,7	17,2	11,4	10,5	11,6	8,4	-22,6	52,3	11,8	46,7
<b>Jul</b>	20 774	9,8	8,5	3,4	12,3	10,3	4,8	11,6	7,7	7,4	8,0	7,5	37,8	30,3	4,8	21,7
<b>Ago</b>	19 342	13,0	10,5	4,9	5,2	14,4	1,3	19,0	8,9	8,0	8,2	9,0	-4,6	26,1	24,6	28,8
<b>Sep</b>	21 740	5,4	4,6	-0,5	2,3	7,6	-8,5	11,7	3,0	2,1	1,6	3,4	-3,2	-7,1	39,8	9,8
<b>Oct</b>	23 665	19,2	17,2	13,6	31,5	16,5	15,1	16,9	13,3	13,5	14,8	13,9	18,1	38,1	51,8	41,5
<b>Nov</b>	23 871	9,1	8,8	8,9	-4,6	12,5	1,3	15,2	8,2	6,9	8,9	8,5	19,4	-2,0	-16,0	9,8
<b>Dic</b>	20 934	2,3	1,1	0,3	-8,1	3,8	2,6	4,1	-4,7	-5,4	-3,5	-3,3	36,8	12,2	29,1	24,3
<b>07 Ene</b>	21 592	11,7	10,8	-7,9	32,2	17,9	4,0	21,6	10,1	6,4	5,8	7,7	15,4	1,6	17,2	0,3
<b>Feb</b>	21 749	6,1	5,5	1,8	14,7	5,5	3,2	6,1	4,8	5,6	6,2	5,1	7,5	-8,9	41,2	-1,8
<b>Mar</b>	24 106	2,7	0,8	3,1	14,8	-2,7	-12,0	-0,5	4,9	5,2	5,7	2,7	-3,6	-19,6	-1,7	0,6
<b>Abr</b>	22 059	10,0	12,3	10,6	9,3	13,5	1,9	16,4	12,1	12,3	13,3	11,8	11,6	-11,3	5,5	-1,9

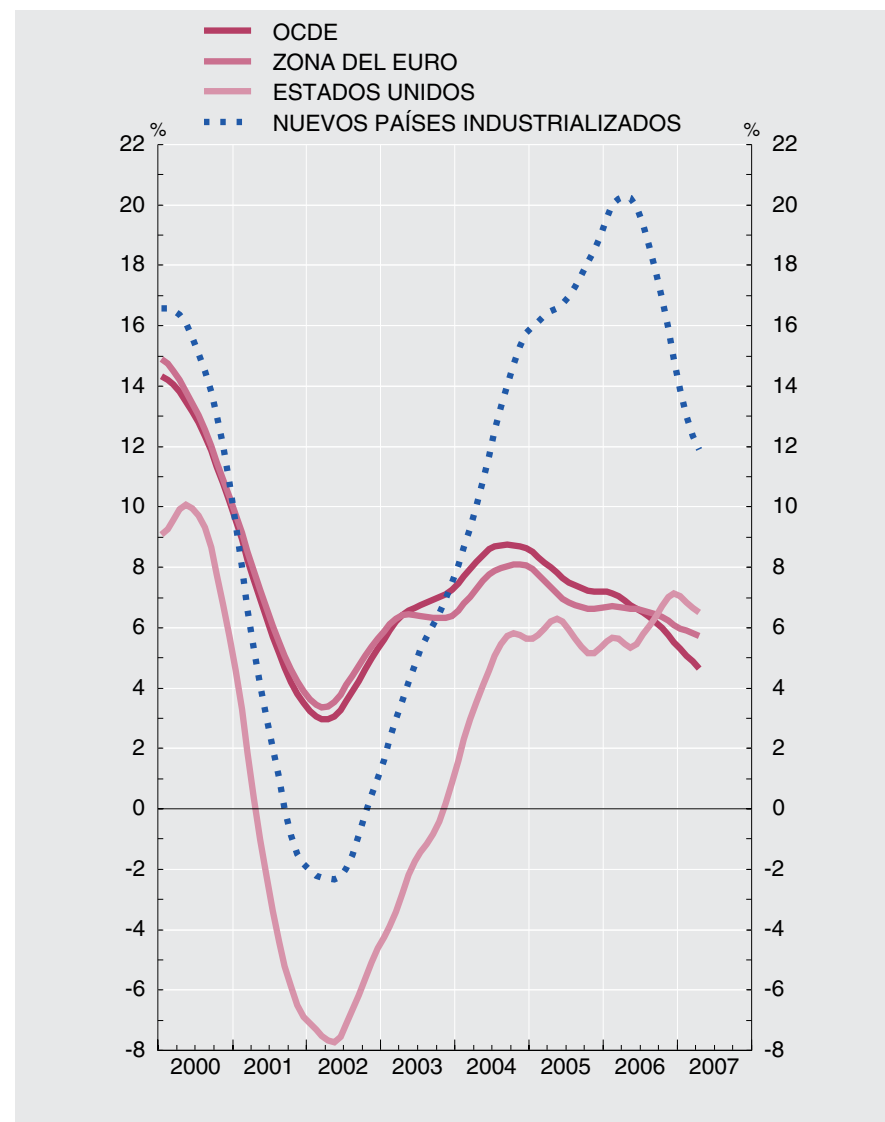
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

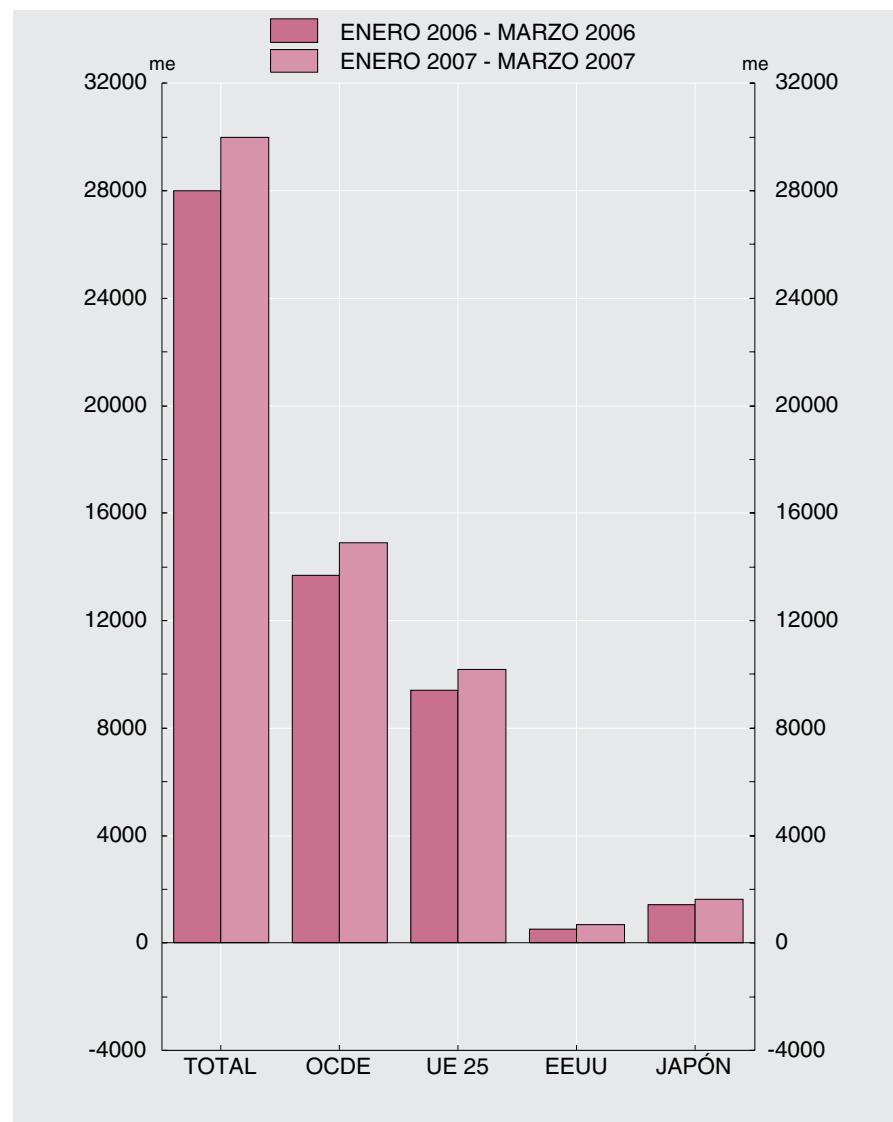
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

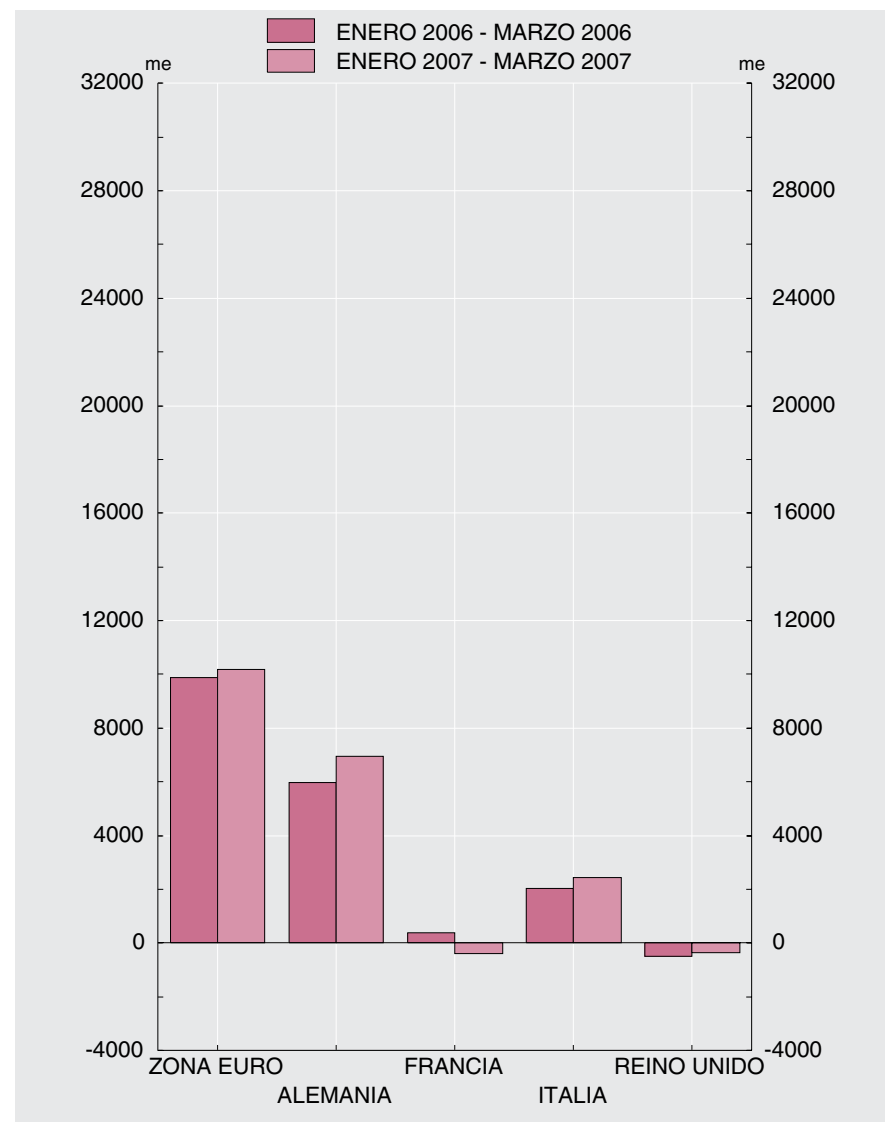
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 25)								OCDE					14	15	
		2	3	Unión Europea (UE 15)					8	9	Del cual:			13			
				4	Zona del euro			10			11	12					
					5	6	7						11				12
Total			Alemania	Francia	Italia	OPEP	Estados Unidos de América	Japón	Otros países americanos								
<b>01</b>	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176		
<b>02</b>	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176		
<b>03</b>	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600		
<b>04</b>	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104		
<b>05</b>	-77 950	-30 553	-29 889	-29 596	-16 749	-3 112	-6 938	-210	-82	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-3 411		
<b>06</b>	-89 687	-32 186	-30 570	-31 216	-18 442	-1 409	-6 722	661	-15	-43 791	-978	-4 494	-17 857	-3 092	-4 585		
<b>06 E-A</b>	-28 000	-9 995	-9 408	-9 887	-5 984	-392	-2 031	497	-18	-13 701	-528	-1 415	-5 794	-814	-1 366		
<b>07 E-A</b>	-29 977	-10 769	-10 197	-10 179	-6 961	381	-2 434	364	-381	-14 892	-691	-1 641	-4 872	-990	-1 335		
<b>06 Abr</b>	-6 884	-2 729	-2 571	-2 495	-1 394	-177	-461	-138	62	-3 386	-179	-307	-1 479	-162	-286		
<i>May</i>	-7 528	-2 591	-2 356	-2 382	-1 692	-21	-417	-46	71	-3 450	32	-432	-1 404	-372	-441		
<i>Jun</i>	-7 685	-3 060	-2 923	-3 136	-1 594	-597	-475	194	19	-4 015	28	-421	-1 560	-207	-476		
<i>Jul</i>	-7 177	-2 676	-2 675	-2 716	-1 563	-101	-680	-19	60	-3 540	-209	-336	-1 549	-118	-359		
<i>Ago</i>	-8 078	-2 856	-2 773	-2 708	-1 491	-165	-483	-68	3	-3 752	2	-326	-1 716	-123	-301		
<i>Sep</i>	-7 647	-2 359	-2 256	-2 251	-1 396	-83	-460	-5	-0	-3 437	-43	-372	-1 476	-429	-322		
<i>Oct</i>	-8 402	-2 612	-2 481	-2 582	-1 597	93	-672	97	4	-3 939	-95	-455	-1 601	-582	-439		
<i>Nov</i>	-8 775	-3 075	-2 890	-2 844	-1 642	65	-898	87	-134	-4 392	-202	-375	-1 336	-531	-476		
<i>Dic</i>	-6 396	-2 961	-2 807	-2 709	-1 483	-209	-606	-78	-20	-3 565	37	-361	-1 422	84	-405		
<b>07 Ene</b>	-7 624	-2 214	-1 825	-1 918	-1 456	112	-438	150	-57	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-354		
<i>Feb</i>	-6 889	-2 374	-2 316	-2 375	-1 756	167	-605	145	-86	-3 338	-80	-401	-1 206	-180	-341		
<i>Mar</i>	-7 804	-2 837	-2 799	-2 826	-1 840	170	-642	183	-156	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-355		
<i>Abr</i>	-7 660	-3 344	-3 257	-3 061	-1 908	-68	-749	-113	-83	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-285		

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

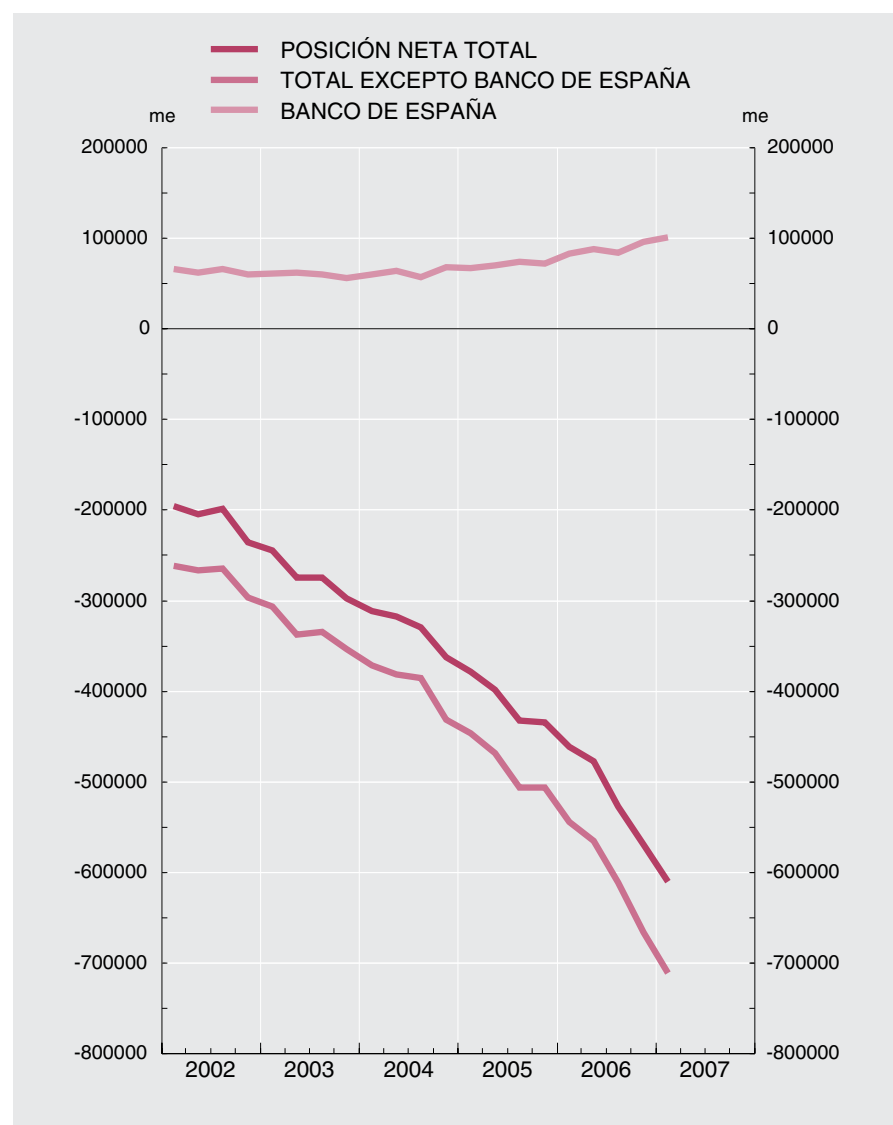
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

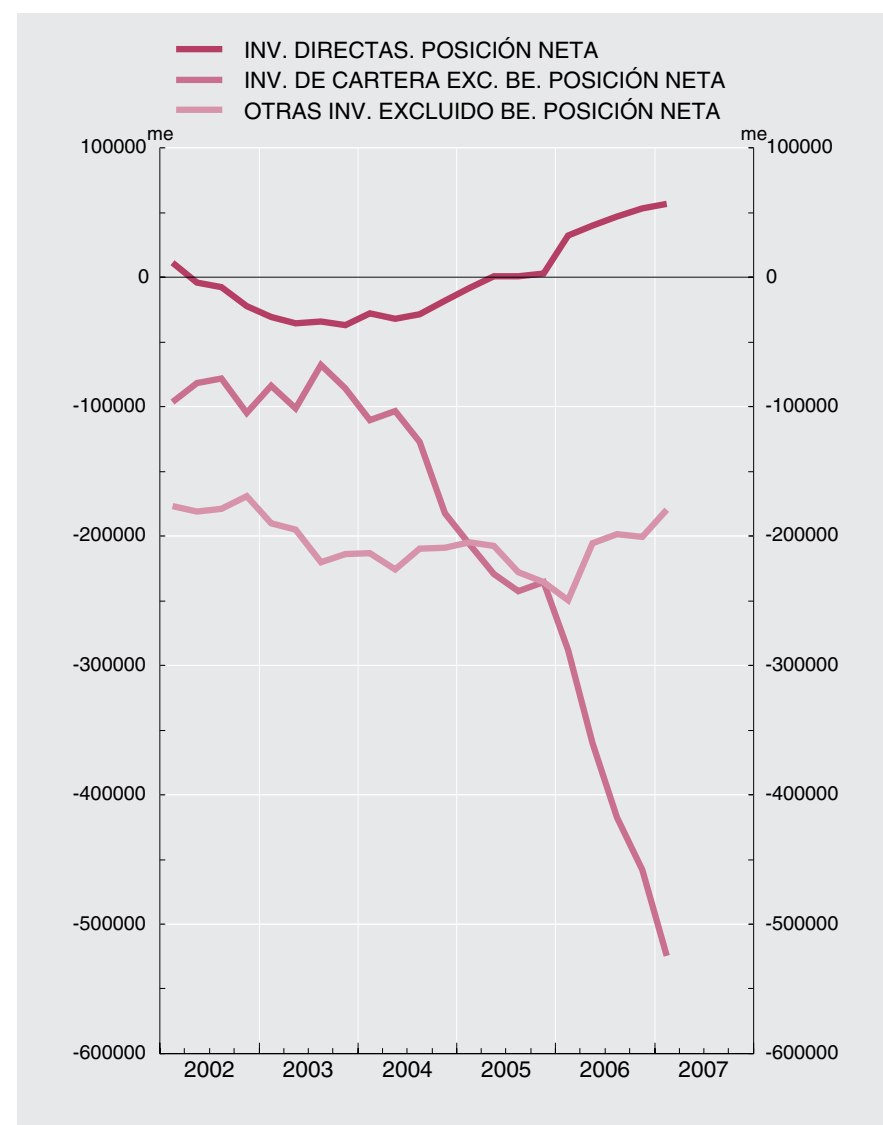
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16	
<b>99</b>	-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
<b>00</b>	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
<b>01</b>	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
<b>02</b>	R -236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
<b>03</b>	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
<b>04 /</b>	-311,3	-371,9	-28,1	242,1	270,2	-130,2	332,8	463,0	-213,6	210,9	424,4	-	60,5	17,6	23,1	19,9
<b>II</b>	-317,7	-381,9	-32,4	247,6	280,0	-123,4	347,9	471,3	-226,1	222,1	448,2	-	64,2	16,2	27,9	20,0
<b>III</b>	-329,0	-385,8	-28,6	254,2	282,9	-147,2	344,4	491,5	-210,0	229,7	439,7	-	56,8	15,9	20,5	20,4
<b>IV</b>	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
<b>05 /</b>	-378,6	-445,9	-8,1	287,3	295,4	-232,7	366,5	599,2	-205,1	240,3	445,4	-	67,3	13,3	25,2	28,8
<b>II</b>	-398,2	-468,6	0,5	298,8	298,3	-261,4	390,8	652,2	-207,6	255,7	463,3	-	70,4	13,7	22,0	34,7
<b>III</b>	-432,3	-506,3	0,4	302,8	302,4	-278,9	417,7	696,6	-227,9	255,5	483,4	-	74,0	14,0	21,2	38,7
<b>IV</b>	-434,3	-506,5	2,6	317,0	314,4	-273,6	454,7	728,4	-235,5	269,1	504,6	-	72,2	14,6	17,1	40,5
<b>06 /</b>	-461,5	-544,5	32,2	348,6	316,4	-327,1	476,7	803,8	-249,6	286,2	535,8	-	83,0	15,4	26,8	40,8
<b>II</b>	-477,2	-565,0	40,0	360,7	320,7	-399,2	444,3	843,5	-205,8	301,4	507,2	-	87,8	14,6	32,2	41,0
<b>III</b>	-527,4	-611,2	46,7	375,6	328,9	-459,1	447,7	906,8	-198,8	316,5	515,3	-	83,8	15,0	25,4	43,4
<b>IV</b>	-569,7	-665,7	53,0	386,6	333,6	-508,9	455,7	964,6	-201,0	328,4	529,4	-8,8	96,0	14,7	29,4	52,0
<b>07 /</b>	-610,5	-711,2	56,4	392,9	336,5	-577,5	463,5	1 041,0	-179,9	363,8	543,7	-10,2	100,8	14,0	31,9	54,9

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

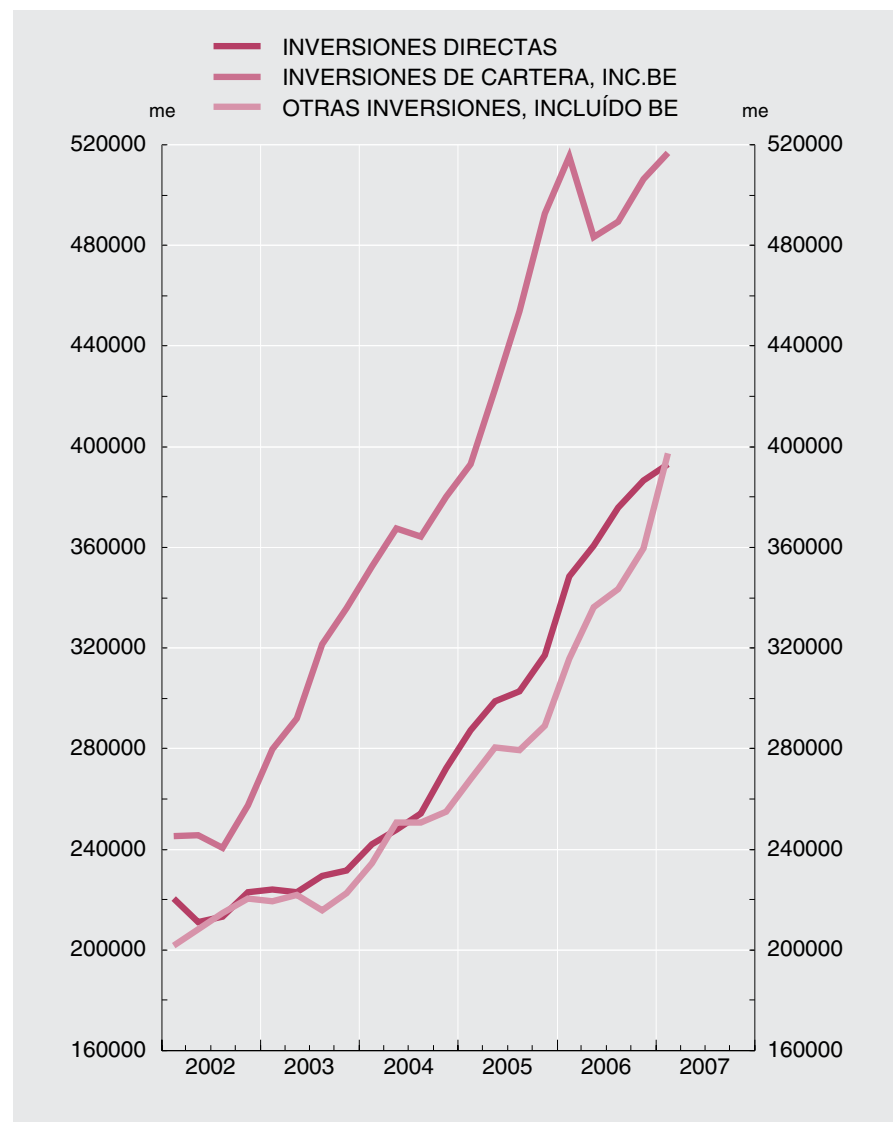
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

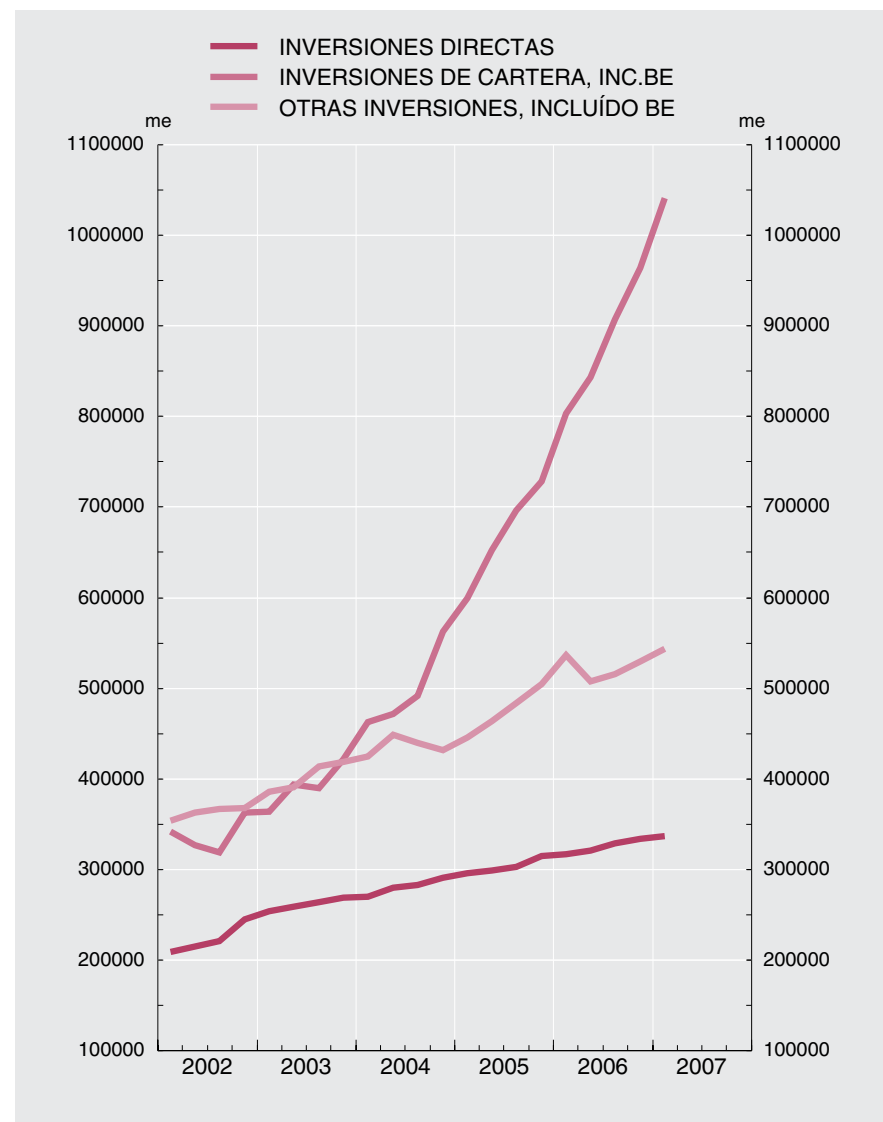
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	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	9	10	11	12
<b>99</b>	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489	...	...
<b>00</b>	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
<b>01</b>	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
<b>02</b>	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
<b>03</b>	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
<b>04 /</b>	225 194	16 878	208 256	61 931	70 575	281 731	153 501	309 500	234 370	424 483	-	-
<b>II</b>	230 136	17 465	214 813	65 228	75 271	292 225	149 108	322 159	250 458	448 162	-	-
<b>III</b>	234 813	19 406	218 183	64 681	71 014	293 161	150 702	340 847	250 801	439 721	-	-
<b>IV</b>	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05 /</b>	267 443	19 899	225 155	70 251	79 829	313 130	184 793	414 446	267 805	445 412	-	-
<b>II</b>	278 521	20 277	229 158	69 182	83 676	339 219	178 505	473 699	280 369	463 417	-	-
<b>III</b>	281 577	21 250	229 623	72 755	93 654	360 155	204 334	492 267	279 438	483 469	-	-
<b>IV</b>	295 784	21 238	239 162	75 255	104 157	388 472	197 347	531 035	288 966	504 744	-	-
<b>06 /</b>	328 771	19 795	239 309	77 049	119 452	395 944	214 645	589 149	315 648	536 298	-	-
<b>II</b>	339 580	21 159	244 864	75 873	122 047	361 127	206 547	636 951	336 048	507 508	-	-
<b>III</b>	355 781	19 859	247 646	81 278	126 170	363 383	232 494	674 271	343 575	515 493	-	-
<b>IV</b>	364 995	21 621	252 974	80 647	133 193	373 002	245 683	718 897	359 431	529 597	32 423	41 210
<b>07 /</b>	372 017	20 911	254 398	82 091	141 306	375 458	256 533	784 483	397 435	543 895	33 968	44 212

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

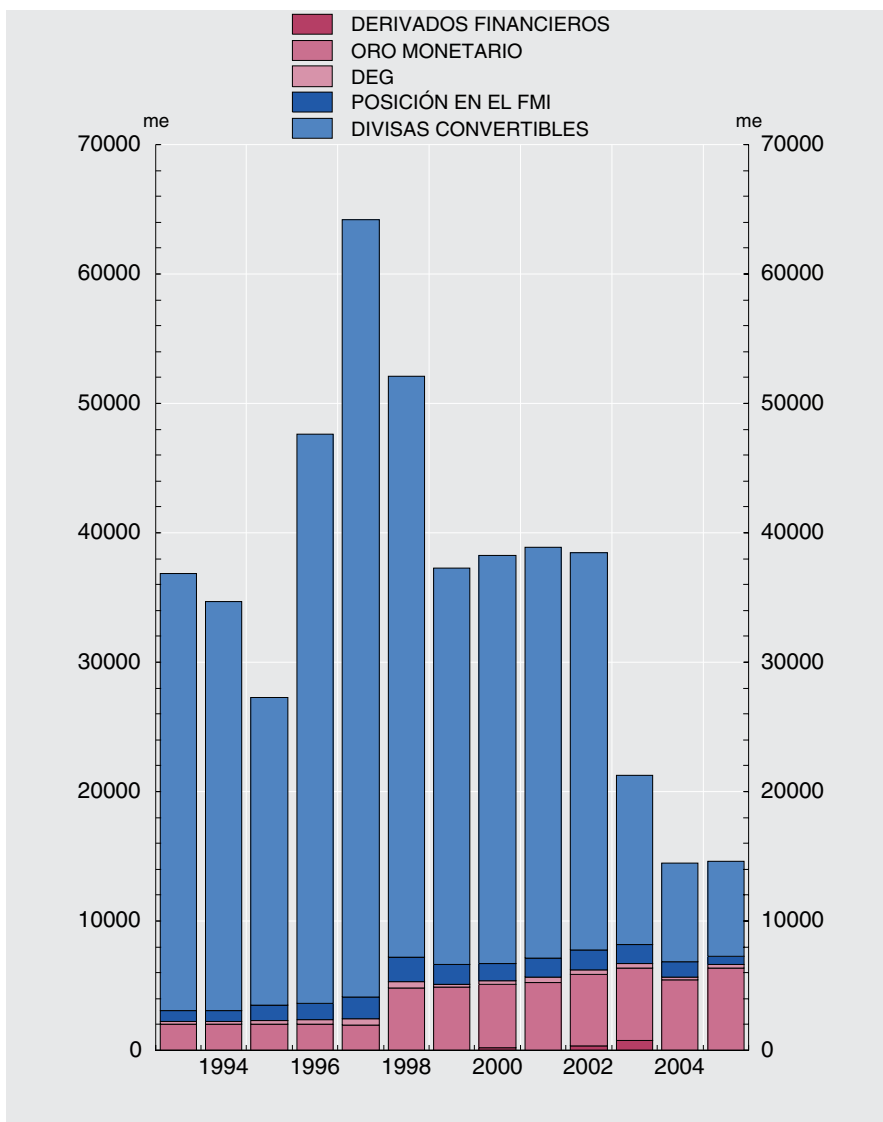
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

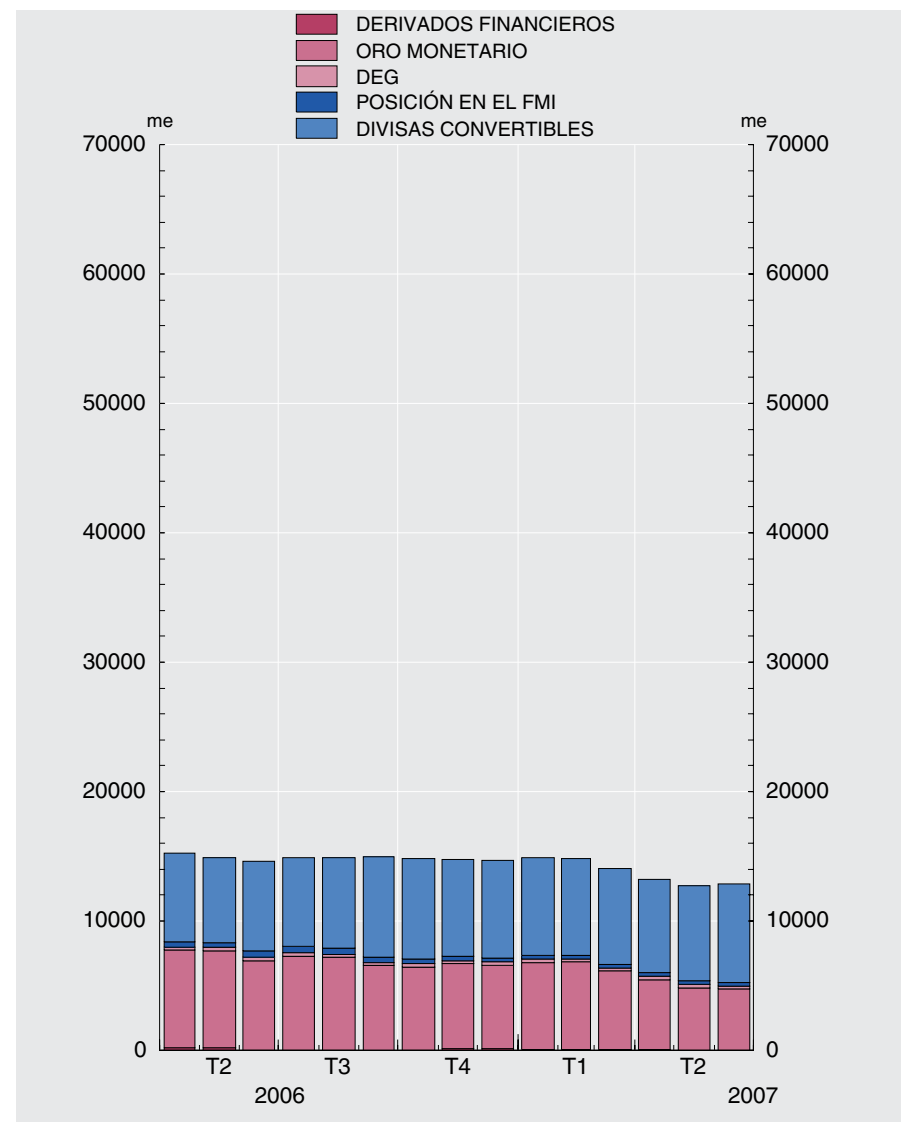
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>06</b>							
<i>Ene</i>	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7
<i>Feb</i>	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7
<i>Mar</i>	15 377	7 544	405	258	7 101	69	14,7
<i>Abr</i>	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7
<i>May</i>	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7
<i>Jun</i>	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
<i>Jul</i>	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
<i>Ago</i>	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
<i>Sep</i>	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
<i>Oct</i>	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
<i>Nov</i>	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
<i>Dic</i>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>							
<i>Ene</i>	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
<i>Feb</i>	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
<i>Mar</i>	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
<i>Abr</i>	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
<i>May</i>	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
<i>Jun</i>	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias					
		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	
													3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>03</b> //	716 455	185 291	2 963	267	169 875	12 185	-	344 968	323	170 814	50 093	123 739	
///	744 144	177 307	3 290	1 780	160 058	12 179	-	367 992	353	183 340	54 498	129 801	
IV	775 767	174 827	4 312	335	157 552	12 628	-	379 423	326	187 752	61 652	129 693	
<b>04</b> /	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485	
//	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676	
///	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974	
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071	
<b>05</b> /	958 111	204 861	2 513	1 024	183 038	18 286	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301	
//	1 038 147	213 963	2 110	437	194 059	17 358	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810	
///	1 080 413	213 393	3 088	1 424	191 719	17 162	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776	
IV	1 144 535	213 435	2 465	65	192 798	18 107	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887	
<b>06</b> /	1 238 023	214 097	4 628	11	191 300	18 157	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115	
//	1 258 059	213 360	3 620	345	191 381	18 015	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443	
///	1 307 363	214 193	6 070	1 469	188 569	18 085	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224	
IV	1 368 862	215 528	4 836	662	191 871	18 158	-	622 806	6 252	277 169	236 038	103 346	
<b>07</b> /	1 455 327	219 189	4 901	37	195 616	18 635	-	657 580	11 371	295 436	251 674	99 100	

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

	Autoridad monetaria			Otros sectores residentes							Inversión directa				
	Total	Corto plazo		Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:		
		Depósitos	Total		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Total	Inversores directos	Afiliadas
<b>03</b> //	870	870	119 491	2 497	17 701	167	34 248	63 864	437	576	65 836	33 091	32 745		
///	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</b> /	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088		
//	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075		
///	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331		
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307		
<b>05</b> /	0	0	194 496	4 274	20 639	787	98 620	68 984	405	788	98 253	39 204	59 049		
//	71	71	232 825	3 839	19 978	1 569	133 435	72 819	397	788	101 030	41 203	59 828		
///	42	42	244 422	3 401	19 351	1 636	142 932	76 091	365	646	104 677	42 309	62 368		
IV	126	126	273 327	3 380	18 006	996	166 955	83 100	363	527	108 756	43 282	65 474		
<b>06</b> /	462	462	321 366	2 905	19 095	408	195 679	102 410	359	510	112 577	46 838	65 739		
//	291	291	349 907	4 283	17 934	330	226 684	99 819	352	506	113 600	48 123	65 477		
///	158	158	373 067	4 641	21 586	830	244 071	101 091	349	499	117 599	51 360	66 239		
IV	154	154	410 007	4 786	21 803	694	275 114	106 781	340	489	120 368	51 595	68 773		
<b>07</b> /	154	154	451 455	5 303	20 426	541	315 618	108 754	325	489	126 949	51 413	75 536		

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)				
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>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	-
<i>Abr</i>	409 990	289 025	120 000	1 300	-18	230	547	246 408	565 593	11 289	336 927	6 453	1 710	161 872	-
<i>May</i>	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136	241 231	569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-
<i>Jun</i>	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495	253 565	575 813	14 272	337 603	1 083	1 476	164 873	-
<i>Jul</i>	449 416	329 739	120 000	-405	-1	359	276	280 132	585 320	34 646	327 983	-11 851	1 783	167 501	-
<i>Ago</i>	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53	267 906	589 612	23 289	327 310	-17 685	3 046	165 915	-
<i>Sep</i>	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162	254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-
<i>Oct</i>	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92	261 353	591 532	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-
<i>Nov</i>	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43	252 396	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-
<i>Dic</i>	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93	261 057	616 005	4 996	326 659	-33 285	5 152	175 819	-
<b>07 Ene</b>	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 241	610 602	13 826	323 822	-43 365	3 374	175 024	49
<i>Feb</i>	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-
<i>Mar</i>	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-
<i>Abr</i>	434 240	285 048	150 001	-1 180	-1	667	295	247 831	619 122	14 826	326 080	-60 037	3 924	182 485	-
<i>May</i>	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553	244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-
<i>Jun</i>	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254	245 845	628 079	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-

**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>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	-
<i>Abr</i>	24 830	21 809	2 944	95	-17	-	1	31 754	80 819	7 398	20 927	-35 537	-23 536	-21 553	-1 983	16 612	-
<i>May</i>	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1	35 691	80 484	10 052	20 777	-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-
<i>Jun</i>	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	-	39 354	81 230	11 760	20 839	-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-
<i>Jul</i>	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37	38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-
<i>Ago</i>	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	-	35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-
<i>Sep</i>	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	-	30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-
<i>Oct</i>	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0	30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-
<i>Nov</i>	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0	29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-
<i>Dic</i>	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0	26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-
<b>07 Ene</b>	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0	25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-
<i>Feb</i>	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0	25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-
<i>Mar</i>	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274	22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-
<i>Abr</i>	19 143	15 571	3 876	-232	-0	-	72	25 505	85 050	10 537	14 604	-55 479	-26 784	-26 289	-495	20 423	-
<i>May</i>	20 278	16 315	3 997	-	-2	0	32	34 020	84 242	20 763	14 040	-56 944	-33 112	-32 805	-307	19 370	-
<i>Jun</i>	18 243	15 824	2 419	-	-0	-	0	33 209	84 836	21 333	13 529	-59 432	-35 156	-34 802	-354	20 191	-

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

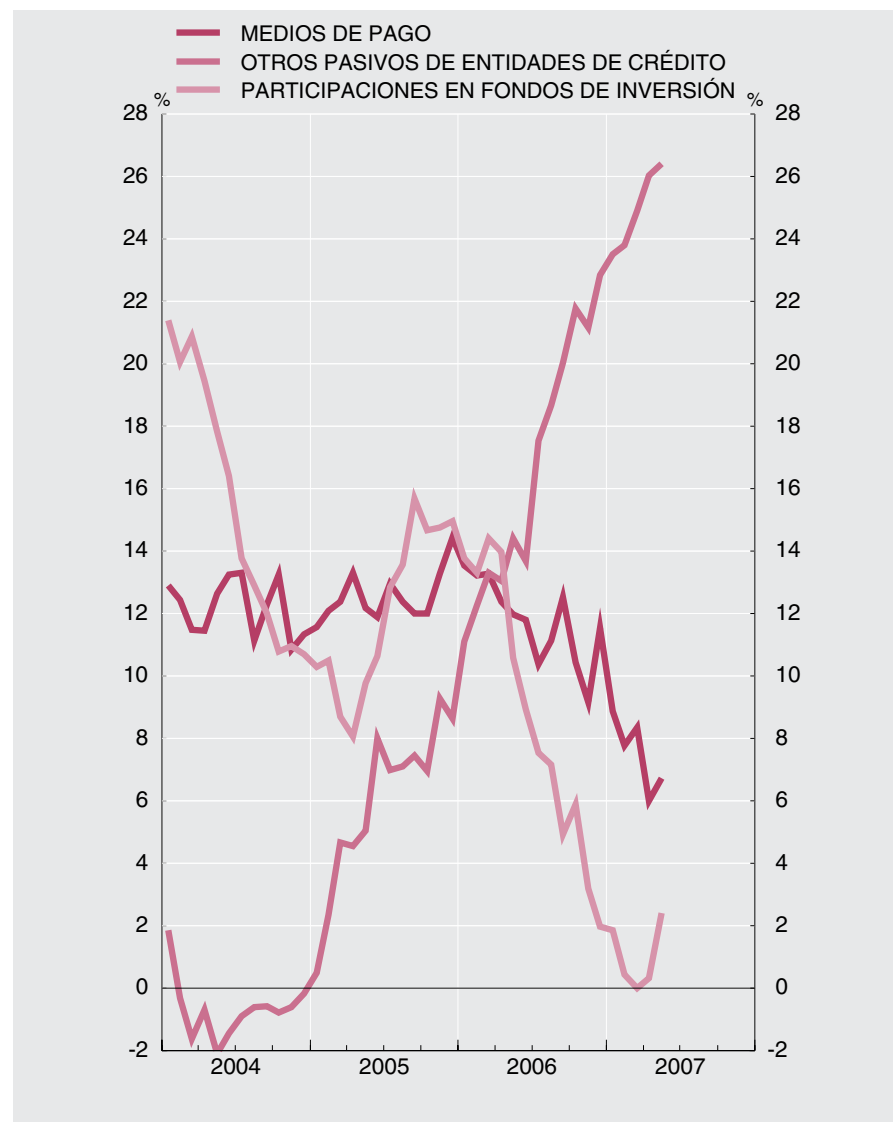
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

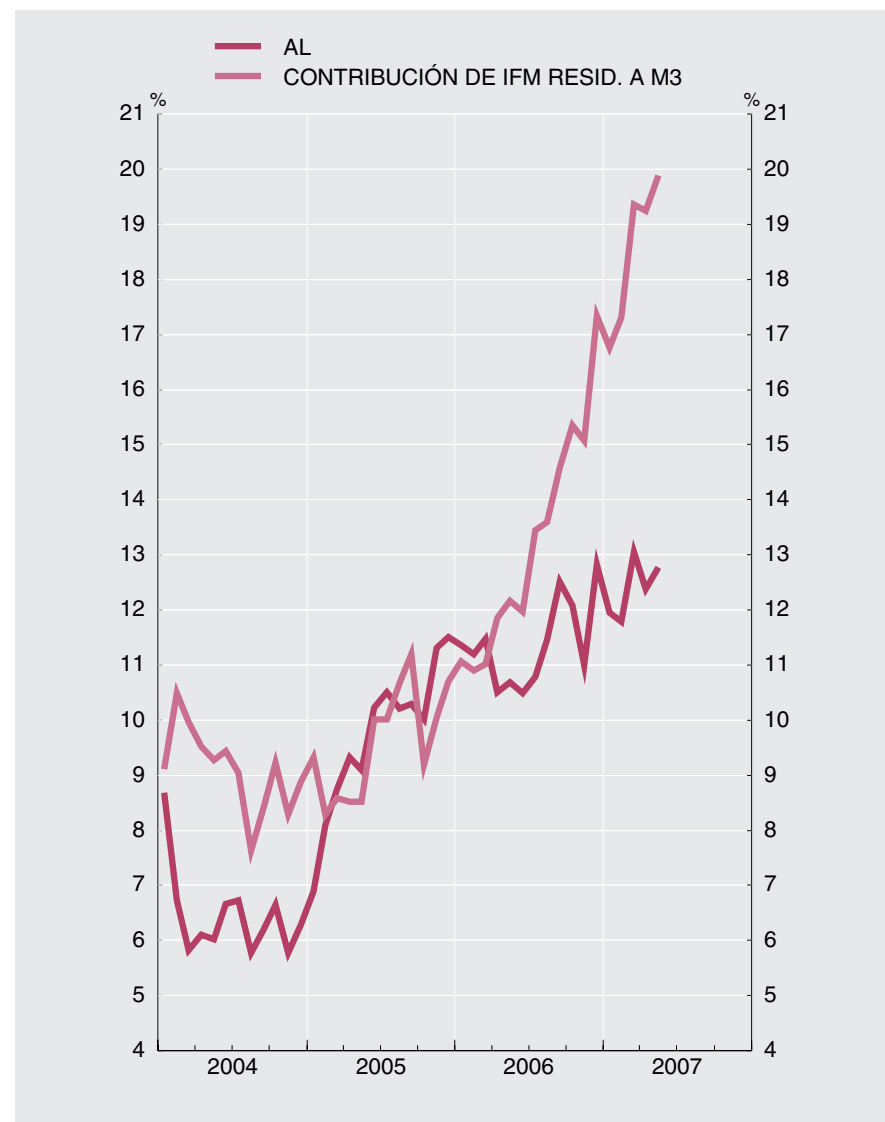
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión			Pro memoria		
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exte- rior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>04</b>	401 569	11,3	19,7	9,5	277 903	-0,2	8,4	-28,4	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,3	8,9
<b>05</b>	459 550	14,4	16,1	14,0	301 891	8,6	10,5	-0,6	5,3	221 306	14,9	7,7	22,6	11,5	10,7
<b>06</b>	512 581	11,5	9,9	11,9	370 825	22,8	22,8	29,6	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
<b>06 Feb</b>	455 677	13,2	15,9	12,6	311 272	12,3	11,1	20,3	8,9	224 802	13,3	0,1	26,8	11,2	10,9
<i>Mar</i>	463 123	13,3	16,4	12,6	317 975	13,3	12,9	21,9	-7,9	228 057	14,4	-1,0	29,9	11,5	11,0
<i>Abr</i>	463 170	12,4	15,6	11,6	317 806	13,0	12,8	17,5	1,1	228 294	14,0	-4,1	32,5	10,5	11,9
<i>May</i>	466 598	12,0	14,9	11,3	322 027	14,4	13,5	23,8	0,3	225 687	10,6	-4,8	26,3	10,7	12,2
<i>Jun</i>	486 718	11,8	14,4	11,2	327 512	13,7	13,9	20,5	-10,3	225 521	8,9	-3,8	22,0	10,5	12,0
<i>Jul</i>	486 852	10,4	12,7	9,9	334 929	17,5	16,7	29,6	-4,1	226 736	7,5	-5,6	20,9	10,8	13,4
<i>Ago</i>	476 857	11,1	12,4	10,8	343 181	18,7	17,7	31,6	-3,3	228 725	7,2	-6,5	21,2	11,5	13,6
<i>Sep</i>	490 567	12,5	11,4	12,8	346 311	20,0	19,3	33,2	-5,5	227 577	4,9	-7,7	17,4	12,5	14,6
<i>Oct</i>	481 540	10,5	10,5	10,4	351 180	21,8	20,5	36,6	1,2	229 123	5,9	-7,3	18,9	12,1	15,3
<i>Nov</i>	486 157	9,1	10,6	8,8	358 562	21,2	21,4	27,2	-3,5	226 128	3,2	-9,5	15,3	11,0	15,1
<i>Dic</i>	512 581	11,5	9,9	11,9	370 825	22,8	22,8	29,6	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
<b>07 Ene</b>	490 546	8,9	9,2	8,8	378 739	23,5	26,0	17,6	-4,0	225 798	1,9	-9,0	11,3	12,0	16,8
<i>Feb</i>	491 056	7,8	8,6	7,6	385 352	23,8	26,6	15,7	-4,1	225 755	0,4	-7,1	6,5	11,8	17,3
<i>Mar</i>	501 750	8,3	8,3	8,4	397 180	24,9	27,7	14,3	8,9	228 073	0,0	-3,1	2,4	13,0	19,4
<i>Abr</i> P	491 022	6,0	7,0	5,8	400 521	26,0	28,5	17,1	7,1	229 024	0,3	-1,9	2,0	12,4	19,2
<i>May</i> P	497 955	6,7	6,7	6,7	407 119	26,4	28,0	19,6	17,9	231 139	2,4	-3,3	6,8	12,8	19,9

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.
- e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

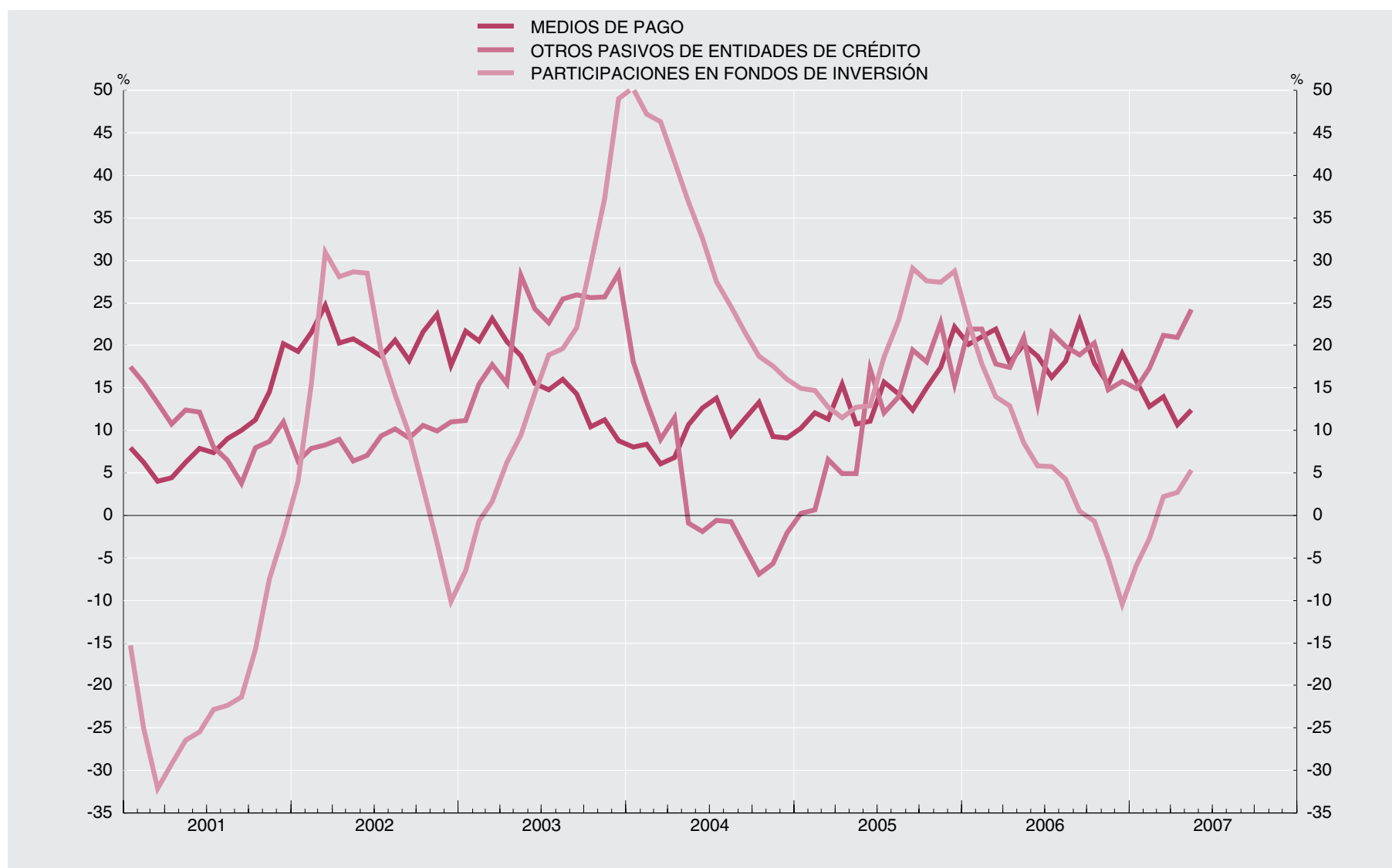
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>04</b>	93 249	9,1	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5
<b>05</b>	113 928	22,2	71 999	15,4	30,5	-0,1	30 552	28,7	14,8	42,8
<b>06</b>	135 637	19,1	83 363	15,8	17,4	13,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>06 Feb</b>	113 575	21,0	71 281	21,9	25,7	17,5	29 547	17,8	4,5	30,3
<i>Mar</i>	116 620	21,9	72 429	17,9	23,9	11,0	29 133	13,9	1,0	25,5
<i>Abr</i>	114 918	18,0	71 314	17,4	24,4	8,9	29 114	12,9	-3,6	28,3
<i>May</i>	117 318	20,1	72 221	21,0	19,1	23,6	28 628	8,6	-6,0	22,3
<i>Jun</i>	123 650	18,7	73 235	13,1	12,7	13,6	28 369	5,8	-7,5	18,6
<i>Jul</i>	122 855	16,2	74 568	21,5	21,1	22,1	29 187	5,8	-6,7	17,5
<i>Ago</i>	119 085	18,1	77 833	19,9	21,8	17,2	29 404	4,3	-8,0	15,7
<i>Sep</i>	126 645	22,9	78 556	18,9	24,3	11,9	29 075	0,5	-10,0	9,8
<i>Oct</i>	121 704	17,9	78 135	20,3	22,0	17,9	28 899	-0,7	-9,6	7,2
<i>Nov</i>	124 657	15,4	79 346	14,8	19,5	8,4	28 178	-5,1	-11,5	0,3
<i>Dic</i>	135 637	19,1	83 363	15,8	17,4	13,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>07 Ene</b>	127 160	15,9	82 405	14,9	24,5	3,0	28 093	-5,9	-12,0	-1,1
<i>Feb</i>	128 151	12,8	83 636	17,3	28,2	3,6	28 740	-2,7	-6,2	-0,1
<i>Mar</i>	132 866	13,9	87 776	21,2	30,7	8,9	29 765	2,2	2,4	2,0
<i>Abr</i> P	127 169	10,7	86 261	21,0	28,8	10,2	29 889	2,7	3,8	1,9
<i>May</i> P	131 854	12,4	89 737	24,3	29,8	16,5	30 165	5,4	2,8	7,2

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

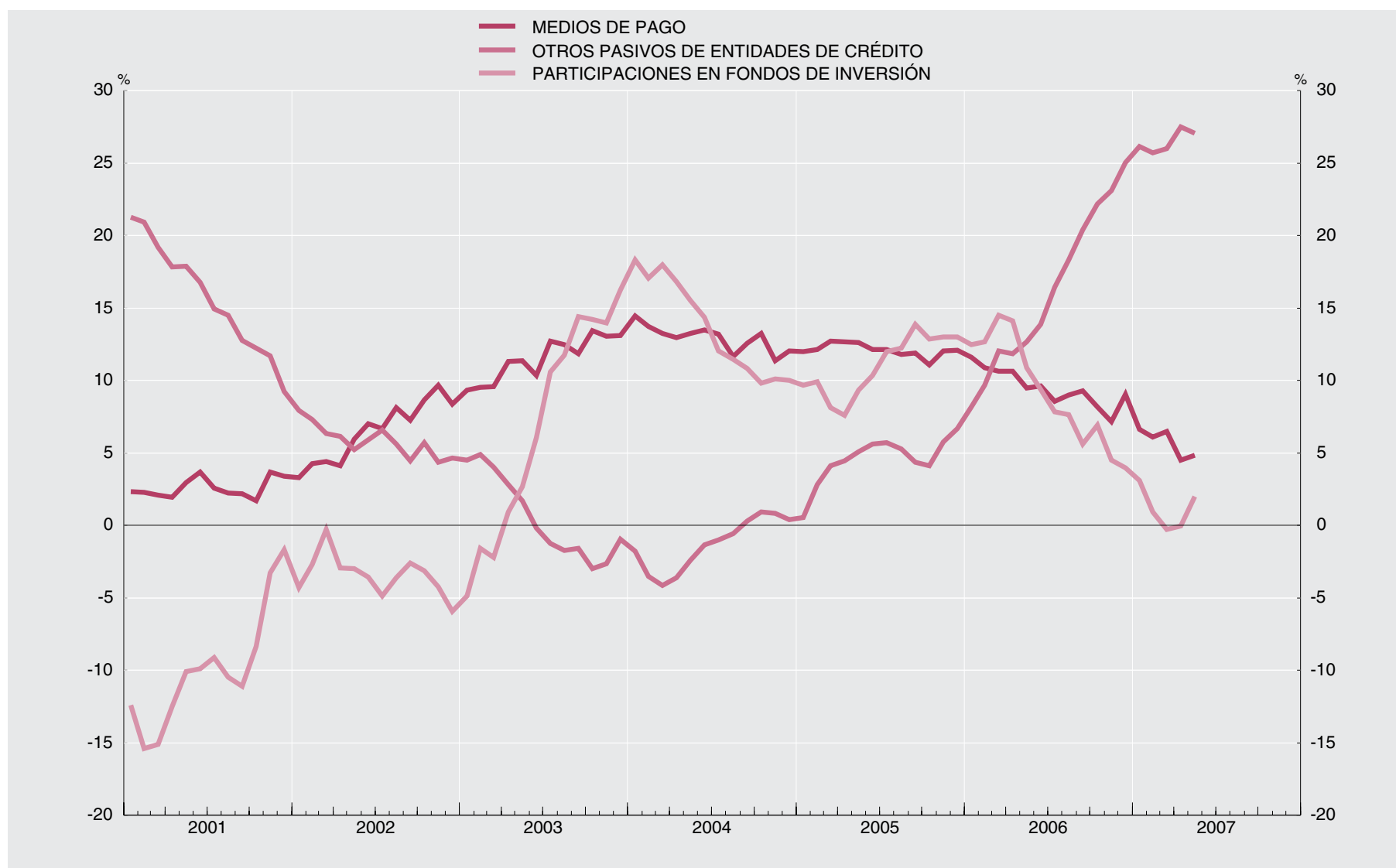
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	308 320	12,0	20,4	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05</b>	345 622	12,1	15,2	11,2	229 892	6,7	7,3	1,8	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06</b>	376 944	9,1	10,1	8,8	287 462	25,0	23,8	35,6	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>06 Feb</b>	342 102	10,9	15,2	9,6	239 991	9,7	8,7	18,1	195 255	12,7	-0,4	26,3
<b>Mar</b>	346 503	10,6	15,8	9,2	245 546	12,0	11,1	19,4	198 924	14,5	-1,3	30,6
<b>Abr</b>	348 252	10,6	15,1	9,3	246 492	11,8	10,9	19,7	199 181	14,1	-4,2	33,2
<b>May</b>	349 279	9,5	14,5	8,0	249 807	12,7	12,5	13,8	197 059	10,9	-4,6	26,9
<b>Jun</b>	363 068	9,6	14,1	8,3	254 278	13,9	14,2	11,7	197 152	9,4	-3,3	22,5
<b>Jul</b>	363 997	8,5	12,4	7,4	260 362	16,4	16,0	20,3	197 549	7,8	-5,4	21,4
<b>Ago</b>	357 772	9,0	12,2	8,0	265 348	18,3	17,0	30,0	199 321	7,6	-6,3	22,1
<b>Sep</b>	363 922	9,3	11,3	8,7	267 755	20,4	18,3	39,3	198 501	5,6	-7,4	18,7
<b>Oct</b>	359 836	8,1	10,4	7,5	273 045	22,2	20,2	40,6	200 224	6,9	-7,0	20,9
<b>Nov</b>	361 500	7,1	10,7	6,1	279 216	23,1	21,8	34,5	197 950	4,5	-9,2	17,8
<b>Dic</b>	376 944	9,1	10,1	8,8	287 462	25,0	23,8	35,6	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07 Ene</b>	363 387	6,6	9,4	5,8	296 334	26,1	26,2	25,4	197 705	3,1	-8,5	13,3
<b>Feb</b>	362 905	6,1	8,8	5,3	301 716	25,7	26,3	20,9	197 014	0,9	-7,2	7,6
<b>Mar</b>	368 884	6,5	8,5	5,9	309 404	26,0	27,1	17,9	198 308	-0,3	-3,8	2,4
<b>Abr P</b>	363 853	4,5	7,2	3,6	314 260	27,5	28,4	20,4	199 135	-0,0	-2,7	2,0
<b>May P</b>	366 101	4,8	6,9	4,2	317 382	27,1	27,7	22,2	200 974	2,0	-4,1	6,7

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

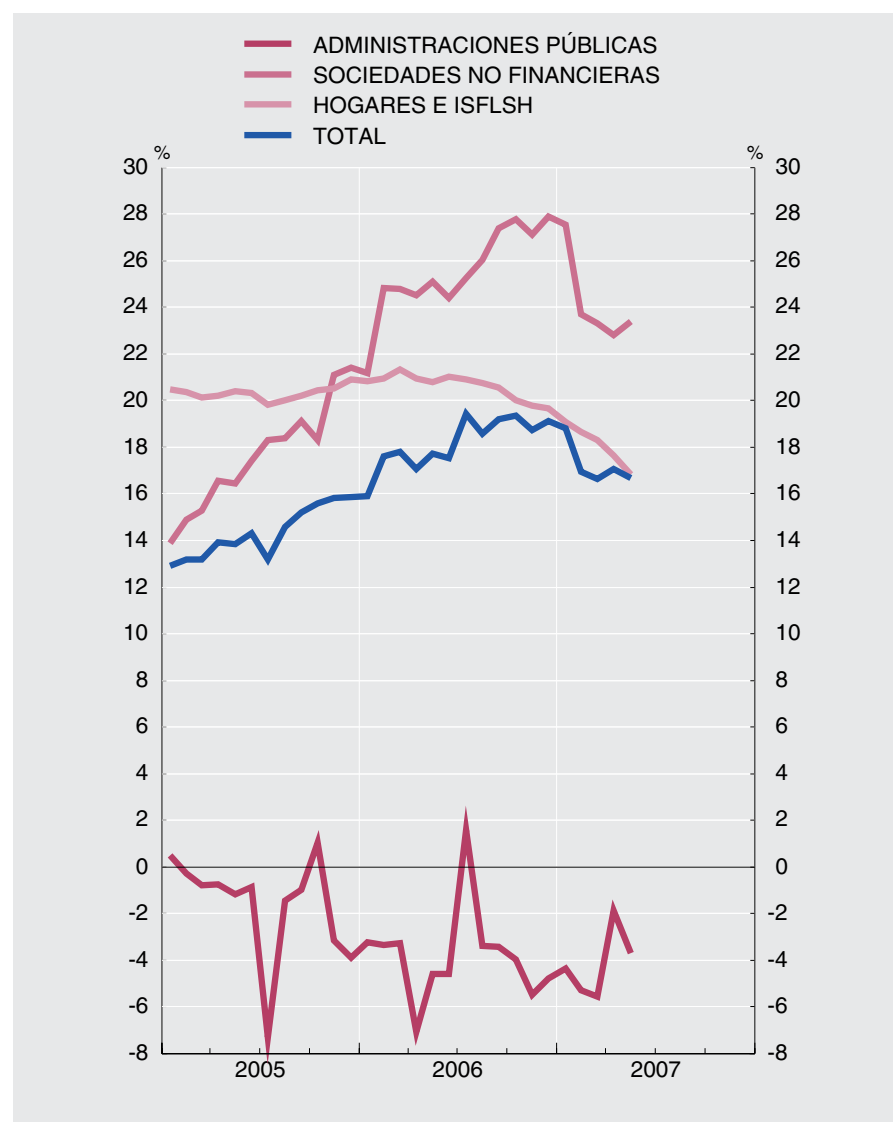
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

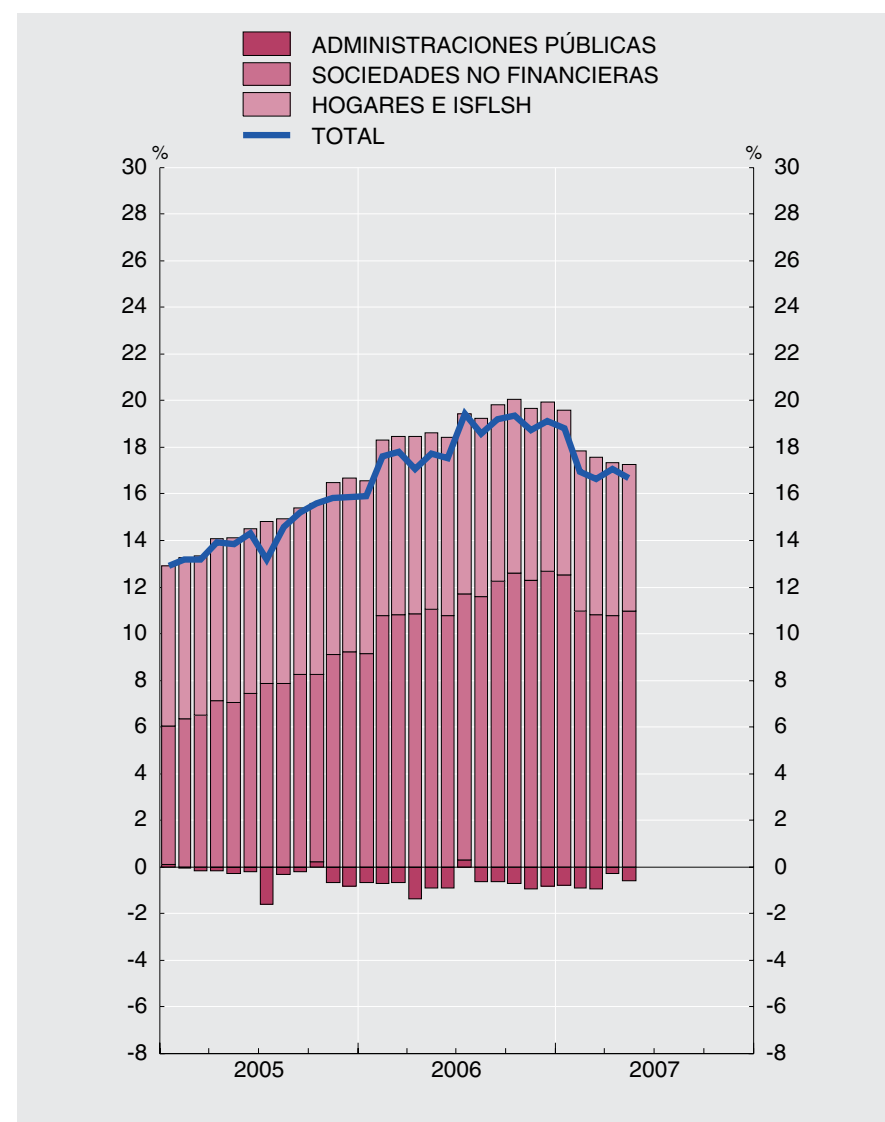
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>04</b>	1 510 072	165 523	12,4	-0,2	16,3	13,2	20,2	19,1	-1,2	3,5	-0,0	12,4	5,6	6,8	12,0	-0,0	0,4
<b>05</b>	1 756 769	239 370	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	15,2	0,2	1,3
<b>06</b>	2 095 156	335 677	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
<b>06 Feb</b>	1 814 379	36 278	17,6	-3,3	23,1	24,8	21,0	22,9	74,9	20,8	-0,7	18,3	10,8	7,5	15,3	0,6	2,5
<b>Mar</b>	1 847 667	30 578	17,8	-3,3	23,2	24,8	21,3	23,3	73,7	19,4	-0,7	18,5	10,8	7,7	15,6	0,6	2,3
<b>Abr</b>	1 850 722	3 391	17,1	-7,1	22,9	24,5	20,9	23,3	69,2	17,9	-1,4	18,4	10,8	7,6	15,8	0,5	2,2
<b>May</b>	1 883 042	31 830	17,7	-4,6	23,1	25,1	20,8	23,3	78,9	18,5	-0,9	18,6	11,0	7,6	15,8	0,6	2,2
<b>Jun</b>	1 929 224	44 666	17,5	-4,6	22,9	24,4	21,0	23,2	94,3	16,0	-0,9	18,4	10,8	7,7	15,8	0,8	1,9
<b>Jul</b>	1 964 182	34 689	19,4	1,6	23,3	25,3	20,9	23,5	112,3	16,4	0,3	19,1	11,4	7,7	16,3	0,9	2,0
<b>Ago</b>	1 969 186	5 475	18,6	-3,4	23,7	26,0	20,8	24,0	112,6	16,1	-0,6	19,2	11,6	7,6	16,4	0,9	1,9
<b>Sep</b>	1 999 709	33 161	19,2	-3,4	24,3	27,4	20,6	24,4	123,3	17,2	-0,6	19,8	12,3	7,6	16,9	0,9	2,0
<b>Oct</b>	2 014 047	14 317	19,3	-4,0	24,3	27,8	20,0	24,2	132,5	17,6	-0,7	20,0	12,6	7,4	17,0	1,0	2,1
<b>Nov</b>	2 047 277	31 304	18,7	-5,5	23,8	27,1	19,8	24,6	131,0	12,4	-1,0	19,7	12,3	7,4	17,2	1,0	1,5
<b>Dic</b>	2 095 156	47 564	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
<b>07 Ene</b>	2 119 952	21 133	18,8	-4,4	23,7	27,6	19,1	24,3	132,0	13,5	-0,8	19,6	12,5	7,1	17,0	1,0	1,6
<b>Feb</b>	2 129 632	9 318	16,9	-5,3	21,5	23,7	18,7	23,7	61,5	5,5	-0,9	17,8	11,0	6,9	16,5	0,7	0,7
<b>Mar</b>	2 163 857	30 569	16,6	-5,5	21,1	23,3	18,3	23,4	58,9	5,2	-0,9	17,6	10,8	6,7	16,3	0,7	0,7
<b>Abr</b>	P 2 175 492	11 789	17,1	-1,9	20,5	22,8	17,6	22,5	56,6	5,9	-0,3	17,4	10,8	6,6	16,0	0,6	0,7
<b>May</b>	P 2 205 385	29 943	16,7	-3,7	20,5	23,4	16,8	22,4	55,8	6,3	-0,6	17,3	11,0	6,3	15,9	0,6	0,8

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

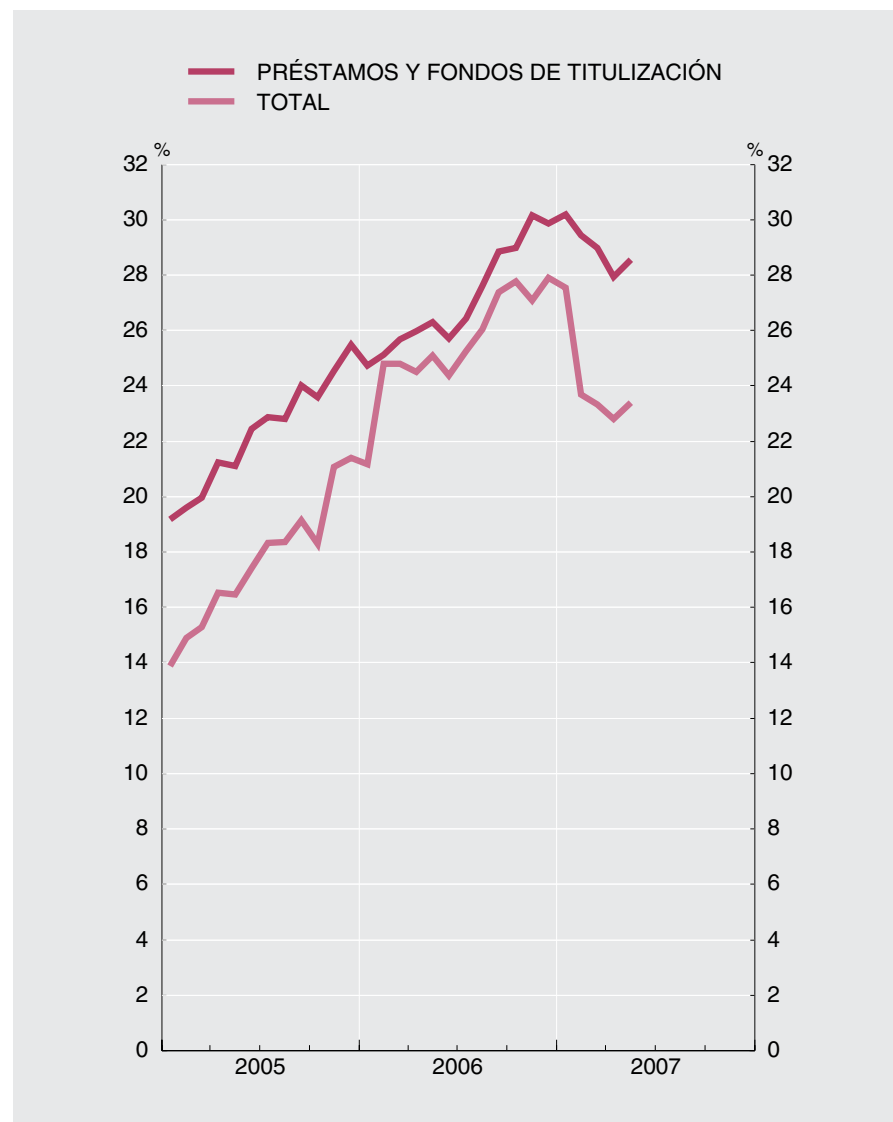
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

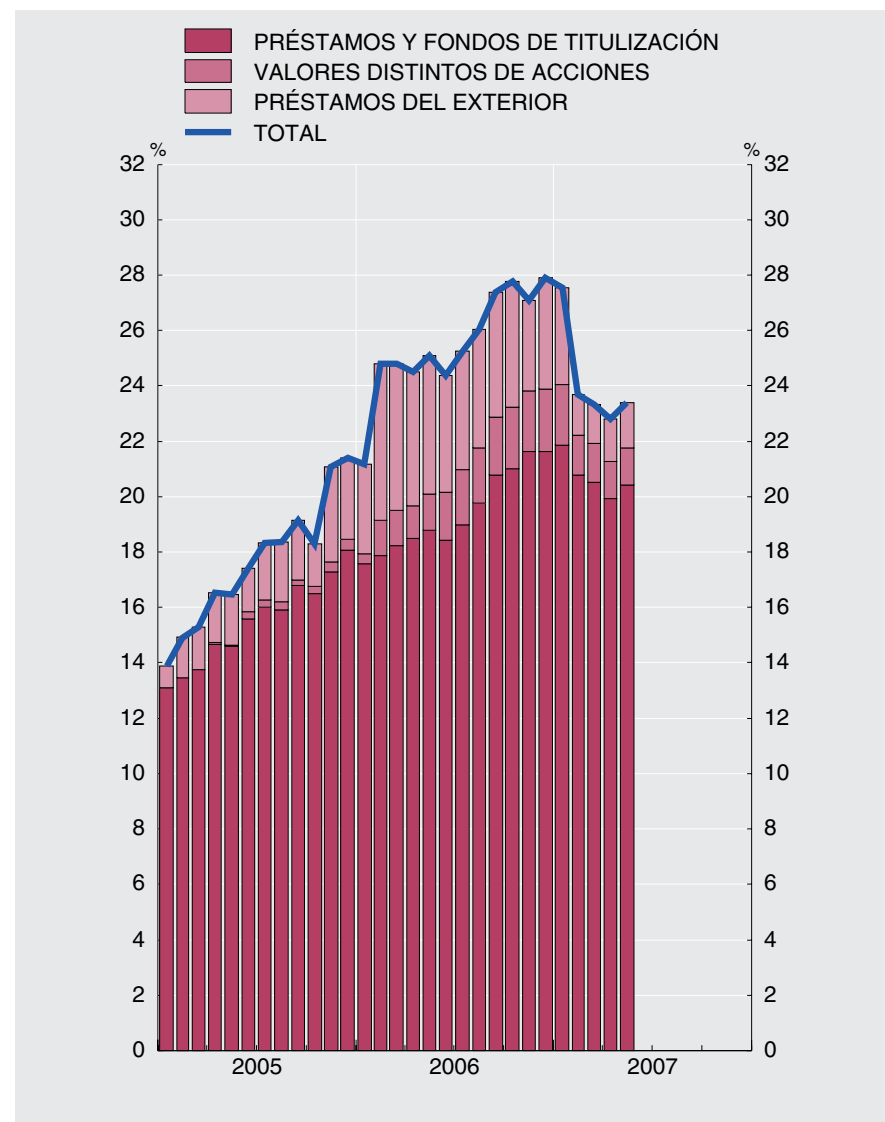
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>04</b>	650 617	75 420	13,2	461 109	17,8	12,2	10 678	-	-1,2	-0,0	178 830	3,4	1,0	15 538
<b>05</b>	797 562	139 236	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 126	10,7	2,9	5 581
<b>06</b>	1 023 350	222 568	27,9	750 337	29,9	21,6	31 045	18 844	135,1	2,2	241 968	15,6	4,0	3 430
<b>06 Feb</b>	840 892	33 319	24,8	593 351	25,1	17,9	19 929	8 824	74,9	1,3	227 612	20,9	5,7	5 362
<i>Mar</i>	858 066	14 429	24,8	607 648	25,7	18,2	20 428	9 153	73,7	1,3	229 991	19,4	5,3	5 041
<i>Abr</i>	874 845	17 095	24,5	624 493	26,0	18,5	20 416	9 159	69,2	1,2	229 935	17,9	4,8	4 807
<i>May</i>	884 853	9 500	25,1	632 774	26,3	18,8	20 958	9 776	78,9	1,3	231 121	18,5	5,0	4 640
<i>Jun</i>	904 926	18 489	24,4	651 356	25,7	18,4	25 737	14 185	94,3	1,7	227 834	15,9	4,2	4 569
<i>Jul</i>	935 847	30 626	25,3	674 374	26,4	19,0	27 634	15 591	112,3	2,0	233 840	16,3	4,3	4 434
<i>Ago</i>	935 492	76	26,0	674 023	27,6	19,8	27 551	15 792	112,6	2,0	233 918	16,1	4,3	4 345
<i>Sep</i>	959 183	26 253	27,4	696 660	28,8	20,8	28 436	16 693	123,3	2,1	234 088	17,1	4,5	4 245
<i>Oct</i>	979 264	20 035	27,8	713 145	29,0	21,0	29 674	17 561	132,5	2,2	236 445	17,6	4,6	3 844
<i>Nov</i>	997 545	16 316	27,1	729 232	30,1	21,6	30 112	17 681	131,0	2,2	238 202	12,3	3,3	3 824
<i>Dic</i>	1 023 350	25 347	27,9	750 337	29,9	21,6	31 045	18 844	135,1	2,2	241 968	15,6	4,0	3 430
<b>07 Ene</b>	1 038 138	11 068	27,6	761 273	30,2	21,9	31 056	19 026	132,0	2,2	245 810	13,5	3,5	3 362
<i>Feb</i>	1 048 608	10 066	23,7	767 544	29,4	20,8	32 191	20 552	61,5	1,5	248 873	5,4	1,5	3 290
<i>Mar</i>	1 067 531	15 169	23,3	783 327	29,0	20,5	32 467	20 843	58,9	1,4	251 737	5,1	1,4	3 208
<i>Abr</i>	P 1 083 903	16 426	22,8	798 472	27,9	19,9	31 975	20 743	56,6	1,3	253 456	5,8	1,5	3 156
<i>May</i>	P 1 100 848	16 983	23,4	813 030	28,6	20,4	32 643	20 798	55,8	1,3	255 175	6,2	1,6	2 759

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

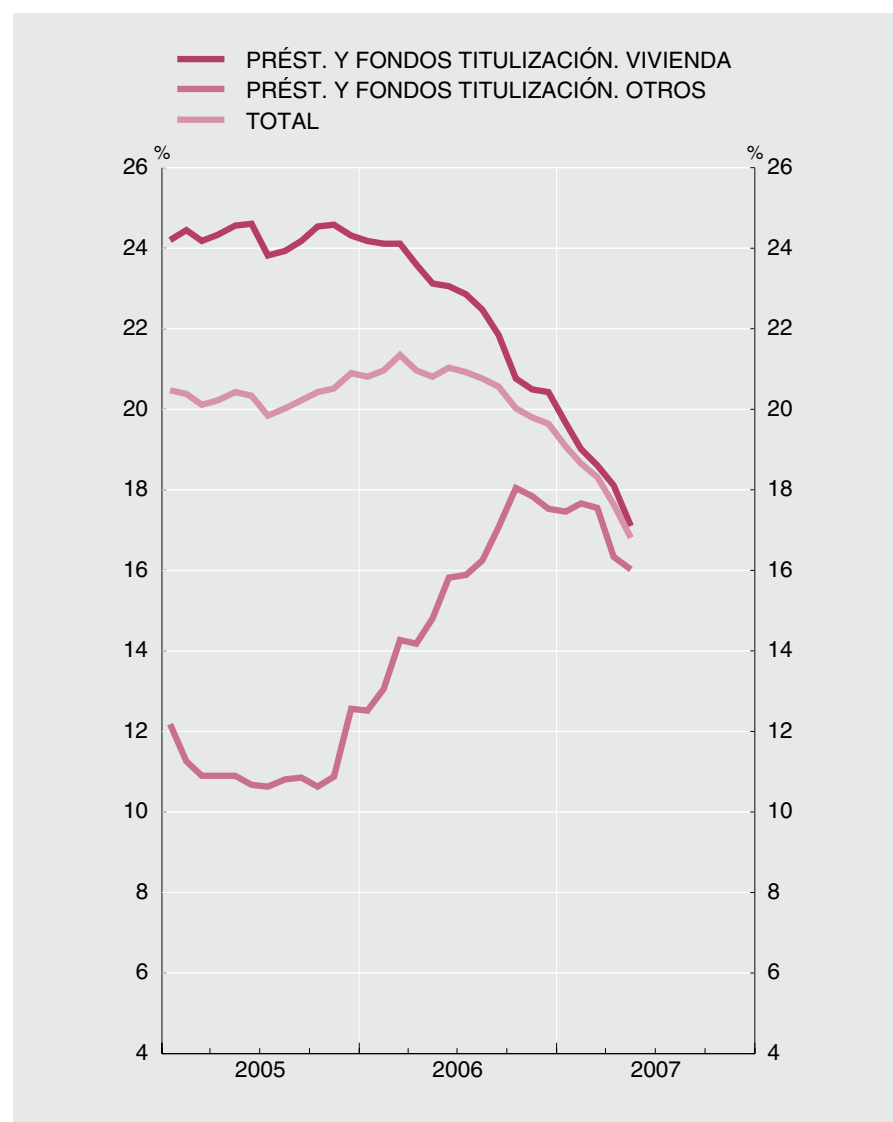
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

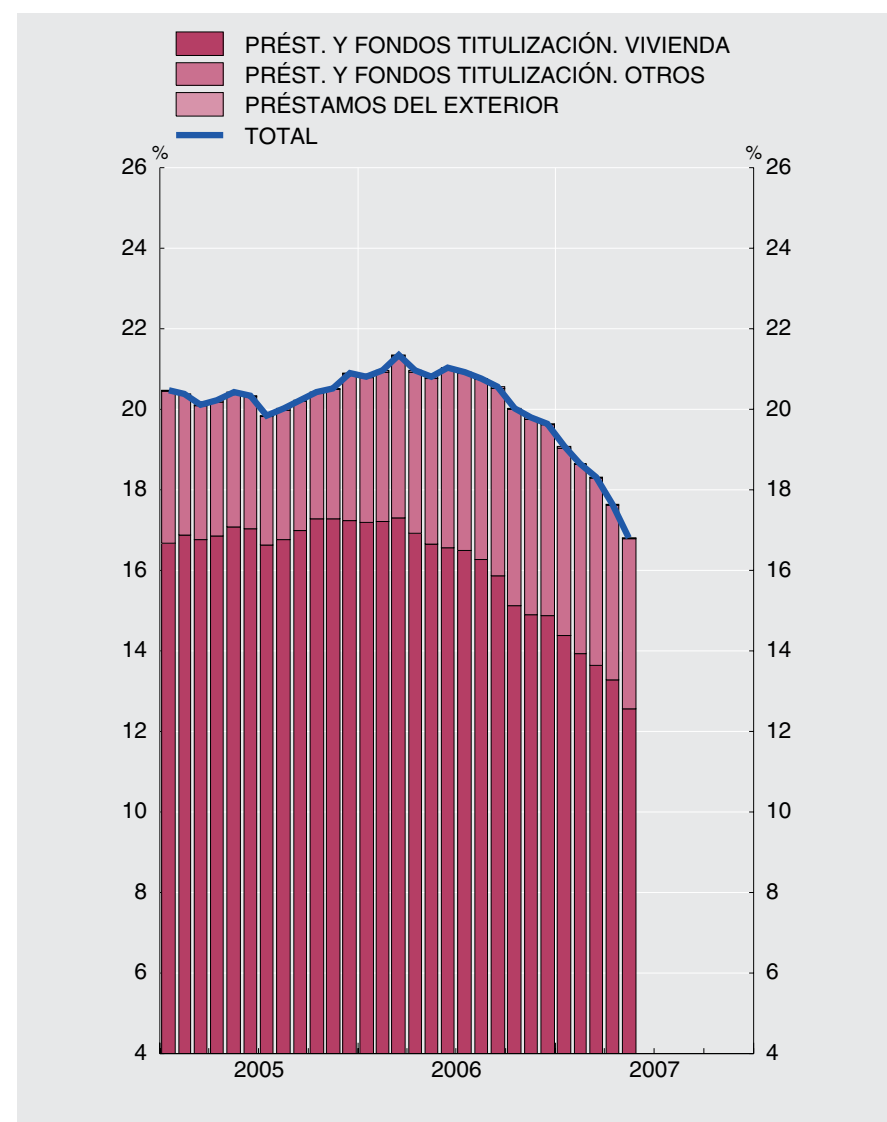
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>04</b>	538 881	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9	861	19,3	0,0	47 873	9 802
<b>05</b>	651 071	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,3	0,0	28 527	3 030
<b>06</b>	778 454	127 893	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 257	25,5	0,0	26 937	3 421
<b>06 Feb</b>	666 823	8 833	21,0	488 902	24,1	17,2	176 855	13,0	3,7	1 065	20,2	0,0	27 554	2 694
<i>Mar</i>	679 899	13 112	21,3	499 125	24,1	17,3	179 699	14,3	4,0	1 075	20,6	0,0	27 159	2 581
<i>Abr</i>	690 480	10 599	20,9	506 443	23,6	16,9	182 922	14,2	4,0	1 115	23,6	0,0	27 307	2 446
<i>May</i>	702 020	11 558	20,8	515 316	23,1	16,6	185 569	14,8	4,1	1 135	23,9	0,0	27 234	2 292
<i>Jun</i>	720 946	18 995	21,0	526 310	23,1	16,5	193 473	15,8	4,4	1 163	25,4	0,0	28 062	2 256
<i>Jul</i>	728 301	7 381	20,9	534 172	22,8	16,5	192 955	15,9	4,4	1 174	24,4	0,0	26 888	2 173
<i>Ago</i>	733 376	5 116	20,8	538 912	22,5	16,3	193 274	16,2	4,5	1 190	24,8	0,0	26 625	2 091
<i>Sep</i>	742 532	9 232	20,6	545 322	21,8	15,9	196 009	17,1	4,6	1 202	24,1	0,0	26 192	2 216
<i>Oct</i>	751 781	9 274	20,0	551 352	20,7	15,1	199 231	18,0	4,9	1 199	23,3	0,0	25 903	3 431
<i>Nov</i>	767 682	15 940	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 212	23,9	0,0	26 587	3 250
<i>Dic</i>	778 454	10 915	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 257	25,5	0,0	26 937	3 421
<b>07 Ene</b>	782 874	4 477	19,1	575 791	19,6	14,4	205 814	17,5	4,7	1 269	19,8	0,0	26 423	3 416
<i>Feb</i>	790 600	7 767	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 263	18,6	0,0	25 735	3 638
<i>Mar</i>	803 777	13 276	18,3	591 862	18,6	13,6	210 609	17,5	4,6	1 306	21,4	0,0	25 708	3 196
<i>Abr</i> P	811 491	7 815	17,6	598 009	18,1	13,3	212 157	16,3	4,3	1 326	18,9	0,0	25 345	3 236
<i>May</i> P	819 333	7 853	16,8	603 339	17,1	12,6	214 648	16,0	4,2	1 346	18,6	0,0	23 818	4 804

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

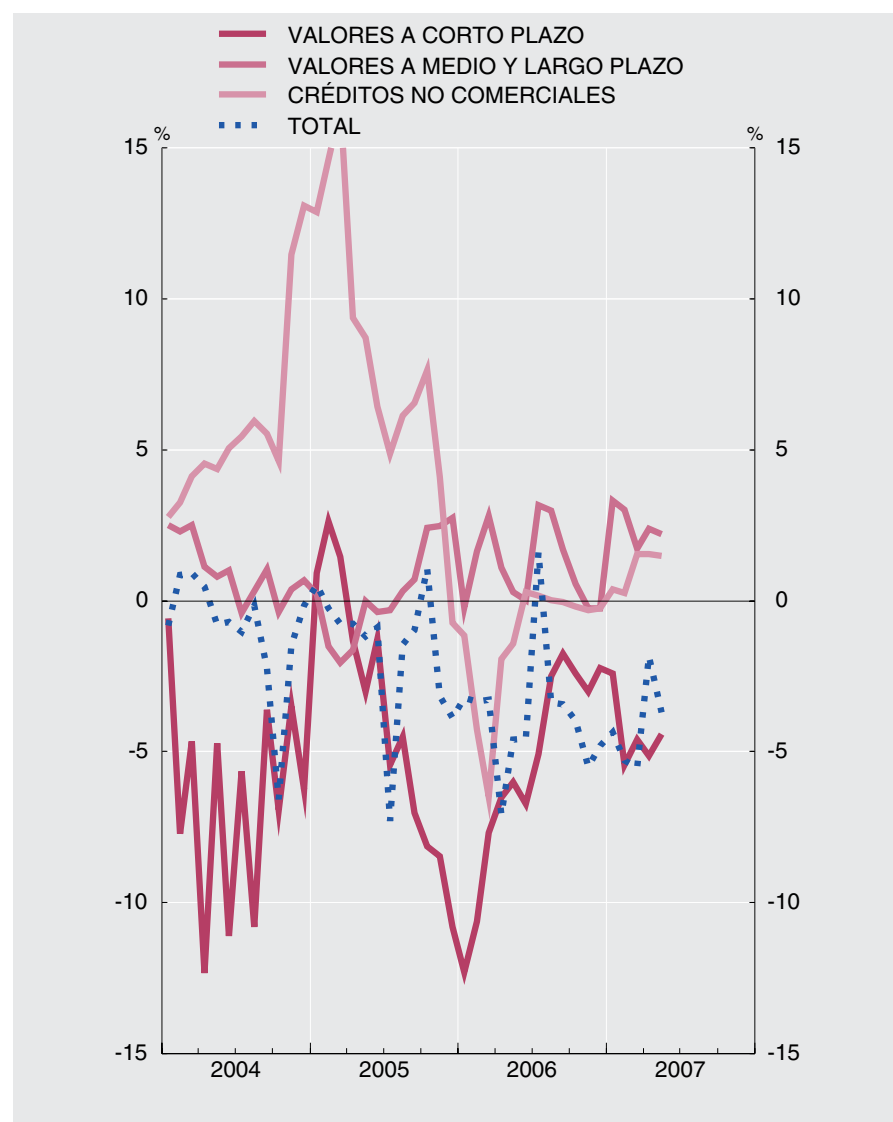
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

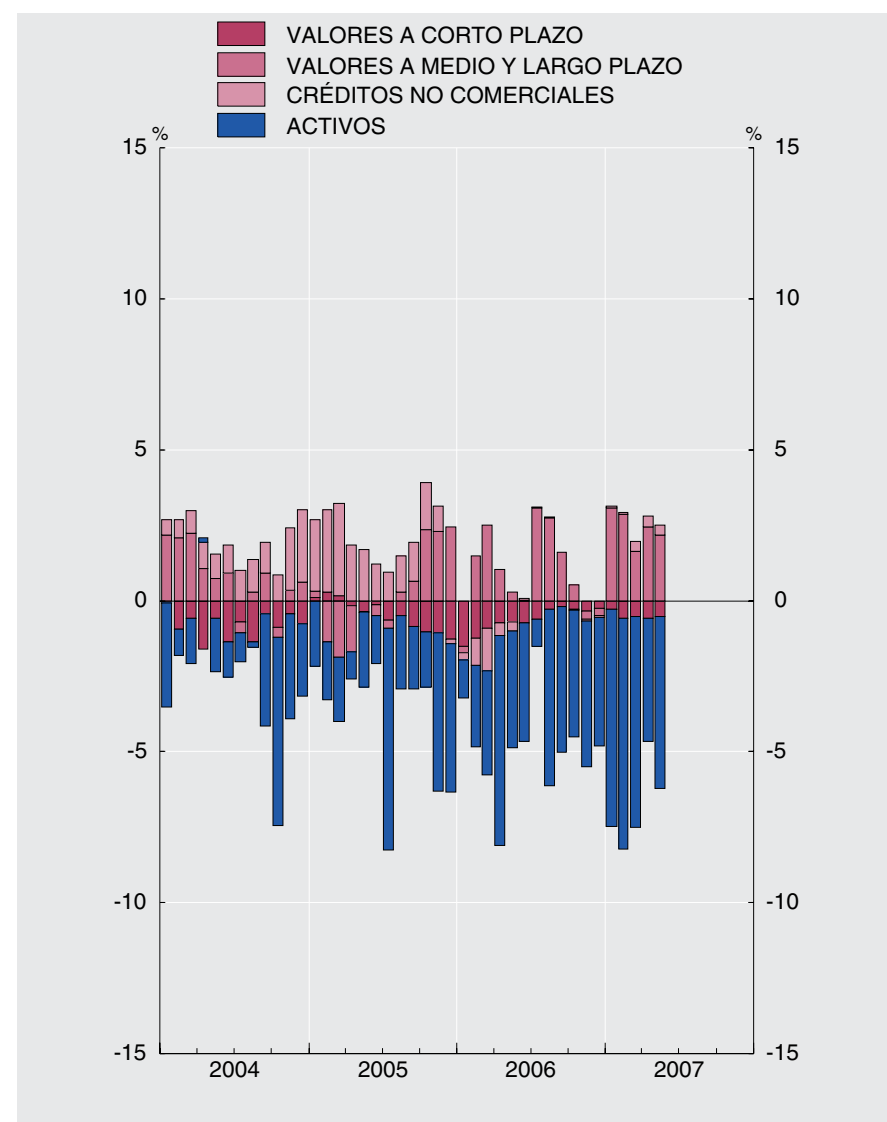
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>03</b>	321 117	2 030	0,6	-567	3 047	-4 738	1 124	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,6	1,9	-3,9	1,0	-1,5	0,4	0,8	
<b>04</b>	320 574	-543	-0,2	7 148	-2 491	1 947	7 693	-1 817	9 508	1,9	-6,2	0,7	13,1	12,1	-0,8	0,6	2,4	-2,4	
<b>05</b>	P 308 136	-12 438	-3,9	3 337	-4 042	7 866	-487	-695	16 470	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9	
<b>06</b>	P 293 351	-14 784	-4,8	-1 703	-744	-786	-173	1 780	11 301	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2	
<b>05 Dic</b>	P 308 136	9 698	-3,9	-1 217	-2 097	650	230	-342	-10 573	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9	
<b>06 Ene</b>	P 312 537	4 401	-3,2	-4 102	1 742	-6 206	363	86	-8 589	-1,6	-12,3	-0,2	-1,1	5,4	-1,5	-0,2	-0,2	-1,3	
<b>Feb</b>	P 306 664	-5 873	-3,3	-23	-2 063	3 368	-1 329	277	5 572	-0,5	-10,6	1,6	-4,3	11,2	-1,2	1,5	-0,9	-2,7	
<b>Mar</b>	P 309 701	3 037	-3,3	4 640	2 204	2 296	141	172	1 430	0,1	-7,7	2,8	-6,5	14,7	-0,9	2,5	-1,4	-3,4	
<b>Abr</b>	P 285 398	-24 303	-7,1	-4 675	-2 665	-2 226	216	10 249	9 378	-0,1	-6,5	1,1	-1,9	25,4	-0,7	1,0	-0,4	-7,0	
<b>May</b>	P 296 169	10 771	-4,6	2 207	2 038	480	-311	-3 084	-5 480	-0,6	-6,0	0,3	-1,4	14,1	-0,7	0,3	-0,3	-3,9	
<b>Jun</b>	P 303 352	7 183	-4,6	-568	-2 278	1 643	67	-314	-7 437	-0,5	-6,7	0,0	0,3	16,3	-0,7	0,0	0,1	-3,9	
<b>Jul</b>	P 300 034	-3 318	1,6	2 466	1 846	703	-82	-5 223	11 007	1,9	-5,1	3,2	0,2	2,9	-0,6	3,1	0,0	-0,9	
<b>Ago</b>	P 300 318	284	-3,4	-2 073	-1 368	-596	-109	-121	-2 237	2,0	-2,5	3,0	0,0	24,5	-0,3	2,8	0,0	-5,9	
<b>Sep</b>	P 297 994	-2 324	-3,4	3 372	1 974	1 471	-73	-101	5 797	1,1	-1,8	1,7	-0,0	17,8	-0,2	1,6	-0,0	-4,8	
<b>Oct</b>	P 283 002	-14 992	-4,0	-5 992	-1 988	-4 174	170	-5	9 005	0,2	-2,4	0,5	-0,2	13,0	-0,3	0,5	-0,0	-4,2	
<b>Nov</b>	P 282 050	-952	-5,5	3 914	1 588	1 817	509	-190	5 057	-0,5	-3,0	-0,3	-0,3	14,6	-0,4	-0,3	-0,1	-4,8	
<b>Dic</b>	P 293 351	11 302	-4,8	-869	-1 774	639	266	32	-12 203	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2	
<b>07 Ene</b>	P 298 940	5 588	-4,4	6 569	1 638	4 151	780	926	54	2,3	-2,4	3,3	0,4	28,8	-0,3	3,1	0,1	-7,2	
<b>Feb</b>	P 290 425	-8 515	-5,3	-1 801	-3 007	2 607	-1 400	71	6 643	1,8	-5,4	3,0	0,3	27,8	-0,6	2,9	0,1	-7,6	
<b>Mar</b>	P 292 549	2 124	-5,5	1 920	2 379	-1 439	979	422	-626	1,1	-4,6	1,7	-1,5	25,2	-0,5	1,6	0,3	-7,0	
<b>Abr</b>	A 280 097	-12 451	-1,9	-2 836	-2 722	-323	210	7 192	2 424	1,6	-5,1	2,4	1,5	11,0	-0,6	2,4	0,4	-4,1	
<b>May</b>	A 285 204	5 107	-3,7	1 804	2 187	-37	-346	131	-3 434	1,5	-4,4	2,2	1,5	17,4	-0,5	2,2	0,3	-5,7	

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

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

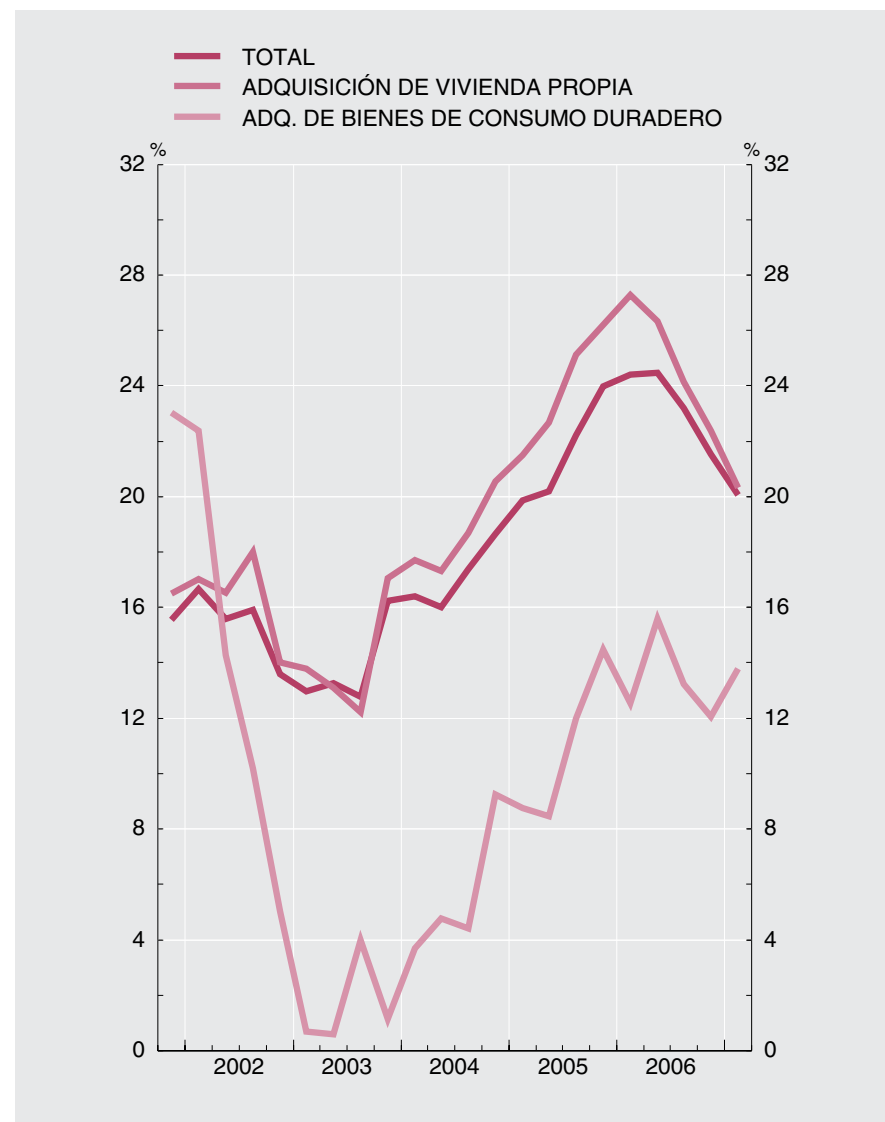
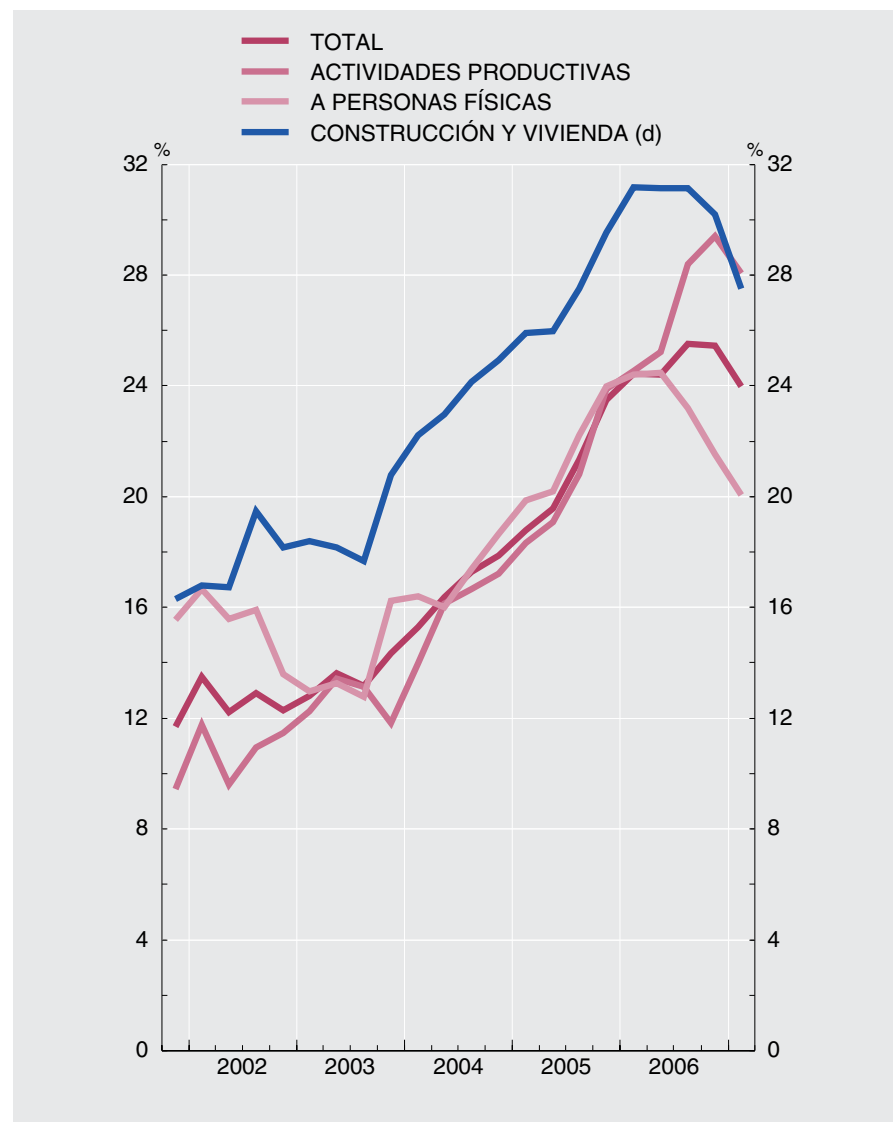
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ. a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Total	Servicios inmobiliarios								Total	Adquisición de vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
<b>04</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363	
<b>05</b>	R1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819	
<b>06</b>	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756	
<b>02 IV</b>	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	55 031	320 053	235 086	224 830	34 741	50 227	2 324	10 819	347 493	
<b>03 I</b>	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	60 178	331 747	244 498	233 729	34 910	52 339	2 285	12 271	361 650	
<b>II</b>	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	65 837	349 500	256 010	244 414	35 676	57 814	2 512	13 608	381 278	
<b>III</b>	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	70 782	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	397 137	
<b>IV</b>	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	77 980	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	419 722	
<b>04 I</b>	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	85 136	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	442 044	
<b>II</b>	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869	
<b>III</b>	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970	
<b>IV</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363	
<b>05 I</b>	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622	
<b>II</b>	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277	
<b>III</b>	1 131 240	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253	
<b>IV</b>	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819	
<b>06 I</b>	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639	
<b>II</b>	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441	
<b>III</b>	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192	
<b>IV</b>	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756	
<b>07 I</b>	1 569 169	816 144	23 435	121 153	137 627	533 929	264 591	726 126	566 341	540 541	52 713	107 073	5 743	21 156	968 559	

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

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



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

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

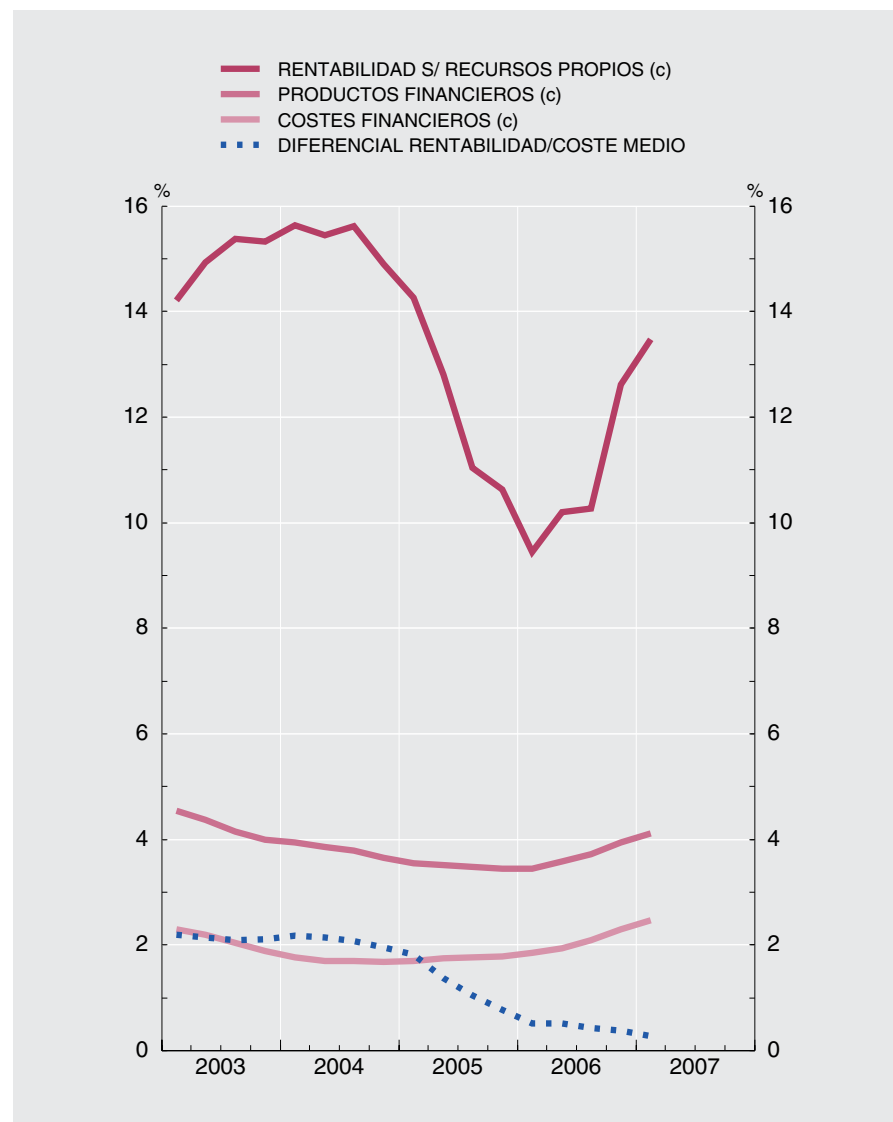
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias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

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

■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14
							Del cual	De personal							
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:			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>04</b>		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9
<b>05</b>	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
<b>06</b>		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
<b>04 /</b>		3,8	1,7	2,2	0,7	2,9	1,5	0,9	1,4	-0,5	0,9	16,0	4,2	2,0	2,2
<b>II</b>		3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,2	4,1	1,9	2,1
<b>III</b>		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,0	1,9	2,1
<b>IV</b>		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9
<b>05 /</b>		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9	1,8
<b>II</b>	R	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0	1,4
<b>III</b>		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0
<b>IV</b>		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
<b>06 /</b>		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1	0,5
<b>II</b>		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5
<b>III</b>		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4
<b>IV</b>		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
<b>07 /</b>		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,1	3,0	2,7	0,3

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

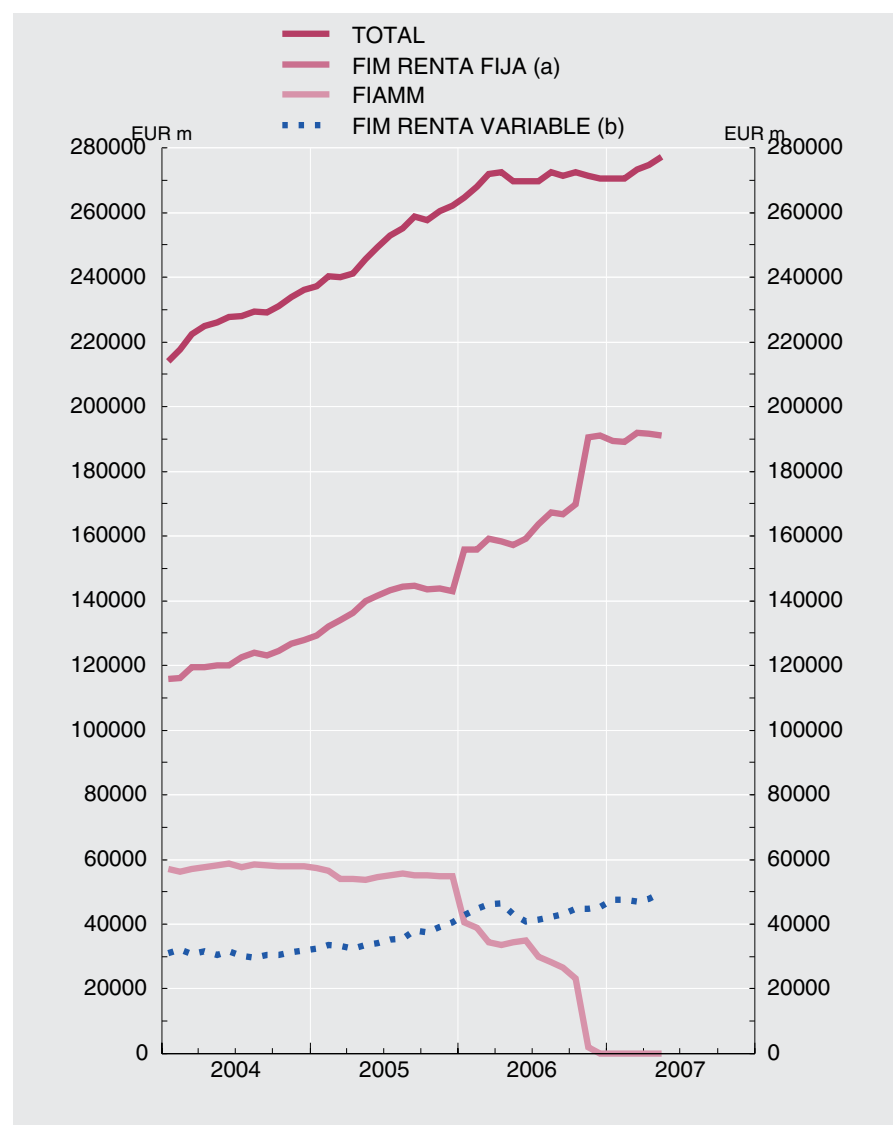
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

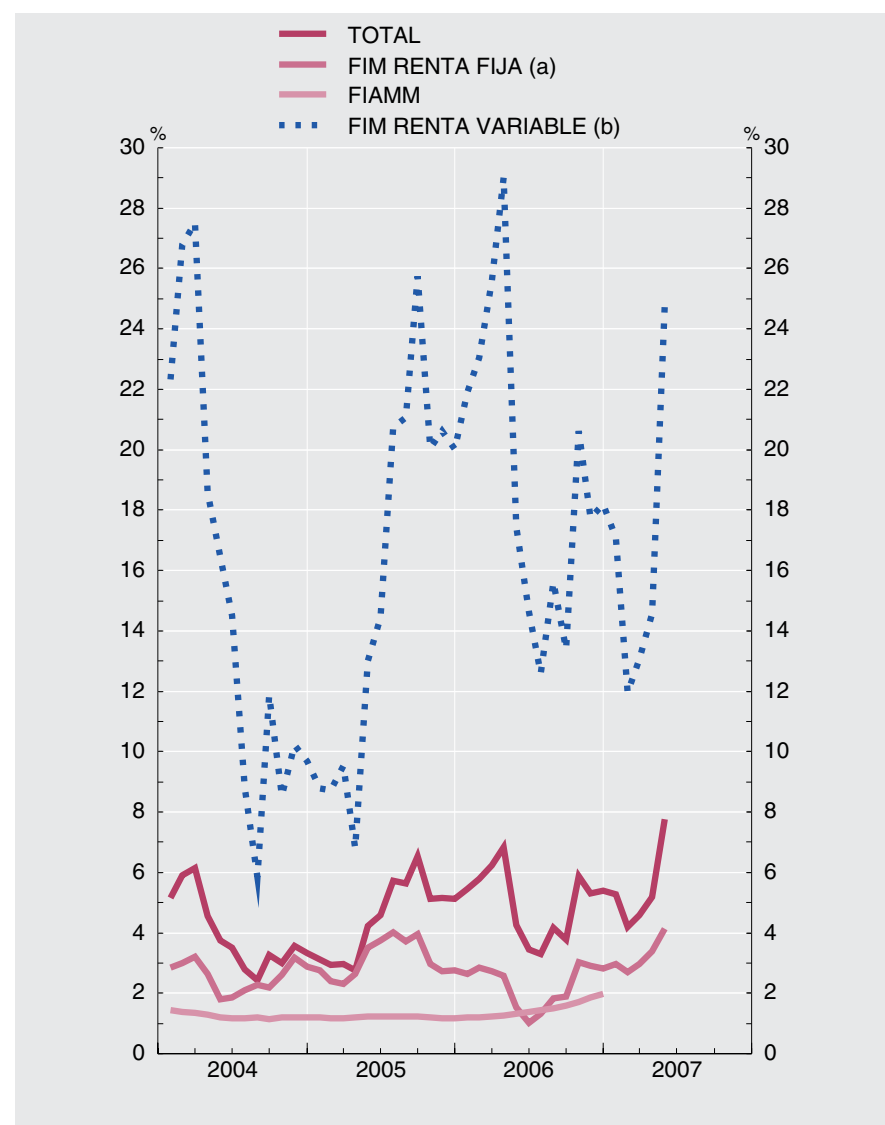
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual Sus- crip- ción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses	Patrimonio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>04</b>	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
<b>05</b>	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	8 206	-10 861	5,4	106	-54 645	-55 113	2,0	191 002	47 954	39 212	2,8	45 365	4 693	-2 189	18,2	33 934
<b>06 Feb</b>	267 936	3 302	1 256	5,8	38 864	-1 683	-1 728	1,2	155 851	81	-568	2,9	44 789	2 049	822	23,0	28 432
<i>Mar</i>	271 765	3 829	-1 774	6,2	34 355	-4 509	-4 549	1,2	159 303	3 452	-1 424	2,7	46 155	1 366	925	25,6	31 952
<i>Abr</i>	272 560	795	197	6,8	33 513	-842	-890	1,3	158 228	-1 075	-1 505	2,6	46 507	352	274	29,0	34 312
<i>May</i>	269 710	-2 850	307	4,2	34 423	910	869	1,3	157 089	-1 139	-492	1,5	42 938	-3 570	-1 602	17,4	35 261
<i>Jun</i>	269 778	68	-360	3,5	34 899	476	427	1,4	159 209	2 120	1 945	1,0	40 727	-2 211	-2 223	14,6	34 943
<i>Jul</i>	269 647	-131	-1 722	3,3	30 010	-4 889	-4 939	1,4	163 570	4 362	3 662	1,3	41 501	774	99	12,6	34 566
<i>Ago</i>	272 323	2 676	-1 173	4,2	28 196	-1 814	-1 863	1,5	167 363	3 792	972	1,8	42 273	772	-118	15,6	34 491
<i>Sep</i>	271 361	-962	-3 298	3,8	26 628	-1 568	-1 616	1,6	166 752	-611	-169	1,9	43 016	743	-520	13,4	34 966
<i>Oct</i>	272 448	1 087	-1 801	5,9	23 336	-3 291	-3 337	1,7	169 680	2 928	2 016	3,0	44 690	1 673	124	20,6	34 742
<i>Nov</i>	271 467	-981	-1 292	5,3	2 059	-21 277	-21 281	1,9	190 536	20 856	20 667	2,9	44 885	195	66	17,7	33 988
<i>Dic</i>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07 Ene</b>	270 607	200	-1 500	5,3	-	-106	-106	...	189 293	-1 708	-2 277	3,0	47 473	2 108	1 088	17,1	33 841
<i>Feb</i>	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151
<i>Mar</i>	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438
<i>Abr</i>	274 562	1 140	-591	5,2	-	-	-	...	191 508	-387	-582	3,4	47 907	819	31	14,6	35 147
<i>May</i>	277 098	2 536	...	7,8	-	-	...	...	191 102	-406	...	4,1	49 812	1 905	...	24,8	36 184

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

b. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

c. Fondos globales.

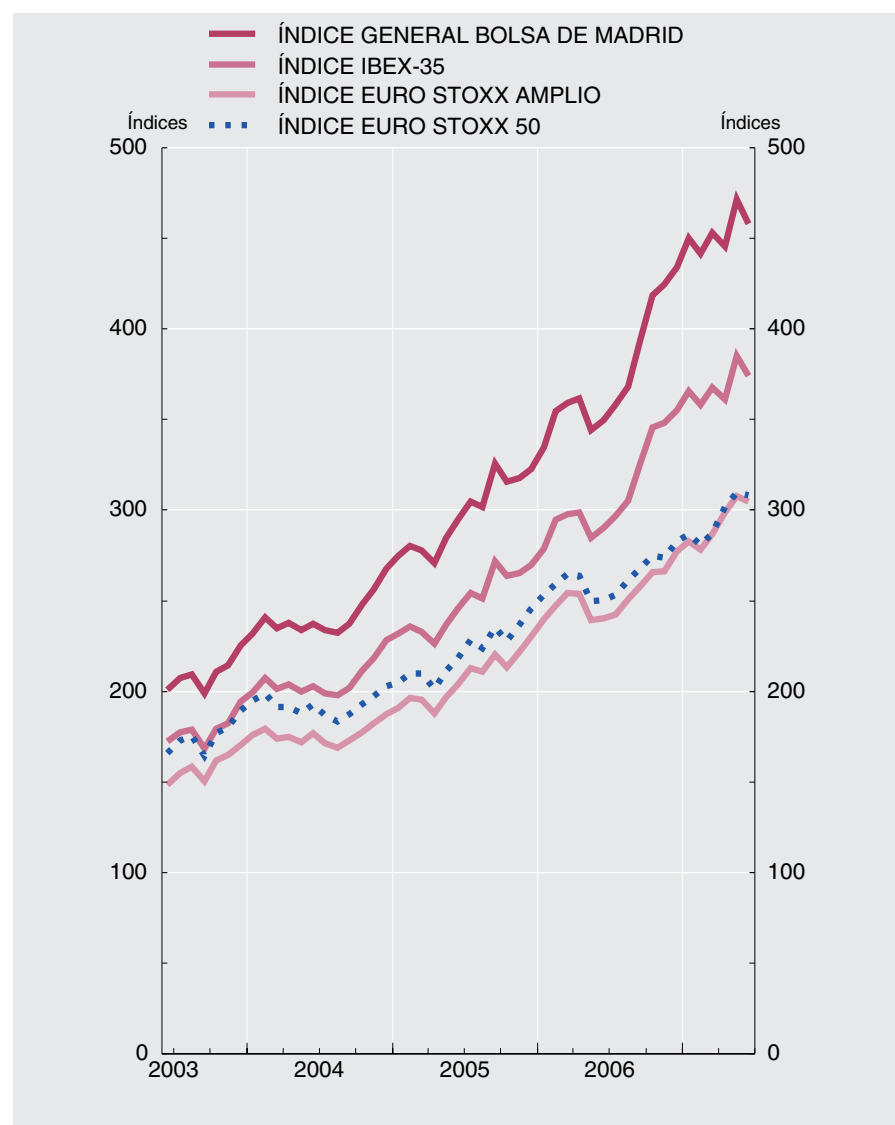
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

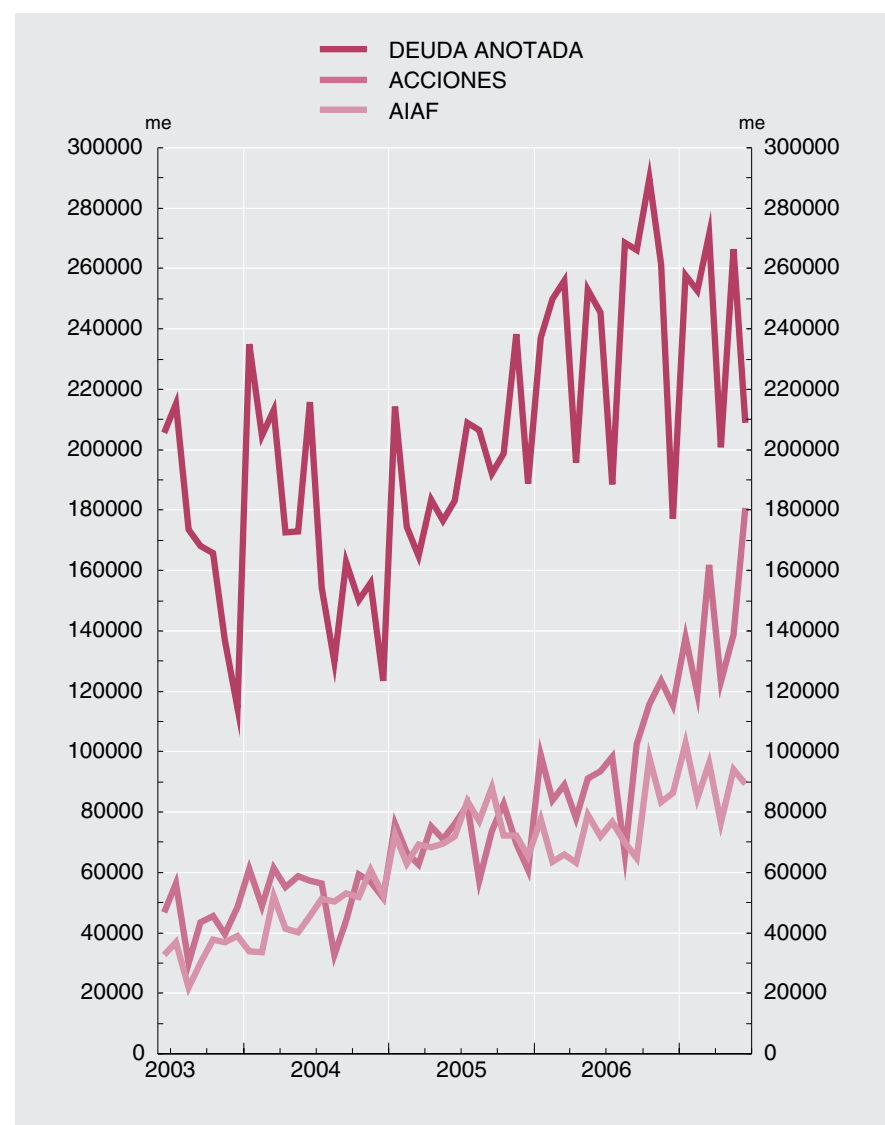
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>05</b>	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
<b>06</b>	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
<b>07</b>	A 1 624,58	14 680,70	418,60	4 309,07	861 691	44 909	1 457 743	543 326	-	6 447	-	4 425
<b>06 Mar</b>	1 287,25	11 854,30	362,83	3 853,74	89 034	9 233	256 046	66 038	...	1 694	...	521
<b>Abr</b>	1 295,56	11 892,50	362,34	3 839,90	77 956	6 631	195 661	63 194	...	1 048	...	477
<b>May</b>	1 233,86	11 340,50	341,54	3 637,17	91 045	8 961	252 818	79 070	...	1 057	...	663
<b>Jun</b>	1 252,61	11 548,10	342,65	3 648,92	93 550	8 216	245 355	72 002	...	1 174	...	586
<b>Jul</b>	1 283,05	11 818,00	346,10	3 691,87	98 318	10 674	188 658	76 778	...	704	...	497
<b>Ago</b>	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
<b>Sep</b>	1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	102 479	6 814	266 185	64 676	...	898	...	595
<b>Oct</b>	1 500,12	13 753,00	379,26	4 004,80	115 556	8 785	289 772	97 968	...	1 359	...	609
<b>Nov</b>	1 521,28	13 849,30	379,98	3 987,23	123 561	6 551	261 362	83 252	...	1 092	...	632
<b>Dic</b>	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
<b>07 Ene</b>	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 777	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
<b>Feb</b>	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 325	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
<b>Mar</b>	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
<b>Abr</b>	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
<b>May</b>	1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	138 715	8 206	266 433	94 244	...	854	...	731
<b>Jun</b>	P 1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	208 975	89 256	...	1 441	...	842

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

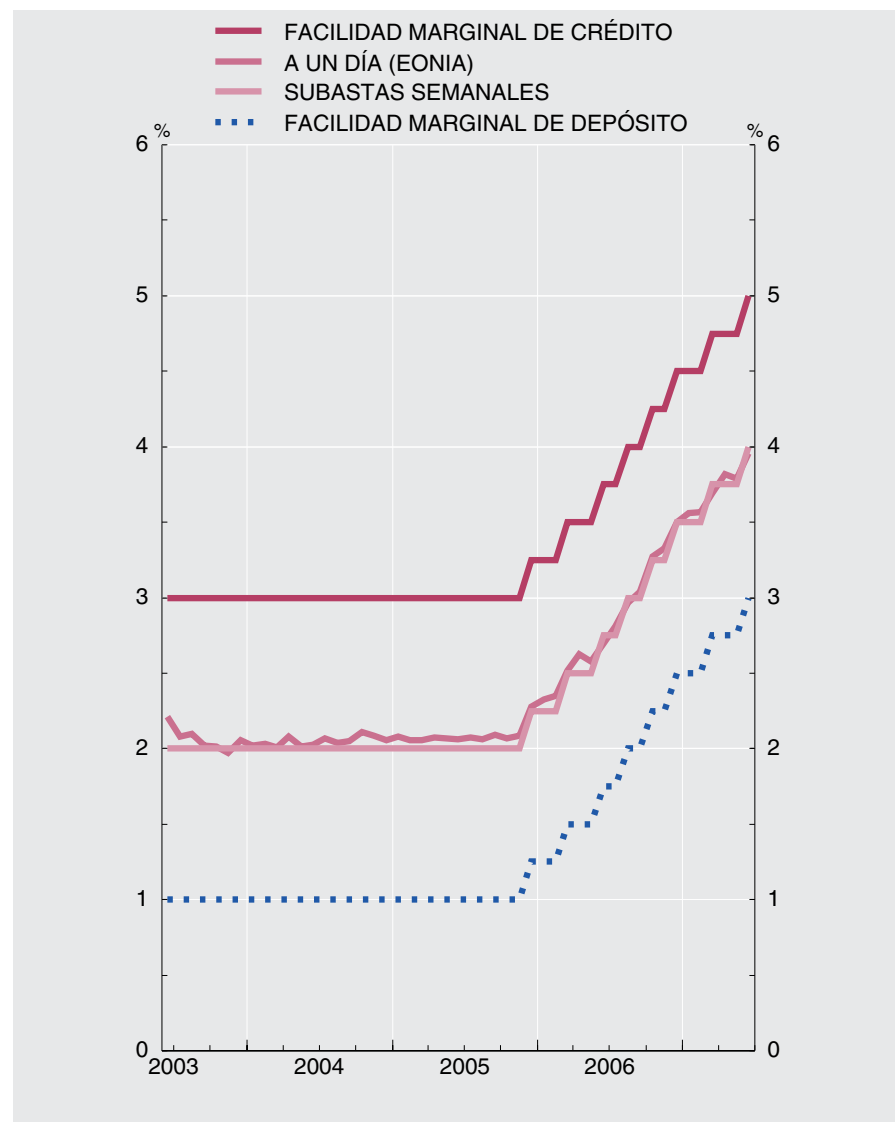
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

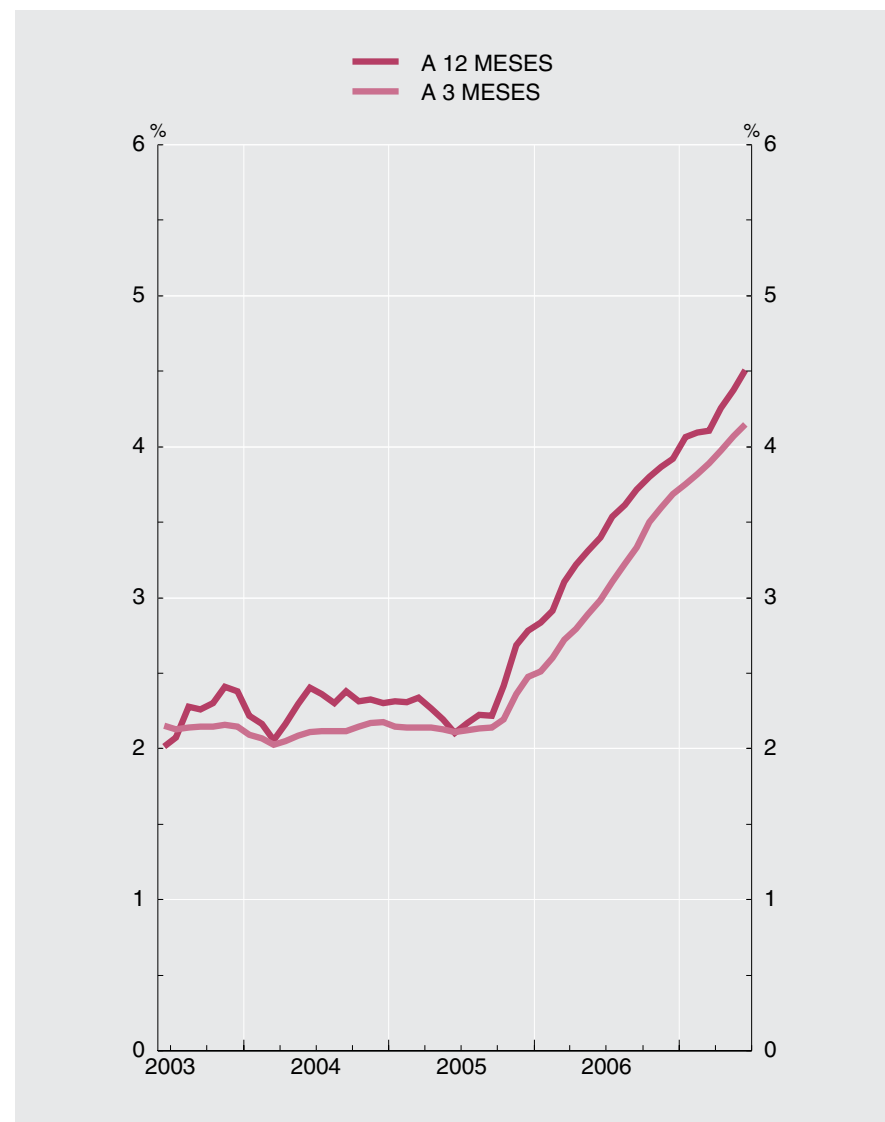
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,84	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	A -	4,11	5,00	3,00	3,73	3,83	3,94	4,07	4,23	3,72	3,82	3,94	4,23	3,66	3,72	3,80	3,94
06 Mar	2,50	2,73	3,50	1,50	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	2,52	2,61	2,72	3,12	2,46	2,51	2,60	2,96
Abr	2,50	2,76	3,50	1,50	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	2,62	2,63	2,78	3,24	2,55	2,53	2,63	3,14
May	2,50	-	3,50	1,50	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	2,58	2,67	2,88	3,32	2,44	2,55	2,75	3,17
Jun	2,75	3,00	3,75	1,75	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	2,69	2,85	2,98	3,43	2,61	2,76	2,84	-
Jul	2,75	3,08	3,75	1,75	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	2,81	2,92	3,09	3,53	2,74	2,82	2,95	-
Ago	3,00	3,20	4,00	2,00	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	2,96	3,08	3,22	3,61	2,85	2,99	3,07	-
Sep	3,00	3,30	4,00	2,00	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55
Oct	3,25	3,48	4,25	2,25	3,28	3,35	3,50	3,65	3,80	3,26	3,34	3,51	3,79	3,18	3,23	3,34	3,66
Nov	3,25	3,58	4,25	2,25	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	3,32	3,41	3,59	3,85	3,25	3,31	3,43	3,69
Dic	3,50	3,66	4,50	2,50	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07 Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,12	3,64	3,73	3,75	-
Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,25	3,71	3,75	3,84	-
May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,39	3,73	3,81	3,94	-
Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,48	3,88	3,99	4,00	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

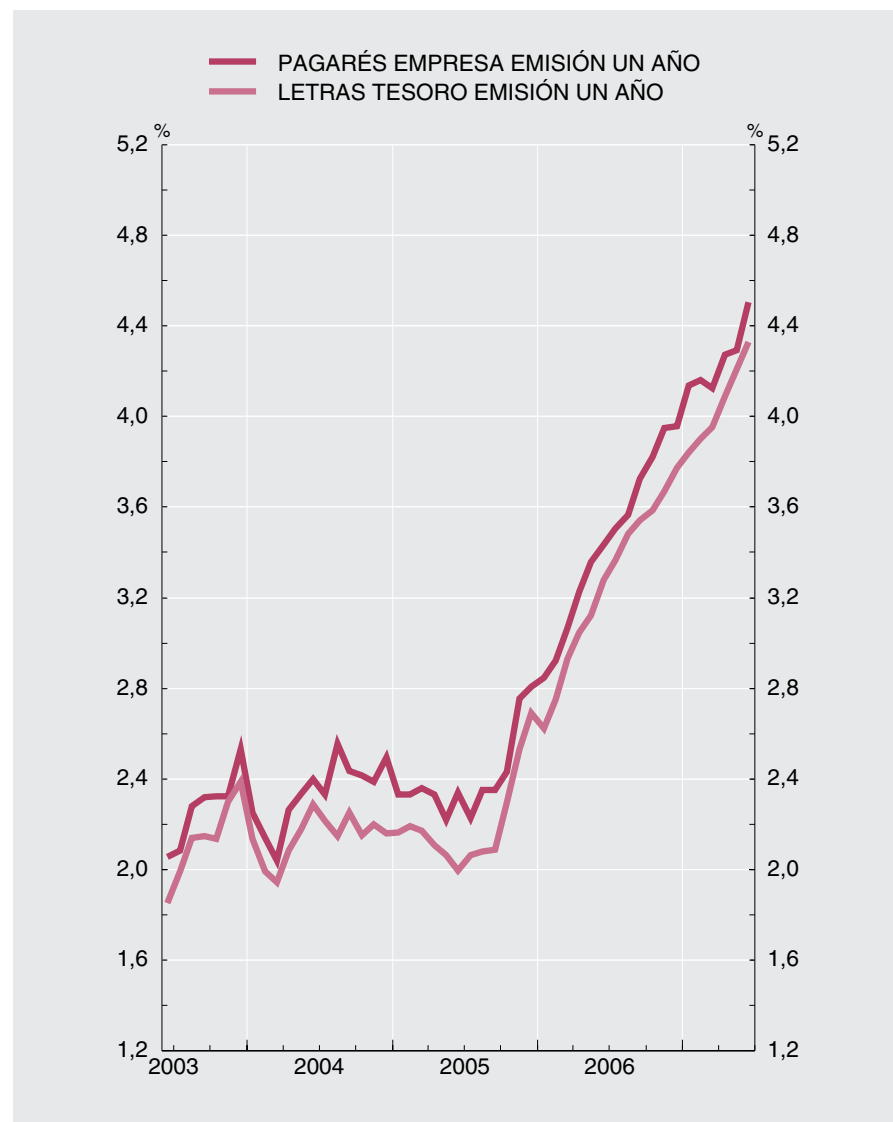
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

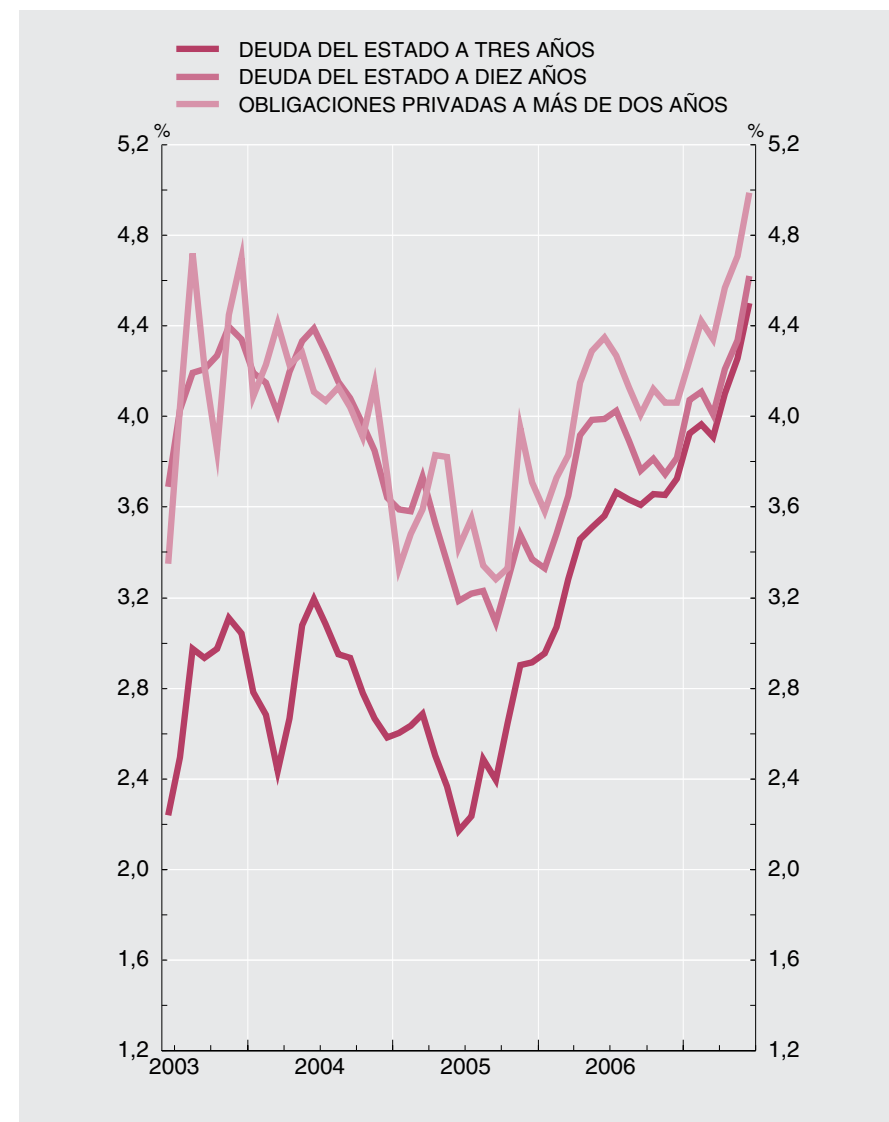
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>05</b>	2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55
<b>06</b>	3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05
<b>07</b>	A 4,05	4,03	4,25	4,24	3,95	4,14	4,03	-	4,25	4,11	4,23	4,54
<b>06 Mar</b>	2,93	2,87	3,07	3,07	-	3,27	3,70	-	-	3,28	3,65	3,83
<b>Abr</b>	3,05	3,06	3,23	3,20	3,43	-	-	-	4,27	3,46	3,92	4,15
<b>May</b>	3,12	3,28	3,36	3,28	-	-	4,05	-	-	3,51	3,99	4,29
<b>Jun</b>	3,28	3,25	3,43	3,33	-	3,69	-	-	-	3,56	3,99	4,35
<b>Jul</b>	3,37	3,34	3,50	3,55	3,68	-	3,99	-	-	3,66	4,02	4,27
<b>Ago</b>	3,48	3,43	3,57	3,59	-	-	-	-	-	3,63	3,89	4,13
<b>Sep</b>	3,54	3,43	3,73	3,76	-	3,68	-	-	4,03	3,61	3,76	4,01
<b>Oct</b>	3,59	3,59	3,82	3,81	-	-	-	-	-	3,66	3,81	4,12
<b>Nov</b>	3,67	3,67	3,95	3,89	-	3,66	-	-	-	3,65	3,75	4,06
<b>Dic</b>	3,78	3,75	3,96	3,96	3,65	-	-	-	-	3,73	3,82	4,06
<b>07 Ene</b>	3,84	3,81	4,14	4,08	-	4,01	4,11	-	-	3,93	4,07	4,25
<b>Feb</b>	3,90	3,88	4,16	4,13	3,95	-	-	-	4,25	3,97	4,11	4,42
<b>Mar</b>	3,95	3,89	4,12	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34
<b>Abr</b>	4,09	4,08	4,27	4,25	-	-	-	-	-	4,10	4,21	4,57
<b>May</b>	4,21	4,22	4,29	4,37	-	-	-	-	-	4,26	4,34	4,71
<b>Jun</b>	4,33	4,32	4,51	4,51	-	4,49	-	-	-	4,50	4,62	4,99

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

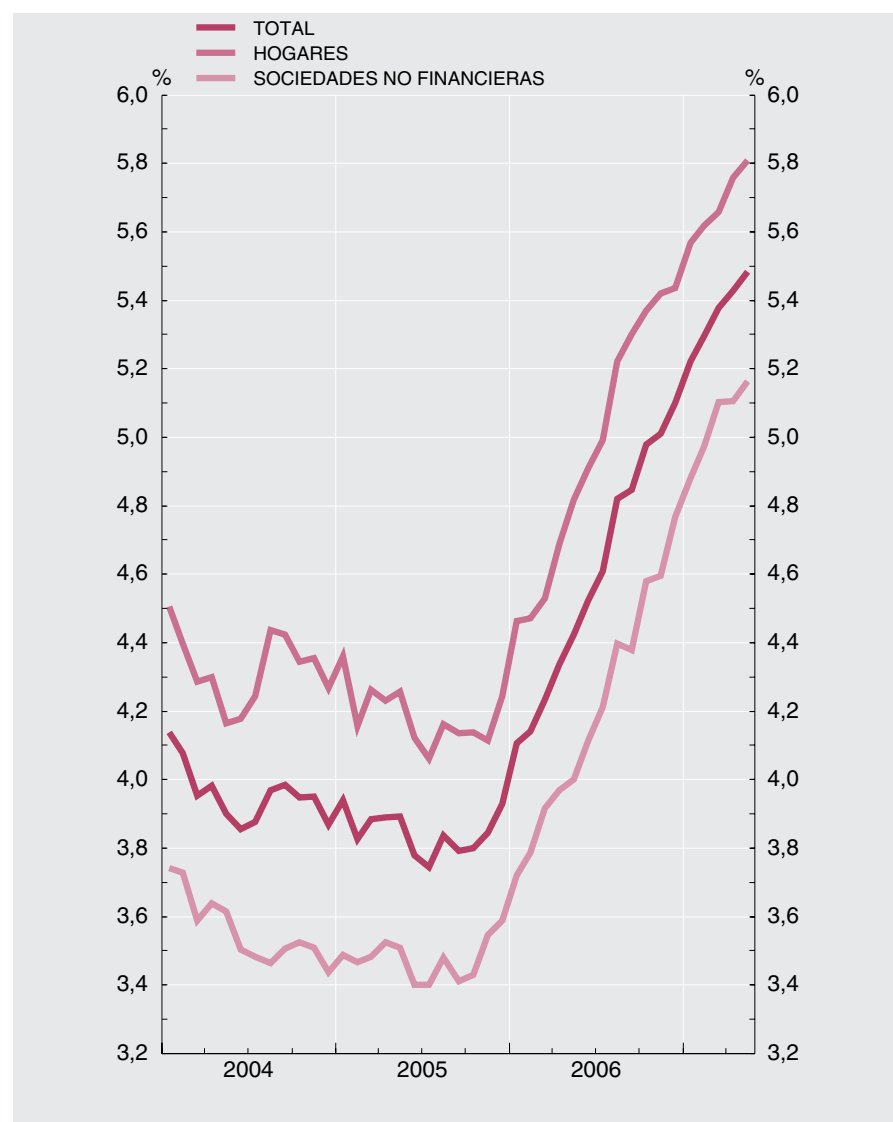
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

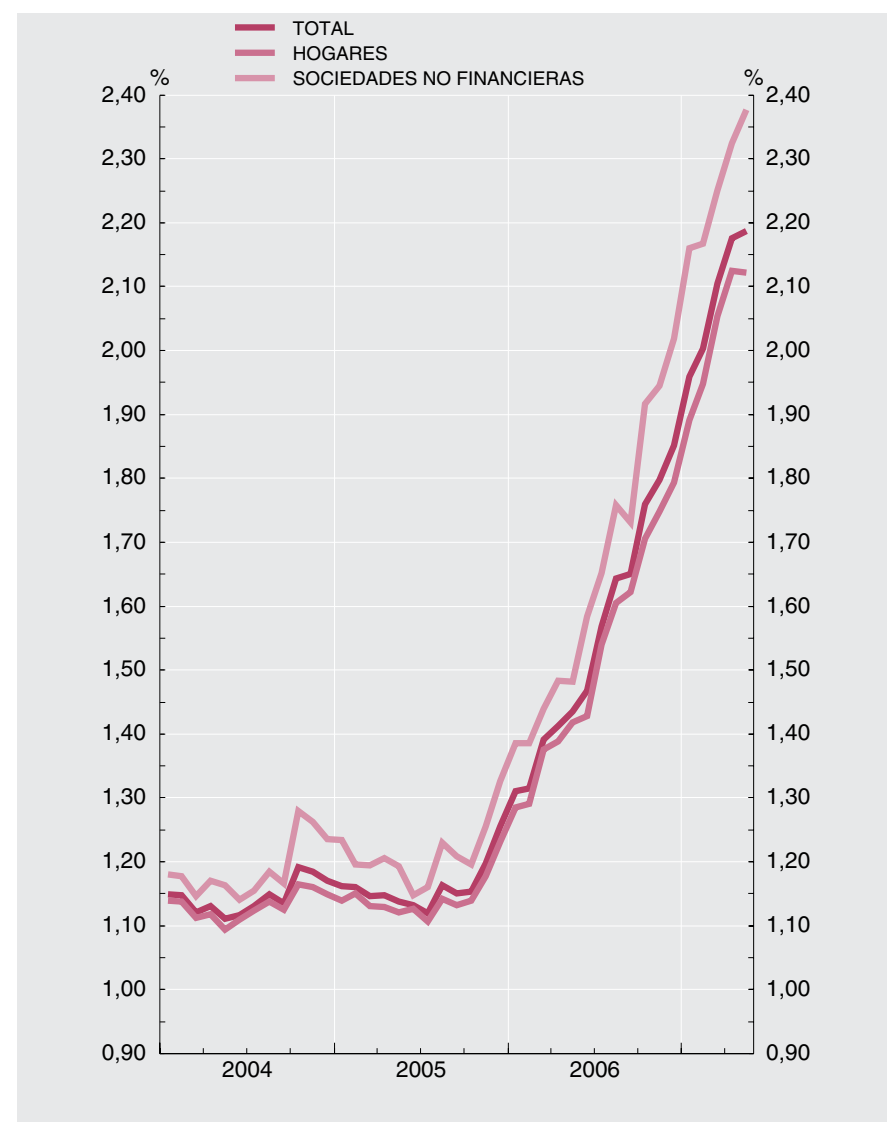
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>05</b>	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
<b>06</b>	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
<b>07</b>	A 5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78
<b>05 Oct</b>	3,80	4,14	3,31	6,27	3,43	3,91	2,98	1,15	1,14	0,39	2,07	2,01	1,20	0,73	2,03	2,01
<b>Nov</b>	3,84	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16	2,01
<b>Dic</b>	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
<b>06 Ene</b>	4,11	4,46	3,67	6,56	3,72	4,27	3,27	1,31	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25	2,27
<b>Feb</b>	4,14	4,47	3,78	6,30	3,79	4,28	3,37	1,31	1,29	0,44	2,32	2,24	1,39	0,87	2,33	2,27
<b>Mar</b>	4,23	4,53	3,84	6,36	3,92	4,35	3,56	1,39	1,38	0,45	2,49	2,49	1,44	0,89	2,46	2,47
<b>Abr</b>	4,34	4,69	3,93	6,70	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,48	0,91	2,52	2,52
<b>May</b>	4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	3,58	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51	2,48
<b>Jun</b>	4,52	4,91	4,19	6,78	4,11	4,59	3,78	1,47	1,43	0,43	2,63	2,61	1,58	0,95	2,81	2,65
<b>Jul</b>	4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	3,87	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81	2,78
<b>Ago</b>	4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88	2,89
<b>Sep</b>	4,85	5,30	4,52	7,41	4,38	4,91	4,03	1,65	1,62	0,49	2,93	2,87	1,73	1,07	2,91	2,98
<b>Oct</b>	4,98	5,37	4,63	7,37	4,58	5,07	4,22	1,76	1,71	0,51	3,04	3,07	1,92	1,19	3,18	3,19
<b>Nov</b>	5,01	5,42	4,71	7,31	4,60	5,15	4,28	1,80	1,75	0,51	3,10	3,15	1,95	1,22	3,22	3,27
<b>Dic</b>	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
<b>07 Ene</b>	5,22	5,57	4,85	7,53	4,88	5,38	4,58	1,96	1,89	0,57	3,25	3,39	2,16	1,41	3,46	3,54
<b>Feb</b>	5,29	5,62	4,92	7,52	4,97	5,40	4,69	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43	3,53
<b>Mar</b>	5,38	5,66	4,98	7,50	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56	3,70
<b>Abr</b>	5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66	3,78
<b>May</b>	P 5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

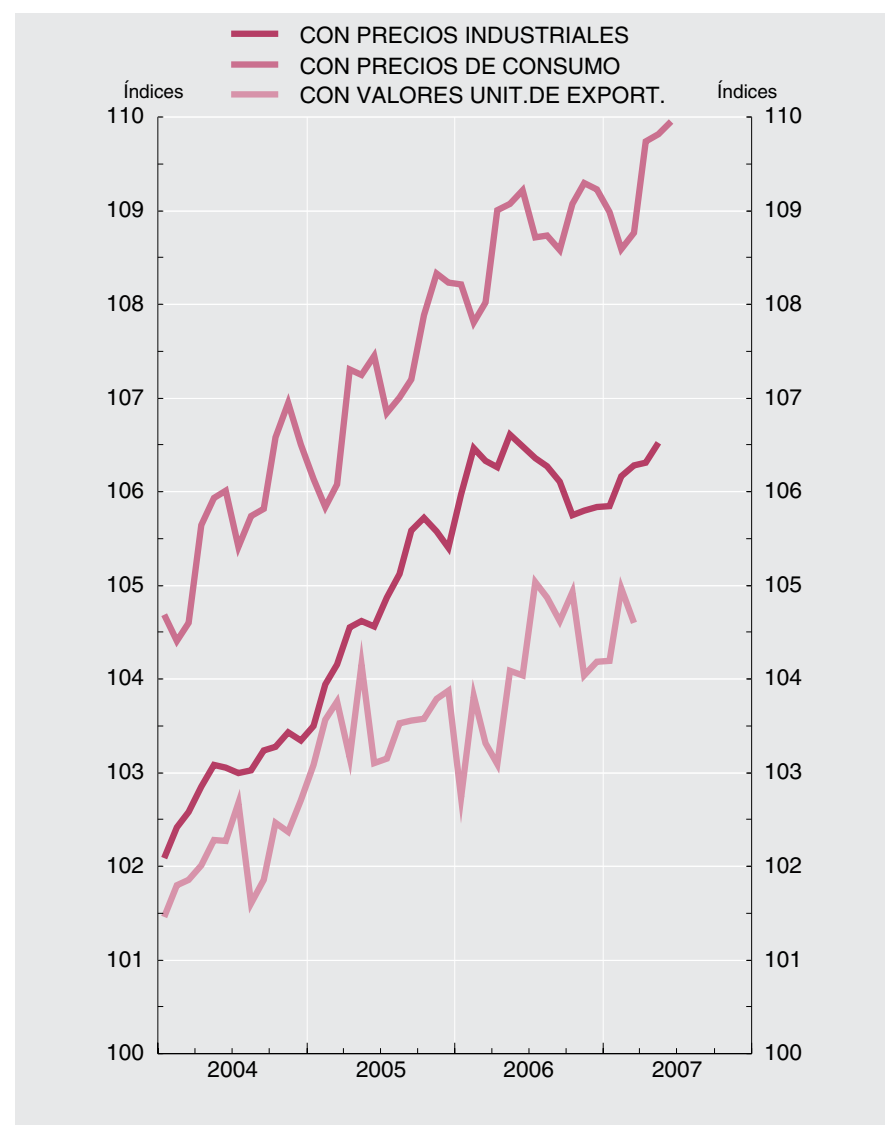
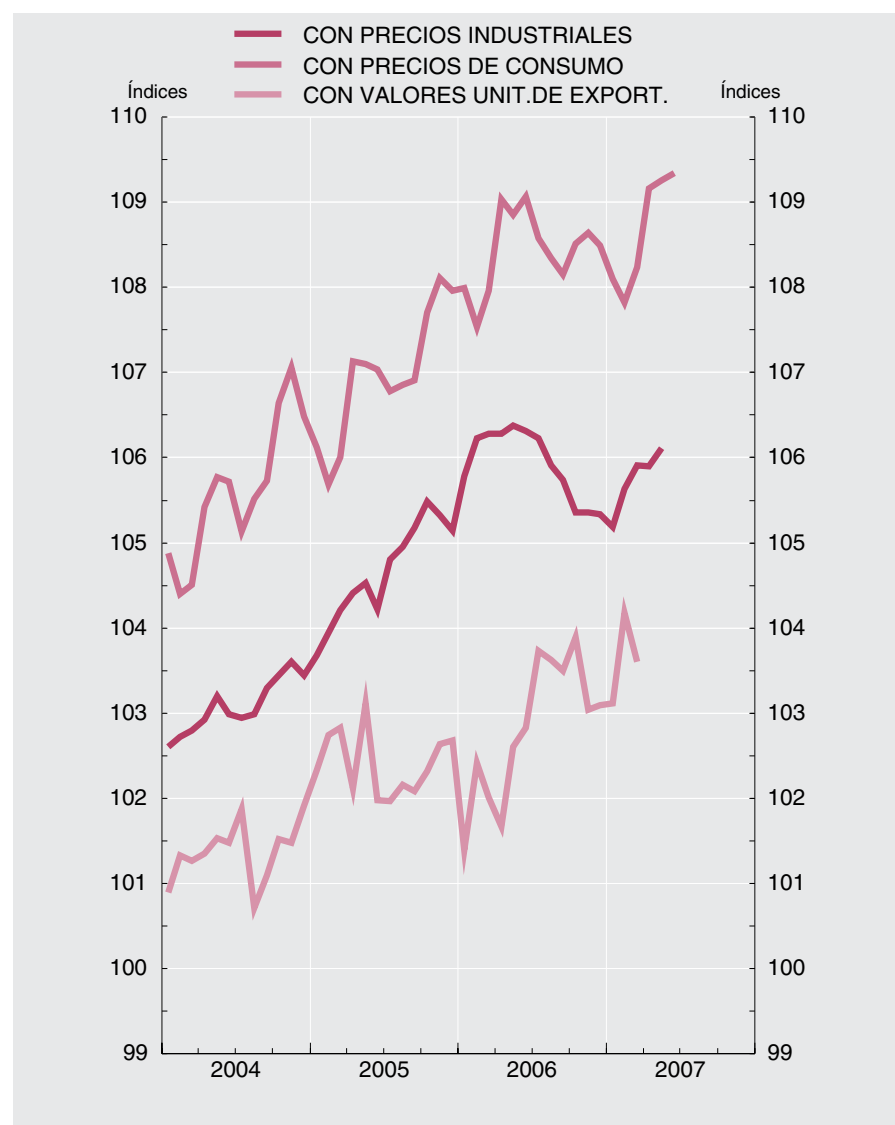
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales (a) 10	Con precios de consumo (a) 11	Con costes laborales unitarios totales 12	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) 13	Con valores unitarios de las exportaciones (a) 14
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	(a) 14
<b>04</b>	103,1	105,6	104,2	101,4	100,1	102,9	105,5	104,0	101,2	102,9	105,7	105,0	107,5	102,1
<b>05</b>	104,7	107,0	105,2	102,4	100,1	104,6	106,9	105,1	102,3	104,8	107,1	106,3	111,0	103,5
<b>06</b>	105,9	108,4	106,9	102,8	100,0	105,9	108,5	107,0	102,8	106,2	108,8	108,4	110,7	104,1
<b>05 II</b>	104,4	107,1	105,0	102,4	100,0	104,4	107,1	105,0	102,4	104,6	107,3	106,2	110,7	103,5
<b>05 III</b>	105,0	106,8	105,6	102,1	100,1	104,9	106,8	105,5	102,0	105,2	107,0	106,8	110,9	103,4
<b>05 IV</b>	105,3	107,9	105,4	102,5	100,0	105,3	107,9	105,4	102,5	105,6	108,1	106,6	111,7	103,7
<b>06 I</b>	106,1	107,8	106,3	101,9	100,1	106,0	107,8	106,2	101,9	106,2	108,0	107,5	111,2	103,3
<b>06 II</b>	106,3	109,0	106,6	102,4	100,1	106,2	108,9	106,4	102,2	106,5	109,1	107,8	111,2	103,7
<b>06 III</b>	106,0	108,4	107,1	103,6	100,0	106,0	108,4	107,1	103,6	106,2	108,7	108,5	109,7	104,8
<b>06 IV</b>	105,4	108,5	107,8	103,3	99,8	105,6	108,8	108,1	103,6	105,8	109,2	109,7	110,8	104,4
<b>07 I</b>	105,6	108,1	107,7	103,6	99,7	105,9	108,4	108,0	103,9	106,1	108,8	109,7	108,8	104,6
<b>06 Sep</b>	105,7	108,1	...	103,5	99,9	105,8	108,2	...	103,6	106,1	108,6	...	...	104,6
<b>06 Oct</b>	105,4	108,5	...	103,9	99,8	105,5	108,7	...	104,1	105,8	109,1	...	...	104,9
<b>06 Nov</b>	105,4	108,6	...	103,0	99,8	105,6	108,9	...	103,3	105,8	109,3	...	...	104,0
<b>06 Dic</b>	105,3	108,5	...	103,1	99,7	105,6	108,8	...	103,4	105,8	109,2	...	...	104,2
<b>07 Ene</b>	105,2	108,1	...	103,1	99,6	105,6	108,6	...	103,5	105,8	109,0	...	...	104,2
<b>07 Feb</b>	105,6	107,8	...	104,2	99,7	106,0	108,2	...	104,5	106,2	108,6	...	...	105,0
<b>07 Mar</b>	105,9	108,2	...	103,6	99,9	106,0	108,4	...	103,7	106,3	108,8	...	...	104,6
<b>07 Abr</b>	105,9	109,2	...	...	99,8	106,1	109,3	...	...	106,3	109,7	...	...	...
<b>07 May</b>	106,1	109,3	...	...	99,9	106,3	109,4	...	...	106,5	109,8	...	...	...
<b>07 Jun</b>	...	109,3	...	...	99,8	...	109,5	...	...	...	110,0	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

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

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

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

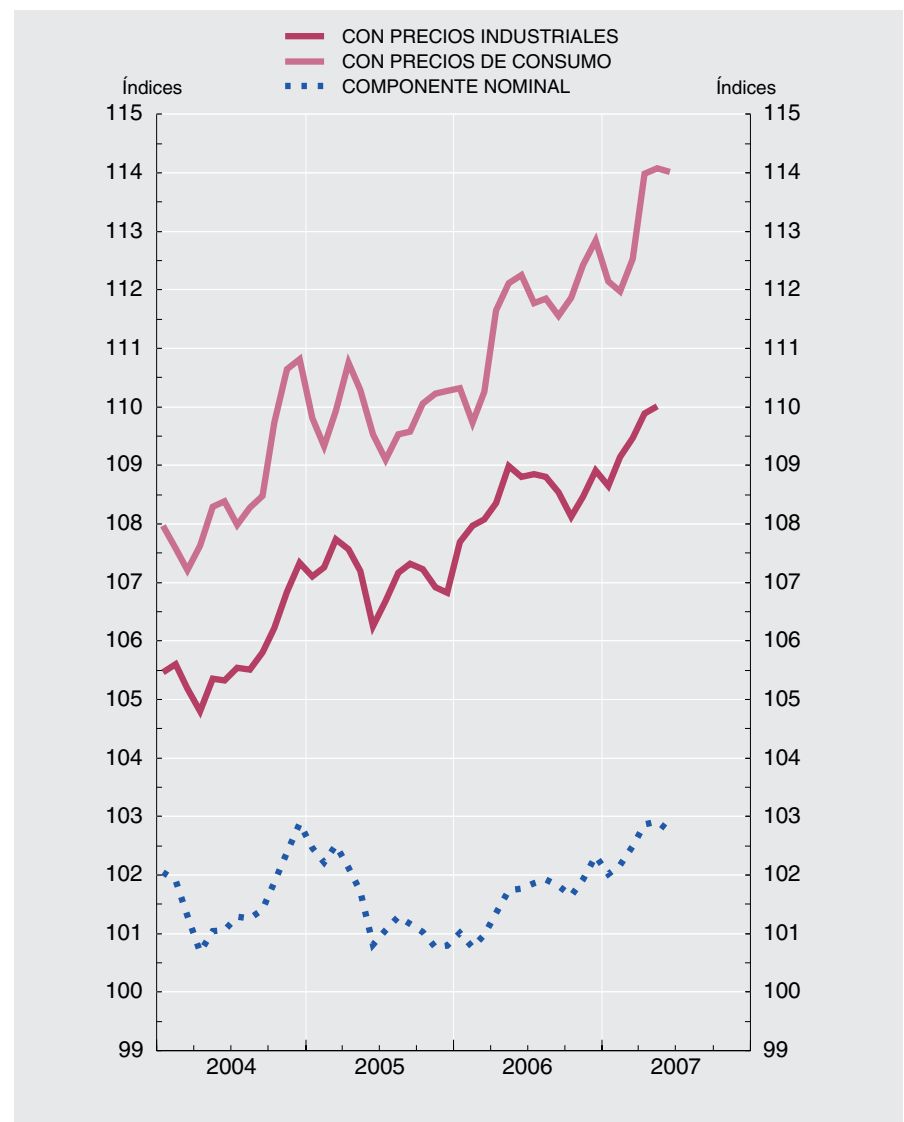
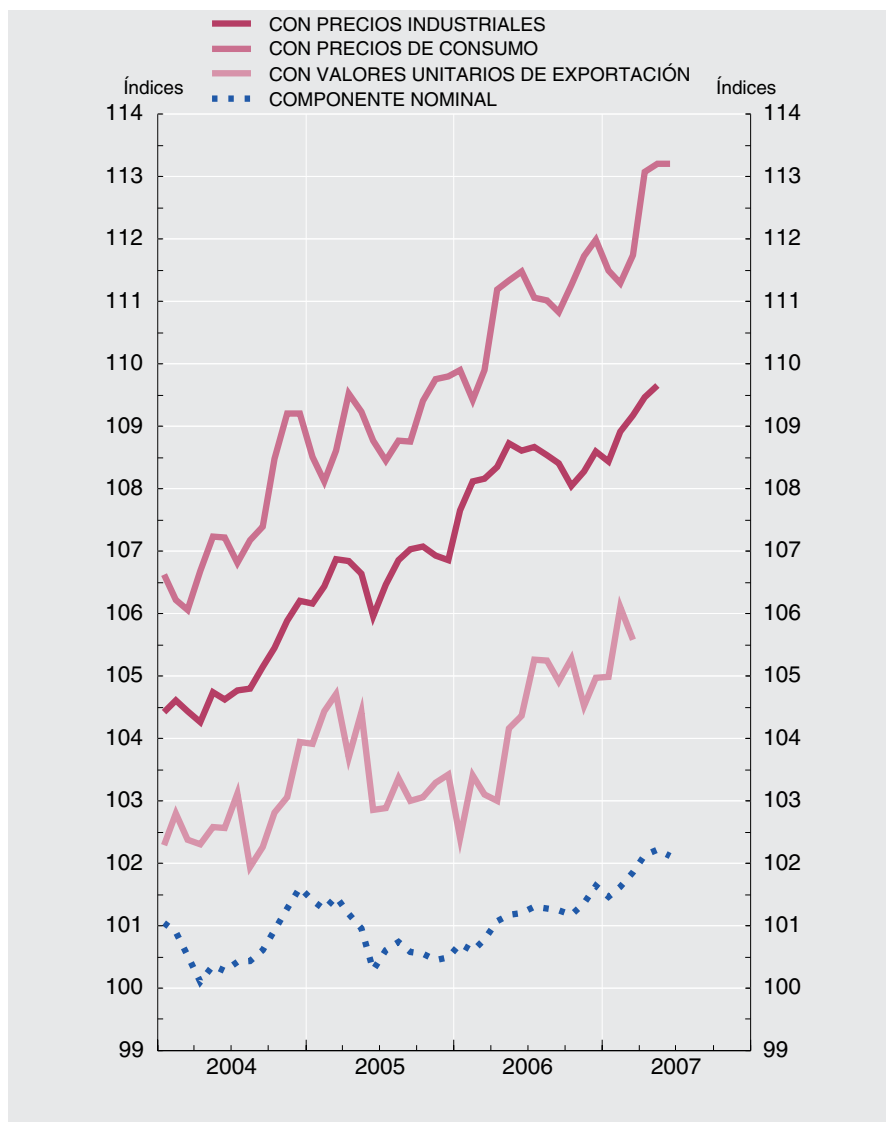
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados					Frente a los países industrializados								
	Total (a)				Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industria- les	Con precios consumo		Con precios industria- les	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>04</b>	104,9	107,4	109,6	102,7	100,7	104,2	106,6	108,8	102,0	105,7	108,6	101,6	104,1	106,9
<b>05</b>	106,7	109,0	113,0	103,6	100,8	105,8	108,1	112,1	102,7	107,1	109,9	101,5	105,5	108,3
<b>06</b>	108,3	110,9	112,8	104,2	101,1	107,1	109,7	111,5	103,1	108,5	111,6	101,6	106,8	109,8
<b>05 II</b>	106,5	109,2	112,8	103,7	100,8	105,6	108,3	111,9	102,8	107,0	110,2	101,6	105,4	108,5
<b>05 III</b>	106,8	108,7	112,7	103,1	100,6	106,1	108,0	112,0	102,4	107,1	109,4	101,2	105,8	108,1
<b>05 IV</b>	107,0	109,7	113,2	103,3	100,5	106,4	109,1	112,7	102,7	107,0	110,2	100,9	106,1	109,2
<b>06 I</b>	108,0	109,8	112,9	103,0	100,7	107,2	109,0	112,2	102,2	107,9	110,1	100,9	106,9	109,1
<b>06 II</b>	108,6	111,3	113,3	103,8	101,2	107,3	110,1	112,0	102,7	108,7	112,0	101,6	107,0	110,2
<b>06 III</b>	108,5	111,0	111,9	105,1	101,3	107,2	109,6	110,5	103,8	108,7	111,7	101,9	106,7	109,7
<b>06 IV</b>	108,3	111,7	113,0	104,9	101,4	106,8	110,1	111,5	103,5	108,5	112,4	102,0	106,4	110,2
<b>07 I</b>	108,8	111,5	111,2	105,5	101,6	107,1	109,7	109,4	103,8	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
<b>06 Sep</b>	108,4	110,8	...	104,9	101,2	107,1	109,5	...	103,6	108,5	111,6	101,8	106,6	109,6
<b>06 Oct</b>	108,0	111,3	...	105,3	101,2	106,8	110,0	...	104,1	108,1	111,9	101,6	106,4	110,1
<b>06 Nov</b>	108,3	111,7	...	104,5	101,4	106,8	110,2	...	103,1	108,5	112,4	101,9	106,4	110,3
<b>06 Dic</b>	108,6	112,0	...	105,0	101,6	106,8	110,2	...	103,3	108,9	112,8	102,3	106,4	110,3
<b>07 Ene</b>	108,4	111,5	...	105,0	101,5	106,9	109,9	...	103,5	108,6	112,1	102,0	106,5	109,9
<b>07 Feb</b>	108,9	111,3	...	106,1	101,6	107,2	109,5	...	104,4	109,1	112,0	102,2	106,8	109,6
<b>07 Mar</b>	109,2	111,7	...	105,6	101,9	107,2	109,7	...	103,7	109,5	112,5	102,5	106,8	109,8
<b>07 Abr</b>	109,5	113,1	...	...	102,1	107,2	110,7	...	...	109,9	114,0	102,9	106,8	110,8
<b>07 May</b>	109,7	113,2	...	...	102,2	107,3	110,7	...	...	110,0	114,1	102,9	106,9	110,9
<b>07 Jun</b>	...	113,2	...	...	102,1	...	110,9	...	...	...	114,0	102,7	...	111,0

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

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

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



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

MAY 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>La Muestra Continua de Vidas Laborales de la Seguridad Social 39</p> <p>La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español 55</p> <p>La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina 65</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2006 77</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2005 87</p>
JUN 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2006 29</p> <p>Indicadores de expectativas de inflación para la economía española 45</p> <p>El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración? 57</p> <p>Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda 67</p> <p>La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios 75</p> <p>Evolución de la dispersión salarial en España 83</p> <p>El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina 95</p>
JUL-AGO 2006	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo 77</p> <p>Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida 89</p> <p>Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias 99</p> <p>Divergencias macroeconómicas entre los países de la UEM: magnitud, causas e implicaciones 111</p> <p>El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes 127</p> <p>Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española 139</p> <p>Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005 167</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006 179</p>
SEP 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2006 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 45</p> <p>Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española 55</p> <p>Cambios estructurales en la productividad del trabajo: Estados Unidos frente a la UE 63</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 73</p> <p>Proximidad, comercio internacional y crecimiento económico 105</p> <p>El proyecto de integración de los sistemas de pagos minoristas de la UEM 115</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2006 127</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2005 137</p>
OCT 2006	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 21</p> <p>La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales 89</p> <p>Competencia y ajustes de precios en España y en el área del euro 101</p> <p>La Encuesta sobre Préstamos Bancarios: un análisis de tres años de resultados 111</p> <p>Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores 129</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2006 143</p>
NOV 2006	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Senado 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 23</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2005 y hasta el tercer trimestre de 2006 41</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 63</p> <p>Características cíclicas de la economía española en el período 1980-2005 75</p> <p>Evolución reciente y situación actual comparada de la inversión colectiva en España 85</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2006 97</p> <p>Una valoración de las políticas de innovación europeas 107</p> <p>Cooperación monetaria y financiera en el este de Asia 125</p>

DIC 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Indicadores para el análisis de coyuntura basados en los datos declarados por las grandes empresas a la Agencia Tributaria 29</p> <p>Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas 41</p> <p>Las finanzas públicas de las Comunidades Autónomas: presupuestos y liquidaciones 51</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2005 63</p>
ENE 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española 73</p> <p>El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF 81</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006 93</p>
FEB 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2006, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>La volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a lo largo de la curva de rentabilidades del mercado monetario del área del euro 41</p> <p>Un análisis intertemporal de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro 51</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2007 61</p> <p>La recuperación del crédito bancario en América Latina 71</p>
MAR 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2006 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La evolución reciente de los flujos del mercado de trabajo español 47</p> <p>Los efectos del tipo de cambio en la actividad y los precios del área del euro 57</p> <p>Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios en la UE 69</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 81</p> <p>La emergencia económica de la India: liberalización y límites al crecimiento 111</p>
ABR 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73</p> <p>La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83</p> <p>El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99</p> <p>Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109</p> <p>Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145</p>
MAY 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA 29</p> <p>Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española 39</p> <p>La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea 49</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007 57</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006 67</p> <p>Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros 79</p>
JUN 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 19</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007 37</p> <p>Actualización del modelo trimestral del Banco de España 55</p> <p>Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España 67</p> <p>Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM 83</p> <p>El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real 101</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006 113</p>
JUL-AGO 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España 79</p> <p>La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta 89</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006 103</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006 115</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2007 131</p>

## 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

- 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.)
- 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).

**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.

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0621 ENRIQUE ALBEROLA Y RODRIGO CÉSAR SALVADO: Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model.
- 0622 SONIA RUANO Y VICENTE SALAS: Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003.
- 0623 JUAN AYUSO Y JORGE MARTÍNEZ: Assessing banking competition: an application to the Spanish market for (quality-changing) deposits.
- 0624 IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Is the Internet delivery channel changing banks' performance? The case of Spanish banks.
- 0625 JUAN F. JIMENO, ESTHER MORAL Y LORENA SAIZ: Structural breaks in labor productivity growth: the United States vs. the European Union.
- 0626 CRISTINA BARCELÓ: A Q-model of labour demand.
- 0627 JOSEP M. VILARRUBIA: Neighborhood effects in economic growth.
- 0628 NUNO MARTINS Y ERNESTO VILLANUEVA: Does limited access to mortgage debt explain why young adults live with their parents?
- 0629 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Competition and price adjustment in the euro area.
- 0630 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Option-implied preferences adjustments, density forecasts, and the equity risk premium.
- 0631 JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL Y ÁNGEL ESTRADA: Bemod: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area.
- 0632 JAMES COSTAIN Y MARCEL JANSEN: Employment fluctuations with downward wage rigidity: The role of moral hazard.
- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Inefficient policies, inefficient institutions and trade.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVE: Genetic algorithm estimation of interest rate term structure.
- 0636 AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Using standstills to manage sovereign debt crises.
- 0637 ANTON NAKOV: Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate.
- 0638 JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Current accounts in the euro area: An intertemporal approach.
- 0639 FRANCISCO ALONSO, SANTIAGO FORTE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Punto de quiebra implícito en la prima de *credit default swaps*. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0701 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.

- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.<sup>a</sup> SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSGE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.
- 0717 EVA ORTEGA, PABLO BURRIEL, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, EVA FERRAZ Y SAMUEL HURTADO: Actualización del modelo trimestral del Banco de España.
- 0718 JAVIER ANDRÉS Y FERNANDO RESTOY: Macroeconomic modelling in EMU: How relevant is the change in regime?
- 0719 FABIO CANOVA, DAVID LÓPEZ-SALIDO Y CLAUDIO MICHELACCI: The labor market effects of technology shocks.
- 0720 JUAN M. RUIZ Y JOSEP M. VILARRUBIA: The wise use of dummies in gravity models: Export potentials in the Euromed region.
- 0721 CLAUDIA CANALS, XAVIER GABAIX, JOSEP M. VILARRUBIA Y DAVID WEINSTEIN: Trade patterns, trade balances and idiosyncratic shocks.
- 0722 MARTÍN VALLCORBA Y JAVIER DELGADO: Determinantes de la morosidad bancaria en una economía dolarizada. El caso uruguayo.
- 0723 ANTON NAKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)

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

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).

## Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>2</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>3</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

## Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

**1.** Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. **2.** Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. **3.** Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

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