

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**06/2008**

**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, 2008  
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	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
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

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
Evolución reciente de la economía española	21
Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008	41
La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española	59
Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España	69
La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década	83
Integración y competencia en el sistema bancario español	91
Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global	111
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007	131
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, MIGUEL FERNÁNDEZ  
ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE ECONOMÍA Y HACIENDA DEL CONGRESO

## Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso

El clima económico —nacional e internacional— que enmarca esta comparecencia ante Sus Señorías es marcadamente diferente del que sirvió de referencia a comparecencias anteriores. El comportamiento alcista de los precios del crudo, de otras materias primas y de los alimentos, el deterioro de la situación cíclica de la economía norteamericana y las graves turbulencias que surgieron en los mercados financieros internacionales a partir del pasado verano han ralentizado el crecimiento de la economía mundial y están condicionando fuertemente las perspectivas sobre su evolución futura. Al mismo tiempo, la confluencia de estas tres perturbaciones de largo alcance ha reabierto antiguos debates sobre el uso que debe hacerse en estas circunstancias de las diferentes herramientas de política económica y ha planteado nuevas cuestiones en el ámbito del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Todo ello está teniendo lugar, además, en un momento en el que la economía europea mantiene el dinamismo de la actividad, pero bajo la amenaza de mayores riesgos para la estabilidad de precios, mientras que en nuestro país la economía, tras un período excepcionalmente largo de tasas de expansión notablemente elevadas del PIB, ha entrado en una fase de desaceleración y ajuste.

No hay modo de abordar semejante variedad y complejidad de temas con el suficiente grado de detalle en el limitado marco temporal de esta comparecencia. Permítanme, en consecuencia, que circunscriba mis comentarios a los que, a mi juicio, resultan más relevantes en estos momentos.

Comenzando por el contexto internacional en el que se desenvuelve la economía española, empezaré recordando que, por cuarto año consecutivo, la tasa de crecimiento de la economía mundial se situó en el entorno del 5% en 2007. Este comportamiento fue bastante generalizado, pero fueron las economías emergentes las que volvieron a destacarse del resto, aportando prácticamente el 70% del avance del PIB mundial.

Estas cifras, no obstante, ocultan importantes diferencias entre antes y después del verano. De hecho, venimos asistiendo desde entonces a un proceso de revisión a la baja de las perspectivas a corto plazo para la economía global, acompañado, además, del reconocimiento de un creciente nivel de incertidumbre en torno a las mismas. Los elementos que explican esa mayor incertidumbre son múltiples. Por un lado, existen dudas sobre la capacidad de recuperación de las economías industrializadas (y, en particular, de la economía norteamericana, cuyo patrón de salida de la situación de debilidad es objeto de intensos debates). Es incierta también la verdadera capacidad de resistencia de las economías emergentes ante una pérdida de dinamismo más prolongada de los países desarrollados, y tampoco son mayores las certezas sobre el comportamiento de los tipos de cambio y su influencia sobre unos desequilibrios globales aún por corregir.

Pero, en mi opinión, los mayores riesgos siguen estando relacionados, primeramente, con el desenlace del episodio de tensiones financieras internacionales. Permítanme Sus Señorías que aborde ahora este tema desde una perspectiva internacional y deje para más adelante su incidencia sobre el sistema financiero español.

La crisis del mercado hipotecario americano de alto riesgo no habría generado un episodio de esta gravedad si no hubieran existido ciertas debilidades estructurales en el entramado finan-



ciero internacional. Los informes internacionales de estabilidad financiera fechados antes de las turbulencias advertían, de hecho, contra la infravaloración de los riesgos en los mercados, alentada y ocultada a un tiempo por el buen momento cíclico vivido por la economía mundial. Los sucesos del verano desmantelaron el exceso de confianza de los inversores y dejaron bruscamente al descubierto los problemas de fondo. Creo que puede resultar útil mencionar, al menos, los más relevantes.

En primer lugar, se ha constatado una insuficiente capacidad de adaptación del marco regulatorio de algunos países a la aparición de productos cada vez más sofisticados y de vehículos fuera de los perímetros de consolidación de las entidades. Como es bien sabido, una regulación mal concebida puede facilitar procesos de innovación financiera artificiosos que no aportan valor añadido.

Tampoco aportan valor añadido los productos financieros que, como algunos de los surgidos en estos últimos tiempos en el ámbito de la titulización de créditos, terminan siendo tan complejos y opacos que no es posible valorar correctamente los riesgos que se asumen al adquirirlos. Este es uno de los ámbitos en los que las autoridades y los organismos financieros internacionales competentes deberán concentrar esfuerzos. Igualmente, será preciso avanzar de manera más decidida a nivel internacional en el de la cooperación entre supervisores. Para supervisar agentes globales que actúan en mercados que tienen también un carácter global, es preciso contar con autoridades supervisoras de esa misma dimensión. Creo que se puede avanzar con garantías en esa dirección si se incrementa la cooperación entre supervisores nacionales y se intensifica el intercambio de información entre ellos.

Otro factor de riesgo a nivel mundial que requiere una atención especial en estos momentos es la evolución alcista del precio de las materias primas —particularmente, la energía— y de los alimentos. Tras el fuerte repunte de estos precios es fácil identificar elementos de demanda ligados a cambios importantes en las economías emergentes. Pero tampoco se deben ignorar algunas limitaciones relevantes por el lado de la oferta, como la baja capacidad excedente de producción y refino (en el caso del crudo) o los efectos de condiciones meteorológicas particularmente adversas (en el de los alimentos).

En el corto plazo, no es probable que estos factores reviertan de un modo significativo, por lo que existe el riesgo creciente de que este ajuste de los precios relativos de las materias primas sea percibido como un aumento permanente —y no transitorio— de la inflación. Si este riesgo se materializara y terminara incidiendo sobre los mecanismos de negociación salarial y de formación de márgenes, se pondrían en marcha espirales inflacionistas a nivel internacional, altamente perjudiciales para el empleo y para el bienestar.

Tensiones inflacionistas, revisiones a la baja de la actividad y riesgos para la estabilidad financiera configuran un escenario de enorme complejidad para el ejercicio de la política monetaria, un escenario al que no ha sido ajeno el Eurosistema.

El PIB de la UEM creció en 2007 por encima del 2,5% por segundo año consecutivo, pero ya en el último trimestre comenzaron a dejarse sentir los efectos de las perturbaciones y de la apreciación del euro. Ciertamente, la UEM está mostrando una notable capacidad para resistir las tensiones, que se sustenta sobre todo en el dinamismo que ha mantenido el mercado de trabajo hasta la fecha.

Pero la incertidumbre sobre el comportamiento de la economía europea en el medio plazo ha aumentado, y en los últimos meses instituciones privadas y organismos internacionales han

revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para este año y el siguiente. El Eurosistema ha hecho públicas también las suyas, que apuntan avances en el entorno del 1,8% en 2008 y del 1,5% en 2009. En ambos casos, además, se contemplan riesgos predominantemente bajistas.

Como no podía ser de otro modo, el comportamiento de la inflación está fuertemente influido por lo ocurrido en los mercados internacionales de las materias primas y de los alimentos, y ha terminado situándose por encima del 3%. Estos niveles, excepcionales para los patrones de la UEM, se mantendrán previsiblemente por algún tiempo más y no será hasta el último tramo del año cuando comiencen a registrarse descensos paulatinos, que se prolongarán a lo largo de 2009. Pero, además, este es un escenario sujeto a riesgos alcistas que emanan fundamentalmente de la posibilidad de que aparezcan efectos de segunda ronda sobre la fijación de salarios, márgenes y precios.

Con todo, la elección del tono más apropiado para la política monetaria no es la única dificultad a la que se está teniendo que enfrentar el Eurosistema. La pérdida de liquidez y el incremento de las primas de riesgo en los mercados interbancarios europeos, pieza fundamental en la instrumentación y en la transmisión de la política monetaria única, requirieron gran atención y esfuerzos especiales. Los esfuerzos deben concentrarse, y así ha sido en el caso del Eurosistema, en que las entidades puedan satisfacer sus necesidades de liquidez. A la vista de los resultados, no creo exagerar si afirmo que en este ámbito se ha actuado con notable eficacia.

Durante esta etapa de incertidumbre, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido, hasta ahora, sin cambios los tipos de interés oficiales, aunque el incremento de las primas de riesgo en el mercado monetario, el repunte de los diferenciales de los bonos corporativos, el endurecimiento de las condiciones de oferta de los préstamos que revelan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios y la apreciación del euro han introducido un cierto tensionamiento de las condiciones de financiación del área, que se juzgaba necesario para contrarrestar las tensiones inflacionistas. No obstante, el reciente repunte de la inflación en el área, achacable en su mayor parte a presiones alcistas de los precios exteriores, ha incrementado los riesgos de efectos de segunda ronda en la negociación de salarios y en la fijación de precios, y de pérdida del anclaje de las expectativas, lo que ha llevado al Consejo a anunciar que se encuentra en situación de elevada alerta y decidido a actuar con el fin de evitar que dichos riesgos se materialicen.

Una vez repasado el marco internacional en el que hay que contextualizar el análisis de la situación de la economía española, centraré en esta el resto de mi comparecencia.

Como es de sobra conocido, nuestra economía comenzó a experimentar a lo largo del pasado ejercicio una etapa de desaceleración de la actividad que, aunque inicialmente respondía a la maduración del largo ciclo expansivo iniciado a mediados de la década de los noventa, se ha visto acentuada por la aparición de las perturbaciones que han aquejado al conjunto de la economía mundial.

Todos estos acontecimientos se han producido tras un largo período de expansión y de elevada generación de empleo, que han permitido un notable avance en la aproximación al nivel medio de renta de los países de nuestro entorno. Unos resultados que están estrechamente vinculados a los beneficios obtenidos por la entrada de España en la UEM y al esfuerzo realizado para alcanzar una posición presupuestaria saneada y para aumentar la flexibilidad de la economía mediante la introducción de medidas liberalizadoras y de reforma estructural.

Sin embargo, la propia maduración de este ciclo, junto con el patrón de crecimiento seguido durante el mismo, ha desembocado finalmente en un cambio de fase y en el inicio de un proceso de ajuste de la economía. Como es sabido, el dinamismo de la demanda se asentaba, entre otros factores, en un elevado crecimiento del consumo y en una intensa y prolongada expansión inmobiliaria, alentados por unos tipos de interés que se mantuvieron en niveles reducidos durante un período de tiempo dilatado. De hecho, ha sido en este último sector en el que más se habían dejado sentir los efectos de una larga expansión en condiciones monetarias y financieras holgadas, lo que había llevado a un crecimiento del número de viviendas construidas y de sus precios a ritmos difícilmente sostenibles en el largo plazo.

En estas circunstancias, la modificación en la orientación de la política monetaria, mediante las subidas de tipos de interés instrumentadas desde diciembre de 2005 por el BCE, desincentivó la compra de viviendas y el endeudamiento de las familias, propiciando el inicio del necesario ajuste del sector inmobiliario, que empezó manifestándose en crecimientos más moderados del precio de la vivienda. A su vez, el efecto conjunto de la normalización de las condiciones monetarias y las menores expectativas de revalorización de la riqueza financiera se fue notando en una pérdida de impulso del consumo privado.

A mediados del pasado año, el brusco desencadenamiento del episodio de inestabilidad de los mercados financieros contribuyó a intensificar el ajuste, al inducir un deterioro generalizado de la confianza cuando los agentes privados ya habían iniciado un proceso de corrección de sus patrones de gasto. A la vez, el aumento del coste medio de obtención de fondos por parte de las instituciones financieras ha determinado un encarecimiento del coste de la financiación otorgada a los agentes privados, conforme las entidades han ido adoptando criterios más exigentes para la concesión de crédito.

Si bien es cierto que durante el año pasado el empeoramiento del contexto económico ya se hizo patente en una cierta moderación de las tasas interanuales de crecimiento del producto, ha sido en los primeros meses de este ejercicio cuando la desaceleración de la economía española se ha ido haciendo más pronunciada. En concreto, los componentes de la demanda representativos del gasto en consumo y en vivienda de las familias, principal fuerza motriz de la actividad durante la larga fase expansiva, han sido también los que han mostrado una mayor debilidad desde que se iniciara el proceso de ajuste. Por su parte, la inversión productiva está manteniendo una razonable fortaleza, aunque también ha perdido parte de su pujanza a lo largo de los trimestres más recientes.

La mejora de la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del PIB constituye un rasgo positivo de la evolución reciente de la actividad económica, como consecuencia del notable ritmo de expansión que están manteniendo nuestras exportaciones.

La flexión a la baja del gasto de las empresas y, sobre todo, de las familias ha tenido su lógico reflejo en el ritmo de avance del crédito demandado por el sector privado, que ha continuado ralentizándose hasta aproximarse al de las rentas de estos agentes, interrumpiéndose así la tendencia al creciente endeudamiento que se había venido observando en los últimos años.

La economía española ha tenido que enfrentarse también al encarecimiento del petróleo y de otras materias primas. El repunte de la inflación que se ha producido en este contexto, con tasas superiores al 4%, como las registradas en los últimos meses, ha deteriorado el poder de compra de los hogares españoles, desalentando el consumo y mermando su confianza. El origen externo del episodio inflacionista al que estamos asistiendo no debe llevarnos, sin embargo, a considerar esta evolución como algo fuera del ámbito de influencia de las autori-

dades y de los agentes sociales. En concreto, los intentos de eludir las pérdidas de renta real que el encarecimiento de los bienes importados comporta, ya sea a través de aumentos de precios o de costes, como resultado de los mecanismos de indiciación existentes, pueden terminar generando mayores tensiones inflacionistas y afectar negativamente a la creación de empleo, lo que tendería a intensificar y prolongar el ajuste.

Los esfuerzos para mantener una senda de moderación de los márgenes empresariales y de los salarios resultan más importantes, si cabe, en una situación de desaceleración como la actual, en la que los principales países de destino de nuestras exportaciones también se encuentran inmersos, por lo que el comportamiento de la competitividad constituye un elemento crucial para que la contribución del sector exterior contrarreste la pérdida de vigor de la demanda interna.

Las perspectivas para la economía española apuntan, en el futuro más inmediato, a una etapa de moderación del crecimiento, en la que, no obstante, existen elementos que deberían permitir amortiguar el impacto de las perturbaciones que acabo de describir. En particular, nuestro país cuenta en la actualidad con un entorno institucional mucho más proclive a la estabilidad macroeconómica, una sólida posición presupuestaria y unos mercados de factores y productos que, si bien continúan aquejados de ciertas rigideces, son más flexibles de lo que eran hace década y media. Por último, la solidez del sistema financiero español representa un soporte destacado para mitigar los efectos derivados de la prolongada fase de inestabilidad financiera internacional.

No obstante, es preciso reconocer que las incertidumbres que rodean a este escenario central son mayoritariamente a la baja y procedentes, sobre todo, del exterior. En nuestro caso, dada nuestra dependencia del ahorro exterior, una vuelta a un funcionamiento más normal de los mercados internacionales de capital ayudaría a suavizar el ajuste, al reducir los costes de la financiación y alargar los plazos de la misma.

Con todo, la materialización del escenario central en el que la desaceleración de la actividad tenga una intensidad y duración moderadas depende no solo del alcance de las perturbaciones exteriores, sino también del esfuerzo que hagan todas las Administraciones Públicas y los agentes sociales, cada uno en su ámbito de actuación.

En particular, me parece de especial relevancia que el diseño de la política económica en la actual coyuntura se asiente en el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria y en un esfuerzo de flexibilización de los mercados.

El logro de la estabilidad presupuestaria a lo largo de la anterior fase expansiva ha permitido que se pueda afrontar la desaceleración de la actividad desde una posición en la que los estabilizadores automáticos pueden desplegar su potencial anticíclico. Debe evitarse, en cambio, la aplicación de políticas discrecionales que comprometan los logros cosechados en materia de estabilidad y puedan agotar el margen de maniobra al que podría ser necesario recurrir en caso de que se materializara alguno de los riesgos que acabo de describir. En este sentido, no debe olvidarse que, si bien el conjunto de las Administraciones Públicas afronta esta fase de desaceleración desde una posición favorable, tal posición no está exenta de riesgos, como muestra el debilitamiento de la recaudación, principalmente de la correspondiente a las figuras impositivas que se encuentran más vinculadas con los desarrollos del mercado de la vivienda. Por ello, cualquier medida que se adopte debería ser de carácter selectivo e ir acompañada de un esfuerzo de contención en otras rúbricas presupuestarias que sean susceptibles de reducciones de costes. Quiero llamar la atención, en este punto,

sobre el esfuerzo de racionalización de gasto que han de hacer las Comunidades Autónomas en esta nueva etapa, especialmente ante la notable desaceleración que se observa en los tributos cedidos.

Otro elemento crucial es el fortalecimiento de la flexibilidad y de la eficiencia en el funcionamiento de los mercados de factores y productos, que deben facilitar la transferencia de recursos desde los sectores en proceso de ajuste hacia aquellos que han de tomar el relevo.

La desaceleración económica se está percibiendo ya en los datos de empleo de los últimos meses, por lo que resulta apremiante reforzar los incentivos a la búsqueda activa de un puesto de trabajo, fomentar la generación de empleo estable y facilitar la movilidad tanto geográfica como sectorial de los trabajadores, a través de las reformas que sean pertinentes. Pero también deben revisarse los elementos de indiciación presentes en el sistema de negociación colectiva, que contribuyen a convertir episodios transitorios de repunte inflacionista en alejamientos duraderos de la senda de moderación salarial.

A la hora de reducir en la medida de lo posible la duración y la intensidad del ajuste, y de afrontar desde una posición de partida favorable la futura recuperación, los avances en la liberalización de los mercados de bienes y servicios van a desempeñar un papel primordial. En este sentido, varios ámbitos, a mi juicio, requieren de una especial atención. En primer lugar, existe un margen para profundizar en los servicios destinados al consumo, cuyo aprovechamiento en la presente coyuntura puede resultar particularmente fructífero. La Directiva de Servicios aprobada en el ámbito europeo debe ser transpuesta de forma ambiciosa al ordenamiento jurídico español. Asimismo, el importante papel que ejercen los canales de distribución en el proceso de formación de precios aconseja el desmantelamiento de las limitaciones que pesan actualmente sobre el comercio minorista.

En la situación que está atravesando el sector inmobiliario, parece imprescindible fomentar el desarrollo del mercado del alquiler, lo que pasa por un incremento de la seguridad jurídica de los arrendadores y por la eliminación de las restricciones que pesan actualmente sobre la duración de los contratos. Estas acciones pueden ejercer efectos potencialmente muy beneficiosos para suavizar el ajuste del mercado inmobiliario y acomodar la demanda de alojamiento existente.

Un último ámbito en el que deben incidir las reformas de los mercados de productos viene dado por las industrias de red (sobre todo, en el sector energético), por cuanto la provisión eficiente de estos servicios ejerce efectos favorables sobre la eficiencia general de la economía. Tampoco debe olvidarse que la elevación del crecimiento potencial de la economía a largo plazo requiere que las políticas económicas atiendan al fomento del capital físico y humano, para lo que resulta necesario impulsar con decisión la mejora del sistema educativo y el esfuerzo innovador.

En la parte final de esta comparecencia quisiera ocuparme ahora del sistema bancario español. Comenzaré señalando que el impacto directo de las turbulencias financieras sobre nuestras entidades ha sido limitado. Primeramente, porque la actividad de nuestros bancos, cajas y cooperativas descansa en el sistema de intermediación financiera tradicional entre depositantes y prestatarios. La emisión de activos titulizados, particularmente cédulas hipotecarias, ha sido también una importante fuente de financiación para el sistema bancario español en estos últimos años, pero, en nuestro caso, la titulización ha seguido procesos sencillos y transparentes, en los que no se han generado productos especialmente complejos y de difícil valoración y no se han creado los «vehículos» externos que hemos conocido en otras latitu-

des. Asimismo, tampoco se ha llevado a cabo aquí la transferencia masiva de los riesgos fuera del propio sistema bancario, propia del modelo «originar para distribuir». De este modo, las entidades han continuado gestionando sus operaciones de préstamo con la profesionalidad y la diligencia propias de quien continúa basando una parte central de sus resultados en la correcta valoración de los riesgos asumidos.

El impacto directo de las perturbaciones ha resultado amortiguado también por la existencia de una exigente regulación contable y de solvencia, y de unas prácticas de supervisión particularmente atentas a la evolución de los riesgos. Esto ha propiciado que las entidades sigan criterios prudentes en la valoración de sus activos y ha permitido que durante los tiempos de bonanza se acumulen importantes bolsas de provisiones con las que hacer frente a las pérdidas que puedan surgir en momentos de mayores dificultades.

Las entidades españolas mantenían así una liquidez razonable y una amplia diversificación de plazos y segmentos de financiación cuando los mercados mayoristas en los que venían captando una parte notable de sus recursos se colapsaron. Su capacidad de respuesta en este entorno de dificultad ha quedado patente en la adaptación que han llevado a cabo de sus fuentes de financiación, pugnando por captar pasivos tradicionales, desplazándose hacia plazos más cortos y, en el tramo final del pasado ejercicio, elevando su recurso al Eurosistema, aunque a partir de un nivel limitado y sin alejarse de la participación equivalente a la «clave» del Banco de España en el capital del BCE.

Desde hace unos meses, venimos asistiendo a los primeros síntomas de reactivación de los mercados primarios de obligaciones bancarias simples y cédulas hipotecarias, en los que las entidades españolas han conseguido colocar un volumen de emisiones muy significativo en poco tiempo. Es importante que nuestras entidades incrementen su presencia en estos mercados y se vayan ajustando a un entorno de mayores costes de la financiación y de tasas de crecimiento del negocio mucho más próximas a las del PIB nacional. Y tendrán que hacerlo en unas condiciones cíclicas que tenderán a añadir presión sobre sus márgenes. En estas circunstancias, adquieren especial relevancia las mejoras en la eficiencia de la organización que repercuten en una gestión más ajustada de los costes.

El Banco de España, por su parte, continuará velando por que estos nuevos retos se afronten sin poner en riesgo la estabilidad del sistema. En el terreno de las provisiones contables, seguiremos apoyándonos en esquemas preventivos compatibles con las normas contables internacionales y con la aceptación de los modelos internos de las entidades más avanzadas, unos esquemas que se han probado útiles en las actuales circunstancias y que están ganando aceptación internacional de una manera progresiva. En el ámbito de la normativa supervisora —y con este recordatorio concluyo mi intervención—, el pasado 22 de mayo el Consejo de Gobierno del Banco de España aprobó la circular que supone la implantación en España de la nueva normativa de solvencia conocida como «Basilea II», cuya entrada en vigor incrementará las herramientas prudenciales a disposición del supervisor.

Muchas gracias por su atención.

24.6.2008.

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

### **Evolución del sector real de la economía española**

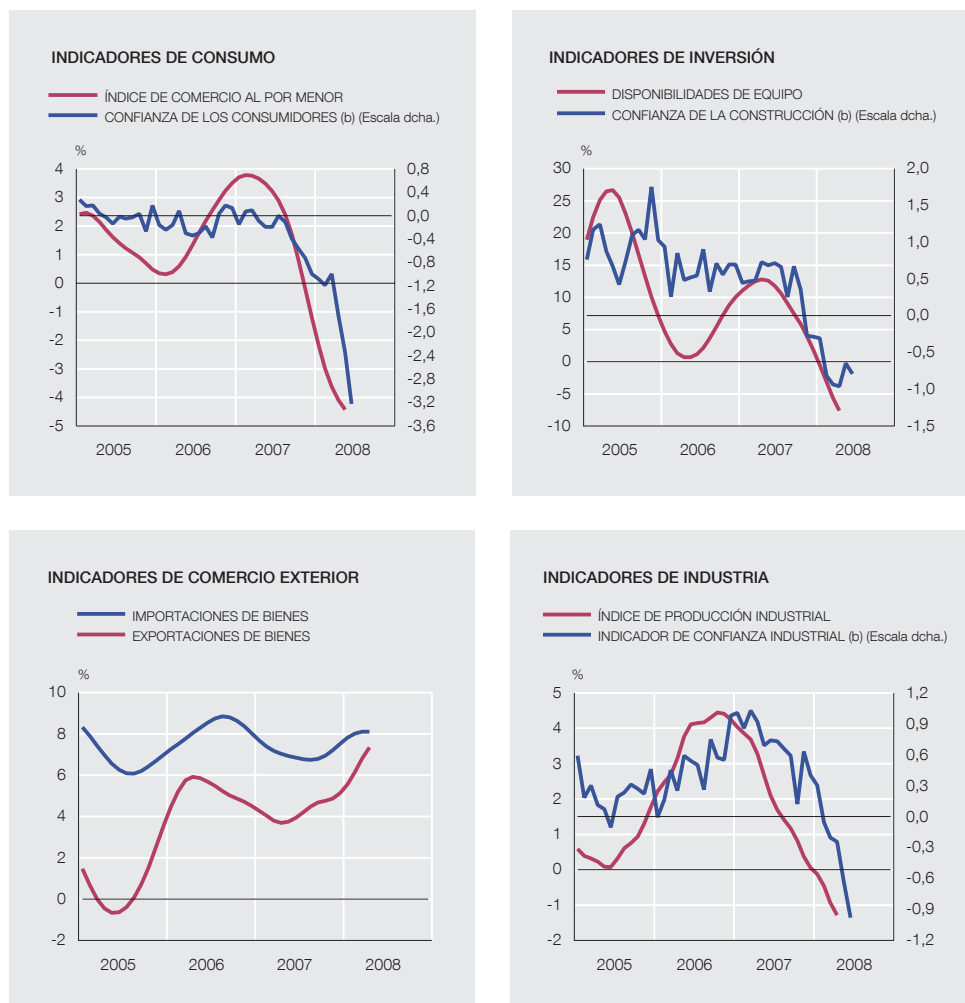
De acuerdo con las últimas cifras de la CNTR, que fueron objeto de un análisis más detallado en el *Boletín Económico* de mayo, en el primer trimestre de 2008 se acentuó la desaceleración que la economía española había venido mostrando a lo largo del ejercicio anterior. Así, la tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo en ocho décimas, hasta el 2,7%, mientras que el ritmo de avance intertrimestral fue del 0,3%, cinco décimas menos que en el trimestre precedente. Esta merma de dinamismo vino motivada por el debilitamiento de la demanda nacional, que no pudo ser compensado por la mejora experimentada por la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Desde la óptica de las ramas de actividad, la pérdida de vigor tuvo un carácter generalizado, con la excepción de la agricultura, alcanzando su mayor intensidad en la industria, que registró tasas de avance interanual negativas. La creación de empleo se debilitó en una magnitud similar a la del producto, de manera que la productividad aumentó a un ritmo próximo al del cuarto trimestre de 2007, concretamente un 1%.

Los indicadores económicos referidos a la parte transcurrida del segundo trimestre apuntan a que continúa la ralentización de la actividad. Así, entre los indicadores relativos al consumo privado, el índice de ventas del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles destinados a particulares retrocedieron en mayo en tasa interanual un 5,3% y un 28,4%, respectivamente. En cuanto a los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores volvió a caer en junio, alcanzando su nivel mínimo histórico desde el inicio de la serie en junio de 1986 (véase gráfico 1). Asimismo, el indicador análogo referido a los comerciantes minoristas descendió ligeramente en junio, de modo que la media del segundo trimestre se situó claramente por debajo de la del primero.

La inversión en bienes de equipo también presenta signos de debilitamiento, a tenor del deterioro experimentado por el indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes en el mes de mayo. En esta misma dirección apunta la reducción del nivel de utilización de la capacidad productiva en el segundo trimestre de 2008, hasta quedar en el 80,2%. Además, el indicador de disponibilidades, con información hasta abril, continúa mostrando una pérdida de impulso. No obstante, la encuesta de inversión industrial correspondiente al primer semestre de 2008 arroja un mayor aumento de las intenciones de inversión de estos empresarios en el presente ejercicio en comparación con la encuesta realizada en el segundo semestre de 2007.

En cuanto a la inversión en construcción, la corrección podría haberse intensificado recientemente, sobre todo como consecuencia de la evolución de su componente residencial. Los indicadores contemporáneos de la actividad del conjunto del sector relativos al mercado de trabajo experimentaron un deterioro acusado en mayo. Así, en ese mes, el número de parados en la construcción creció un 63% en términos interanuales, mientras que la cifra de afiliados medios se redujo un 7% (frente al 4,9% de abril). Paralelamente, los indicadores de consumos intermedios, como la producción interna de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento, se contrajeron en los meses de abril y mayo, respectivamente, a tasas superiores al 10%, en tanto que el indicador de confianza de los empresarios del sector registró una caída en el conjunto del segundo trimestre en comparación con el primero. Respecto a los indicadores de carácter adelantado, la superficie visada en proyectos de edificación de viviendas retrocedió un 44% interanual en el mes de abril, tasa que apenas se encuentra ya afectada por el calendario de aplicación del Código Técnico de la Edificación (CTE), que ha exagerado la caída en el ritmo de aprobación de visados en el pasado reciente. Por su parte,





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

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

la edificación no residencial también ha presentado un comportamiento desfavorable, con una disminución de la superficie visada del 27,9% en abril. Finalmente, el volumen de licitación oficial en obra civil ha seguido reflejando la aceleración en el ritmo de contratación pública, al alcanzar una tasa de avance interanual del 45,7% en el mes de abril, que, no obstante, es sustancialmente inferior a la observada en marzo.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes, cuando se consideran conjuntamente los meses de marzo y abril (con el objetivo de corregir el posible efecto del diferente calendario de Semana Santa en 2007 y 2008), crecieron un 9,1% con respecto al mismo período del año anterior, tasa que supera en 3,9 puntos porcentuales (pp) a la observada en el primer bimestre del año. La aceleración fue resultado del comportamiento favorable de las ventas exteriores dirigidas tanto a la UE como al resto del mundo. Por grupos de productos, considerando igualmente los meses de marzo y abril de forma conjunta, el mayor avance se registró en los bienes de consumo no alimenticio, seguidos de los intermedios y los alimenticios. Por el contrario, se produjo un aumento del ritmo de caída de las ventas de bienes de equipo. Por su parte, la valoración de la cartera de pedidos exteriores en

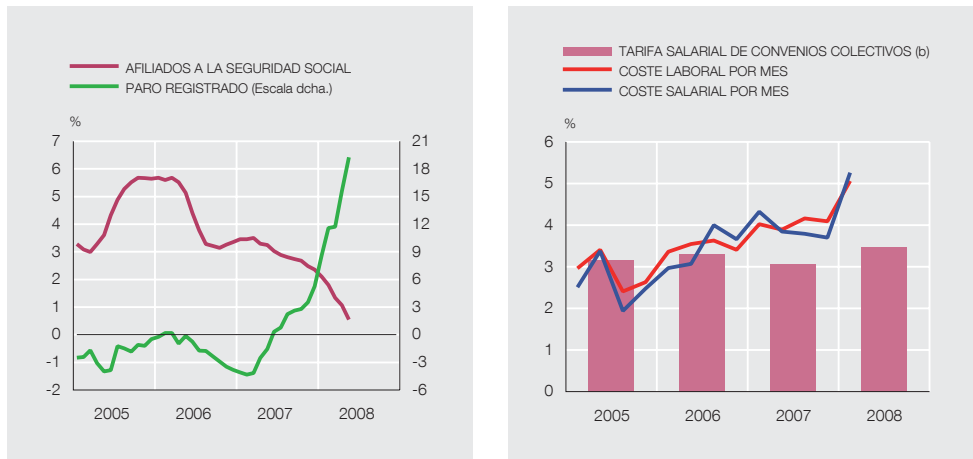
la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros experimentó un deterioro sustancial en mayo y junio, tras haber permanecido estable en el primer cuatrimestre del año.

En la vertiente importadora, el crecimiento interanual de las compras al exterior en términos reales fue de un 8,8% en el período marzo-abril, tasa superior en 0,7 pp a la observada en el promedio de enero y febrero. La aceleración de las importaciones totales vino determinada por el impulso experimentado por las compras de bienes energéticos y, en menor medida, de los intermedios no energéticos, en tanto que el resto de grupos (bienes de equipo y de consumo alimenticio y no alimenticio) se comportaron menos favorablemente. El déficit comercial en términos nominales continuó aumentando en los meses de marzo y abril. No obstante, su ritmo de crecimiento —del 14,1%— fue inferior casi en 5 pp al de enero y febrero. Este menor avance del desequilibrio comercial exterior estuvo motivado por su componente no energético, cuyo déficit se redujo en un 16,2% en el conjunto de marzo y abril, mientras que, en la balanza energética, el desfase entre importaciones y exportaciones aumentó en un 75,5%, como consecuencia del encarecimiento de los bienes que la componen.

Respecto al turismo, los indicadores referidos al mes de mayo han mostrado un tono relativamente positivo, aunque su ritmo de avance continúa siendo moderado. En concreto, las cifras de turistas entrados por frontera y de sus pernoctaciones hoteleras crecieron a ritmos interanuales respectivos del 4,2% y 6,3% en mayo, frente a las tasas medias del 2,9% y 0,7% observadas en el conjunto de marzo y abril. La interpretación de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) en los meses de marzo y abril se ve dificultada por el hecho de que la Semana Santa tuviera lugar en el primero de esos dos meses en 2008 y en el segundo de ellos en 2007. Si se consideran conjuntamente los dos meses al objeto de mitigar dicho efecto, el aumento del gasto fue del 4,2% en términos nominales.

Según las cifras de la Balanza de Pagos referidas a marzo, la necesidad de financiación de la nación se situó en algo más de 30 mm de euros en el primer trimestre de 2008, un 19,3% más que en el mismo período del año anterior. El déficit por cuenta corriente alcanzó los 32,6 mm de euros, superando en algo más de 5,9 mm de euros el registrado un año antes. Este aumento se debió, sobre todo, a la evolución de la balanza comercial, aunque los saldos negativos de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes también se acrecentaron en 0,5 mm y 1,4 mm de euros, respectivamente. Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios se incrementó, aunque de forma insuficiente para compensar los desarrollos anteriores. Por último, el saldo positivo de la cuenta de capital en el primer trimestre de 2008 casi se duplicó en comparación con el observado un año antes.

Por el lado de la oferta, la actividad industrial, que según la CNTR ya había registrado una apreciable pérdida de dinamismo en el primer trimestre del año, ha seguido mostrando un tono débil al inicio del segundo. Así lo corrobora la evolución del IPI, que, en el mes de abril, decreció un 0,3% en términos de la serie corregida de efectos de calendario, cifra similar a la observada en los tres primeros meses del año. En abril, los bienes de equipo y los intermedios fueron los componentes que registraron una mayor desaceleración, aunque esta no fue muy acusada. Además, los datos de ese mismo mes de los índices de cifras de negocios en la industria y, especialmente, de las entradas de pedidos del sector apuntan también a un comienzo desfavorable del segundo trimestre. En el resto del trimestre, la situación de la industria podría haber experimentado un deterioro adicional según la información coyuntural cualitativa. Así, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea se situó en junio en su valor más reducido desde mayo de 1996, mientras que el índice de directores de compras



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

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2008.

del sector manufacturero amplió en mayo su diferencial negativo frente al nivel de referencia de 50, que aproxima la frontera entre la contracción y la expansión del sector, situándose en valores mínimos no observados desde noviembre de 2001. En ambos casos, el comportamiento negativo de los pedidos tuvo un papel destacado a la hora de explicar la evolución observada. Por último, los indicadores para esta rama basados en el mercado de trabajo han evolucionado en mayo en la misma dirección: la caída de los afiliados a la Seguridad Social se acentuó hasta el -1,1%, mientras que el ritmo de crecimiento del número de parados registrados se incrementó hasta el 10,9%.

En el caso de los servicios de mercado, su cifra de negocios cayó un 0,3% en abril, una vez deflactada y corregida del efecto de calendario, mientras que el indicador de confianza del sector elaborado por la Comisión Europea experimentó un nuevo descenso en junio. Entre los indicadores de empleo, las afiliaciones medias a la Seguridad Social crecieron a un ritmo del 2,3% en mayo, 0,2 pp y 0,6 pp por debajo de las cifras de abril y del primer trimestre, respectivamente, mientras que el número de parados inscritos se aceleró en 3,1 pp en mayo, alcanzando una tasa del 16,3% (7,2 pp más que en el período enero-marzo).

Los indicadores de empleo han evolucionado en consonancia con el menor dinamismo mostrado por la actividad. Así, la afiliación media a la Seguridad Social se desaceleró en mayo en 0,5 pp con respecto a abril, de forma que su tasa de avance interanual se situó en el 0,6%, frente al ritmo de crecimiento del 1,7% del primer trimestre (véase gráfico 2). Por nacionalidades, la cifra de afiliados españoles se mantuvo estable, mientras que la correspondiente a los extranjeros continuó creciendo a un ritmo elevado, si bien ligeramente más moderado que en abril (en concreto, un 7,6%). Finalmente, el número de desempleados inscritos en el INEM registró en mayo una aceleración de casi 4 pp, similar a la observada en abril, con lo que alcanzó un ritmo de crecimiento del 19,3%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2008 un superávit de 2.722 millones de euros (0,2% del PIB), frente al superávit de 13.592 millones de euros (1,3% del PIB) registrado hasta mayo de 2007. Los ingresos experimentaron una caída del 8,9% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 9,5%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta mayo de



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

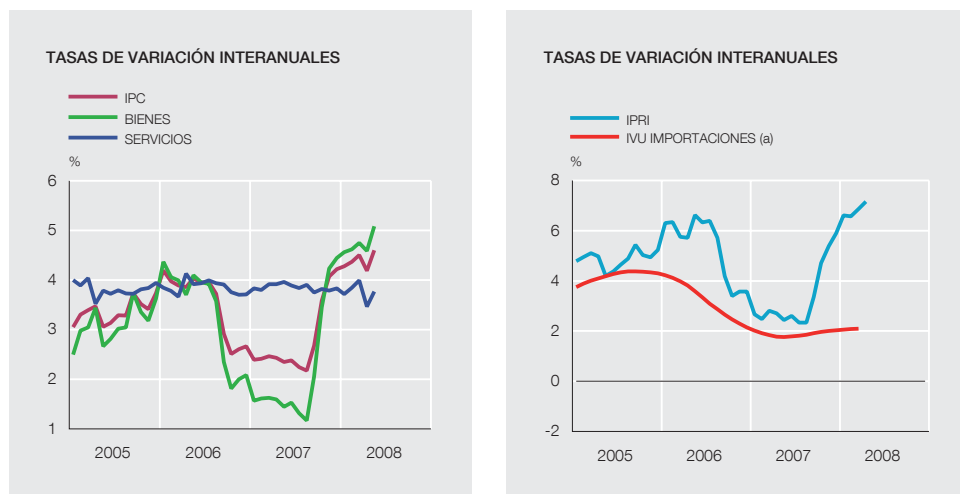
a. Último dato: mayo de 2008.

2008 se saldó con un superávit de 3.185 millones de euros, lo que supuso una significativa reducción respecto a la cifra de 11.220 millones de euros registrada en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos mantuvieron tasas de variación negativas, registrando una caída del 8,5%, lo que se debió al menor dinamismo de la recaudación impositiva correspondiente a los impuestos sobre sociedades y sobre el valor añadido, que retrocedieron como consecuencia del ajuste de los sectores inmobiliario y de construcción y, en el caso del IVA, además como resultado del efecto del régimen de grupos (que supone un fuerte adelanto en las devoluciones)<sup>1</sup>. Por su parte, los gastos se desaceleraron ligeramente, hasta un crecimiento del 4,5%.

### Precios y costes

De acuerdo con los indicadores disponibles, el crecimiento de los salarios se está acelerando en los primeros meses de 2008. Así, la encuesta trimestral de coste laboral correspondiente al primer trimestre del año arrojó un aumento interanual del coste laboral por trabajador y mes del 5,1%, tasa que supera en un punto porcentual al incremento observado en el trimestre final de 2007. Respecto a la negociación colectiva, el incremento salarial medio pactado para 2008 se situó en el 3,5% en los convenios firmados hasta finales del mes de mayo, 0,4 pp más que el acordado para 2007. Estos acuerdos afectan a casi 7 millones de trabajadores, esto es, un 67% del total de trabajadores incluidos en la negociación colectiva. La gran mayoría de estos convenios se corresponden con revisiones de acuerdos plurianuales firmados en años anteriores, en los que el incremento salarial pactado es 0,7 pp menor que el incorporado en los convenios de nueva firma. Los aumentos más elevados se han producido en la rama de construcción (3,68%), seguida de los servicios (3,49%), la industria (3,4%) y, finalmente, la agricultura (3,1%). Respecto al efecto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 —que es percibida en 2008—, la estimación más reciente es de 1,1 pp, ocho décimas más que en el año anterior.

1. De acuerdo con la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, para la prevención del fraude fiscal, los grupos de empresas pueden acogerse a un nuevo régimen especial, según el cual las entidades pertenecientes a un mismo grupo pueden consolidar entre sí sus liquidaciones de IVA. En la práctica, esto supone un adelanto de devoluciones en la medida en que, con el régimen anterior, las empresas del grupo que tuviesen un saldo acreedor con la administración tributaria debían esperar cierto tiempo antes de recibir la devolución, mientras que, con el régimen actual, dicha devolución es instantánea —en la medida en que el saldo neto del grupo de empresas sea deudor—.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En términos del IPC, la evolución de la inflación tuvo un perfil ascendente en mayo. En este mes, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de consumo se aceleró en cuatro décimas, hasta el 4,6% (véase gráfico 4). En cuanto al IPSEBENE —índice que excluye los componentes cuyos precios presentan habitualmente una evolución más volátil—, su aceleración fue más moderada (de 0,2 pp, hasta el 3,3%), lo que se debió, sobre todo, al acusado repunte de los precios energéticos (de 3,2 pp), hasta situar su ritmo de avance en el 16,5%. No obstante, el otro componente excluido del IPSEBENE —el de alimentos no elaborados— también incrementó modestamente su ritmo de crecimiento (en una décima, hasta el 4,1%). Dentro del IPSEBENE, el componente de servicios fue el que registró un mayor avance en su ritmo de variación (de 0,3 pp, hasta el 3,8%). Los precios de los alimentos elaborados, por su parte, aumentaron a un ritmo del 7,5%, tras tres meses de crecimiento estable en el 7,4%. Finalmente, el crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 0,2%. Según su indicador adelantado, el índice armonizado (IAPC) aumentó un 5,1% en junio, superando en cuatro décimas el crecimiento registrado en abril. Puesto que en la UEM el indicador análogo se aceleró en 0,3 pp, hasta el 4%, en caso de confirmarse estos datos, el diferencial de inflación frente a esa área se habría ampliado en una décima, hasta situarse en 1,1 pp.

En el mes de mayo, el índice general de precios industriales registró una aceleración de 0,7 pp, hasta alcanzar una tasa interanual del 7,9%, prolongando así la pauta observada en los meses precedentes. Este nuevo repunte fue provocado por su componente energético, cuya tasa de crecimiento volvió a acrecentarse (en esta ocasión en 4,7 pp, hasta el 21,2%). El ritmo de variación de los precios industriales sin energía ascendió al 4,8%, lo que fue el resultado de una ligera moderación en el ritmo de avance de los precios industriales de los bienes de equipo e intermedios, que aumentaron a tasas del 5,9% y 2%, respectivamente, mientras que los de consumo mantuvieron la misma tasa de crecimiento que en abril (5,3%).

Los precios de las exportaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), aumentaron un 1,7% en abril. Este ritmo de avance supone una aceleración de 1,1 pp con respecto a marzo, pero es, no obstante, inferior al 2,9% observado en el primer trimestre del año. En abril, la tasa de avance del componente energético se moderó en 5,3 pp con respecto a marzo, aunque se mantuvo muy elevada (30,5%). En el sentido contrario, los precios de las ex-

portaciones no energéticas se aceleraron en 1,3 pp, pero hasta tasas muy reducidas —del 0,2%—. Los IVU de las importaciones intensificaron su ritmo de avance interanual en abril (en 3,5 pp, hasta el 4,4%). Este desarrollo obedeció al comportamiento de los bienes no energéticos, cuyos precios retrocedieron un 0,1% (frente al descenso del 6,4% en marzo), como consecuencia de la evolución de los componentes de bienes de consumo no alimenticio, de equipo e intermedios no energéticos. Por su parte, los precios de las importaciones energéticas continuaron creciendo en abril a una tasa muy elevada —del 24,3%—, aunque inferior en 6 décimas a la observada en el mes precedente. Por otro lado, el índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE se aceleró en 0,3 pp en el mes de abril, hasta el 2,7%. Al igual que en el caso de otros indicadores de precios, este mayor crecimiento del índice general fue, sobre todo, el resultado de una sustancial aceleración de los precios de los productos energéticos (de 9,5 pp, hasta el 41,1%), si bien los precios de bienes de consumo también contribuyeron a esta evolución. En el caso de los precios de importación de bienes industriales, el índice general aumentó un 6,6% en abril (dos décimas más que en marzo), repunte que se debió, principalmente, al componente de bienes intermedios.

### **Evolución económica y financiera en la UEM**

Tras la incipiente estabilización que tuvo lugar en mayo en los mercados financieros internacionales —asociada a cierta recuperación en los mercados de crédito—, a lo largo del mes de junio se ha producido un cambio en la evolución financiera internacional, que cabe atribuir en gran medida a un aumento de la preocupación por los riesgos inflacionistas a nivel global. Este cambio, al que no ha sido ajena la reciente escalada de los precios del petróleo, hasta niveles que rozaron los 140 dólares/barril, tiene lugar en un contexto de progresivo aumento de las tasas de inflación en las economías industrializadas y emergentes en los últimos meses. En este contexto, se ha percibido un endurecimiento en el discurso de las autoridades monetarias —en particular, de la Reserva Federal—, que ha producido un incremento en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y, también, en el Reino Unido. Las rentabilidades de los bonos del tesoro estadounidense a 10 años repuntaron prácticamente en paralelo, llegando a alcanzar niveles en torno al 4,25%, que son máximos de los últimos seis meses, si bien posteriormente se redujeron. En el ámbito estrictamente financiero, la revisión a la baja de la calificación crediticia de algunas de las principales aseguradoras de bonos (*monolines*), la consiguiente revisión de la calificación de numerosos instrumentos financieros asegurados por estas empresas y la publicación de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión en Estados Unidos reavivaron las tensiones en los mercados de crédito. Todo ello se ha traducido en un tono más negativo en las bolsas, que registraron pérdidas significativas. En los mercados emergentes, las bolsas registraron un comportamiento similar, y los diferenciales soberanos se ampliaron. El dólar se depreció ligeramente frente al euro en un entorno de elevada volatilidad.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento del 1% trimestral anualizado, 4 décimas por encima de la estimación inicial. Esta revisión al alza fue resultado de una contribución mayor del consumo, de la inversión residencial y de las importaciones, que quedó parcialmente compensada por la menor contribución de las existencias. Los indicadores más recientes mantienen, en general, señales de debilidad en cuanto a la evolución de la actividad, aunque se observa cierta mejoría en alguno de ellos. Por el lado de la demanda, el gasto en consumo personal y las ventas al por menor aumentaron en mayo, reflejando el impacto de las ayudas fiscales. Sin embargo, los indicadores de confianza del consumidor se deterioraron nuevamente, y, de modo acusado, en junio. Por su parte, el ajuste del sector residencial continuó profundizándose, con una intensificación en la caída de los precios en abril, descensos en las viviendas iniciadas y permisos de construcción en mayo, y un estancamiento en la confianza de los constructores en junio; solo las ventas de viviendas de segunda mano mostraron un comportamiento algo mejor. Por su parte, los impagos y embar-

gos de hipotecas experimentaron un nuevo deterioro en el primer trimestre. Por el lado de la oferta, algunos indicadores mostraron síntomas de estabilización en mayo: el índice ISM no manufacturero se mantuvo por encima del umbral que indica expansión de la actividad, y el ISM de manufacturas y los pedidos de bienes duraderos aumentaron levemente. Sin embargo, la producción industrial se contrajo en abril y mayo. En cuanto al mercado de trabajo, la caída en el empleo continuó en el mes de mayo, con una reducción algo inferior a la esperada; la tasa de paro registró un fuerte repunte (de 5 décimas, hasta el 5,5%), que fue debido, sobre todo, al incremento en la oferta de trabajo. En la vertiente de los precios, la inflación medida por el IPC aumentó nuevamente en mayo, del 3,9% al 4,2% interanual, mientras que la subyacente se mantuvo en el 2,3% interanual. La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el 2%, pero los mercados descuentan que a finales de año se sitúen en el 2,5%.

En Japón, el PIB del primer trimestre se revisó siete décimas al alza, hasta el 4,0% trimestral anualizado, frente al 2,9% del trimestre anterior, debido a la mayor contribución de la inversión privada. No obstante, los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y el índice de directivos de compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector manufacturero, así como la encuesta de sentimiento empresarial, presentaron un tono general negativo que apuntaría hacia una ralentización de la actividad. El sector de la construcción sigue mostrando señales mixtas, como reflejo de la aplicación de una nueva normativa, del encarecimiento de los costes y de la atonía de la demanda. Tanto los indicadores de gasto de consumo como los de confianza de mayo evolucionaron desfavorablemente, apoyando la visión de que el consumo está perdiendo impulso, como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo y del deterioro del mercado laboral. Este deterioro se reflejó en un recorte de la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo y una pérdida de vigor del crecimiento de los salarios, mientras que la tasa de desempleo, tras el ligero repunte de abril, se mantuvo en el 4% en mayo. En el ámbito externo, el superávit comercial disminuyó en mayo, debido al aumento de las importaciones como consecuencia del ascenso del precio de la energía. Dicho ascenso provocó que el IPC general y su componente subyacente se aceleraran en mayo y crecieran un 1,3% y un 1,5% en tasa interanual, respectivamente. El índice de precios al por mayor de mayo mostró signos de que la reciente alza del precio del petróleo y los alimentos frescos se está transmitiendo al resto de bienes. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% en su reunión de junio, anticipando en el comunicado emitido tras su reunión de política monetaria que el escenario de ralentización de la actividad y aumento de los precios se mantendrá en el corto plazo.

En el Reino Unido, la estimación final de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2008 fue del 1,1% trimestral anualizado, 5 décimas por debajo de la estimación inicial. La evolución reciente de la economía continuó ofreciendo muestras de debilidad. El índice de directivos de compras de manufacturas se situó, en junio, en el 45,8, nivel más bajo desde 2001, y el de servicios alcanzó, en mayo, un nivel de 49,8, en zona de contracción de la actividad por primera desde 2003. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor proporcionaron la única señal positiva, con un crecimiento excepcional en mayo que parece mostrar una resistencia a la baja del consumo, si bien el contraste con la señal que mostraron otros indicadores dificultó su interpretación. En lo que respecta al mercado de la vivienda, los índices de precios agudizaron su ritmo de caída interanual en mayo, más allá de lo esperado. Los precios de producción y de consumo se aceleraron notablemente en el mismo mes, y, en el caso del IPC, el registro de una tasa interanual del 3,3%, por encima del umbral del 3%, obligó al Gobernador del Banco Central a remitir una carta de explicación al Canciller del Tesoro. Ante la evolución reciente de estos precios, las expectativas de inflación a doce meses recabadas por el Banco de Inglaterra ascendieron al 4,3% en mayo, tras el 3,3% de febrero. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios, si bien el discurso del Banco de Inglaterra dejó

traslucir una mayor preocupación por la inflación, matizada por el hecho de que no se hayan observado efectos de segunda ronda.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB se desaceleró en el primer trimestre hasta una tasa del 5,8% interanual, seis décimas por debajo de la del trimestre anterior. Destacó la mayor expansión de las economías búlgara y rumana y, en dirección contraria, el fuerte ajuste de la actividad en los países bálticos, debido a la ralentización de la demanda interna. En mayo, la inflación de la región, medida por el IAPC, aumentó una décima, hasta el 6,9%; en los países bálticos y Bulgaria, esta se mantuvo por encima del 11%. En este contexto, Polonia y Rumanía aumentaron sus tipos de interés oficiales en 25 pb. Dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II), el 29 de mayo se revaluó la paridad central de la corona eslovaca un 17,6%. Desde entonces, la corona ha cotizado en un rango estrecho, ligeramente más depreciado que la nueva paridad.

En China, los indicadores de actividad de mayo registraron tasas interanuales muy similares a las del mes anterior, que, comparadas con las del conjunto de 2007, ponen de manifiesto cierta moderación en la producción industrial. En la vertiente exterior, el superávit comercial acumulado en los cinco primeros meses del año se mantuvo por debajo del de 2007. Por su parte, los precios de consumo moderaron su tasa de crecimiento respecto a los últimos meses, aumentando un 7,7% interanual en mayo, tras el 8,5% de abril. Sin embargo, los precios de producción aumentaron un 8,2%, lo que supone el mayor crecimiento desde noviembre de 2004. En este contexto, el banco central elevó el coeficiente de reservas bancarias en 100 pb, hasta el 17,5%, en lo que constituye la quinta subida desde enero. En el resto de Asia, la mayoría de las economías mantuvieron un ritmo de crecimiento en el primer trimestre igual o superior al del trimestre anterior, destacando la excepción de Filipinas. La producción industrial aumentó su ritmo de crecimiento en buena parte de estas economías en abril, mientras que, en mayo, esta se moderó en Corea del Sur y en Singapur. Por su parte, los últimos datos de inflación, impulsados por los aumentos de precios de energía y alimentos, mostraron un nuevo repunte con carácter generalizado en la región, destacando el incremento de la inflación en la India hasta una tasa interanual superior al 11% en junio. En este contexto, las autoridades monetarias de Indonesia y Filipinas decidieron elevar sus tipos de interés oficiales en 25 pb, y las de la India, en 75 pb.

En América Latina, el PIB regional aumentó un 5% interanual en el primer trimestre, 1,3 pp menos que en el último trimestre de 2007. La desaceleración de la actividad fue más acusada en México (2,6%, frente al 4,2% previo), Chile (3%, desde el 4% anterior), Venezuela (4,9%, frente al 8,3% previo) y Colombia (4,1%, frente al 8,4% anterior), mientras que Brasil, Perú y Argentina mantuvieron tasas de crecimiento relativamente robustas (del 5,8%, 9,3% y 8,4%, respectivamente). La inflación siguió aumentando en mayo, hasta el 7,8% interanual, en el promedio de las siete mayores economías de la región, 6 décimas más que en abril, impulsada por el deterioro registrado en México, Brasil, Venezuela y Chile. En Argentina, sin embargo, la inflación aumentó moderadamente (de acuerdo con el nuevo índice de precios), y en Perú descendió 1 décima. En todos los países se observó, además, un deterioro de las expectativas de inflación. En este contexto, los bancos centrales de Brasil y Chile elevaron sus tipos de interés oficiales en 50 pb cada uno, mientras que los de Perú y México lo hacían en 25 pb. Brasil recibió la calificación como «grado de inversión» por parte de una segunda agencia de calificación (Fitch) y se anunció la constitución de un fondo de riqueza soberana. También se elevó el *rating* soberano de Colombia. Chile, Venezuela y México anunciaron medidas de reactivación de la actividad y contención de la inflación, y en este último se aprobó una reducción de la carga fiscal de la petrolera estatal, complementaria a la reforma energética presentada el mes anterior.



		2008					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	3,5	3,3	1,6	3,9		
	Comercio al por menor (b)	0,8	1,3	-2,3	-2,7		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-1,3	5,8	-4,8	2,2	-9,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-15,0	
	Indicador de confianza industrial	1,0	0,0	0,0	-2,0	-2,0	
	IAPC (b)	3,2	3,3	3,6	3,3	3,7	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	11,6	11,3	10,1	10,6		
	M1	4,4	3,7	2,9	2,5		
	Crédito a los sectores residentes	10,0	9,8	9,7	9,7		
	AAPP	-2,6	-2,8	-1,9	-0,4		
	Otros sectores residentes	12,7	12,6	12,2	11,8		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	6,0	5,8	5,4	5,2		
	— Préstamos a sociedades no financieras	14,5	14,9	15,0	14,9		
	EONIA	4,02	4,03	4,09	3,99	4,01	4,02
	EURIBOR a tres meses	4,48	4,36	4,60	4,78	4,86	4,94
	EURIBOR a un año	4,50	4,35	4,59	4,82	4,99	5,34
	Rendimiento bonos a diez años	4,23	4,14	4,07	4,28	4,42	4,77
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,46	-0,37	-0,55	-0,60	-0,52	-0,66
	Tipo de cambio dólar/euro	1,472	1,475	1,553	1,575	1,556	1,551
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d)	-13,8	-15,3	-17,5	-13,1	-14,1	-22,1	

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

a. Media del mes hasta el día 20 de junio de 2008.

b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables excepto para el IAPC.

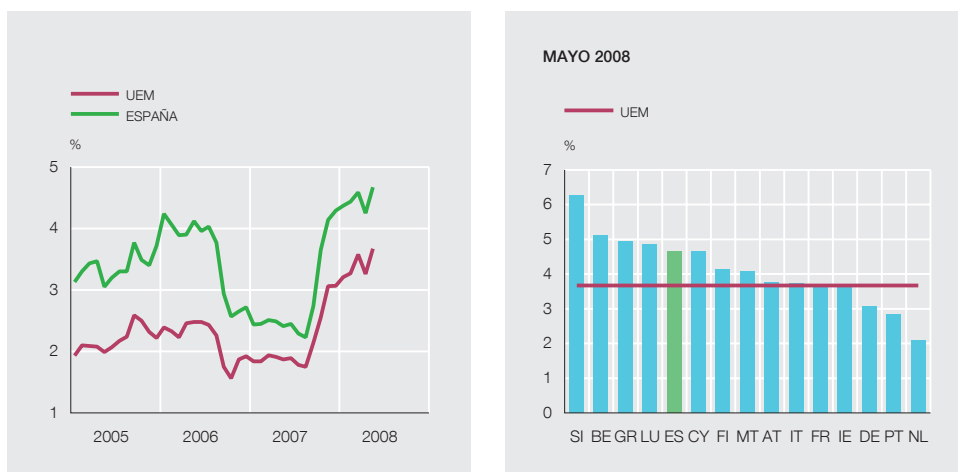
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de junio de 2008.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, en el primer trimestre de 2008 el PIB del área del euro aumentó un 0,8% con respecto al trimestre anterior, superando en cinco décimas el avance del período octubre-diciembre. Ello se debió, en parte, al comportamiento expansivo de la demanda interna, excluidas las existencias, que incrementó en tres décimas su contribución al crecimiento del producto, hasta los 0,5 pp, impulsada por la aceleración de todos sus componentes. No obstante, el consumo privado siguió mostrando un tono débil, mientras que la formación bruta de capital fijo se vio estimulada por factores de carácter transitorio (como, por ejemplo, las favorables condiciones meteorológicas). Por otro lado, la variación de existencias aportó 0,2 pp al crecimiento, tras haber restado 0,1 pp en el trimestre anterior. Por último, el sector exterior redujo su contribución en tres décimas (hasta registrar un valor nulo), debido a que las importaciones experimentaron una recuperación mayor que las exportaciones. En términos interanuales, el PIB de la UEM creció un 2,2%, una décima más que en el cuarto trimestre.

En el ámbito laboral, de acuerdo con los datos provisionales de Contabilidad Nacional relativos al primer trimestre de 2008, el empleo aumentó un 1,5% interanual, tres décimas menos que en el trimestre precedente. Este hecho, junto con la ligera ganancia de dinamismo del PIB, propició un aumento de dos décimas de la tasa de variación interanual de la productividad aparente del trabajo, hasta el 0,6%.

La información disponible para el segundo trimestre del año, aunque incompleta, apunta a una ralentización de la actividad de la zona del euro, tras el fuerte crecimiento del trimestre previo. Por

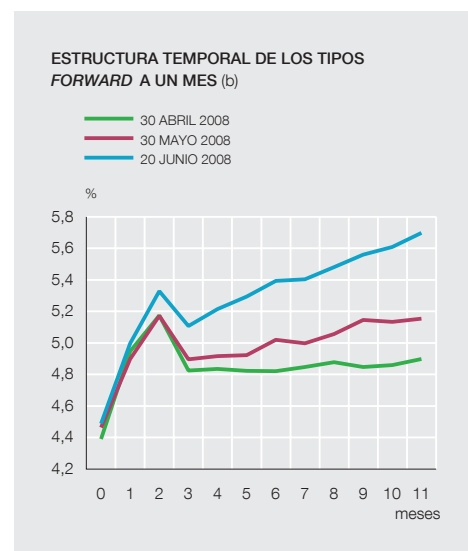
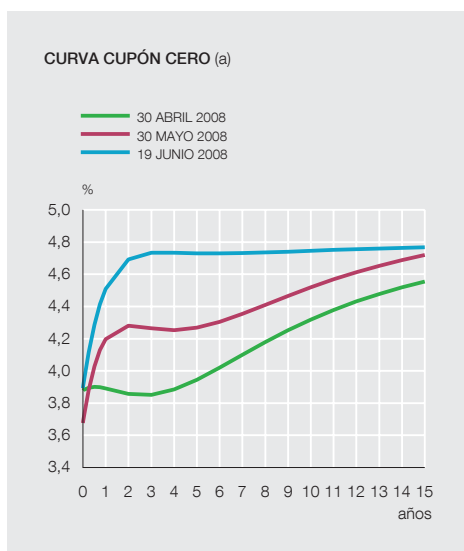
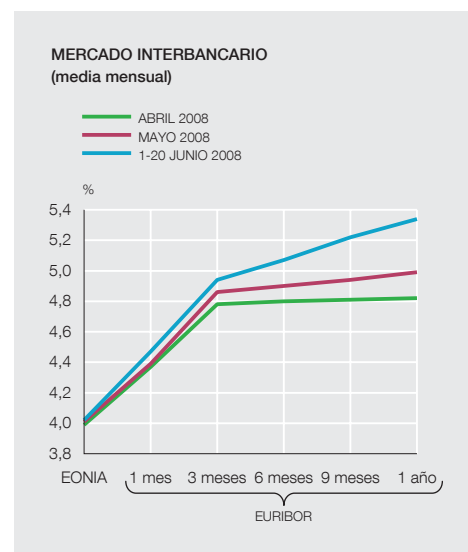
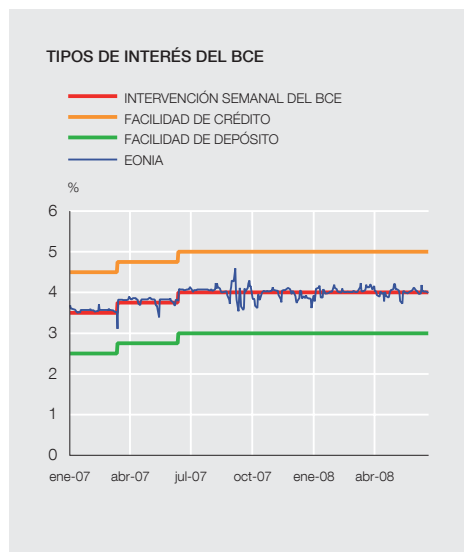


FUENTE: Eurostat.

el lado de la oferta, los datos más recientes de la encuesta de directores de compras empeoraron en mayo y, según la estimación preliminar, también en junio, hasta situarse, tanto en el caso de las manufacturas como del sector servicios, en niveles inferiores a los 50 puntos, que indicarían una contracción de la actividad. Por su parte, los índices de confianza de la industria, los servicios y la construcción, elaborados por la Comisión Europea, se situaron en abril y mayo en un nivel medio inferior al del primer trimestre. Sin embargo, la producción industrial creció notablemente en abril, tras el retroceso del mes previo, de modo que, en términos interanuales, su tasa de variación se elevó hasta el 3,9% (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores de demanda, su evolución reciente es, en general, desfavorable. Así, los índices de confianza procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea referidos al consumo y al comercio minorista empeoraron en el promedio de abril y mayo, en comparación con el primer trimestre. Por su parte, las ventas al por menor retrocedieron en abril y las matriculaciones de vehículos, tras el repunte de abril, volvieron a registrar una fuerte caída en mayo, de modo que ambas variables muestran, para el último mes con información disponible, tasas de variación interanual negativas. Respecto a la demanda externa, el indicador de la valoración de la cartera de pedidos exteriores de la Comisión Europea se deterioró en mayo, al igual que ocurrió con las expectativas de exportación en el segundo trimestre de 2008. No obstante, en abril las exportaciones nominales se recuperaron de forma significativa.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se elevó en mayo cuatro décimas, hasta el 3,7%, cifra que representa un nuevo máximo desde la puesta en marcha de la UEM. Esta desfavorable evolución obedeció a la aceleración, principalmente, de los precios de la energía, pero también de los servicios y los alimentos no elaborados, que solo pudo ser parcialmente contrarrestada por el menor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y, por primera vez en los últimos diez meses, de los alimentos elaborados (véase gráfico 5). Como resultado, la inflación subyacente del área del euro, medida por el IPSEBENE, se incrementó una décima, hasta el 2,5%. Por su parte, los precios de producción de la industria aumentaron en abril su tasa de variación interanual en tres décimas, hasta el 6,1%, debido, fundamentalmente, al encarecimiento de los productos energéticos.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 5 de junio, decidió mantener los tipos de interés oficiales en el 4% para las operaciones principales de financiación y en el 3% y el 5%



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). No obstante, constató que se ha producido un incremento adicional de los riesgos alcistas sobre la estabilidad de precios en el medio plazo —que se pone de manifiesto en la evolución reciente y esperada de la inflación, así como en el fuerte crecimiento de los agregados monetarios y crediticios—, al mismo tiempo que los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo firmes. Así lo reflejan las previsiones de crecimiento y de inflación elaboradas por el Eurosistema en junio, que establecen un rango de crecimiento esperado del producto de entre un 1,5% y un 2,1% para 2008 y de entre un 1% y un 2% para 2009, mientras que las previsiones de inflación se sitúan entre el 3,2% y el 3,6% en 2008 y entre el 1,8% y el 3% en 2009. Estas últimas suponen una notable revisión al alza con respecto a las predicciones elaboradas en marzo, consecuencia, fundamentalmente, de los mayores precios de la energía y los alimentos, y de un incremento de las presiones inflacionistas en el sector servicios. En este contexto, el Consejo subrayó que se halla en un estado de alerta reforzada y que actuará de forma decidida para asegurar que no se producen efectos de segunda ronda y que se



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

mantiene un anclaje firme de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Con posterioridad a la fecha de cierre de este boletín, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del día 3 de julio, decidió aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4,25%.

En el mercado interbancario, las rentabilidades negociadas experimentaron un notable repunte el día posterior a la celebración del Consejo del BCE, especialmente en los plazos más elevados (véase gráfico 6). Dicho repunte se hallaría asociado al aumento de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de una próxima subida de los tipos de interés oficiales. Asimismo, en los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años en el área del euro han mostrado una trayectoria alcista en el período más reciente, con un aumento cercano a los 60 pb desde finales de abril, hasta alcanzar el 4,9%. Sin embargo, los rendimientos de los activos análogos en Estados Unidos registraron incrementos de menor magnitud, ampliándose el diferencial negativo de rentabilidad entre este país y la UEM hasta los 60 pb. Por otro lado, los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países del área también repuntaron tras la reunión del Consejo de principios de mes, si bien con posterioridad han corregido parcialmente esta subida.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron estables durante la primera mitad de mayo, para tomar después una senda descendente, de modo que la pérdida anual acumulada se ha ampliado y supera, en términos del índice Dow Jones EURO STOXX 50, el 22%. En los mercados de divisas, el euro ha registrado marcadas fluctuaciones a lo largo de mayo y junio, sin mostrar una tendencia definida, oscilando su cotización frente al dólar en torno a 1,55 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, el euro se ha depreciado un 0,5% desde finales de abril.

El agregado monetario M3 volvió a intensificar su dinamismo en abril, al registrar una tasa de variación interanual del 10,6%, cinco décimas mayor que la del mes anterior. Por contra, el crédito concedido al sector privado experimentó una nueva desaceleración, de modo que su ritmo de crecimiento interanual se redujo cuatro décimas, hasta el 11,8%. Atendiendo al desglose según los sectores prestatarios, los préstamos otorgados a las empresas no financieras y a los hogares moderaron su tasa de avance interanual en una y dos décimas, respectivamente, hasta el 14,9% y 5,2%. En el caso de los hogares, la ralentización se concentró en los préstamos destinados a la compra de vivienda, cuya tasa interanual descendió dos décimas,

TIPOS		2005	2006	2007	2008				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	5,59	5,43	5,38	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	8,49	8,55	8,54	...	...
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	2,87	2,78	2,90	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,59	4,77	5,80	5,64	5,67	5,82	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	3,67	3,76	3,97	4,10	4,44
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	3,64	3,64	4,03	4,17	4,68
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,14	4,12	4,31	4,42	4,77
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	0,03	0,09	0,17	0,30	0,26	0,21	0,24
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,41	0,27	0,64	1,09	1,44	1,03	0,72	0,81
	IBEX 35 (f)	18,20	31,79	7,32	-13,25	-12,60	-9,12	-10,42	-18,24

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 20 de junio de 2008.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. 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.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2005.

f. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

hasta el 5,9%, mientras que los destinados al consumo mantuvieron su ritmo de expansión en el 5,2%.

### **Evolución financiera en España**

Durante mayo y, especialmente, en la parte transcurrida de junio, se produjo un descenso en las cotizaciones bursátiles en los mercados financieros nacionales e internacionales, al mismo tiempo que aumentó su volatilidad y se elevaron los diferenciales crediticios y los tipos de interés interbancarios. Por su parte, durante abril se mantuvo la senda de desaceleración de la financiación captada por los hogares y las sociedades no financieras, mientras que el ritmo de avance de sus activos líquidos no experimentó variaciones significativas. Según la información provisional correspondiente a mayo, se habría registrado una nueva reducción del crecimiento interanual de la financiación captada por el sector privado no financiero y del de sus activos líquidos.

En los mercados de deuda pública se produjo un aumento, en el último mes y medio, en las rentabilidades negociadas. Así, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se incrementaron, en relación con las cifras alcanzadas en abril, en 47 pb y 46 pb, situándose, en promedio del 1 al 20 de junio, en el 4,44% y el 4,77%, respectivamente (véase cuadro 2). Los movimientos registrados en la rentabilidad de las referencias española y alemana a diez años fueron similares, por lo que el diferencial entre ambas apenas varió. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas descendieron apreciablemente en mayo, aunque han repuntado ligeramente en junio, hasta situarse en torno a los 80 pb.

En los mercados de renta variable nacionales e internacionales se produjo, en la segunda quincena de mayo y en la parte transcurrida de junio, un descenso en las cotizaciones tras la recuperación observada en los dos meses anteriores, que estuvo acompañado de un repunte en las volatilidades implícitas. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH  
Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2008	2006	2007	2008		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.406,2	19,0	12,0	11,6	10,7	10,5
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.128,4	24,2	15,1	14,2	13,2	12,1
Hogares e ISFLSH	894,1	19,6	12,7	11,9	10,6	10,3
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	661,9	20,4	13,2	12,4	11,2	10,7
– Crédito para consumo y otros fines (c)	230,3	17,5	11,2	10,4	8,9	8,9
Sociedades no financieras	1.234,3	28,0	17,0	15,9	15,2	13,5
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	917,5	29,8	19,3	18,0	16,7	15,1
– Valores de renta fija (d)	36,7	134,2	18,1	13,9	10,7	15,0
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	277,8	-4,8	-7,2	-4,7	-4,8	-0,4
Valores a corto plazo	33,9	-2,3	2,4	15,1	4,8	9,8
Valores a largo plazo	275,1	-0,4	-3,1	-6,9	-7,6	-6,4
Créditos – depósitos (f)	-31,2	-13,1	-13,2	2,0	6,4	14,6

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

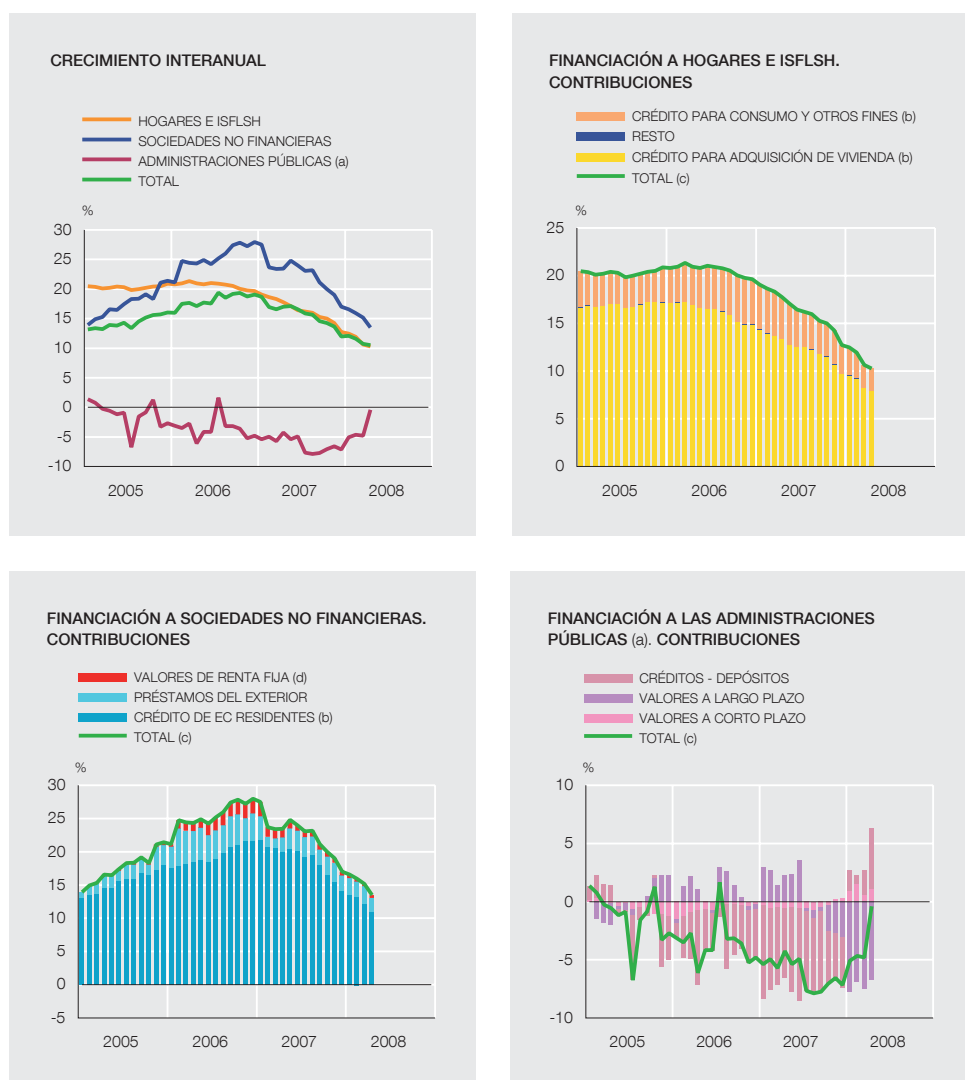
f. Variación interanual del saldo.

acumulaba unas pérdidas desde finales de 2007 del 18,2%, caída algo inferior a la experimentada durante el mismo período por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (22,1%), pero superior a la del S&P 500 de las de EEUU (10,2%).

En abril, el coste de los fondos prestados a las sociedades no financieras y la remuneración de los depósitos de las familias aumentaron, respecto a los valores registrados en marzo, 15 pb y 12 pb, hasta alcanzar el 5,82% y 2,90%, respectivamente. En cambio, el tipo de interés de los préstamos a los hogares destinados a la adquisición de vivienda disminuyó ligeramente (5 pb), hasta el 5,38%, y el de la financiación para el consumo y otros fines apenas varió, situándose en el 8,54%.

Los fondos recibidos por el conjunto de los sectores residentes no financieros se desaceleraron en abril, con un comportamiento sectorial similar al de meses precedentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, las tasas interanuales de crecimiento de la deuda de las familias y de las sociedades volvieron a reducirse, hasta situarse en torno al 10% y al 13%, respectivamente. Por su parte, los pasivos netos de las Administraciones Públicas se contrajeron a un ritmo menor que el registrado en los últimos meses.

La desagregación por finalidades muestra que la moderación en el avance de los pasivos de los hogares en abril se debió al descenso de la tasa de variación interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda, que se situó por debajo del 11%, ya que la de los destinados al consumo y otros fines presentó un nivel similar al del mes precedente. Por su parte, la des-



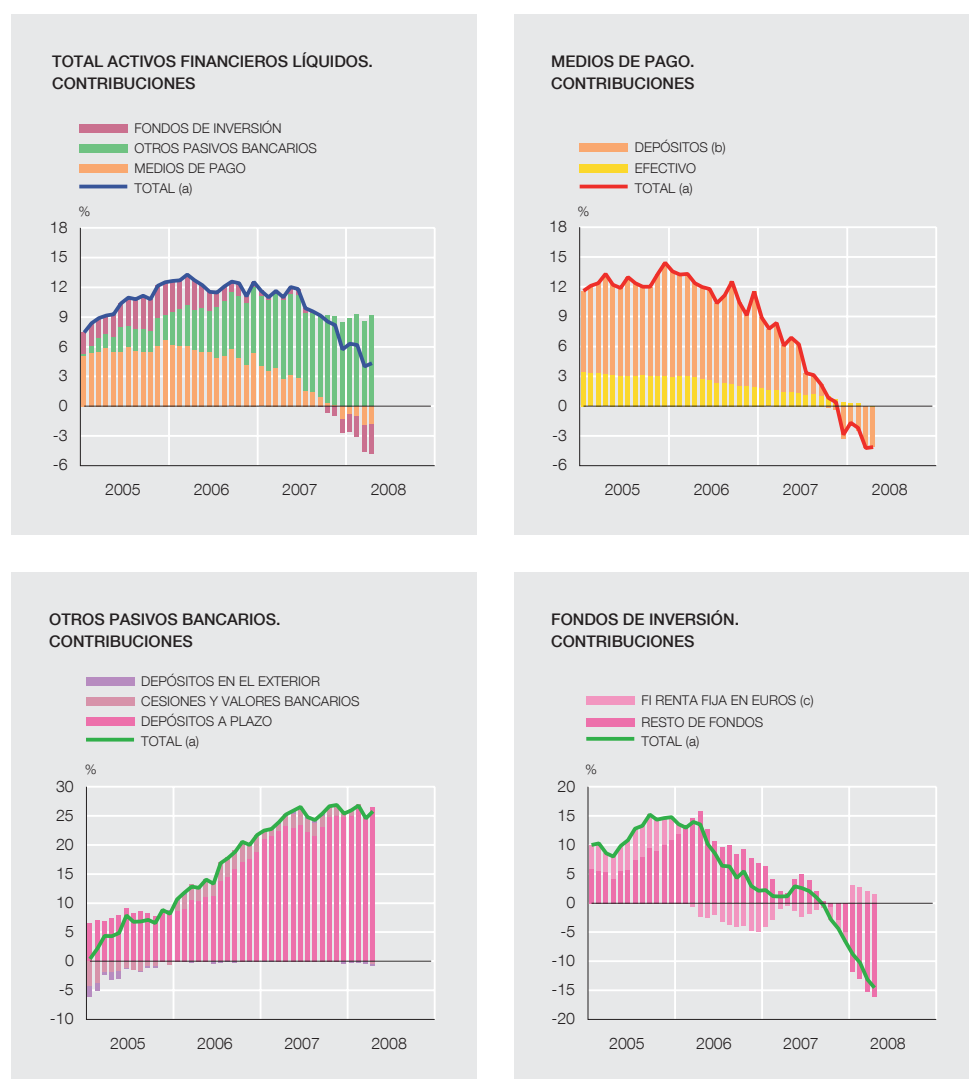
FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

aceleración de los fondos captados por las sociedades no financieras fue el resultado del descenso en el ritmo de expansión del crédito otorgado por las entidades residentes, que alcanzó cotas próximas al 15% (1,5 pp por debajo del de marzo). De acuerdo con la información provisional correspondiente a mayo, se habría prolongado la reducción del avance interanual de la deuda del sector privado no financiero.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas volvió a presentar una tasa de crecimiento interanual negativa (-0,4%), aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada durante los meses anteriores en más de 4 pp. Por instrumentos, en relación con los niveles existentes hace un año, se redujeron tanto los depósitos del sector como el volumen de deuda a largo plazo en circulación, al tiempo que se incrementó el saldo de valores a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se mantuvo en abril en niveles similares al mes pre-



FUENTE: Banco de España.

- a. Crecimiento interanual.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. La serie incluye las categorías de fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

cedente. Esta evolución fue el resultado de la aceleración experimentada por los depósitos a plazo, que crecieron en términos anuales a una tasa superior al 30% (2 pp más que en marzo), de la contracción más intensa de los saldos materializados en fondos de inversión y del mantenimiento del ritmo de caída de los medios de pago observado en el mes precedente (véase gráfico 9). La información provisional más reciente no muestra cambios significativos en la evolución de los activos líquidos mantenidos por el sector privado no financiero.

27.6.2008.





### Rasgos básicos<sup>1</sup>

La información recogida por la Central de Balances Trimestral (CBT) correspondiente al primer trimestre de 2008 confirma el proceso de progresiva desaceleración de la actividad de las empresas no financieras de la muestra que se inició en el año anterior, y que, en este período, afecta a un número creciente de empresas y sectores. Conviene tener en cuenta que el hecho de que la Semana Santa haya formado parte del primer trimestre de 2008, mientras que en 2007 lo hizo del segundo trimestre, ha afectado a la comparación de los datos de actividad de ambos períodos. El valor añadido bruto (VAB) aumentó en el primer trimestre de 2008 un 2%, sensiblemente por debajo de la tasa alcanzada en el mismo período del año anterior (6,9%). Esta pérdida de dinamismo se ha producido en la mayor parte de los sectores de actividad, tanto en los de servicios de mercado, afectados por el menor empuje mostrado por el consumo privado, como en el sector industrial, que, tras un año de clara expansión, ha presentado en los tres primeros meses de 2008 una contracción de su actividad agregada (la tasa del VAB fue de un -3,5%), concentrada en los subsectores industriales más relacionados con la actividad constructora. Esta evolución es coherente con la desaceleración de la inversión en bienes de equipo que reflejan indicadores alternativos a la CBT, así como con la mayor incertidumbre existente en el contexto internacional. El sector de la energía fue el único que presentó, en el período objeto de análisis, incrementos del VAB superiores a los de 2007, fundamentalmente por el extraordinario aumento que registró la cifra de negocios de las empresas de refino de petróleo, en un contexto de evolución al alza de los precios internacionales del crudo.

Por otro lado, los gastos de personal aumentaron a una tasa del 4,9% en el primer trimestre de 2008, ligeramente inferior a la de un año antes (5,1%), como resultado del efecto conjunto de la ralentización en la creación de empleo y de un mayor incremento de las remuneraciones medias. Así, el número medio de empleados de las empresas que enviaron información a la CBT aumentó durante el primer trimestre de 2008 a una tasa del 0,8%, por debajo del dato registrado un año antes (1,3%). El análisis por sectores de actividad indica que fueron las empresas industriales y las de transportes y comunicaciones las que experimentaron una mayor contención en su plantilla de empleados. Por su parte, las remuneraciones crecieron, en los tres primeros meses de 2008, a una tasa del 4,1%, tres décimas superior a la del mismo período del año precedente (3,8%). Con ello se mantiene la tendencia de ajuste progresivo al alza de los costes salariales, que en los últimos tres años han experimentado una aceleración moderada —pero ininterrumpida— en los datos de la CBT (3,4% en 2005, 3,5% en 2006 y 3,7% en 2007).

Como consecuencia de la desaceleración del VAB y del aumento de los gastos de personal, el resultado económico bruto (REB) no varió con respecto al del primer trimestre de 2007, en

---

1. Este artículo se ha elaborado a partir de la información procedente de las 666 empresas colaboradoras que enviaron sus datos hasta el 16 de junio de 2008. El VAB de este agregado representa el 12,5% sobre el del total del sector de las sociedades no financieras (según los datos de la CNE). Este es el primer trimestre en que las empresas no financieras españolas aplican el nuevo plan general de contabilidad (PGC 2007), lo que explica que se esté produciendo un ligero retraso en el envío de datos (un 5% de las empresas colaboradoras remitirá sus datos en el próximo trimestre); en cualquier caso, estas demoras no afectan a las mayores empresas de la muestra, por lo que los resultados que se comentan en este artículo representan un buen avance de la situación del sector. El recuadro 1 informa de las principales implicaciones que la adaptación al PGC 2007 está teniendo sobre la información contable de las empresas y para su análisis. Cabe destacar que la aplicación del nuevo plan contable no ha representado la aparición de rupturas significativas en las principales series estadísticas sobre las que se basa este artículo. No obstante, dado que, de acuerdo con el PGC 2007, las plusvalías y minusvalías ya no se facilitan en los modelos contables oficiales por separado, sino en términos netos, el cuadro 1 ha debido adaptarse a este nuevo formato, presentándose a partir de este artículo el importe neto de los ingresos y gastos extraordinarios.

*El cambio en el «lenguaje» de intercambio con las empresas: nuevo plan de contabilidad (PGC 2007)*

El nuevo plan general de contabilidad (en adelante, PGC 2007), promulgado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, es de aplicación para los ejercicios contables que comiencen a partir del 1 de enero de 2008<sup>1</sup>. Este nuevo marco contable vigente en España para las cuentas individuales de las empresas está en línea con las normas internacionales de información financiera (NIIF) que, desde 2005, se aplican en las cuentas consolidadas de las empresas cotizadas<sup>2</sup>. En el proceso de adaptación de la legislación mercantil y contable a las NIIF, el ICAC (organismo regulador en España) ha filtrado las normas internacionales, eliminando las distintas opciones que estas prevén para registrar y valorar determinados activos y pasivos.

Entre las principales novedades que incorpora el PGC 2007, son reseñables: en primer lugar, la introducción del criterio de valor razonable a determinados instrumentos financieros (entre otros, activos y pasivos clasificados por la empresa como mantenidos para negociar, activos financieros disponibles para la venta). Las variaciones producidas por los cambios del valor razonable se contabilizan en función de la finalidad del instrumento financiero, con repercusión en la cuenta de pérdidas y ganancias (donde se han creado epígrafes específicos) o en el

balance (en el patrimonio neto, en un epígrafe específico para los ajustes por cambios de valor). En segundo lugar, el PGC 2007 introduce en la contabilidad de las empresas información sobre determinados tipos de activos y pasivos, que no estaban suficientemente regulados, o no se contemplaban en el PGC 1990 (vigente hasta el 31 de diciembre de 2007); tal es el caso de la información sobre inversiones inmobiliarias, de un detalle separado de las inversiones en activos no corrientes mantenidos para la venta, así como los pasivos vinculados con estos activos y el reconocimiento en el balance de activos y pasivos financieros como consecuencia de operaciones con derivados. En tercer lugar, desaparece prácticamente de la cuenta de pérdidas y ganancias el concepto tradicional del los «Resultados extraordinarios», al quedar muy restringido su contenido e integrarse en el resultado de explotación<sup>3</sup>. Finalmente, el PGC 2007 introduce dos nuevos estados contables, el estado de cambios en el patrimonio neto (obligatorio para todas las empresas) y el estado de flujos de efectivo (obligatorio solo para las empresas de determinada dimensión, que cumplimenten el modelo normal de cuentas, que es el que más información solicita).

*El nuevo cuestionario CBT: impactos del PGC 2007 en las empresas colaboradoras*

Para adaptarse a los cambios normativos mencionados, la Central de Balances ha elaborado dos nuevos cuestionarios (anual y trimes-

1. Las empresas de pequeña dimensión tienen una versión simplificada del PGC 2007: el plan de PYME, promulgado mediante *Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre*. 2. Un recuadro del artículo «Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2005», publicado en el *Boletín Económico* de junio de 2005, hizo una evaluación preliminar del impacto que la aplicación de las NIIF tuvo en las cuentas consolidadas de las empresas cotizadas.

3. Con el nuevo plan contable, la mayoría de los resultados extraordinarios deberán ser clasificados en la cuenta de pérdidas y ganancias atendiendo a la naturaleza del ingreso o gasto. La Central de Balances, en contacto directo con las empresas, identifica estas operaciones, para aislarlas, con el fin de no incorporarlas al cálculo del resultado ordinario neto (sobre el que se basa el análisis de la rentabilidad ordinaria).

**UTILIZACIÓN DEL CUESTIONARIO, ADAPTADO AL PGC 2007, POR LAS EMPRESAS COLABORADORAS CON LA CBT**  
**Principales resultados**

	Total empresas 1 08	Cuestionario	
		PGC 1990	PGC 2007
1 Uso del nuevo cuestionario	668	130	538
	Total empresas 1 08 (PGC 2007)	Declaran tener problemas de comparabilidad	
		Número	Porcentaje
2 Problemas de comparabilidad por aplicación del PGC 2007	538	36 (a)	6,7%
3 Impacto del valor razonable	N.º empresas	Ajuste/Fondos propios (b)	Ajuste/Total activo (b)
a) Balance (ajustes en el patrimonio neto por cambio de valor)	62	2,7%	1,0%
	666	0,9%	0,3%
	N.º empresas	Variación/Cifra de negoc. más ing. financieros (b)	Variación/Resultado neto (b)
b) Cuenta de resultados (variación del valor razonable)	24	7,4%	83,9%
	666	0,5%	6,6%

a. Una vez realizados los ajustes necesarios para conectar las series históricas, 34 empresas de las que declaraban tener problemas de comparabilidad se han incluido en el estudio (solo dos han sido excluidas).

b. El peso de los ajustes se calcula, para las variables referidas, tanto de las sociedades que declaran esos impactos por valor razonable como respecto del total de sociedades incluidas en la muestra.

tral) para el ejercicio 2008, en línea con las directrices del PGC 2007, constituyendo la encuesta correspondiente al primer trimestre de 2008 la primera experiencia de recogida de información en el ámbito del nuevo plan. No obstante, en previsión de que determinadas empresas, al menos durante los primeros trimestres, no se hubiesen adaptado aún a la nueva norma, se ha mantenido la posibilidad de cumplimentar el cuestionario trimestral en el formato antiguo (PGC 1990), aplicándose internamente una tabla de conversión y resolviendo los problemas de enlace que se han puesto de manifiesto. El cuadro anexo informa sobre los impactos (cuantitativos y cualitativos) del PGC 2007 en el nuevo cuestionario CBT:

- Por lo que respecta a la adaptación al nuevo plan contable, solo un 19% de empresas ha seguido remitiendo su información con el antiguo cuestionario, por no haber tenido tiempo para la adaptación.
- En el nuevo cuestionario se ha preguntado a las empresas si, como consecuencia de la aplicación de la nueva norma contable, se han producido alteraciones que hayan afectado de forma significativa a la comparación de sus datos. Algo menos de un 6,7% de empresas han contestado positivamente a esta pregunta (36 de 538 empresas que contestaron al nuevo cuestionario); los datos han sido tratados para mantener la coherencia de las series históricas, lo que ha sido posible en 34 casos (solo dos empresas finalmente han tenido que ser excluidas de los estudios). Además del que se comenta en el siguiente párrafo, los problemas de comparación que han mencionado las empresas han sido: la distinta clasificación del *leasing* financiero (que ha dejado de ser parte del inmovilizado inmaterial, para ser considerado inmovilizado material), la desaparición del fondo de reversión y la inclusión de las subvenciones de capital en el patrimonio neto.

- Como cabía esperar, el principal fenómeno que las empresas han destacado, a los efectos de la comparación de los datos, ha sido el derivado de la aplicación del criterio del valor razonable. El cuadro anexo informa de la importancia relativa del nuevo sistema de valoración en las empresas no financieras colaboradoras con la CBT. El impacto en el balance tiene una incidencia limitada (62 empresas informan de un impacto del 2,7% en sus fondos propios, que alcanza al 0,9% de los fondos propios del total de la muestra), y algo mayor en la cuenta de resultados. Así, en esta última, las 24 empresas que declararon tener variaciones por la aplicación del valor razonable a los instrumentos financieros lo hicieron por un importe positivo (ingresos netos) que representa el 83,9% de su resultado neto, impacto que alcanza el 7,4% si se pone en relación con las ventas netas de estas empresas (6,6% y 0,5% cuando esta variación se calcula con estas mismas variables respecto del total de la muestra). Así pues, el principal impacto radica en la mayor volatilidad que, a partir de ahora, tendrá el concepto de resultado neto.

Por último, por lo que respecta al formato de presentación de los estados contables recogidos en este artículo (véase cuadro 1), se ha optado por mantener, durante los primeros trimestres de 2008, la misma información que se venía publicando hasta ahora, y ello por dos razones principales: por una parte, la práctica totalidad de los conceptos y ratios utilizados hasta ahora puede seguir siendo calculada con la nueva información, garantizándose un enlace casi perfecto con las series previas; por otra, se ha considerado conveniente esperar hasta tener una serie de datos más larga (al menos, tres trimestres) para empezar a publicar los nuevos detalles de información disponibles en el ámbito del nuevo plan contable.

el que había crecido a una tasa del 8,2%. A esta evolución del REB se sumaron el fuerte aumento que volvieron a experimentar los gastos financieros (26,7%) y un crecimiento menos intenso de los ingresos correspondientes (11,8%), por lo que el resultado ordinario neto disminuyó con respecto al del primer trimestre de 2007 (-6,3%). La fuerte expansión de los gastos financieros se debió al efecto conjunto de los aumentos en el coste de la financiación y de la apelación a recursos externos realizada en trimestres previos (principalmente, por algunas operaciones en grandes empresas que tuvieron lugar en el segundo trimestre de 2007). Con todo, la suma del RON y de los gastos financieros (numerador utilizado en las ratios de rentabilidad) se mantuvo estable, permitiendo que la rentabilidad del activo neto alcanzara valores positivos (5,9%), solo ligeramente por debajo de la registrada en el mismo período de 2007 (6,3%). También la rentabilidad de los recursos propios reflejó un ligero deterioro, algo más acentuado que en el caso de la ratio anterior, al pasar de un 8,2% en 2007 al 6,9% en el primer trimestre de 2008. Finalmente, la ratio que aproxima el coste de la financiación ajena continuó en la senda alcista de los últimos años (se elevó cinco décimas sobre la del año precedente, hasta situarse en el 4,8%), por el efecto de las subidas de tipos de interés, con lo que el diferencial entre la rentabilidad del activo neto y el coste financiero se redujo significativamente, hasta situarse en el 1,1 (frente al 2 de 2007).

Por último, en la evolución de los resultados extraordinarios se observan, como hechos más destacados, un crecimiento muy notable de los ingresos, debido a la existencia de fuertes plusvalías obtenidas en operaciones de ventas de acciones y por la revalorización de determinados activos financieros (a los que se aplica, por vez primera, el criterio de valor razonable), acompañado de una intensa disminución en las dotaciones a provisiones de la cartera de control<sup>2</sup>. Ambos efectos han contribuido a que el resultado final presentara una evolución netamente más positiva que los excedentes anteriores, hasta alcanzar un incremento del 9,4% en el primer trimestre de 2008, superando con claridad la tasa registrada un año antes (3,6%). Esta evolución del resultado final, unida al crecimiento más contenido del VAB, ha permitido que el nivel de beneficios de las empresas de la CBT, expresado en porcentaje sobre el VAB, se situara en el 32%, casi tres puntos más que el del primer trimestre de 2007.

Así pues, los datos recogidos por la CBT para el primer trimestre de 2008 confirman el proceso de desaceleración de la actividad productiva que había comenzado el año anterior, provocando una caída de los excedentes ordinarios y de los datos de empleo, en un contexto de tendencia alcista de los precios del petróleo, de los niveles de inflación y de los costes salariales. Esta evolución afectó a la mayoría de los sectores productivos, como consecuencia tanto de la mayor debilidad mostrada por el consumo privado como de la pérdida de vigor de la inversión y de la actividad exterior. A ello se añadió un incremento de los gastos financieros superior al de los ingresos, por lo que las empresas de la muestra registraron una merma de sus niveles de rentabilidad y una reducción en el diferencial con respecto al coste financiero, que, no obstante, continuó en valores positivos.

### **Actividad**

Las empresas no financieras colaboradoras con la CBT registraron en el primer trimestre de 2008 una desaceleración de su actividad productiva, provocando que el VAB creciera en este período a una tasa del 2%, frente al 6,9% registrado en 2007 (véanse cuadro 1 y gráfico 1). La CBT compara los datos facilitados por las empresas no financieras en sus registros contables, no sometiendo esta información a tratamientos estadísticos para desestacionalizar las series ni para eliminar los efectos del calendario sobre los datos, lo que debe considerarse al interpretar los resultados. En 2008, la Semana Santa formó parte del primer trimestre, en tanto que en 2007 lo hizo del segundo, lo que puede afectar parcialmente a la comparación de los datos de ambos períodos. Esta negativa evolución afectó a prácticamente todos los sectores de actividad, con la excepción del de energía, único agregado en el que los incrementos del VAB superaron a los del año anterior, debido principalmente al positivo impacto que sobre la actividad de las empresas de refino de petróleo tuvo la fuerte evolución alcista de los precios internacionales del crudo (principal *input* de sus procesos productivos). De hecho, si se eliminase el impacto de estas empresas sobre el VAB de los períodos analizados, se observaría una ralentización aún mayor en esta variable para el total de la muestra, al pasar de registrar un incremento del VAB del 8,7% en 2007, hasta el 1% para los tres primeros meses del año en curso.

Descendiendo a un análisis más detallado por sectores, se observa que, si bien el deterioro de la actividad afectó de forma intensa a prácticamente todos los agregados analizados, como se ha comentado en la introducción, fue el industrial en el que se produjo un cambio

---

2. Tal como indica el recuadro 1, la información disponible en la Central de Balances sobre el impacto de la utilización del criterio del valor razonable permite aislar sus efectos sobre los ratios de rentabilidad y endeudamiento, haciendo posible su análisis en las series históricas. Sin embargo, en el caso de la cuenta de resultados se ha optado por no eliminar la repercusión de la aplicación del valor razonable, con el fin de reflejar la imagen fiel del resultado neto final, aunque ello suponga el aumento en su volatilidad, por este motivo, reduciendo aún más su significación analítica predictiva. En cualquier caso, debido a la alta volatilidad de esta variable, los ratios de rentabilidad se calculan, desde 1998, en relación con el resultado ordinario neto, y no sobre el resultado neto.

**EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA CUENTA DE RESULTADOS. RENTABILIDADES**

CUADRO 1

Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT)		
		2006	2005	2006	I a IV 07/ I a IV 06 (a)	I 07/I 06
<b>BASES</b>						
Número de empresas		9.093	8.836	811	876	666
Cobertura total nacional		32,6%	32,2%	13,9%	14,9%	12,5%
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	9,9	9,4	5,8	3,5	9,5
<i>De ella:</i>						
— <i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	139,8	11,9	9,6	4,0	0,4	9,4
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	68,5	12,5	10,0	6,2	1,8	13,4
<i>De ellos:</i>						
— <i>Compras netas</i>	40,2	13,5	11,4	3,2	-2,7	19,2
— <i>Otros gastos de explotación</i>	28,4	12,2	8,1	7,3	7,1	4,5
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	31,5	4,7	8,1	4,9	6,9	2,0
3. Gastos de personal	16,7	5,8	6,9	4,5	5,1	4,9
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	14,9	3,6	9,4	5,2	8,2	0,0
4. Ingresos financieros	3,5	24,4	18,2	39,3	53,6	11,8
5. Gastos financieros	3,2	9,7	35,3	35,4	41,5	26,7
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	5,8	-0,1	9,7	-1,4	-1,0	0,0
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	9,3	10,5	5,3	11,0	13,7	-6,3
7. Ingresos y gastos extraordinarios (b)	2,6	20,5	(c)	117,0	12,0	102,7
8. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	4,8	-5,2	64,7	83,8	48,5	-9,3
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8]	9,0	20,0	36,4	13,9	3,6	9,4
RESULTADO NETO / VAB (S.4 / S.1)		22,1	28,4	37,4	29,2	32,0
<b>RENTABILIDADES</b>						
	Fórmulas (d)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3+5.1)/AN	8,7	8,9	8,9	6,3	5,9
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	3,7	4,0	4,5	4,3	4,8
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	12,8	13,1	13,2	8,2	6,9
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1-R.2	5,0	4,9	4,4	2,0	1,1

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

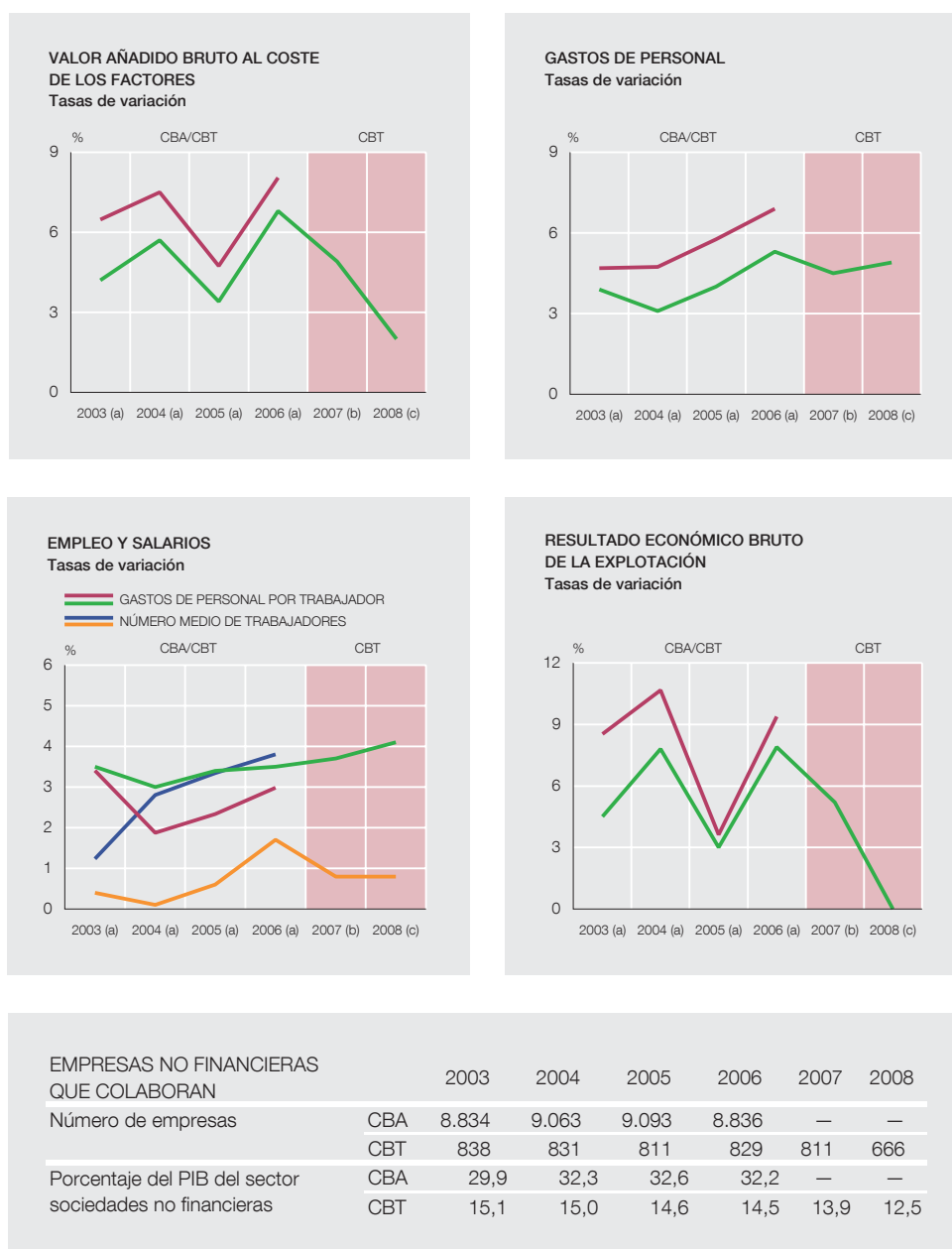
b. Incluye las plusvalías y las minusvalías.

c. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

d. Los conceptos de las fórmulas están expresados en valores absolutos. AN = Activo neto de recursos ajenos sin coste; RP = Recursos propios; RAC = Recursos ajenos con coste; AN = RP + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de los ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1) y no las comisiones y descuentos (5.2).

Nota: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5 y 8 se han depurado de movimientos contables internos.

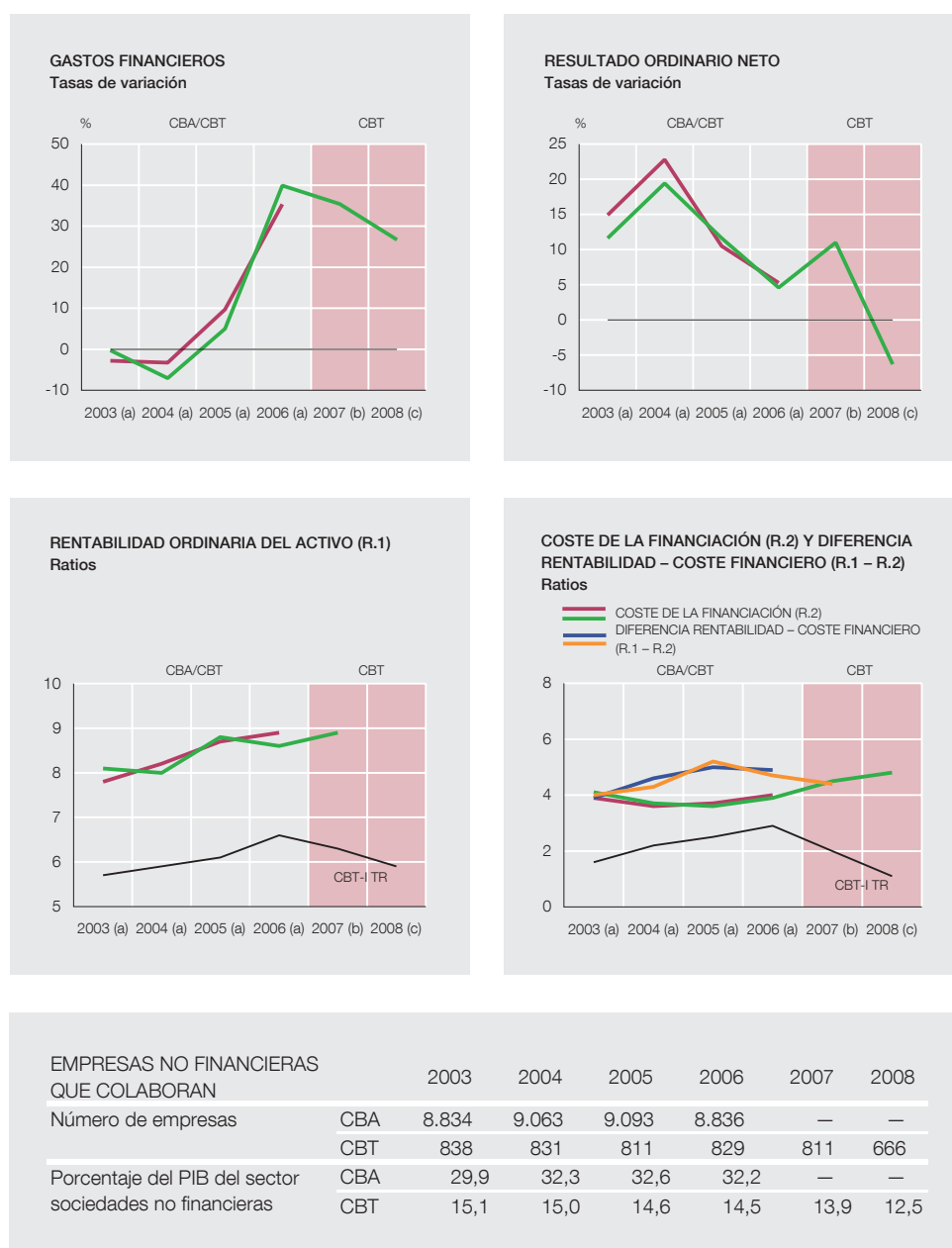
más brusco de tendencia, al pasar de una evolución netamente expansiva en el primer trimestre de 2007, en el que el VAB creció un 15,1%, a registrar una tasa negativa (del -3,5%) en el mismo período de 2008. No obstante, el análisis de los distintos subsectores que integran el agregado industrial (véase recuadro 2) estaría indicando que esta evolución viene marcada por la marcha de las empresas industriales más conectadas con la construcción y por las empresas de fabricación de elementos de transporte; otros subsectores industriales siguieron reflejando aumentos en su VAB (así fue en las empresas de la industria alimentaria, las químicas y las de fabricación de equipo eléctrico, electrónico y óptico). En cualquier caso, la desaceleración en el conjunto de la industria sería una consecuencia del debilitamiento mostrado en fuentes alternativas a la CBT por la inversión en bienes de equipo y de la mayor atonía de la actividad exterior, enmarcada en un panorama internacional de incertidumbre. El cuadro 3 permite confirmar este extremo, al mostrar cómo la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones) sufrió un deterioro adicional en el primer trimestre de 2008 (-20%), debido principalmente a la pérdida de vigor de las exportaciones en este sector. Por su parte,



FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 2003, 2004, 2005 y 2006 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).  
b. Media de los cuatro trimestres de 2007 sobre igual período de 2006.  
c. Datos del primer trimestre de 2008 sobre igual período de 2007.

también las empresas de comercio y las del sector de transporte y comunicaciones experimentaron una importante desaceleración de su actividad en los primeros meses de 2008, lo que se tradujo en crecimientos moderados del VAB [del 0,4% y del 1,4%, respectivamente, muy por debajo de los alcanzados por ambos sectores un año antes (6% y 6,3%)]. En el caso de las empresas de comercio, esta evolución se explica, principalmente, por el impacto que sobre ellas ha tenido la pérdida de vigor del consumo privado, mientras que dentro del agregado de transporte y comunicaciones la moderación de la actividad se debió en gran parte al efecto negativo que sobre los costes de las empresas de transporte ha tenido la subida de precios del carburante. Por último, el sector de la energía fue el único de los cuatro grandes



FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 2003, 2004, 2005 y 2006 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).  
b. Media de los cuatro trimestres de 2007 sobre igual período de 2006.  
c. Datos del primer trimestre de 2008 sobre igual período de 2007.

agregados analizados, en el que el VAB mejoró su evolución en el primer trimestre de 2008 (aumentó un 9,9%, frente al -3,6% registrado un año antes). La principal explicación de este cambio de tendencia se debe, como ya se ha mencionado, al fuerte impacto expansivo que la subida de los precios del crudo ha tenido sobre las empresas de refino y sus excedentes ordinarios en 2008 (véase gráfico 2), lo que contrasta con la situación experimentada en el primer trimestre de 2007, período en el que se produjo justamente el fenómeno opuesto (fuerte contracción del VAB). En cualquier caso, las empresas de electricidad, gas y agua, el otro gran agregado energético, también registraron un aumento en su actividad productiva, aunque más moderado; el VAB del sector aumentó en el primer trimestre de 2008 un 5,4%,



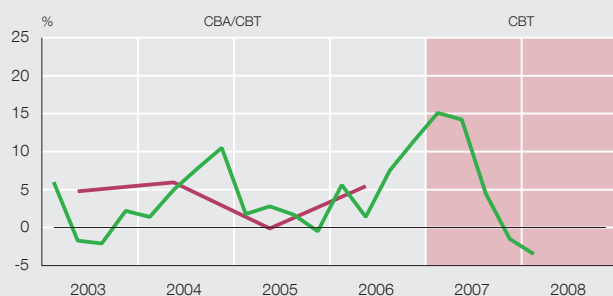
Según los datos recogidos por la Central de Balances, las empresas del sector industrial experimentaron una contracción de su actividad en el primer trimestre de 2008, período en el que su VAB se redujo un -3,5%. Esta evolución, que contrasta con la registrada un año antes, cuando este mismo agregado presentó un comportamiento claramente expansivo, con incrementos del VAB de un 15,1%, se debe fundamentalmente a la de algunos subsectores industriales más ligados a la evolución de la actividad constructora. La pérdida de dinamismo en este agregado se explicaría, asimismo, por el progresivo debilitamiento mostrado por la inversión en bienes de equipo, junto con una desaceleración de las exportaciones más intensa que la de las importaciones, que ha llevado a que la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones) registrara en este agregado una tasa del -20%. La negativa evolución de la actividad productiva se concentró en las empresas clasificadas en los subsectores de transformación de vidrio, cerámica y metales, en los de otras industrias manufactureras y, finalmente, en el de fabricación de material de transporte, en los que el VAB registró tasas de variación del -19,9%, -6,6% y -2,3%, respectivamente. Como contra-

partida, las empresas de la muestra que pertenecen a los sectores industriales de la alimentación, bebidas y tabaco, en un contexto de escalada de precios, registraron aumentos en su VAB del 17,3%, muy por encima del 5,4% del mismo trimestre del año anterior. Igualmente, las empresas de la industria química y las de material y equipo eléctrico, electrónico y óptico tuvieron aumentos del VAB del 16,4% y del 10,6%, respectivamente. En cuanto al empleo, también sufrió una reducción en los tres primeros meses de 2008, del -1%, casi el doble de la registrada un año antes (-0,6%). La evolución contractiva en esta variable se concentró en las empresas dedicadas a la fabricación de material de transporte, en el que se dio la mayor caída de número medio de trabajadores (-4,9%), por verse especialmente afectado por algunos importantes ajustes de plantillas. En sentido contrario, las industrias de material electrónico aumentaron el empleo con intensidad (8,6% en las empresas consideradas). Por su parte, las remuneraciones medias se aceleraron en los primeros meses de 2008, hasta el 5,6%, tasa muy superior al 3,7% de 2007. El fuerte incremento experimentado por los costes salariales tiene su explicación, por un lado, en la incidencia de retri-

## RESULTADOS DE LAS EMPRESAS DE INDUSTRIA QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES

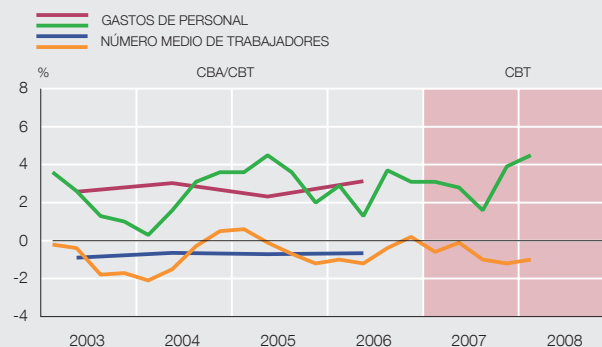
### 1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES

Tasas de variación



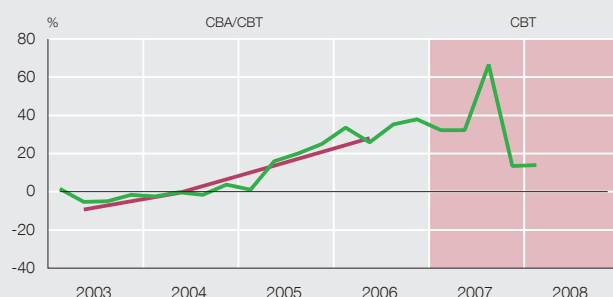
### 2 EMPLEO Y SALARIOS

Tasas de variación



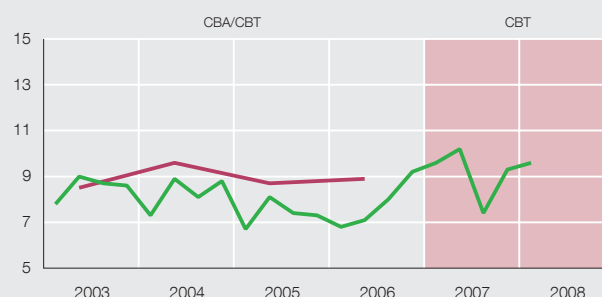
### 3 GASTOS FINANCIEROS

Tasas de variación



### 4 RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO

Ratios



EMPRESAS INDUSTRIALES  
QUE COLABORAN

		2003				2004				2005				2006				2007				2008			
Número de empresas	CBA	2.624				2.530				2.457				2.355				—				—			
	CBT	367	362	354	346	352	342	335	333	323	311	304	296	320	304	291	281	312	296	277	263	230	—	—	—
Porcentaje del PIB del subsector sociedades del sector industrial	CBA	28,5				29,0				28,6				30,1				—				—			
	CBT	18,8	19,1	17,1	17,8	19,5	19,7	17,8	19,1	18,9	19,6	16,7	17,2	18,4	17,4	16,0	17,0	18,6	18,5	15,2	14,7	12,4	—	—	—

FUENTE: Banco de España.

bucciones de carácter variable, con especial incidencia en este trimestre, y, por otro, en los mayores costes asociados a ajustes de plantilla, como los que se han producido en algunas grandes empresas industriales en 2008. Como consecuencia de la evolución de las remuneraciones y del empleo, los gastos de personal aumentaron un 4,5% (casi un punto y medio por encima de la tasa de 2007), lo que, unido al crecimiento experimentado por los gastos financieros (14%), explica las fuertes reducciones registradas tanto por el resultado económico bruto (-11,4%) como por el resultado ordinario neto (-18,8%) en los meses transcurridos de 2008. Así y todo, la suma del RON y de los gastos financieros, numerador utilizado en el cálculo de la rentabilidad ordinaria del activo neto, evolucionó de forma positiva, al igual que para el total de la muestra de la CBT, y permitió que esta ratio mantuviera un nivel elevado (9,4%). La ratio

de rentabilidad de los recursos propios experimentó un cierto deterioro, al situarse para el primer trimestre de 2008 en un 12,3%, tres décimas menos que en el mismo período de 2007. En cuanto a la ratio que aproxima el coste financiero, siguió aumentando progresivamente en 2008, hasta situarse en el 4,9% (una décima más que en el año previo), debido al efecto en los costes empresariales de los mayores tipos de interés. Como resultado de la evolución que experimentaron tanto la rentabilidad del activo como el coste financiero, su diferencial se mantuvo en valores positivos (4,7), aunque algo inferiores a los obtenidos el año anterior. En resumen, tras un año netamente expansivo como fue 2007, la actividad de las empresas no financieras encuadradas en algunos subsectores industriales ha comenzado 2008 dando muestras de debilidad, lo que se ha trasladado al agregado industrial disponible en la CBT.

frente al 2,4% de un año antes, lo que se explica, principalmente, por el mayor crecimiento del VAB en las empresas de gas en este período.

Finalmente, el gráfico 3 recoge la distribución de las empresas según la tasa de variación del VAB, con independencia de su tamaño, o del sector de actividad en el que estén encuadradas. Los datos obtenidos para el primer trimestre de 2008 permiten apreciar, como principal conclusión, un incremento en el porcentaje de empresas que registraron caídas del VAB; este se situó en el 43,3% de la muestra en los tres primeros meses de 2008, frente al 37% registrado un año antes; este incremento se produjo a costa del segmento de empresas con incrementos de VAB superiores al 20%, que experimentó una reducción de casi cinco puntos, en comparación con la situación de 2007. Todo ello confirma que el proceso de desaceleración de la actividad productiva se ha extendido progresivamente, afectando a un número creciente de empresas de la muestra.

### **Empleo y gastos de personal**

En los tres primeros meses de 2008 los gastos de personal aumentaron un 4,9% (véase cuadro 2.a), tasa ligeramente inferior a la del mismo período del año anterior (5,1%). Esta contención es consecuencia del efecto conjunto del menor incremento registrado en el empleo en 2008, y del crecimiento más intenso en las remuneraciones medias en 2008, con respecto a su evolución en 2007.

El número medio de empleados en las empresas de la CBT aumentó un 0,8% en el primer trimestre de 2008, medio punto menos que el año anterior (1,3%). Analizando la evolución por tipo de contrato (véase cuadro 2.b), se observa que tanto el empleo fijo como el no fijo registraron incrementos netos, si bien fueron más intensos en el caso del empleo temporal (1,3%). Si se desciende a un análisis por sectores, cabe destacar, por su positivo comportamiento, los sectores del comercio y de la energía. En el primero de ellos el empleo creció un 1,8%, tasa incluso superior al 1,3% que había aumentado en el primer trimestre de 2007, como consecuencia de las aperturas de nuevos centros en algunas grandes superficies. Por su parte, el sector de la energía reflejó un incremento del 1,5%, gracias, principalmente, al crecimiento experimentado por las plantillas de las empresas del sector de refino (6,4%) y, en menor medida, por el ligero aumento de empleados registrado en el sector de electricidad, gas y agua (0,7%). Esta última tasa, aun siendo cuantitativamente reducida, tiene una especial relevancia

**VALOR AÑADIDO, TRABAJADORES, GASTOS DE PERSONAL Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR.**  
**DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**  
 Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 2.A

	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES				TRABAJADORES (MEDIA DEL PERÍODO)				GASTOS DE PERSONAL				GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR			
	CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08
Total	8,1	4,9	6,9	2,0	3,8	0,8	1,3	0,8	6,9	4,5	5,1	4,9	3,0	3,7	3,8	4,1
<b>TAMAÑOS</b>																
Pequeñas	4,3	—	—	—	0,0	—	—	—	4,8	—	—	—	4,7	—	—	—
Medianas	8,4	6,1	4,5	0,6	2,3	2,0	1,7	1,2	6,3	5,3	4,2	6,2	4,0	3,2	2,5	5,0
Grandes	8,1	4,8	7,0	2,1	4,1	0,7	1,3	0,7	7,0	4,4	5,2	4,9	2,8	3,7	3,9	4,1
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA</b>																
Energía	7,5	1,2	-3,6	9,9	-1,3	-0,4	-1,2	1,5	3,6	3,1	4,2	4,8	4,9	3,5	5,4	3,3
Industria	5,5	8,3	15,1	-3,5	-0,7	-0,7	-0,6	-1,0	3,1	2,8	3,1	4,5	3,8	3,5	3,7	5,6
Comercio y reparación	8,0	0,8	6,0	0,4	2,7	0,3	1,3	1,8	7,9	1,3	3,2	4,7	5,0	1,0	1,9	2,9
Transportes y comunicaciones	4,0	5,8	6,3	1,4	1,3	-0,1	0,0	-0,8	4,8	5,4	5,0	3,8	3,5	5,5	4,9	4,7

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

**EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL**  
 Detalle según evolución del empleo

CUADRO 2.B

	TOTAL EMPRESAS CBT I 2008	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARÍAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	666	408	258
<b>GASTOS DE PERSONAL</b>			
Situación inicial I 07 (millones de euros)	6.196,4	3.180,5	3.015,9
Tasa I 08 / I 07	4,9	8,5	1,2
<b>REMUNERACIONES MEDIAS</b>			
Situación inicial I 07 (euros)	11.235,0	11.577,7	10.894,8
Tasa I 08 / I 07	4,1	2,9	5,3
<b>NÚMERO DE TRABAJADORES</b>			
Situación inicial I 07 (miles)	552	275	277
Tasa I 08 / I 07	0,8	5,5	-3,9
Fijos			
Situación inicial I 07 (miles)	460	222	238
Tasa I 08 / I 07	0,6	4,3	-2,7
No fijos			
Situación inicial I 07 (miles)	92	53	39
Tasa I 08 / I 07	1,3	10,4	-10,9

FUENTE: Banco de España.

desde el punto de vista cualitativo, por ser el primer trimestre, en toda la serie, en que el agregado de empresas de electricidad, gas y agua refleja aumentos netos de empleo. En sentido contrario, tanto los sectores de transporte y comunicaciones como el de la industria continuaron mostrando una evolución negativa del empleo (-0,8% y -1%, respectivamente), datos fuertemente influidos, en ambos casos, por el impacto de procesos de ajuste de plantillas muy concentrados en algunas grandes empresas pertenecientes a estos agregados. También hay

**ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN SOBRE LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y EL DESTINO DE SUS VENTAS**

CUADRO 3

**Estructura y tasas de variación**

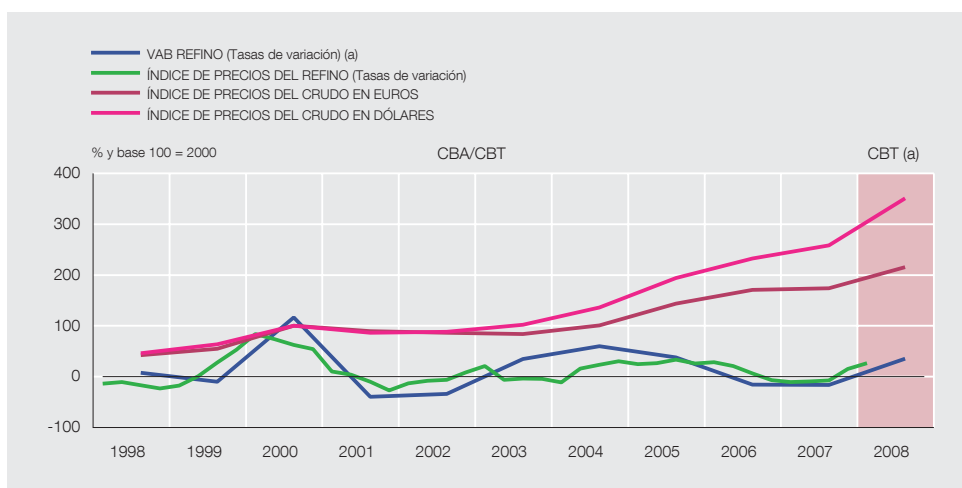
		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)	CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
		2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08
Total empresas		8.836	811	666	666
Empresas que informan sobre procedencia/destino		8.836	766	630	630
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	68,8	80,7	78,2	79,8
	Total exterior	31,2	19,3	21,8	20,2
	<i>Países de la UE</i>	17,1	14,6	16,2	14,6
	<i>Terceros países</i>	14,1	4,7	5,6	5,6
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	84,4	91,0	91,9	91,9
	Total exterior	15,6	9,0	8,1	8,1
	<i>Países de la UE</i>	10,3	6,6	6,0	6,3
	<i>Terceros países</i>	5,3	2,4	2,1	1,8
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	-7,7	10,8	4,2	-20,0
	Resto de empresas	-35,3	-13,0	-17,9	9,2

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

**IMPACTO EN EL SECTOR DE REFINO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL CRUDO**

GRÁFICO 2

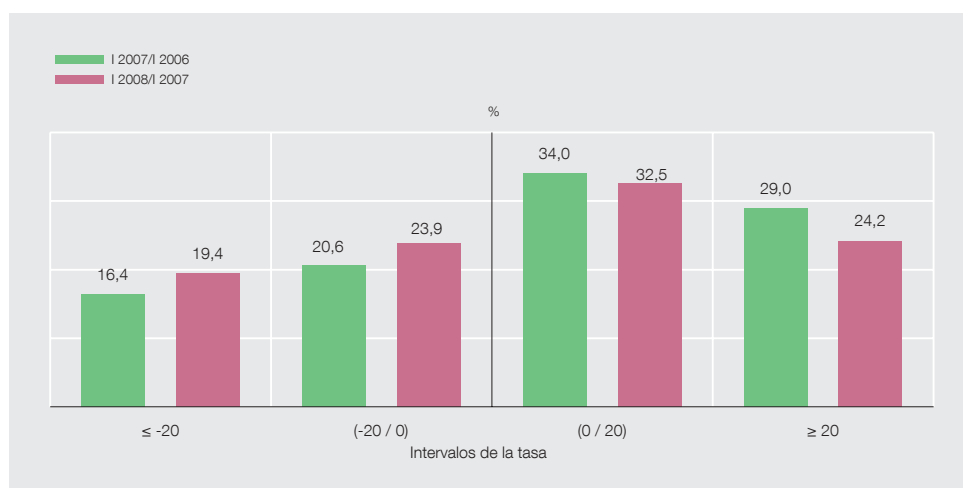


FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (Informe mensual de precios).

a. Los datos de 2008 se refieren a la CBT.

**DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN LA TASA DE VARIACIÓN DEL VAB AL COSTE DE LOS FACTORES**

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

**GASTOS DE PERSONAL, TRABAJADORES Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR**  
**Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones**

CUADRO 4

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL			
	2005	2006	I a IV 06 (a)	I a IV 07 (a)	I 07	I 08
Número de empresas	9.093	8.836	829	811	876	666
<b>GASTOS DE PERSONAL</b>	100	100	100	100	100	100
Caen	26,6	25,6	26,9	27,3	27,1	23,3
Se mantienen o suben	73,4	74,4	73,1	72,7	72,9	76,7
<b>NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES</b>	100	100	100	100	100	100
Caen	30,9	30,6	39,3	37,0	36,7	38,9
Se mantienen o suben	69,1	69,4	60,7	63,0	63,3	61,1
<b>GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR</b>	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	43,3	42,6	48,3	45,8	41,9	51,4
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	56,7	57,4	51,7	54,2	58,1	48,6

FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

b. T (12,12) del IPC para la CBA y T(3,12) del IPC para la CBT.

que resaltar que, en los tres primeros meses de 2008, al igual que ya había ocurrido el año anterior, fueron las empresas del sector de otros servicios (agregado del cual no se ofrecen datos explícitos en los cuadros de este artículo) las que más aumentaron su número medio de empleados, registrando un incremento del 5,9%. Por último, los datos del cuadro 4 permiten observar que, respecto a la situación existente un año antes, durante el primer trimestre de 2008 aumentó en casi dos puntos el porcentaje de empresas en las que se redujo el número medio de trabajadores (desde el 36,7% hasta un 38,9%), lo que confirmaría la ralentización en el proceso de creación de empleo.

En relación con las remuneraciones medias, estas crecieron durante el primer trimestre de 2008 un 4,1%, tres décimas más de lo que lo habían hecho en el año precedente. Este dato viene a confirmar la tendencia de suave —aunque progresivo— crecimiento que los

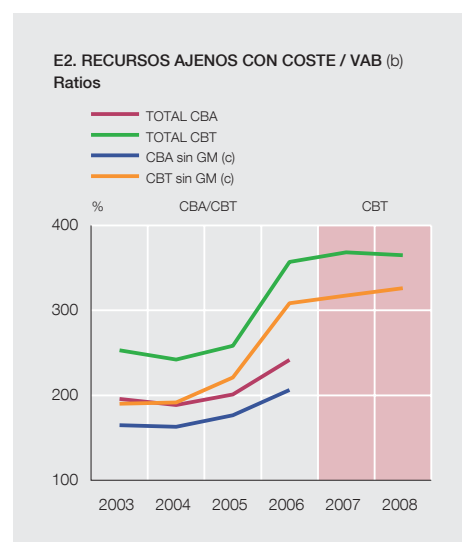
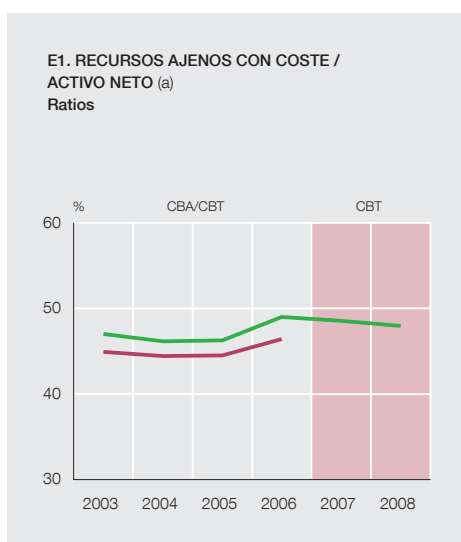
costes salariales han registrado en los últimos años (la tasa fue, en la CBT, del 3,4% en 2005, del 3,5% en 2006 y del 3,7% en 2007), como consecuencia, probablemente, de la traslación a los salarios, vía cláusulas de salvaguarda, de los sucesivos incrementos experimentados por la inflación. Por sectores, se observa que fueron los de la industria y el transporte y comunicaciones los que presentaron unos incrementos salariales más elevados (5,6% y 4,7%, respectivamente), en parte por la existencia de retribuciones de carácter variable, así como por los mayores costes asociados a los ajustes de plantilla antes mencionados. En sentido opuesto, fueron los sectores del comercio y de la energía los que registraron aumentos más moderados de las remuneraciones (2,9% y 3,3%, respectivamente), coincidiendo con el hecho de que son los agregados en los que el empleo presentó un comportamiento más positivo.

### **Resultados, rentabilidades y endeudamiento**

La desaceleración de la actividad productiva que se ha registrado en el primer trimestre de 2008, unida al crecimiento de los gastos de personal, provocó que el resultado económico bruto se mantuviera en los mismos valores que el año anterior, en el que había crecido un 8,2% (véase cuadro 5). Por su parte, los gastos financieros continuaron aumentando en 2008 (un 26,7%), tasa que ha hecho que esta partida siguiera ganando peso en la cuenta de resultados de las empresas, hasta suponer cerca del 6% respecto al total de la producción; la intensidad con la que ha crecido esta variable queda en evidencia cuando se considera que, en 2006, este concepto de la cuenta de resultados representaba el 3,7% de la producción. En cualquier caso, el aumento de este porcentaje no ofrece suficiente información cualitativa sobre los motivos que subyacen a esa evolución. Por ello, en el siguiente cuadro se detalla qué parte del crecimiento de los gastos financieros se debe al aumento en la financiación y a la evolución de los tipos de interés en 2008:

	<i>1 08/1 07</i>
<b>Variación de los gastos financieros</b>	<b>26,7%</b>
A. <i>Intereses por financiación recibida (1 + 2)</i>	25,2%
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	13,3%
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	11,9%
B. <i>Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	1,5%

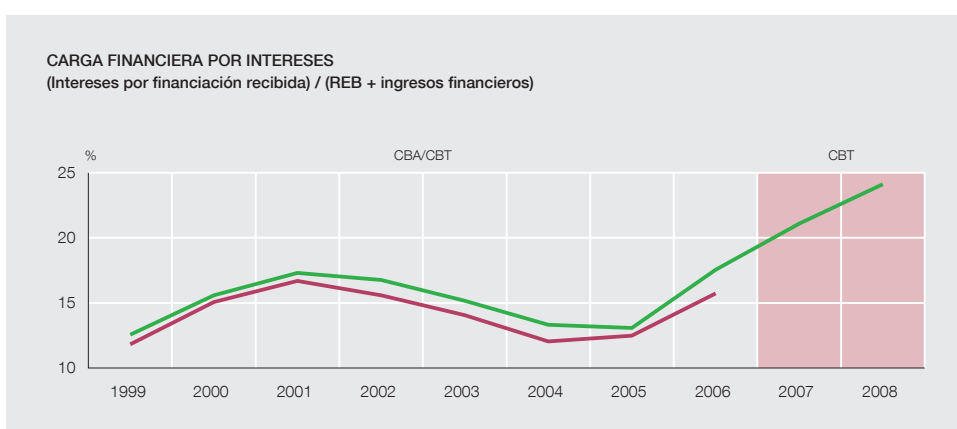
Como pone de manifiesto el cuadro anterior, el incremento de los gastos financieros en los tres primeros meses de 2008 se debe tanto a las subidas de los tipos de interés como a la toma de nueva financiación. La parte de la variación debida al coste se encuentra asociada a las sucesivas elevaciones que han experimentado los tipos de interés en el último período, los cuales se han ido trasladando progresivamente a las empresas. En cuanto al crecimiento del endeudamiento, está relacionado con cuantiosas operaciones de adquisición de participaciones, realizadas fundamentalmente por grandes empresas en 2007 que afectan a la comparación de los balances al final del primer trimestre de 2007 y de 2008, pero sin que se hayan registrado aumentos adicionales significativos en los primeros meses del año 2008, por lo que este efecto debería empezar a desaparecer en los próximos trimestres. Por otra parte, esta evolución del endeudamiento ha estado acompañada, en las empresas colaboradoras con la CBT, por un mantenimiento en su actividad inversora. Así, la información disponible recoge la existencia de importantes adquisiciones de activos inmovilizados en las empresas de la energía (singularmente, en las del refino), las industriales y las de comercio, en este último caso por operaciones de apertura de nuevos centros comerciales. El análisis sobre el endeudamiento puede complementarse con el que ofrecen las ratios de posición financiera, incluidas en el gráfico 4. La ratio E1, que relaciona los recursos ajenos con coste y el activo neto, presenta en 2008 un valor ligeramente menor que el alcanzado a finales de 2007, confirmando que durante los tres primeros meses del año en curso no se han registrado nuevas operaciones



	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CBA	44,9	44,4	44,5	46,4		
CBT	47,0	46,2	46,3	49,0	48,6	48,0

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CBA	195,8	188,4	201,2	241,6		
CBT	252,9	242,3	258,5	357,0	368,5	365,0
CBA sin GM	165,0	163,0	176,3	206,3		
CBT sin GM	189,9	191,5	221,0	308,4	317,6	326,0



	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CBA	11,8	15,1	16,7	15,6	14,0	12,0	12,5	15,7		
CBT	12,6	15,6	17,3	16,8	15,2	13,3	13,1	17,5	21,1	24,1

FUENTE: Banco de España.

- a. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. Los fondos propios incorporan el ajuste a precios corrientes.
- b. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. La partida de recursos ajenos con coste incorpora un ajuste para eliminar la deuda «intragrupa» (aproximación a deuda consolidada).
- c. GM = Empresas de la muestra pertenecientes a los principales grupos multinacionales colaboradores. No incluye las grandes empresas del sector de la construcción.

**RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO Y DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2)**  
**DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**  
**Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior**

CUADRO 5

	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO				RESULTADO ORDINARIO NETO				RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)				DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2)			
	CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08	2006	I a IV 07 (a)	I 07	I 08
Total	9,4	5,2	8,2	0,0	5,3	11,1	13,7	-6,3	8,9	8,9	6,3	5,9	4,9	4,4	2,0	1,1
<b>TAMAÑOS</b>																
Pequeñas	3,5	—	—	—	8,3	—	—	—	6,7	—	—	—	2,6	—	—	—
Medianas	11,6	7,1	4,9	-5,9	17,7	0,4	-7,8	-11,7	7,8	7,5	7,1	6,7	3,9	3,1	3,3	2,0
Grandes	9,3	5,2	8,3	0,2	4,2	11,4	14,6	-6,1	9,0	9,0	6,3	5,9	5,0	4,5	2,0	1,1
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA</b>																
Energía	8,6	0,7	-5,5	11,2	2,6	-0,2	-6,8	1,2	9,8	9,0	7,7	7,0	6,2	4,7	3,9	2,7
Industria	8,8	14,4	28,9	-11,4	9,5	11,1	38,0	-18,8	8,9	9,7	9,6	9,6	4,7	4,9	4,8	4,7
Comercio y reparación	8,3	0,2	9,3	-4,2	11,5	-4,9	10,0	1,4	11,4	7,0	9,5	9,9	6,8	2,6	5,5	4,9
Transportes y comunicaciones	3,3	6,1	7,3	-0,4	-4,9	12,5	13,4	-0,1	7,1	12,2	11,1	10,7	3,0	7,8	6,9	6,3

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

significativas que hayan requerido entrada de financiación adicional. Por su parte, la ratio E2, que sirve para analizar la capacidad de reembolso del principal de la deuda contraída, relacionándola con el valor añadido que generan las empresas, presenta igualmente una ligera mejora en su valor [3,5 puntos porcentuales (pp)] para el total de la muestra, por la evolución que están teniendo en esta ratio las grandes empresas multinacionales colaboradoras con la CBT. Por último, la ratio de carga financiera por intereses (véase gráfico 4), que pone en relación los intereses por la financiación recibida con las rentas que generan y perciben las empresas (resultado económico bruto más ingresos financieros), muestra que durante el primer trimestre de 2008 ha continuado la tendencia al alza de los dos últimos años, consecuencia directa, como se ha referido anteriormente, del mayor peso que los intereses por la financiación recibida han ido ganando en el conjunto de la cuenta de resultados de las empresas, hasta representar actualmente el doble que hace una década (en 2008 alcanzó el 24,1%, porcentaje que se elevaba al 12,6% en 1999).

Los ingresos financieros experimentaron un incremento del 11,8%, tasa muy inferior a la del conjunto de 2007 (39,3%) y a la del primer trimestre de aquel año (53,6%), momentos en los que la entrada de dividendos provenientes de filiales en el exterior fue extraordinariamente alta. La tasa referida para 2008 se ha basado en la recepción de mayores intereses percibidos (que crecieron un 17,7%), antes que en el mantenimiento del ritmo en la entrada de dividendos adicionales, precisamente por el elevado importe alcanzado en 2007 por estos; en cualquier caso, los dividendos percibidos siguieron creciendo (un 6,8% adicional) en el período considerado. El mayor aumento de los gastos financieros que el de los ingresos se reflejó en la evolución del resultado ordinario neto (RON), que disminuyó a una tasa del -6,3%, frente al crecimiento que había registrado este excedente en el primer trimestre de 2007 (del 13,7%). No obstante, la evolución conjunta del RON y de los gastos financieros (numerador utilizado para el cálculo de la rentabilidad del activo neto) permitió que las empresas siguieran manteniendo altos niveles de rentabilidad, si bien ligeramente por debajo de los del año precedente (véase cuadro 6). Así, la rentabilidad ordinaria del activo neto (R1) se situó en el 5,9%



**ESTRUCTURA DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO  
Y DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS  
DE LAS EMPRESAS COLABORADORAS**

CUADRO 6

		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		1 07	1 08	1 07	1 08
Número de empresas		876	666	876	666
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0%	23,5	24,7	28,3	31,4
	0% < R ≤ 5%	19,4	21,7	13,7	13,7
	5% < R ≤ 10%	18,1	17,4	11,6	13,7
	10% < R ≤ 15%	11,3	11,7	10,7	9,9
	15% < R	27,7	24,5	35,7	31,3
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		6,3	5,9	8,2	6,9

FUENTE: Banco de España.

para el primer trimestre de 2008 (6,3% en 2007), y la de los recursos propios fue del 6,9% en 2008 (8,2% el año anterior). Por sectores, cabe destacar que en casi todos ellos se produjo un deterioro de las rentabilidades, aunque moderado, con la excepción del de comercio, único que pudo presentar una rentabilidad algo superior a la de un año antes (9,9%, frente a 9,5% de 2007). Por otro lado, la ratio que aproxima el coste de la financiación ajena (R.2) siguió en la senda ascendente de los últimos años, hasta situarse en el 4,8% en 2008, medio punto por encima del valor alcanzado en el primer trimestre de 2007, lo que ha llevado a que el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste financiero se redujera significativamente, hasta un 1,1, valor que, si bien sigue siendo positivo, es casi la mitad que el registrado un año antes.

Finalmente, el análisis la evolución de los resultados extraordinarios<sup>3</sup> refleja un fuerte aumento de los ingresos de esta naturaleza, principalmente por plusvalías generadas en operaciones de venta de acciones y por la revalorización de ciertos activos financieros que han pasado a registrarse por su valor razonable en los balances al formar parte de la cartera de negociación, especialmente en algunas empresas del sector eléctrico. La expansión de los ingresos de carácter extraordinario también se ha visto influida por la significativa reducción de las dotaciones a provisiones de la cartera de acciones. Como consecuencia, se produjo un efecto positivo sobre el resultado neto final, permitiendo que este excedente mantuviera tasas de variación positivas, hasta registrar un crecimiento, en el primer trimestre de 2008, del 9,4%. Esta tasa supera a la que este mismo saldo presentó un año antes (3,6%), y ha permitido que el nivel de beneficios, respecto al valor añadido bruto, se elevara hasta el 32%, casi tres puntos más que en el mismo período de 2007. Por tanto, a pesar del descenso de los resultados derivados de la actividad ordinaria, las empresas de la CBT han podido mantener, e incluso incrementar, su nivel de beneficios.

16.6.2008.

3. Como se ha indicado en la nota 1, a consecuencia de la aplicación del nuevo PGC 2007, las plusvalías y minusvalías ya no se facilitan en los modelos contables oficiales por separado, sino en términos netos, motivo por el que el cuadro 1 ha debido adaptarse a este nuevo formato de presentación.

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SALDO ENERGÉTICO Y SU CONTRIBUCIÓN AL SALDO  
COMERCIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española

Este artículo ha sido elaborado por César Martín, Antonio Rodríguez y Lucio Sanjuán, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El precio del petróleo ha mantenido una senda alcista desde mediados de 2003, que se ha intensificado en los últimos trimestres, hasta alcanzar máximos históricos, en un contexto de demanda creciente por parte de las economías emergentes y de una respuesta insuficiente por el lado de la oferta. La cotización en dólares del barril *Brent*, tras acumular entre los años 2003 y 2007 un aumento superior al 150%, ha registrado un notable encarecimiento en los cinco primeros meses del presente año (próximo al 70% en tasa interanual). En términos reales, el precio del crudo también ha avanzado de forma apreciable, hasta niveles que se aproximan a los alcanzados durante la crisis del petróleo de finales de la década de los setenta del siglo pasado (véase gráfico 1). La apreciación del euro frente al dólar ha permitido contrarrestar parte de este aumento, si bien la debilidad del dólar ha podido influir en el encarecimiento del crudo, al tratar los exportadores de productos energéticos de mantener sus ingresos en moneda nacional.

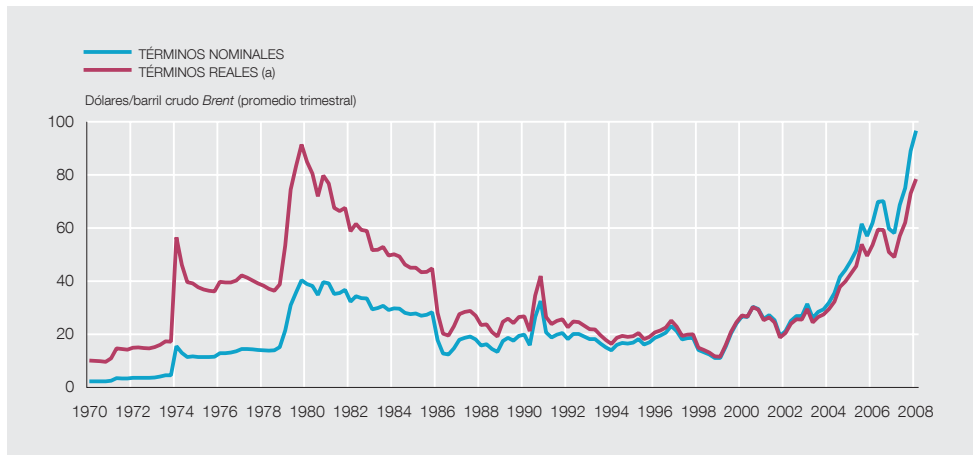
Al igual que ocurre en la mayor parte de los países desarrollados, la economía española presenta una elevada exposición a la evolución de los precios del crudo, debido a su dependencia de los bienes energéticos importados y, concretamente, al hecho de que el petróleo sea la principal fuente de energía primaria. Ello implica que, en ausencia de cambios importantes en la dependencia y en la eficiencia energética, un encarecimiento significativo del petróleo, como el registrado en los últimos años, puede tener un impacto considerable sobre el saldo de la balanza energética y contribuir a ampliar el déficit comercial. En este artículo se trata de evaluar la magnitud de dicho impacto.

Con este objetivo, en la siguiente sección se analiza la evolución reciente del componente energético del saldo comercial, tratando de diferenciar su comportamiento en términos nominales de su evolución en términos reales. A continuación se describe la evolución de la dependencia energética española y su relación con el patrón de crecimiento en la reciente fase expansiva. En el último apartado se resumen las principales conclusiones.

### **Evolución del componente energético del desequilibrio comercial**

En 2007 las importaciones energéticas de España alcanzaron un importe de casi 42 mm de euros, lo que representa en torno al 15% de las compras totales de bienes en el exterior en términos nominales. Las exportaciones de productos energéticos fueron mucho menos relevantes, algo menos de 8 mm de euros, un 4% de nuestras ventas de bienes al exterior. El déficit energético en 2007 fue, por tanto, de 34 mm de euros (un 3,2% del PIB), lo que supuso el 34% del déficit comercial, porcentaje similar al observado en los dos años anteriores. En el primer trimestre de 2008, el saldo energético se ha deteriorado adicionalmente, a pesar de la pérdida de dinamismo de la demanda, hasta alcanzar el 4,7% del PIB.

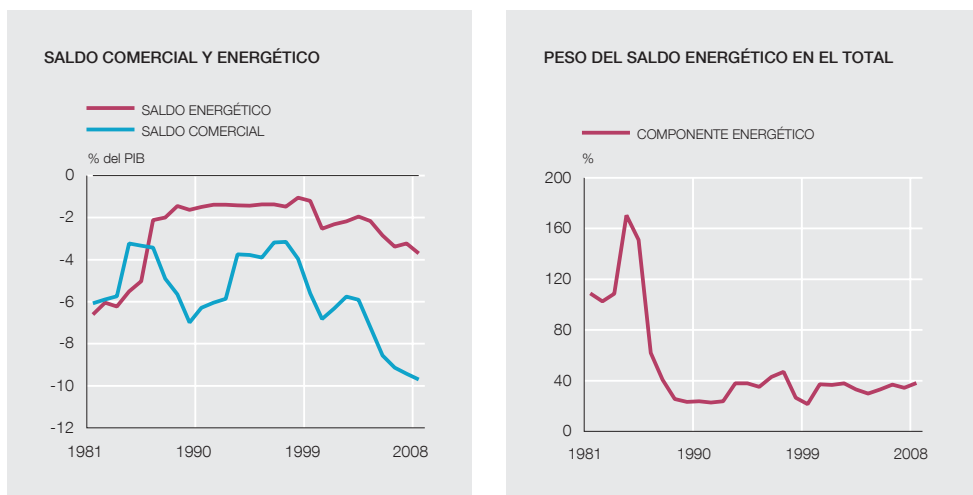
Si se ponen estos datos en perspectiva, se observa que en las últimas décadas la factura energética nominal de España —medida como las importaciones netas de productos energéticos— ha experimentado fuertes oscilaciones. En los años ochenta disminuyó sensiblemente, en un contexto de moderación de los precios del petróleo y de reajuste de la economía ante el impacto de la crisis del petróleo de la década anterior, y se mantuvo relativamente estable en los años noventa (véase gráfico 2). En porcentaje del PIB, el saldo energético alcanzó un mínimo histórico en el año 1998, al situarse en un 1%, coincidiendo con un período



FUENTES: Departamento de Aduanas, Ministerio de Economía y Hacienda, y Bureau of Labor Statistics.

a. Deflactado por el índice de precios de consumo de Estados Unidos.

FACTURA ENERGÉTICA DE ESPAÑA (a)



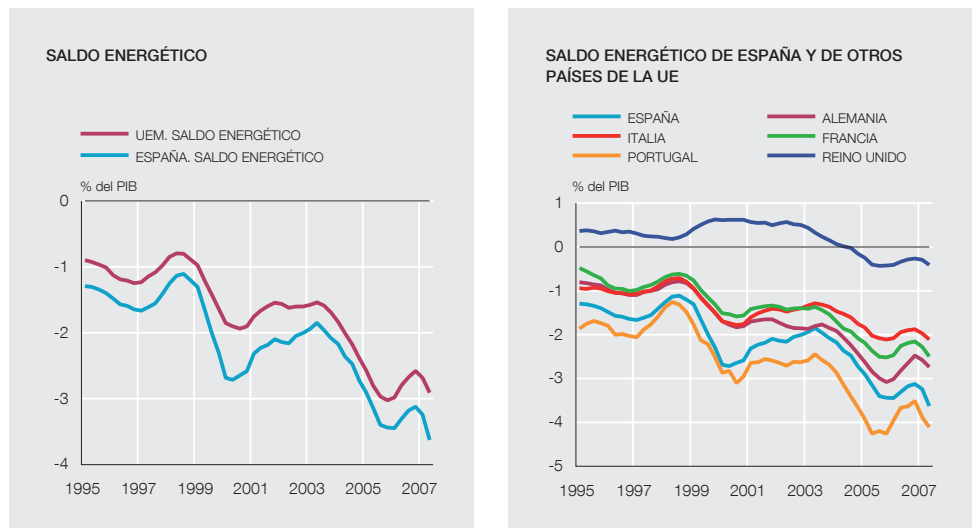
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Departamento de Aduanas.

a. El dato de 2008 corresponde a la suma de los últimos 12 meses hasta marzo de dicho año. Datos nominales.

de precios del crudo muy bajos y de notable dinamismo de la economía española. El déficit energético en la actualidad es, por tanto, claramente superior en porcentaje del PIB al alcanzado en el promedio de los años noventa (1,4% del PIB), pero se sitúa por debajo del registrado a principios de los ochenta, cuando superó el 6% del PIB, lo que refleja, en parte, las ganancias de eficiencia energética registradas desde entonces<sup>1</sup>.

El deterioro del saldo energético ha contribuido a la ampliación del déficit comercial desde el año 2004, con la excepción de 2007. A lo largo de este período, casi la mitad del incremento del déficit comercial en porcentaje del PIB se ha debido al aumento de la factura energética,

1. Véase Jiménez y Torres (2005).



FUENTES: Eurostat y fuentes estadísticas nacionales.

a. Datos acumulados de cuatro trimestres.

tendencia que se ha acentuado en los últimos trimestres. De hecho, entre enero y marzo de 2008 el incremento del déficit comercial ha sido el resultado exclusivamente del saldo energético, que ha compensado la disminución del déficit comercial del resto de productos.

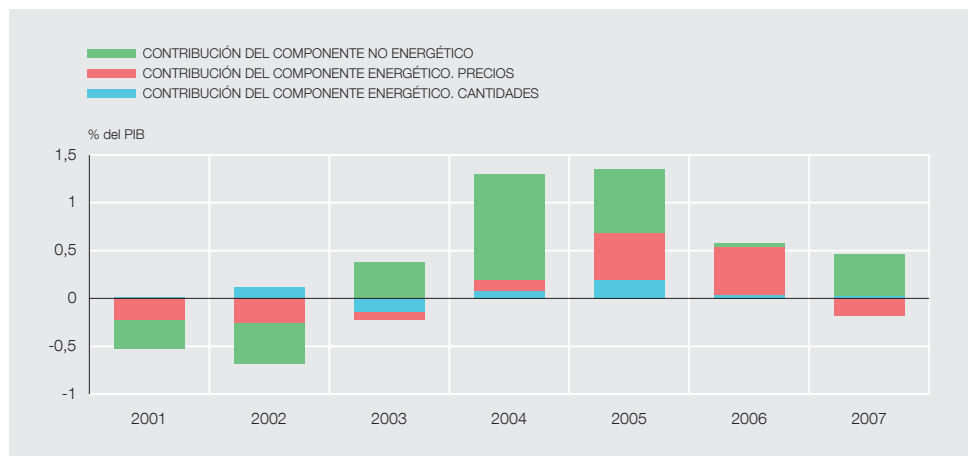
Esta tendencia al alza de la factura energética también se observa en el conjunto de la UEM, si bien su peso en el PIB alcanza valores más moderados (2,7% en 2007). El déficit energético en España es más elevado que en Alemania, Francia e Italia, aunque inferior al de otros países, como Portugal (véase gráfico 3). Por el contrario, en el Reino Unido el saldo energético negativo es muy reducido, gracias a las exportaciones de petróleo. Las importaciones netas de petróleo y productos derivados suponen, tanto en España como en la UEM, en torno a tres cuartas partes del total del saldo energético.

En el gráfico 4 se representa qué parte del deterioro del saldo energético en España se explica por el encarecimiento del precio de los bienes energéticos y qué parte por cambios en las exportaciones e importaciones reales de energía. Se observa que en 2005 y 2006 el aumento del precio del crudo contribuyó a elevar el déficit energético en torno a medio punto del PIB, con lo que, si el precio del petróleo se hubiera estabilizado en el valor alcanzado en 2004, el déficit comercial en 2007 habría sido en torno a un punto del PIB inferior al finalmente observado.

Por otra parte, en el gráfico 5 se observa que los precios de las importaciones energéticas (que guardan una estrecha relación con la evolución del coste en euros del petróleo) han aumentado en los últimos años a un ritmo superior al de otros bienes importados, contribuyendo al crecimiento de los IVU de importación y afectando, por tanto, negativamente a la evolución de la relación real de intercambio. En el primer trimestre de 2008, la brecha entre la tasa de variación de los precios de las importaciones de bienes energéticos y la de los precios del resto de compras al exterior se ha ampliado significativamente. De hecho, el aumento de los precios del primer grupo de bienes se elevó hasta un 26%, en términos de su tasa interanual, contrarrestando el descenso que experimentaron los precios del resto de los bienes importados (del 2,6%), entre los que el peso de los bienes procedentes de países en vías de desarrollo, donde los costes de producción son más reducidos, es cada vez mayor.

**CONTRIBUCIÓN DEL DÉFICIT ENERGÉTICO A LA VARIACIÓN EN PUNTOS PORCENTUALES DEL PIB DEL DÉFICIT COMERCIAL NOMINAL (a)**

GRÁFICO 4

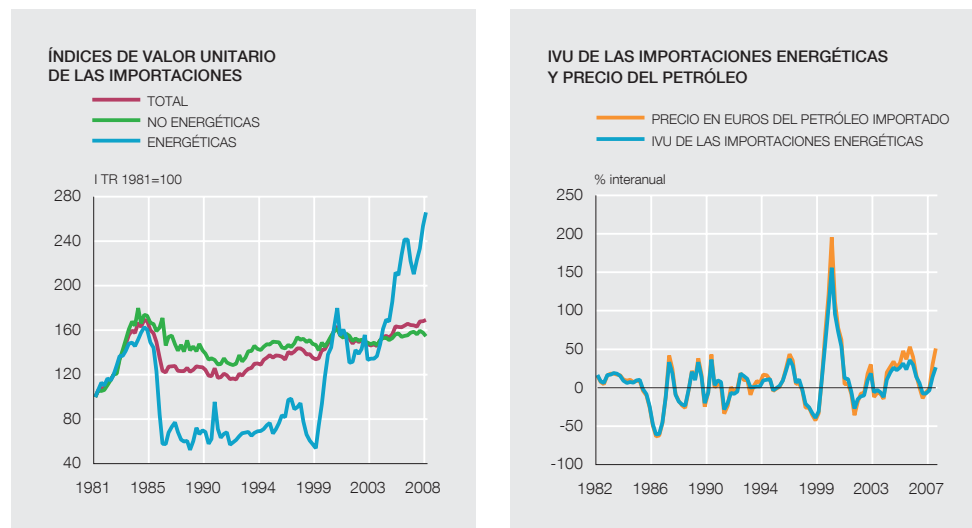


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Departamento de Aduanas.

a. Un valor positivo (negativo) indica aumento (disminución) del déficit.

**PRECIOS DE IMPORTACIÓN Y DEL PETRÓLEO IMPORTADO**

GRÁFICO 5

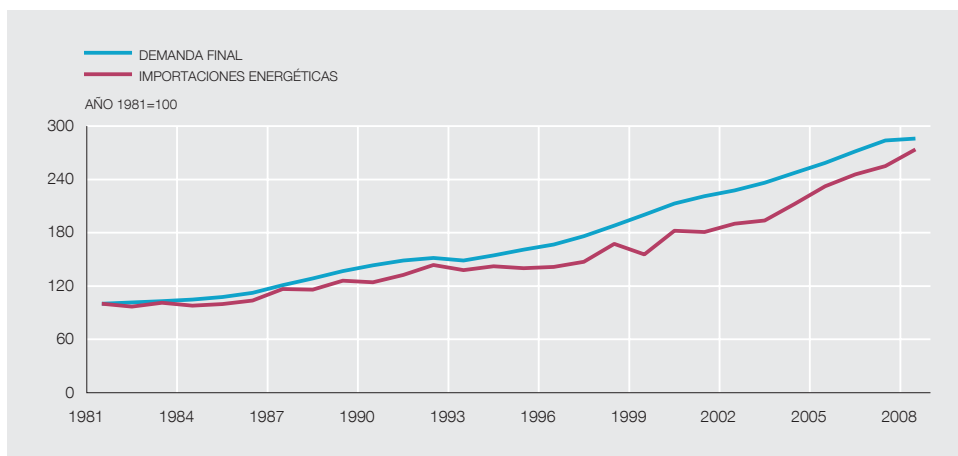


FUENTES: Departamento de Aduanas y Ministerio de Economía y Hacienda.

**Estructura productiva y dependencia energética de la economía española**

En un contexto en el que las exportaciones de energía alcanzan un volumen pequeño, la demanda de energía importada es, junto con el precio del crudo, un determinante importante del comportamiento del saldo energético. No obstante, como se desprende del gráfico 3, este último factor ha tenido una contribución más estable al deterioro del saldo comercial durante el período analizado.

La demanda de productos energéticos está relacionada con factores de tipo coyuntural, como es la posición cíclica de la economía, o de naturaleza más estructural, como son los avances en la eficiencia energética o la composición sectorial del crecimiento en función de la intensidad energética de cada rama productiva. En este sentido, el dinamismo de la economía española a lo largo de la última década ha contribuido a incrementar el consumo de productos energéticos, en especial en los años de mayor crecimiento. Como se aprecia en el gráfico 6,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Departamento de Aduanas.

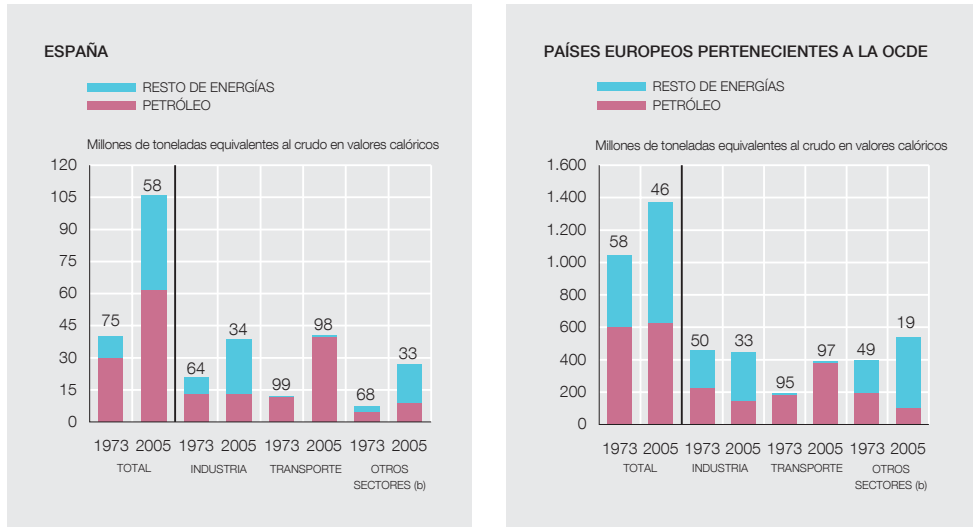
a. El dato de 2008 corresponde al acumulado de cuatro trimestres hasta el primero de dicho año. Precios constantes.

las importaciones energéticas en términos reales muestran una estrecha relación con la demanda final, tras unos años en los que se produjo un cierto debilitamiento en esta relación.

Por otra parte, como ya se ha comentado, el petróleo es la fuente de energía primaria más utilizada en España, con una participación del 58% en el total en 2005. No obstante, su consumo ha disminuido apreciablemente desde las crisis de los setenta (cuando el petróleo representaba el 75% del consumo total de energía), y lo ha hecho con mayor intensidad que en los países europeos, de manera que la brecha que España mantenía frente a este grupo de países se ha recorrido significativamente (véase gráfico 7)<sup>2</sup>. Por sectores, se observa que la utilización del petróleo en la industria se ha ido reduciendo a lo largo de las tres últimas décadas, hasta representar un tercio del consumo final de energía en esa rama productiva —la mitad del porcentaje que representaba en 1973—, y en línea con su peso en la industria en los países europeos. No es este el caso del transporte, donde el petróleo continúa siendo casi la única fuente de energía utilizada, tanto en España como en Europa, y donde no se observan recortes en las últimas décadas. En el caso de la economía española, destaca el fuerte incremento en valor absoluto del consumo de petróleo en esta actividad, que está ligado, sobre todo, a la expansión del parque automovilístico, favorecido por el dinamismo de la economía durante buena parte del período analizado y por las ganancias de bienestar que se han producido. Finalmente, en los sectores de construcción y de otros servicios, la participación del consumo de petróleo también se ha ido reduciendo tanto en España como en los países europeos, si bien en España todavía representa un tercio del total de la energía utilizada en esas actividades, frente al 19% de los países europeos.

Esta disminución relativa en el uso del petróleo en los procesos productivos en España se debe, en parte, al desarrollo de tecnologías que permiten una utilización más eficiente del crudo y a los cambios observados en la estructura productiva. En el caso del petróleo, el grado de dependencia en términos reales, aproximado por el peso de las importaciones netas de crudo sobre el PIB, se sitúa actualmente por debajo de los valores alcanzados a finales de los setenta, pero continúa siendo superior al que presenta la zona del euro (véase gráfico 8). En cuanto a la composición del crecimiento, la información que proporcionan las tablas *input-output* de la Contabilidad Nacional permite analizar la evolución del VAB en función de la in-

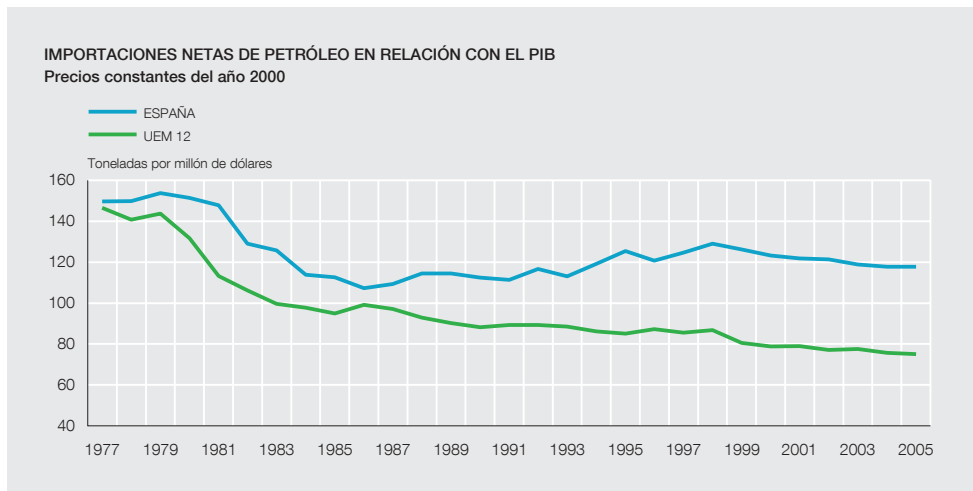
2. Véase Álvarez y Sánchez (2007).



FUENTE: Agencia Internacional de la Energía.

- a. Los rótulos de datos corresponden al porcentaje que representa el petróleo en el consumo final de energía.
- b. Construcción, servicios distintos del transporte, sector primario y no especificados.

EVOLUCIÓN DE LA DEPENDENCIA ENERGÉTICA



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

tensidad energética de los distintos sectores. A partir de estos datos se aprecia que el crecimiento de la economía española ha sido más fuerte en los sectores de baja intensidad energética, como la construcción o los servicios, lo que ha contribuido a limitar la dependencia energética de nuestra economía (véase cuadro 1). Estos sectores pasaron de representar menos del 48% del VAB total en 1995 a superar el 54% en 2006.

**Conclusiones**

En los últimos años, el encarecimiento del precio del petróleo ha llevado a que el componente energético haya contribuido a incrementar el desequilibrio comercial de la economía española. Pese a ello, los datos disponibles señalan que la factura energética de España alcanza un importe inferior a la de principios de la década de los ochenta, lo que refleja una menor dependencia del petróleo; en parte, por el uso de tecnologías que permiten un uso más eficien-



**PESO DE LOS DIFERENTES SECTORES EN EL VAB TOTAL (PRECIOS CORRIENTES)**  
**Detalle por sector de actividad económica, clasificado según su intensidad energética (a)**

CUADRO 1

	% sobre el total del VAB					DIFERENCIA	
	1986	1990	1995	2000	2006	06/86	06/95
Manufacturas	21,8	18,7	18,7	18,6	13,8	-8,0	-4,9
Servicios	65,3	67,5	66,2	66,6	68,7	3,4	2,5
Otros	12,9	13,8	15,1	14,8	17,5	4,6	2,4
Intensidad alta	12,8	11,3	15,9	14,6	11,5	-1,4	-4,5
<i>Manufacturas intensidad alta (b)</i>	5,6	4,6	4,6	5,0	2,4	-3,2	-2,2
<i>Servicios intensidad alta (transporte y comunicaciones)</i>	4,6	4,3	7,9	7,3	6,9	2,3	-1,1
<i>Electricidad, gas y agua</i>	2,2	2,2	2,9	2,0	1,9	-0,3	-0,9
<i>Minería</i>	0,5	0,3	0,6	0,3	0,3	-0,2	-0,3
Intensidad media	41,2	40,8	36,3	35,2	34,3	-6,9	-2,0
<i>Servicios intensidad media (c)</i>	36,4	37,0	32,2	31,1	31,5	-5,0	-0,7
<i>Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca</i>	4,7	3,8	4,1	4,1	2,8	-2,0	-1,3
Intensidad baja	46,0	47,8	47,8	50,2	54,3	8,3	6,5
<i>Manufacturas intensidad baja (d)</i>	16,2	14,1	14,1	13,6	11,4	-4,8	-2,7
<i>Servicios intensidad baja (e)</i>	24,3	26,2	26,1	28,2	30,3	6,0	4,2
<i>Construcción</i>	5,5	7,5	7,6	8,4	12,5	7,0	5,0
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Se define intensidad energética, según la información de las tablas *input-output* de la economía española del año 2000, como el consumo que efectúan de *inputs* procedentes de sectores clasificados en la CNAE 10, 11, 12, 13, 14, 23, 40 y 41, dividido por el total de consumos intermedios de cada sector correspondiente. Se clasifica como de intensidad energética alta si excede el 10%, media para los situados entre el 5%-10%, y baja para los que no superan el 5%.

b. Se compone de coquerías, refino, combustibles nucleares, industria química, fabricación de otros minerales no metálicos y metalurgia.

c. Se compone de comercio, reparación, administración pública, educación, actividades sanitarias y veterinarias, servicios sociales, y otras actividades sociales.

d. Se compone de las industrias de alimentación, bebidas, tabaco, textil, confección, cuero, calzado, madera, corcho, papel, artes gráficas, transformación de caucho, fabricación de productos metálicos, equipo eléctrico, electrónico y óptico, fabricación de material electrónico, fabricación de material de transporte e industrias manufactureras diversas.

e. Se compone de hostelería, intermediación financiera, inmobiliarias y servicios empresariales y hogares que emplean personal doméstico.

te del crudo y, en parte, por un patrón de crecimiento durante la última fase expansiva que se ha apoyado en los sectores de menor intensidad energética, como la construcción y algunos servicios.

En cualquier caso, dadas la rigidez de la demanda de productos energéticos y la previsible evolución de los precios del crudo, el déficit energético continuará representando una proporción significativa del déficit comercial español. Existen, no obstante, distintas vías por las que se podría moderar el impacto negativo sobre el saldo comercial. Por un lado, la propia desaceleración que está experimentando la demanda nacional conducirá probablemente a un menor crecimiento tanto de las importaciones de bienes como del consumo de energía. De hecho, en el primer trimestre de 2008 el consumo de productos petrolíferos disminuyó ligeramente en términos interanuales, especialmente en el caso del gasóleo. Por otra parte, España podría recuperar parte de las rentas que detrae el encarecimiento del crudo a través de unas mayores exportaciones a los países productores de petróleo, cuyas economías muestran un gran dinamismo como consecuencia de los elevados ingresos extraordinarios que están recibiendo. Aunque las exportaciones de España a los países de la OPEP solo representan el 3% de las ventas totales de bienes en el exterior, en 2007 mostraron una expansión significativa, con una tasa de crecimiento del 22%. Las exportaciones a otros países productores de petróleo y gas natural, como Rusia y países asociados, también se expandieron a ritmos sustanciales, en torno al 36% en los dos últimos años.

En suma, como consecuencia del aumento del precio del petróleo la factura energética está contribuyendo al aumento del déficit comercial, de forma que la estabilización y la corrección del mismo exigirán, junto con los esfuerzos necesarios para racionalizar el consumo de energía, un afianzamiento de las exportaciones en nuevos mercados y que la producción nacional compita más eficazmente con las importaciones para atender la demanda interna.

23.6.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGENCIA INTERNACIONAL DE LA ENERGÍA (2007). *World Energy Outlook*.
- ÁLVAREZ, J., e I. SÁNCHEZ (2007). «El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- JIMÉNEZ, N., y X. TORRES (2005). «La dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- OCDE-FAO (2008). *Agricultural Outlook 2008-2017*.

UNA APROXIMACIÓN AL COMPONENTE TRANSITORIO DEL SALDO PÚBLICO  
EN ESPAÑA

## Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España

Este artículo ha sido elaborado por Francisco de Castro Fernández, Ángel Estrada García, Pablo Hernández de Cos y Francisco Martí Esteve, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

Una de las principales características de la evolución de las cuentas públicas en España en los últimos años ha sido el elevado crecimiento de la recaudación impositiva, de manera que su peso sobre el PIB ha aumentado en 4 puntos porcentuales (pp) entre 1998 y 2007. En el análisis de la política fiscal durante ese período y de su sostenibilidad en el futuro es especialmente relevante delimitar qué parte de estos incrementos de la recaudación impositiva pueden considerarse transitorios (como consecuencia, por ejemplo, de la evolución cíclica), y cuáles, permanentes.

Los indicadores denominados «saldos públicos ajustados de ciclo» o «saldos estructurales» tienen precisamente como propósito aislar el componente permanente, en este caso no solo de los ingresos sino también del gasto público, una vez descontadas las variaciones que se producen en el saldo de las AAPP debidas a las fluctuaciones cíclicas y a medidas fiscales discretionales de carácter transitorio. La aplicación de estos indicadores al caso español asigna casi todo el aumento de la recaudación impositiva de los últimos años al componente permanente o estructural, mientras que la aportación del ciclo económico se estima de una magnitud reducida.

Sin embargo, los procedimientos utilizados para el cálculo de los saldos públicos ajustados de ciclo adolecen de algunos problemas, de forma que la parte del saldo público, y, en particular, de los ingresos, que se considera vinculada al ciclo económico a menudo se subestima, lo que puede conducir a errores en el diagnóstico que subyace a las decisiones de política económica. Ese fue el caso de lo que ocurrió en numerosos países europeos durante el momento álgido del anterior ciclo económico. Las mediciones de los saldos ajustados de ciclo que se hicieron en dichos países en el año 2000 infravaloraban la parte del aumento de los ingresos impositivos que se debía a la buena situación cíclica. Las consecuencias de ese error de valoración se hicieron patentes dos años más tarde, cuando dichos ingresos se redujeron como consecuencia del deterioro de la situación económica, dando lugar a elevadas desviaciones presupuestarias.

En este contexto, este trabajo persigue analizar en qué medida el buen comportamiento de los ingresos impositivos en España en los últimos años tiene un carácter transitorio que los indicadores al uso no recogen adecuadamente. Con este objetivo, el resto del trabajo se articula de la siguiente forma: en el epígrafe 2 se discutirán los problemas inherentes a la medición de los saldos ajustados de ciclo y, en particular, de los dos componentes esenciales en los que se basa su cálculo, la brecha de producción y las elasticidades de los ingresos al ciclo económico. En el epígrafe 3 se propone un indicador de gasto permanente, alternativa a la brecha de producción para el cálculo del saldo público estructural, que incorpora no solo la evolución del PIB, sino también de las ganancias de capital que tienen los individuos a través de su riqueza. El epígrafe 4 resume las principales conclusiones.

### **Los problemas de la medición del saldo ajustado de ciclo**

En la literatura económica existen distintas metodologías de estimación del saldo público ajustado de ciclo. Todas ellas comparten, sin embargo, la mayor parte de sus características fundamentales [véanse Girouard y André (2005), en el caso de la Comisión Europea, y Bouthévilain et ál. (2001), para el caso del SEBC]. En concreto, estas metodologías parten de la es-

% del PIB	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Saldo de las AAPP (a)	-3,2	-1,4	-1,0	-0,6	-0,5	-0,2	0,3	1,0	1,8	2,2
Crecimiento PIB real	4,5	4,7	5,0	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,8
Brecha de producción (b) (d)	-0,2	0,4	1,3	1,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,3	0,3	1,0
Brecha de producción (CE) (c) (d)	-0,4	0,7	2,1	1,9	1,0	0,3	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4
Saldo ajustado del ciclo (CE) (c) (d)	-3,1	-1,7	-1,9	-1,5	-0,9	-0,3	-0,2	1,2	2,0	2,4
Saldo ajustado del ciclo (SEBC) (d)	-3,1	-1,6	-1,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,5	1,0	1,7	1,7

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

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

b. Brecha de producción =  $(\text{PIB} - \text{PIB tend.})/\text{PIB} (\%)$  en términos reales. Para el cálculo del PIB tendencial, se ha aplicado un filtro Hodrick-Prescott con  $\lambda = 10$ .

c. Previsiones de primavera de 2008.

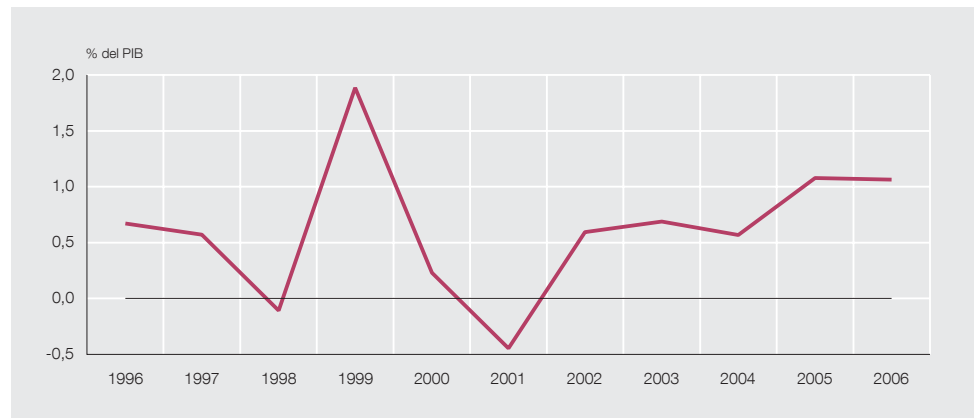
d. En porcentaje del PIB potencial.

timación de una brecha entre el producto observado y el potencial (*output gap*) —que mide la posición de la economía en el ciclo—. Esta brecha de producción se utiliza para calcular el saldo público de carácter cíclico a partir de las elasticidades de las distintas rúbricas de ingresos y gastos frente a la mencionada brecha. En el caso de los ingresos, el ajuste se aplica a los impuestos sobre la renta de las familias, sobre las sociedades e indirectos y las cotizaciones sociales. En cambio, el ajuste por el lado del gasto público se limita a las prestaciones por desempleo, al suponerse que los demás componentes<sup>1</sup> son independientes de la posición cíclica de la economía. La agregación de esas elasticidades, ponderadas por los pesos respectivos de cada rúbrica dentro del conjunto de ingresos y gastos, proporciona la sensibilidad agregada del saldo presupuestario con respecto al ciclo económico. Esta elasticidad se supone constante y, en el caso de España, se cifra en 0,43 pp de PIB<sup>2</sup>. El saldo público estructural o ajustado de ciclo se obtiene como la diferencia entre el observado y el componente cíclico construido por el procedimiento anterior.

Como se puede apreciar en el cuadro 1, los saldos ajustados de ciclo calculados con los métodos de la Comisión Europea y del SEBC, respectivamente, no resultan muy diferentes. En particular, es especialmente reseñable que, en el caso español, la estimación de la posición fiscal en términos estructurales en los últimos años es muy similar al superávit efectivamente registrado, de forma que implícitamente se está asignando un carácter permanente a las mejoras de los ingresos impositivos observadas.

No obstante, para su correcta interpretación, debe tenerse en cuenta que en el caso de los ingresos impositivos estos indicadores asignan al componente estructural o permanente del saldo público no solo el impacto sobre la recaudación de las reformas impositivas, sino también la totalidad del crecimiento de los ingresos que no puede ser explicado por la evolución de las bases impositivas definidas en términos de los agregados de la Contabilidad Nacional, las respectivas elasticidades y las modificaciones aplicadas en los tipos impositivos efectivos. Como se puede apreciar en el gráfico 1, en el caso español el residuo

1. Empleo público y su remuneración, gasto sanitario, pensiones por jubilación o incapacidad, entre otros. 2. Esta relación entre el saldo público y la brecha de producción, que la Comisión Europea llama «sensibilidad presupuestaria» (*budgetary sensitivity*), varía entre el 0,27 de Lituania y el 0,65 de Dinamarca. La estimación para España está en línea con la media de la Unión Europea-27 (0,44), aunque se encuentra algo por debajo de la estimada para los países grandes: Alemania (0,51), Francia (0,49) o Italia (0,50).



FUENTE: Banco de España.

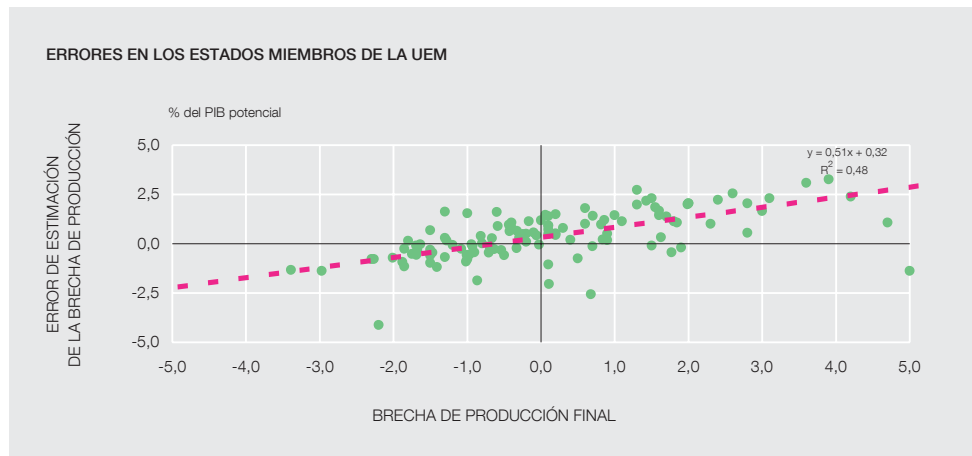
a. La recaudación explicada se obtiene aplicando unas elasticidades previamente estimadas a las bases confeccionadas a partir de la CNE. Se tienen en cuenta, además, los impactos de cambios normativos.

o diferencia entre el crecimiento de la recaudación observada y el que puede explicarse por estos determinantes ha sido positiva y de una magnitud apreciable desde 1996<sup>3</sup>. Esta parte del crecimiento de los ingresos no explicada está, sin embargo, asociada, al menos en parte, a dificultades que surgen en la estimación de los saldos ajustados de ciclo<sup>4</sup>, por lo que la interpretación de aquellos como incrementos permanentes de los ingresos es cuestionable. En concreto, puede estar asociada a dos tipos de problemas. El primero tiene que ver con la estimación del ciclo económico y la correspondiente brecha de producción, al no ser esta una variable observable. A esta fuente de incertidumbre hay que añadir, además, la inherente a la vinculada a la respuesta de los ingresos fiscales a las condiciones económicas.

#### LA ESTIMACIÓN DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN

En la literatura existen múltiples metodologías de estimación de la brecha de producción, que no siempre proporcionan los mismos resultados. Estos métodos abarcan desde procedimientos puramente estadísticos hasta otros que imponen determinadas restricciones que sugiere la teoría económica. En el caso de la economía española, la aplicación de las distintas metodologías proporciona estimaciones de la brecha de producción parecidas, en particular en la última parte de la muestra. Sin embargo, es precisamente en ese período cuando la estimación es particularmente complicada, dado que la brecha de producción depende de las perspectivas que se tengan sobre el crecimiento económico futuro. En concreto, la mayoría de las distintas metodologías de estimación utilizan, de forma directa o indirecta, un filtro estadístico simétrico (normalmente el filtro Hodrick- Prescott), que supone calcular el crecimiento potencial en un determinado momento del tiempo como una media móvil del crecimiento observado en el período inmediatamente anterior, en ese momento y en el período posterior<sup>5</sup>. De esta forma, para los últimos datos de la muestra, la inexistencia de datos más allá del último observado exige el uso de previsiones para el cómputo de la media móvil, de forma que el nivel del producto potencial calculado para esos años está condicionado al cumplimiento de tales previsiones. En la estimación de la brecha de producción para el último año observado de la

3. Véase Gómez, Hernández de Cos y Martí (2005) para un análisis detallado de la evolución de los determinantes del crecimiento de los impuestos para el caso español. 4. Para una descripción de estos problemas, véanse Hernández de Cos (1999) y González Mínguez y Ulloa Ariza (2007). 5. Existen algunos ejemplos de filtros asimétricos, como Cogley (2002), que solo requieren la información observada en el pasado.



FUENTE: Comisión Europea. Tomado de González Mínguez y Ulloa Ariza (2007).

a. Para cada período  $t$  y cada país, el error de estimación de la brecha de producción se calcula como la diferencia entre las estimaciones finales y las estimaciones en tiempo real de esa variable.

muestra (por ejemplo, el año 2007 en nuestro caso actual), un error en las previsiones que consista, por ejemplo, en prever un crecimiento económico superior al que con posterioridad se observe más allá de 2007 generará normalmente, una vez que se conozcan los datos para esos años, una revisión a la baja del crecimiento potencial también para el ejercicio 2007 y, por lo tanto, una revisión al alza de la brecha de producción en dicho año. En términos de saldo público estructural, esta revisión de la brecha de producción supondrá que una parte de los ingresos que era considerada como estructural será tomada, tras la revisión, como cíclica y, por lo tanto, revelará una situación fiscal menos saneada de lo que inicialmente se pensaba.

Existe, de hecho, una cierta evidencia que sugiere que en la fase alta del ciclo el nivel de la brecha de producción y, por lo tanto, el efecto del ciclo sobre las cuentas públicas tienden a ser subestimados en tiempo real [véanse gráfico 2 y González Mínguez y Ulloa Ariza (2007)]. Esta subestimación inicial de la brecha de producción y del efecto cíclico sobre la posición fiscal es precisamente lo que ocurrió en el año 2000 en muchos países europeos. Como ilustración de esta afirmación, en el cuadro 2 se muestra, para aquellos países europeos que registraron superávits elevados en el año 2000 (el momento álgido del anterior ciclo económico), la brecha de producción estimada en tiempo real en ese año y la que se estima actualmente para ese mismo año<sup>6</sup>. Se observa que, en prácticamente todos los casos, la estimación contemporánea de la brecha de producción fue significativamente menor que la real, en alrededor de un 2% del PIB en promedio. Esta subestimación de la brecha de producción se tradujo en una sobreestimación del carácter estructural de los superávits públicos de estos países. De hecho, estos superávits se vieron reducidos de forma generalizada y drástica en un período de tiempo relativamente reducido.

LAS ELASTICIDADES DE LOS INGRESOS PÚBLICOS AL CICLO ECONÓMICO

Tradicionalmente, la respuesta de los ingresos fiscales a las condiciones económicas se mide en términos de las elasticidades estimadas de las diferentes rúbricas impositivas a cambios en las variables de la Contabilidad Nacional que se utilizan para aproximar las bases imponibles

6. Utilizando, respectivamente, el ejercicio de previsión de la Comisión Europea de primavera del año 2001 y el ejercicio de previsión de la Comisión Europea de primavera del año 2008.

Países	% del PIB			
	Saldo AAPP 2000	Brecha de producción para el año 2000 estimada en		Diferencia 2008-2001
		2001 (a)	2008 (b)	
Dinamarca	2,3	-0,5	2,5	3,0
Irlanda	4,7	4,2	4,2	0,0
Luxemburgo	6,0	1,7	4,1	2,4
Países Bajos	2,0	0,9	3,0	2,1
Finlandia	6,9	2,4	3,2	0,8
Suecia	3,7	1,0	2,0	1,0
Reino Unido	4,0	0,3	1,2	0,9

FUENTE: Comisión Europea.

a. Previsiones de primavera de 2001.

b. Previsiones de primavera de 2008.

de las diferentes figuras tributarias. Sin embargo, esta metodología adolece de dos tipos de problemas, que, además, guardan una estrecha vinculación entre sí. El primero de ellos radica en que, una vez estimada la respuesta, en términos de elasticidad, de las diferentes figuras impositivas ante cambios en las variables económicas, esta se considera constante a lo largo del ciclo económico. El segundo tipo de problemas es consecuencia de la posible falta de correspondencia entre las variables que se integran en las bases impositivas legales y las comprendidas en los agregados de la Contabilidad Nacional que se emplean para aproximar tales bases. En los dos apartados siguientes se profundiza en el análisis de estos dos factores para el caso español.

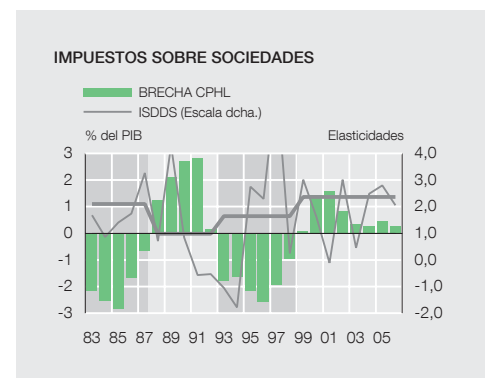
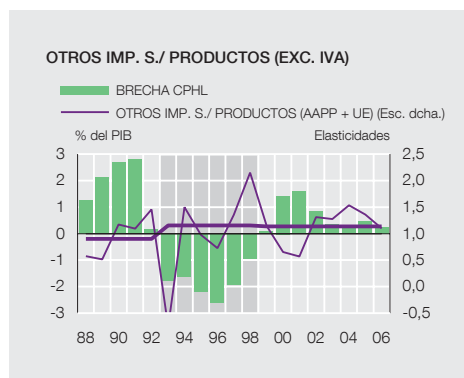
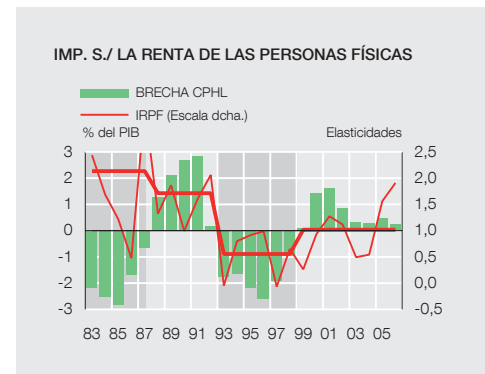
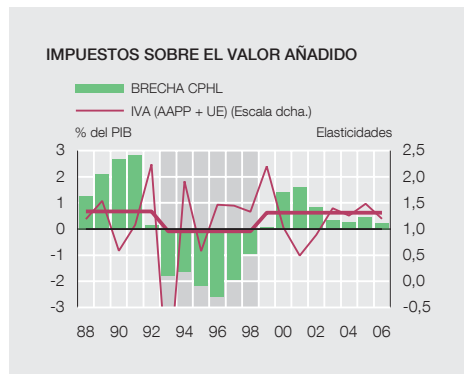
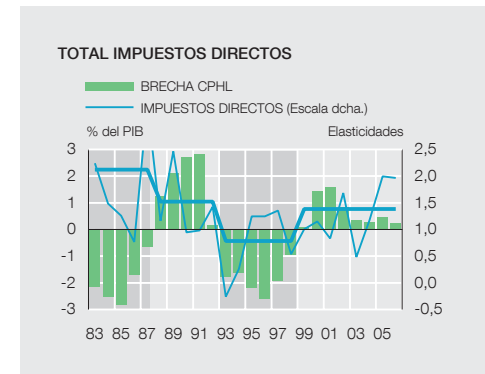
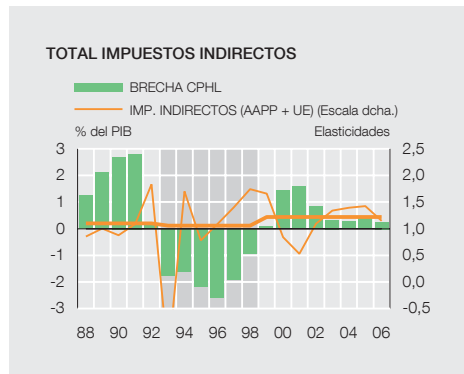
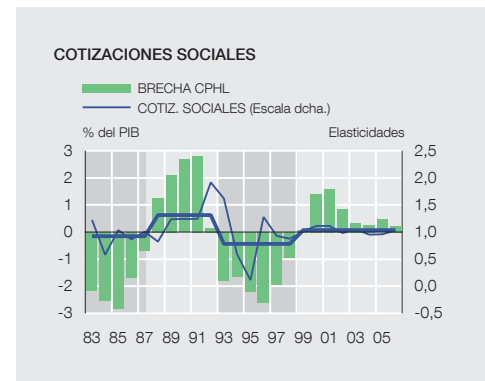
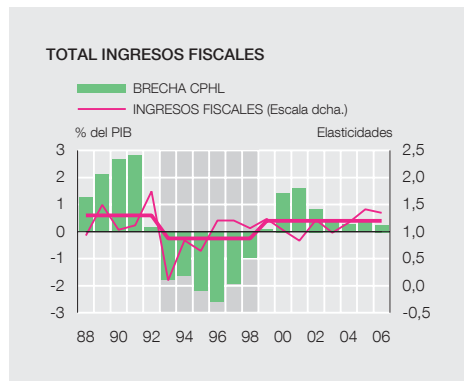
**El comportamiento cíclico de las elasticidades**

La estimación de la situación del saldo público ajustado de ciclo se realiza, en general, a partir de elasticidades estimadas de respuesta de las diferentes figuras impositivas a cambios en sus bases teóricas. Estas elasticidades empleadas para extraer los saldos estructurales se suelen suponer constantes a lo largo del ciclo económico. Sin embargo, este supuesto puede resultar inadecuado. En concreto, las elasticidades podrían ser mayores en las expansiones económicas que en las fases de contracción. Esto puede responder a diferentes motivos, asociados, por ejemplo, a una variabilidad cíclica distinta de los diferentes conceptos sujetos a gravamen.

El gráfico 3 muestra las elasticidades efectivas<sup>7</sup> de diferentes figuras impositivas y la brecha de producción desde 1983 hasta 2006<sup>8</sup>. Las zonas sombreadas indican períodos en los que la brecha de producción es negativa, es decir, el nivel del PIB se encuentra por debajo del PIB potencial. La línea más gruesa representa la elasticidad promedio calculada para cada figura impositiva en cada ciclo económico. Para el total de impuestos, se observa que, en promedio, la elasticidad es superior a la unidad en los momentos en que la brecha de producción es positiva (entre 1,2 y 1,3) e inferior a la unidad (0,9) cuando es negativa, lo que implica que los ingresos impositivos ganan/pierden peso sobre el PIB en las expansiones/desaceleraciones.

7. Calculadas como la relación entre el crecimiento efectivo de la recaudación y el crecimiento del PIB en cada uno de los años contemplados. 8. En el caso de los impuestos indirectos (y, como consecuencia, en el total de ingresos fiscales), los gráficos se presentan solo desde 1986, ya que en ese año tuvo lugar una profunda recomposición de la imposición indirecta a raíz de la introducción del IVA.





FUENTE: Banco de España.

- a. La brecha de producción se ha calculado a partir de la estimación del PIB potencial con una curva de Phillips.
- b. Las líneas finas reflejan las elasticidades obtenidas en cada año, mientras que las líneas gruesas muestran la elasticidad en promedio para el período cíclico considerado.

Por tipos de impuestos, el total de impuestos directos presenta hasta el año 1986 una elasticidad muy elevada a pesar de la brecha de producción negativa. Sin embargo, esta circunstancia puede ser únicamente indicativa del aumento notable en el grado de cumplimiento fiscal, ya que el IRPF y el impuesto sobre sociedades habían sido introducidos pocos años antes. Con posterioridad, la imposición directa muestra, en promedio, una elasticidad superior a la unidad en los momentos en que la brecha de producción es positiva (1,4), e inferior a la unidad (0,8) cuando esta es negativa. Este comportamiento es consecuencia del IRPF y de las cotizaciones sociales, que representan entre ambos en torno al 75% de la recaudación impositiva total. En particular, destaca el caso del IRPF, que en el período comprendido entre 1986 y 1992 registró una elasticidad en promedio igual a 1,7, mientras que entre 1993 y 1998 esta se redujo hasta 0,6. Aunque resulta llamativa la elasticidad igual a 1 a partir de 1999, conviene recordar que en este período han tenido lugar dos reformas de este impuesto —que entraron en vigor en 1999 y 2003, respectivamente— que supusieron sendos recortes en la carga tributaria y que, con esta metodología de cálculo, se traducen en una menor sensibilidad (temporal) de los ingresos respecto a las bases tributarias. Descontando sus efectos, las elasticidades en promedio habrían sido, de nuevo, superiores a la unidad en la última fase expansiva. Por su parte, las cotizaciones sociales en este último período han presentado una elasticidad de 1, mientras que en el período comprendido entre 1993 y 1998, caracterizado por brechas de producción negativas, la elasticidad fue de 0,8. Finalmente, la elasticidad del Impuesto sobre sociedades muestra un comportamiento más errático y no se aprecia ningún patrón definido<sup>9</sup>.

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, las elasticidades no muestran un comportamiento cíclico claro. Para el total, estas toman valores ligeramente por encima de la unidad, que se incrementaron levemente en los dos ciclos expansivos representados. Este ligero aumento se debe al comportamiento del IVA, que muestra elasticidades superiores en períodos en los que la brecha de producción es positiva. En concreto, la elasticidad promedio desde 1999 ha sido de 1,3, por encima del 1 estimado para el período 1993-1998.

Los resultados anteriores pueden considerarse como evidencia de un cierto comportamiento cíclico de las elasticidades en la economía española, que llevaría a pensar que el componente cíclico de los ingresos públicos es, en la actualidad, superior.

Desajustes entre las bases impositivas y los agregados de la Contabilidad Nacional

Como se señaló con anterioridad, en el cálculo de los saldos ajustados de ciclo, las bases empíricas obtenidas de la Contabilidad Nacional, a las que se aplican las elasticidades estimadas, no reflejan exactamente las bases imponibles legales de las distintas figuras tributarias. Por ejemplo, las variaciones en el precio de la vivienda o de los activos financieros dan lugar a ganancias o pérdidas de capital y a resultados extraordinarios, que están sujetos a gravamen pero no se reflejan en las variables de la Contabilidad Nacional.

Estos desajustes entre las bases imponibles y los conceptos de Contabilidad Nacional que se utilizan para aproximarlas podrían justificar, de hecho, el comportamiento cíclico de las elasticidades impositivas observadas descrito en el apartado anterior, y ha podido ser especialmente relevante en el último ciclo económico español. En particular, el auge de los mercados de valores, junto con la gran expansión que ha vivido el mercado inmobiliario, ha podido tener una contribución a la recaudación impositiva superior a la que se derivaría de la evolución de los agregados de la Contabilidad Nacional. Sin embargo, no es posible efectuar una estima-

9. Debe subrayarse, sin embargo, que la elasticidad del impuesto sobre sociedades sí muestra un patrón cíclico definido cuando se distinguen períodos de crecimiento y decrecimiento de la brecha de producción y no de niveles positivos y negativos de la brecha de producción, como se observa en el gráfico 3.

ción precisa de esta contribución, dado que no existe información desagregada acerca del volumen de recaudación asociado, por ejemplo, a la vivienda o a la evolución de los mercados de capitales. A partir de ciertos supuestos, se puede, no obstante, estimar la magnitud de esta contribución para el caso del mercado inmobiliario. De acuerdo con estas estimaciones, sujetas a un cierto grado de imprecisión, el auge del mercado inmobiliario habría supuesto un incremento acumulado de recaudación significativo, de en torno a 2 pp del PIB entre los años 1998 y 2006, frente al aumento total de la presión fiscal del 4% del PIB en ese período. Este efecto sobre la recaudación total habría sido debido, sobre todo, a la imposición indirecta (IVA e impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados, esencialmente) y, en menor medida, al impuesto sobre sociedades<sup>10</sup>. De hecho, la desaceleración del mercado inmobiliario habría ya producido una merma de recaudación en 2007, que se concentró en la imposición indirecta, de forma que el peso conjunto del IVA y del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados sobre el PIB se redujo en 0,6 puntos en ese año<sup>11</sup>.

**Una estimación de un indicador de la brecha de gasto permanente, alternativo de la brecha de producción**

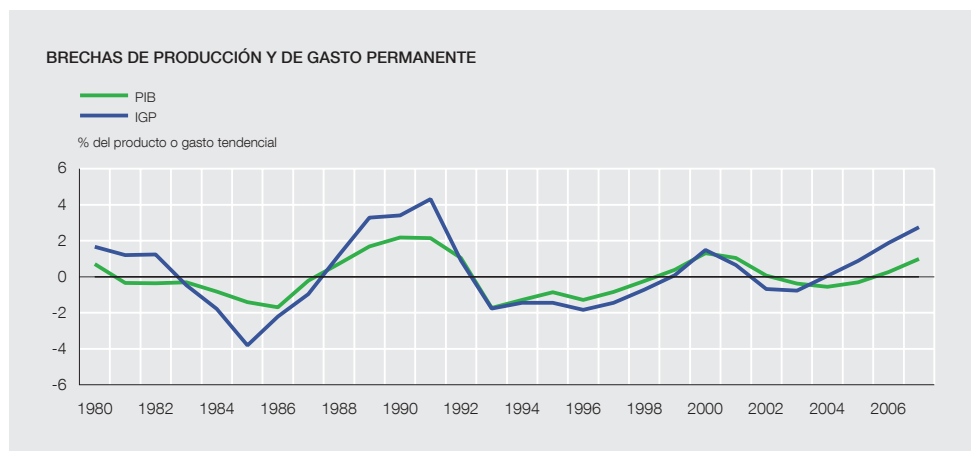
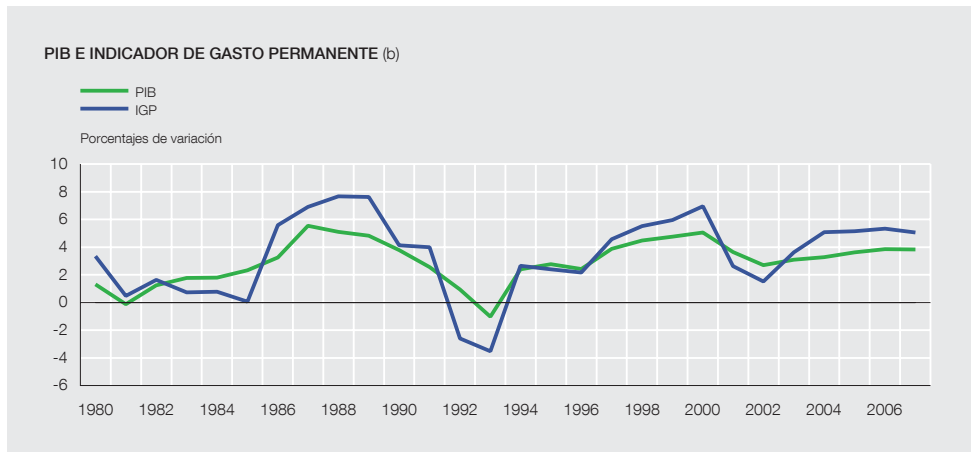
La mayoría de las metodologías existentes de estimación de la brecha de producción coinciden en calcular el ciclo económico a partir de la serie de PIB real de la economía en términos de CN. El PIB no recoge, sin embargo, las ganancias de capital que se han derivado de la evolución de los precios de la vivienda ni de las cotizaciones bursátiles, que, como hemos visto, influyen de manera importante sobre la recaudación impositiva al determinar la base imponible de buena parte de las figuras impositivas. Además, estas ganancias de capital también son determinantes básicos de las decisiones de gasto de los individuos, es decir de la demanda potencial que afronta el aparato productivo.

En este contexto, a continuación se propone una metodología para estimar un concepto alternativo a la brecha de producción que tiene en cuenta la evolución de las ganancias de capital y cuya utilización, por lo tanto, en episodios de elevado crecimiento/caída del precio de los activos puede complementar la de los saldos fiscales ajustados de ciclo derivados de las metodologías tradicionales.

El argumento que subyace a la metodología propuesta se basa en la teoría de la renta permanente. Los individuos no toman sus decisiones de gasto exclusivamente en función de la renta disponible, sino que también tienen en cuenta sus ganancias de capital, vía mayor riqueza financiera e inmobiliaria. Bajo esta hipótesis, se propone estimar un indicador de gasto permanente, sobre la base no solo del PIB sino también del *stock* de riqueza de la economía. Más concretamente, se propone utilizar una media ponderada de ambas variables, utilizando como pesos los coeficientes que se obtienen de la estimación de una ecuación de consumo privado para los hogares españoles<sup>12</sup>. La riqueza agregada de la economía tiene en cuenta tanto el *stock* de capital productivo privado como el público y el residencial (todos ellos valorados a precios de mercado), y los activos exteriores netos (que en el caso de España son negativos, es decir, existe una deuda neta con el resto del mundo)<sup>13</sup>.

---

10. Este impacto estimado del auge inmobiliario se encuentra dentro de los márgenes calculados por la Comisión Europea [véase Martínez-Mongay et ál. (2007)], y algo por encima de la estimación del BBVA [Pou (2007)]. 11. No toda la caída del peso en el PIB de estas dos figuras tributarias en 2007 se encuentra asociada a la desaceleración del mercado inmobiliario. En particular, en el caso del IVA se produjo un adelanto de devoluciones que motivó una menor recaudación en dicho año. 12. Para ello se ha utilizado el modelo de consumo privado estimado en Estrada et ál. (2004), diferenciando las elasticidades de largo plazo (que se utilizan para calcular la tendencia) y de corto plazo (que forman parte de las estimaciones del componente cíclico). Estas ponderaciones capturan el distinto grado de liquidez de cada uno de los activos. 13. Esto no es más que una aproximación a la renta permanente de la economía y debería asemejarse en gran medida a la suma del PIB, la revalorización de los activos financieros que se obtienen en las Cuentas Financieras de la economía y la revalorización de la vivienda en cada año.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Para el suavizado de las series se ha aplicado un filtro Hodrick-Prescott con  $\lambda = 10$ .

b. El indicador de gasto permanente (IGP) se construye como una media ponderada entre el PIB y el stock de riqueza de la economía, según se describe en el epígrafe 3.

Este indicador de gasto permanente (IGP) se muestra en el gráfico 4 para el caso español. El IGP presenta un crecimiento medio del 3,4% en el período muestral analizado (1980-2007), 5 décimas por encima del crecimiento medio del PIB. Su variabilidad es también superior a la del PIB.

A partir del PIB y del IGP, se calculan las correspondientes brechas de producción y de gasto permanente utilizando el tradicional filtro Hodrick-Prescott (véase el panel inferior del gráfico 4). Se puede observar que la amplitud del ciclo económico que se obtiene para el indicador de gasto permanente es superior a la del obtenido con el PIB. Sin embargo, las fases expansivas (brechas de producción y/o de gasto permanente positivas) y las contractivas (brechas de producción y/o de gasto permanente negativas) son prácticamente idénticas. La única diferencia surge precisamente a partir del año 2004, cuando la brecha del IGP es claramente positiva (como consecuencia del todavía fuerte aumento de las cotizaciones bursátiles y del precio de la vivienda en términos reales), mientras que la obtenida con el PIB se mantiene próxima a cero.

Dado que la brecha estimada es distinta de la obtenida con el método tradicional, el indicador de saldo ajustado de ciclo o estructural que se deriva de su utilización debe ser también distinto. En concreto, como se puede apreciar en el cuadro 3, el saldo cíclico que se obtiene

% del PIB	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Saldo público (a)	-0,45	-0,21	0,31	0,96	1,79	2,20
Carga de intereses	2,65	2,31	1,99	1,84	1,61	1,60
Saldo cíclico (PIB) (b)	0,02	-0,16	-0,24	-0,14	0,11	0,42
Saldo cíclico (IGP) (b)	-0,29	-0,33	0,02	0,38	0,81	1,18
Saldo estructural (PIB)	-0,48	-0,04	0,55	1,10	1,68	1,78
Saldo estructural (IGP)	-0,16	0,13	0,29	0,59	0,98	1,02
Saldo estructural primario (PIB)	2,18	2,26	2,54	2,94	3,29	3,38
Saldo estructural primario (IGP)	2,49	2,43	2,28	2,42	2,59	2,62

FUENTES: INE y Banco de España.

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

b. Los saldos cíclicos se obtienen utilizando una elasticidad de 0,43 con respecto a las respectivas brechas de producción y de gasto permanente.

con el IGP es más elevado, ya que la brecha también es mayor, y, en consecuencia, el saldo estructural es menor. De hecho, el saldo estructural obtenido a partir del IGP se situaría en torno al 1% del PIB en 2007, 0,8 pp por debajo del que se estima con la metodología tradicional. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que las dificultades en cuanto a la medición del ciclo en tiempo real descritas en el epígrafe 2 son también aplicables a la estimación de la brecha del IGP.

## Conclusión

La economía española se enfrenta a una fase de desaceleración de la actividad. A la hora de definir el papel de la política fiscal en esta nueva fase cíclica, resulta crucial conocer el margen de maniobra real con que cuentan las autoridades. La existencia de un superávit de magnitud elevada, 2,2% del PIB en 2007, no puede considerarse, sin embargo, indicativo de ese margen de maniobra. Debe tenerse en cuenta que una buena parte de ese superávit es el resultado del elevado crecimiento cíclico de la demanda y de la pujanza del sector inmobiliario observada en los últimos años, que se han traducido en un fuerte aumento no permanente de los ingresos impositivos.

El aumento de los ingresos tiene, por tanto, un componente transitorio, cuya cuantificación precisa resulta, sin embargo, extremadamente difícil. En este artículo se presenta evidencia de que este componente transitorio de los ingresos impositivos en España podría ser, en la actualidad, de una magnitud considerable, de manera que el empeoramiento de las condiciones cíclicas, en particular en el sector inmobiliario, podría tener importantes consecuencias sobre la recaudación impositiva y traducirse en un deterioro mayor de la capacidad de financiación de las AAPP. Esta evidencia subraya la necesidad de manejar con cautela la política fiscal durante la actual fase de desaceleración.

16.6.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- BOUTHEVILLAIN, C., P. COUR-THIMANN, G. VAN DEN DOOL, P. HERNÁNDEZ DE COS, G. LANGENUS, M. MOHR, S. MOMIGLIANO y M. TUJULA (2001). *Cyclically Adjusted Budget Balances: An Alternative Approach*, ECB Working Paper Series n.º 77.
- COGLEY, T. (2002). «A Simple Adaptive Measure of Core Inflation», *Journal of Money, Credit and Banking*, 34, pp. 94-113.
- ESTRADA, Á., J. L. FERNÁNDEZ, E. MORAL y A. V. REGIL (2004). *A quarterly macroeconomic model of the Spanish Economy*, Documento de Trabajo n.º 0413, Banco de España.
- GIROUARD, N., y CH. ANDRÉ (2005). *Measuring cyclically adjusted balances for OECD countries*, Working Paper n.º 434, OECD Economics Department.

- GÓMEZ, Á. L., P. HERNÁNDEZ DE COS y F. MARTÍ (2005). «La recaudación impositiva en el último decenio», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- GONZÁLEZ MÍNGUEZ, J. M., y C. A. ULLOA ARIZA (2007). «Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (1999). «Algunas consideraciones sobre el cálculo de los saldos públicos ajustados de ciclo», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- MARTÍNEZ-MONGAY, C., L. Á. MAZA LASIERRA y J. YÁNIZ IGAL (2007). *Asset booms and tax receipts: the case of Spain, 1995-2006*, Economic Papers n.º 293, European Commission DG ECFIN.
- POU, V. (2007). «El impacto del mercado inmobiliario en las finanzas públicas», *Situación Inmobiliaria*, enero, BBVA.

## LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO EN LA UEM EN LA ÚLTIMA DÉCADA

## La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década

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

### Introducción

Entre 1998 y 2007, el número total de empleados en la UEM ha aumentado en más de 18,5 millones de personas, lo que representa un crecimiento acumulado del empleo del 15,7% en el conjunto del período. Esto se ha traducido en un incremento de la tasa de ocupación —definida como el porcentaje de la población de 15 a 64 años que tiene un empleo— de 6,7 puntos porcentuales (pp), hasta alcanzar el pasado año un nivel próximo al 66%. Como se puede observar en el gráfico 1, la mayor parte de este aumento ha sido posible gracias a la favorable evolución de la participación en el mercado de trabajo de la población en edad de trabajar: la tasa de actividad se elevó más de cuatro puntos en el período analizado, hasta situarse en el 70,9%. Sin embargo, también contribuyó positivamente la evolución de la tasa de paro, dado que disminuyó la proporción de los que participan en el mercado que no pueden encontrar empleo, que en 2007 alcanzó su nivel mínimo desde la creación de la UEM.

Este buen comportamiento del mercado de trabajo del área parece mostrar que las diversas reformas que se han llevado a cabo en esta pasada década —especialmente, en los últimos años— han dado sus frutos. No obstante, los objetivos que se fijaron para 2010 en el marco de la estrategia de Lisboa, en términos de tasas de ocupación, todavía no se han alcanzado en el conjunto del área ni en la mayoría de países integrantes.

Este artículo tiene por objeto analizar la evolución del mercado de trabajo del área del euro —y de los países integrantes— en la última década, con datos procedentes de la Encuesta de Fuerza Laboral (EFL), publicada por Eurostat (a partir de encuestas nacionales)<sup>1</sup>. Por tanto, en los siguientes apartados se describirán el comportamiento del empleo, la oferta laboral y el desempleo, tanto a nivel agregado —para el conjunto de la población de entre 15 y 64 años— como distinguiendo entre distintos grupos de personas (clasificados en función de características como el género o la edad), con el fin de examinar las tendencias del mercado laboral europeo en los últimos años y ver en qué medida los resultados alcanzados se acercan o no a los objetivos de Lisboa establecidos para 2010. Además, dado que su evolución no ha sido homogénea durante el período de análisis, también se prestará atención a su comportamiento en distintas etapas.

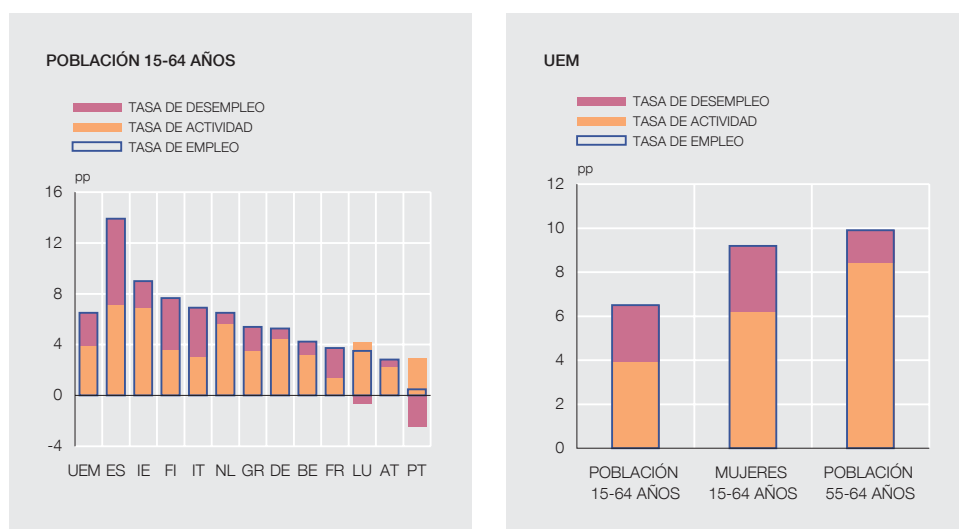
### Empleo

En 2007, el número de empleados en el conjunto de la UEM alcanzó una cifra cercana a los 137 millones de personas, registrando un aumento interanual del 1,9% respecto al año 2006 y un incremento, en términos acumulados, del 15,7% desde 1998 (lo que equivale a un crecimiento anual medio del 1,63% en el período analizado). Asimismo, la tasa de empleo aumentó 6,7 pp, hasta situarse en el 65,7% en 2007, un nivel que, no obstante, sigue siendo inferior al objetivo del 70% que, de acuerdo con la estrategia de Lisboa, debería alcanzarse en 2010 (véanse cuadros 1 y 2).

---

1. La EFL ofrece datos con periodicidad trimestral solo a partir de 2005, ya que, para el período anterior, algunos países presentan únicamente un dato anual, que corresponde a la encuesta de primavera (segundo trimestre). Por ello, y para que los resultados sean comparables durante todo el período, se ha tomado como referencia anual el dato correspondiente al segundo trimestre de cada año. Cabe señalar, además, que los datos correspondientes al año 2005 están afectados por una serie de cambios metodológicos realizados en la encuesta alemana, que dan lugar a que los datos de empleo (y actividad) para ese país, y, en consecuencia, para el agregado del área, presenten un cierto salto en dicho año, con el consiguiente reflejo en la tasa de crecimiento. El análisis se realiza para los doce países que constituían la UEM hasta 2006, así como para el correspondiente agregado de la UEM.





FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. La relación entre las tres variables es: tasa de ocupación = tasa de actividad \* (1 - tasa de desempleo).

El período analizado se puede dividir en tres etapas de igual duración, en función de la situación cíclica en que se encontraba la economía del área en cada una de ellas. Así, la primera etapa (1998-2001) se caracterizó por un crecimiento robusto de la actividad económica en la UEM. Sin embargo, entre 2002 y 2004 la economía del área experimentó una significativa desaceleración, hasta que, a partir de 2005, inició una progresiva recuperación y alcanzó, al final del período, un notable dinamismo. De forma análoga, la ocupación se incrementó a un ritmo más elevado en la etapa inicial y en la final —con un crecimiento medio anual superior al 2%—, mientras que su avance en el período intermedio fue moderado (véase cuadro 1). No obstante, la resistencia del empleo en el período de desaceleración cíclica fue vista como un claro indicio del favorable impacto de las reformas laborales que ya se estaban emprendiendo en los mercados de trabajo europeos, dado que, en anteriores fases bajistas, era usual que se produjera una pérdida de puestos de trabajo. Además, como se observa en el cuadro 2, incluso en ese período fue posible incrementar la tasa de ocupación y, por tanto, seguir avanzando —aunque modestamente— hacia la consecución de los objetivos de Lisboa.

No obstante, los resultados no han sido iguales para todos los países de la UEM, entre los cuales se observaron diferencias importantes en cuanto a la intensidad con que han conseguido aumentar sus tasas de empleo, como se aprecia en el gráfico 2. En el conjunto del período, los mayores aumentos de la tasa de ocupación se registraron en España (casi 15 pp), Irlanda, Finlandia e Italia. También destaca Holanda, que, partiendo de la tasa más alta en 1998, ha conseguido seguir aumentándola de forma notable, hasta situarla en el 76% en 2007. Por otro lado, la mayor parte de los países en que la tasa de empleo se ha incrementado en menor medida (como Portugal o Austria) partía de niveles elevados —superiores a la media del área—, lo que ha contribuido a reducir las diferencias por países.

Además, aunque en general las tasas de empleo de los diferentes países han tenido un peor comportamiento en la etapa intermedia —en muchos disminuyó—, se observan diferencias importantes en cuanto a la evolución de cada país desde entonces. En particular, entre los países grandes, hay hechos destacables en este último período. Así, España registró el mayor incremento entre 2004 y 2007, como ya había ocurrido en las etapas anteriores, pero resultan

Tasas de variación interanual (%)											Variación (a)		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	TOTAL	Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3
OCUPADOS	2,2	2,2	1,7	0,9	1,0	0,6	2,4	1,9	1,9	15,7	6,2	2,4	6,4
<i>Por género</i>													
Hombres	1,4	1,6	1,2	0,3	0,2	0,0	1,6	1,6	1,6	9,9	4,3	0,5	4,9
Mujeres	3,2	3,0	2,4	1,7	2,1	1,3	3,4	2,3	2,4	24,0	8,8	5,1	8,4
<i>Por edad</i>													
15-24 años	3,3	2,8	1,1	-0,7	-1,1	-1,8	1,9	0,8	0,8	7,3	7,4	-3,5	3,6
25-54 años	2,2	2,2	1,9	0,6	0,7	0,5	2,0	1,7	1,4	13,9	6,4	1,8	5,2
55-64 años	0,9	1,3	0,9	5,0	5,5	3,6	5,8	4,5	6,6	39,6	3,2	14,8	17,8
<i>Por nivel educativo (b)</i>													
Bajo	-0,5	-1,4	1,4	-0,8	-1,2	-3,2	0,4	0,7	-1,1	-5,5	-0,5	-5,2	0,1
Medio	2,5	3,0	2,1	2,1	0,5	0,6	5,0	2,1	2,7	22,5	7,8	3,2	10,1
Alto	8,3	4,8	3,5	1,7	4,4	5,4	4,7	2,9	4,1	47,2	17,4	11,8	12,2
<i>Por nacionalidad</i>													
Nacionales	2,3	2,1	1,2	0,4	0,9	-0,1	1,9	1,6	1,4	12,3	5,6	1,2	5,0
Extranjeros	4,6	5,7	7,9	4,5	1,4	5,8	10,2	5,8	8,3	68,5	19,2	12,0	26,2
ASALARIADOS	2,7	2,6	1,9	1,1	0,9	0,4	2,6	2,1	2,2	17,9	7,4	2,5	7,1
<i>Por duración del contrato</i>													
Indefinidos	2,0	2,1	2,2	1,4	1,0	-0,2	1,4	1,5	2,2	14,4	6,4	2,2	5,2
Temporales	7,2	5,5	0,4	-0,2	0,4	3,8	9,3	5,1	2,3	38,8	13,5	4,0	17,5
<i>Por duración de la jornada</i>													
Jornada completa	2,1	2,2	1,6	0,9	0,3	-0,6	1,2	1,2	2,1	11,6	6,1	0,6	4,5
Jornada parcial	6,2	4,7	3,2	2,1	3,9	4,8	9,2	5,6	2,9	51,2	14,7	11,2	18,6
NO ASALARIADOS	-0,5	-0,2	1,0	-0,4	1,4	1,4	1,2	1,3	0,4	5,7	0,3	2,4	2,9
OCUPADOS, POR RAMAS DE ACTIVIDAD													
Agricultura	-1,9	-2,4	-0,7	-3,0	0,1	-6,4	-0,8	0,3	-2,7	-16,2	-4,8	-9,1	-3,1
Industria	0,1	0,6	0,6	-1,0	-1,9	-1,0	-1,0	1,2	0,2	-2,2	1,3	-3,9	0,4
Construcción	3,5	3,1	1,6	0,5	1,1	-0,1	3,1	2,5	4,4	21,4	8,4	1,5	10,3
Servicios	3,0	2,8	2,3	1,4	2,4	1,6	3,5	2,2	2,4	23,8	8,4	5,5	8,3
<i>De mercado (c)</i>	3,7	3,8	2,4	1,2	1,8	2,1	3,1	2,7	3,2	26,7	10,2	5,2	9,3
<i>De no mercado (c)</i>	2,2	1,7	2,2	1,7	3,1	1,0	3,9	1,7	1,3	20,3	6,2	5,8	7,1

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Crecimiento acumulado en el período total y en cada una de las tres etapas (1998-2001, 2001-2004 y 2004-2007, respectivamente).

b. Según la clasificación de la EFL, un nivel bajo de estudios incluye *pre-primary, primary y lower secondary education*; medio, *upper secondary y post-secondary non-tertiary education*; y alto, *tertiary education*.

c. Servicios de mercado comprende las actividades de Comercio, Hostelería, Transportes, Intermediación financiera e Inmobiliarias y servicios a empresas. Servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

especialmente destacables, por un lado, la fuerte recuperación de la tasa de empleo alemana en la última etapa —que le aproxima significativamente al cumplimiento del objetivo fijado por la estrategia de Lisboa— y, por otro, el escaso avance en los casos italiano y francés.

La creación de empleo en el conjunto de la UEM ha sido mucho más intensa en el caso de las mujeres, para las que la tasa de empleo ha crecido en todas las etapas y siempre en mayor medida que la masculina. Entre 1998 y 2007, el número de mujeres ocupadas se incrementó un 24% en términos acumulados, lo que elevó la tasa de empleo femenina, que partía de niveles muy reducidos, en 9,5 pp, hasta situarse en el 57,9%, un nivel relativamente cercano al 60% establecido como objetivo de Lisboa. Por el contrario, la tasa masculina se incrementó tan solo 3,8 pp en el mismo período, por lo que, a pesar de que su nivel sigue siendo muy superior, la brecha se ha ido reduciendo constantemente. En el gráfico 3 también se aprecia el favorable comportamiento del empleo femenino, cuya contribución a la tasa de crecimiento interanual del empleo total ha sido superior a la masculina durante todo el período.

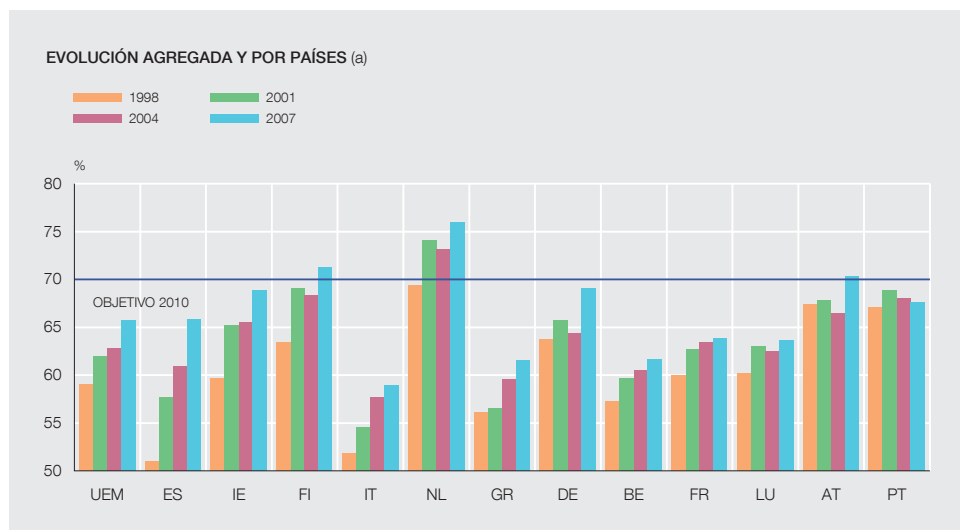
Niveles, en %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Variación (b)			
											Total	Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3
TASA DE EMPLEO (a)	59,0	60,1	61,3	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,7	6,7	3,0	0,8	2,9
<i>Por género</i>														
Hombres	69,7	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,5	3,8	2,2	-0,6	2,2
Mujeres	48,4	49,8	51,2	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,9	9,5	3,8	2,1	3,6
<i>Por edad</i>														
15-24 años	33,9	35,3	36,6	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,5	3,6	3,3	-1,0	1,3
25-54 años	73,1	74,2	75,3	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,2	6,1	2,9	0,6	2,6
55-64 años	33,5	33,7	34,1	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,7	10,2	1,2	3,6	5,4
<i>Por nivel educativo (c)</i>														
Bajo	47,8	49,3	50,0	48,9	49,1	49,4	49,0	49,3	50,0	50,3	2,5	1,1	0,1	1,3
Medio	63,9	66,7	67,7	68,2	68,4	68,3	68,2	69,4	70,4	71,4	7,5	4,3	0,0	3,2
Alto	78,2	80,3	81,1	81,5	81,4	81,5	81,3	81,7	82,2	83,1	4,9	3,3	-0,2	1,8
<i>Por nacionalidad</i>														
Nacionales	59,9	61,2	62,3	62,9	63,1	63,4	63,2	64,2	65,1	66,1	6,2	3,0	0,3	2,9
Extranjeros	53,1	54,2	56,1	57,9	57,8	57,6	57,6	60,3	61,5	62,7	9,7	4,8	-0,3	5,2
RATIOS														
Ratio de asalarización (d)	82,7	83,1	83,5	83,7	83,9	83,8	83,7	83,9	84,0	84,2	1,5	1,0	0,0	0,5
Ratio de temporalidad (e)	14,3	14,9	15,3	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8	2,5	0,8	0,2	1,5
15-24 años	45,7	47,1	47,0	46,2	45,8	45,7	47,5	49,2	50,5	50,9	5,2	0,5	1,3	3,4
25-49 años	11,0	11,5	12,1	12,0	11,9	12,0	12,6	13,6	14,2	14,3	3,3	1,0	0,6	1,7
50-64 años	5,7	6,1	6,2	6,1	6,0	5,9	6,0	6,5	6,7	6,9	1,2	0,4	-0,1	0,9
Ratio de parcialidad (f)	15,0	15,5	15,8	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,4	4,4	1,0	1,5	1,9
Hombres	4,9	5,0	5,1	5,1	5,3	5,4	5,8	6,4	7,0	7,0	2,1	0,2	0,7	1,2
Mujeres	29,6	30,3	30,7	30,9	30,8	31,3	32,8	34,6	35,1	35,2	5,6	1,3	1,9	2,4

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

- a. Total de ocupados como porcentaje de la población en edad de trabajar (15-64 años).  
b. Variación de la tasa de empleo en puntos porcentuales en el conjunto del período y en cada una de las tres etapas (1998-2001, 2001-2004 y 2004-2007, respectivamente).  
c. Véase nota b del cuadro 1.  
d. Porcentaje de asalariados sobre el total de empleados.  
e. Porcentaje de trabajadores temporales sobre el total de asalariados.  
f. Porcentaje que representa el empleo a tiempo parcial sobre el total del empleo.

La evolución del empleo por grupos de edad también ha sido significativamente diferente. Entre 1998 y 2007, el grupo de los trabajadores de mayor edad (55-64 años), que partía con la tasa de empleo más baja a comienzos del período, ha sido el que más la ha aumentado (en más de 10 pp), seguido del grupo con edades comprendidas entre 25 y 54 años y, por último, de los más jóvenes (véase cuadro 1). La evolución de la tasa de empleo agregada y del crecimiento interanual del empleo total, como se observa en el gráfico 3, viene principalmente explicada por el comportamiento del empleo en el grupo de edad más numeroso (25-54 años), cuya aportación ha sido siempre positiva. Sin embargo, cabe destacar el importante aumento de la contribución del grupo de más edad desde 2002, que fue especialmente significativa en la etapa intermedia —coincidiendo con la ralentización en la creación de empleo en el grupo de 25-54 años—. Esta evolución refleja los resultados de las diversas reformas y medidas de fomento del empleo que han estado enfocadas a este colectivo, con el fin de lograr el objetivo fijado en el marco de la estrategia de Lisboa. A pesar de ello, la tasa de ocupación del grupo de mayor edad, próxima al 44% en 2007, se encuentra aún lejos del objetivo del 50% que debería alcanzarse en 2010. Por el contrario, la contribución del empleo juvenil ha sido limitada y ha evidenciado un claro carácter procíclico, que explica la destrucción de esta categoría de empleo en la etapa intermedia.

Los datos desagregados según el nivel educativo confirman que existe una clara relación positiva entre educación y tasas de empleo: aquellos individuos con un nivel de formación alto

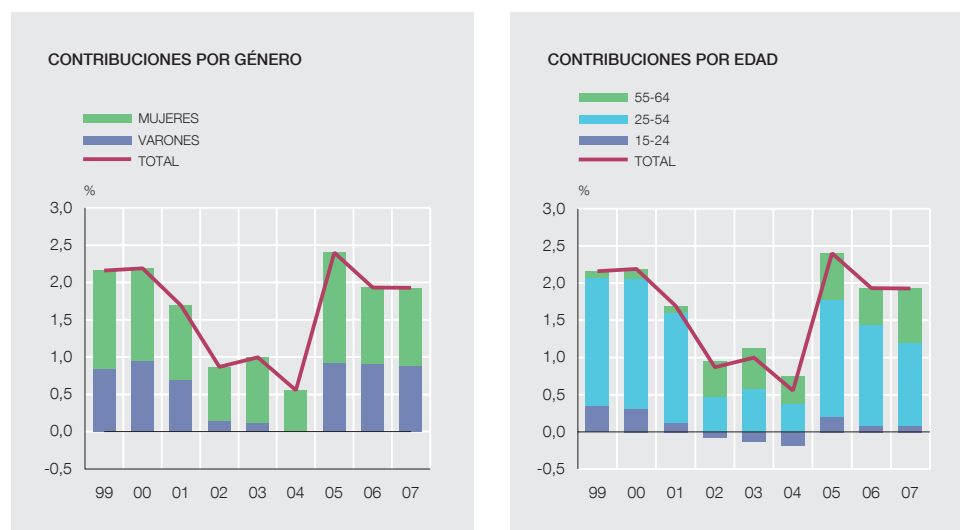


FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. El agregado considerado es la UEM de doce miembros. Para Francia y Austria, la tasa corresponde al primer trimestre de cada año.

EMPLEO

Tasas de crecimiento anual y contribuciones por género y edad



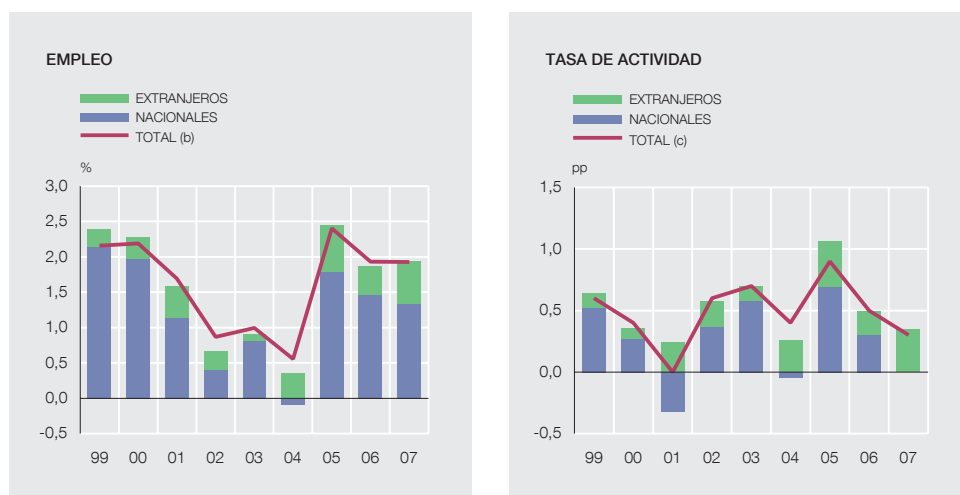
FUENTES: Eurostat y Banco de España.

tienen una tasa de ocupación superior, seguidos de los de formación intermedia, que, sin embargo, son los que más la han aumentado en la última década. Por último, los individuos menos cualificados muestran la tasa de empleo más baja y la que, además, se ha incrementado en menor medida.

Según la nacionalidad, el cuadro 1 evidencia que, en el conjunto de países de la UEM, el número de trabajadores con nacionalidad extranjera<sup>2</sup> se ha incrementado a ritmos muy eleva-

2. Este agregado puede incluir a trabajadores con nacionalidad de un país de la UEM, pero que trabajan en un país distinto al suyo.

Variaciones interanuales y contribuciones por nacionalidad (a)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

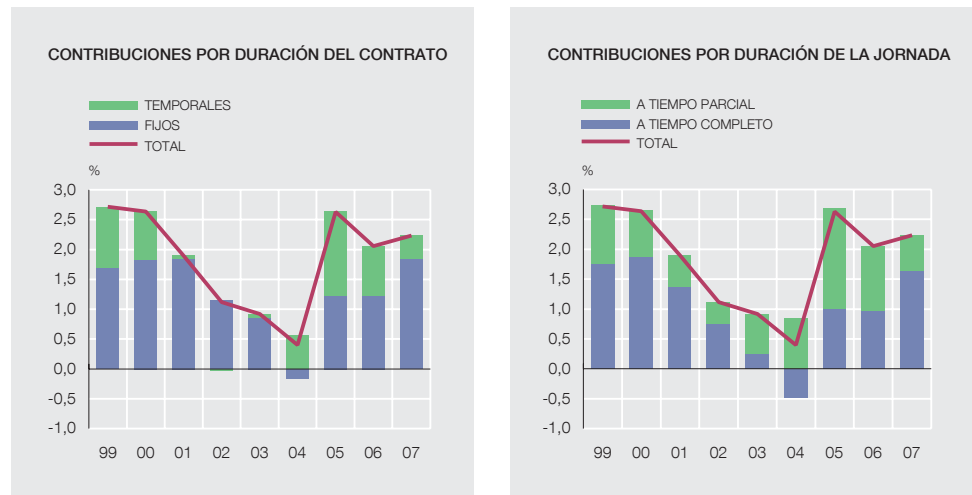
- a. Los datos desagregados por nacionalidad no están disponibles para Italia hasta el año 2005. Por este motivo, la suma de las contribuciones de nacionales y extranjeros tanto al crecimiento del empleo como a la variación interanual de la tasa de actividad (calculadas con un agregado que excluye a Italia hasta el año 2005) no coinciden con el total.
- b. Tasa de crecimiento interanual del empleo.
- c. Variación interanual (en pp) de la tasa de actividad.

dos, notablemente superiores a los registrados por los ocupados que trabajan en su país de origen (que incluso experimentaron una ligera disminución en el año 2004). Además, esta diferencia ha sido especialmente intensa en la última etapa, en la que, como se observa en el gráfico 4, la contribución de los trabajadores extranjeros a la tasa de crecimiento del empleo total ha sido muy significativa, a pesar de su reducido peso —inferior al 8% en 2007— en el conjunto de ocupados. El elevado dinamismo de la población ocupada de origen extranjero también se ha reflejado en la evolución de su tasa de empleo. Así, aunque los nacionales seguían mostrando, en 2007, una tasa de ocupación mayor que la de los trabajadores extranjeros, las discrepancias se han reducido de forma significativa (excepto en la etapa de desaceleración), ya que, como veremos en el apartado siguiente, estos últimos han aumentado en mucha mayor medida su participación activa en el mercado de trabajo.

La evolución de la ocupación durante todo el período se sustentó en el avance del número de asalariados, que se incrementó un 17,9%, frente al crecimiento del 5,7% de los no asalariados. No obstante, cabe destacar que, en la etapa de desaceleración cíclica, el crecimiento del empleo se vio impulsado por los trabajadores por cuenta propia, que aumentaron casi tanto como los asalariados (e incluso más en 2003 y 2004). Sin embargo, desde 2005 la recuperación del mercado laboral vuelve a basarse en la importante creación de trabajo asalariado (7,1%, frente al 2,9% del no asalariado), lo que explica que la ratio de asalarización haya mostrado una tendencia creciente en la última década, solo interrumpida en los años 2003 y 2004.

Dentro del grupo de asalariados, y según la duración del contrato, destaca la elevada creación de trabajo temporal durante todo el período analizado, con un crecimiento acumulado del 38,8%, mientras que el empleo indefinido aumentó un 14,4%. La cifra de asalariados con un contrato temporal creció a un mayor ritmo en cada etapa, aunque también mostró un comportamiento más procíclico que el empleo indefinido. En cualquier caso, cabe destacar que en 2006, y especialmente en 2007, parece observarse un cambio de tendencia: el ritmo de

Tasas de crecimiento anual y contribuciones por duración del contrato y la jornada



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

crecimiento del empleo temporal se ha ralentizado significativamente, mientras que el empleo indefinido se ha acelerado de forma progresiva (véase también gráfico 5). Esta evolución en la última década se manifiesta, asimismo, en la ratio de temporalidad, que ha mostrado una tendencia creciente, solo interrumpida en los primeros años de la desaceleración (2001-2003) y, lo que es más importante, en 2007, cuando ha permanecido estable en un nivel próximo al 17% (véase cuadro 2). Si se analiza en función de la edad, se ve cómo el trabajo temporal se concentra en relación inversa a la edad de los trabajadores: más en los jóvenes, menos en los de mayor edad. Por países, las altas tasas de temporalidad de España (31,9% en 2007, aunque ha sido decreciente desde 1998) y Portugal (22,2%) destacan por encima del resto. En el conjunto del período, cabe subrayar los aumentos de Holanda, Portugal e Italia.

Respecto a la duración de la jornada, como muestra el cuadro 1, el empleo a tiempo parcial entre los asalariados ha crecido mucho más durante todo el período y en cada una de las etapas, aunque destaca especialmente la última, donde ha aumentado un 18,6%, frente al crecimiento del 4,5% de la ocupación a tiempo completo. Sin embargo, también aquí se observa un comportamiento distinto desde 2006, lo que explica que en 2007 la ratio de parcialidad se mantuviese prácticamente estable (en el 19,4%), tras haberse incrementado de forma continua en todo el período analizado, y que, a diferencia de lo que había ocurrido en los cuatro años anteriores, el empleo a tiempo completo contribuyera en mayor medida a explicar el crecimiento del número total de asalariados (véase gráfico 5). Por otra parte, si la temporalidad afecta principalmente a los jóvenes, la parcialidad está mucho más concentrada en las mujeres, que, como se observa en el cuadro 2, ya partían en 1998 de tasas de parcialidad mucho más altas, una diferencia que en la última década se ha incrementado de forma continua. Por países, destaca la elevada ratio de parcialidad de Holanda (46,3% en 2007) y también, aunque en menor medida, de Alemania (25,6%). Los que más la han aumentado en todo el período analizado son Luxemburgo y, precisamente, Holanda y Alemania, especialmente en la etapa final de recuperación del mercado de trabajo en el caso de este último país.

Por ramas de actividad, el empleo se ha caracterizado en la última década por su elevado crecimiento en servicios (23,8%) y construcción (21,4%), mientras que se ha destruido empleo en términos netos en agricultura (-16,2%) e industria (-2,2%). En el caso del sector agrario, la destrucción de puestos de trabajo se produjo en todas las etapas; sin embargo, en

%	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Variación (b)			
											TOTAL	Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3
Población activa (a)		1,2	0,9	0,4	1,3	1,5	0,9	2,1	1,2	0,9	10,8	2,5	3,7	4,3
Población 15-64 años (a)		0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,8	0,5	0,4	3,8	0,9	1,2	1,7
TASA DE ACTIVIDAD	66,5	67,1	67,5	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,9	4,4	1,0	1,7	1,7
<i>Por género</i>														
Hombres	76,9	77,2	77,3	77,1	77,4	77,7	77,8	78,3	78,5	78,6	1,7	0,2	0,7	0,8
Mujeres	56,1	57,1	57,7	57,9	58,8	59,9	60,6	61,9	62,7	63,3	7,2	1,8	2,7	2,7
<i>Por edad</i>														
15-24 años	43,2	44,1	44,4	43,9	44,1	44,1	43,9	44,3	44,1	44,1	0,9	0,7	0,0	0,2
25-54 años	81,0	81,6	81,9	81,8	82,4	83,0	83,5	84,1	84,6	84,7	3,7	0,8	1,7	1,2
55-64 años	37,2	37,3	37,4	37,5	38,8	40,6	41,6	43,8	45,0	46,6	9,4	0,3	4,1	5,0
<i>Por nivel educativo (c)</i>														
Bajo	55,8	56,9	56,9	54,7	55,1	55,8	55,6	55,9	56,3	56,2	0,4	-1,1	0,9	0,6
Medio	71,8	73,9	74,1	73,9	74,4	74,7	74,9	76,0	76,5	76,7	4,9	2,1	1,0	1,8
Alto	85,2	86,0	85,9	85,7	85,9	86,3	86,3	86,5	86,5	86,9	1,7	0,5	0,6	0,6
<i>Por nacionalidad</i>														
Nacionales	66,8	67,5	67,8	67,7	68,2	68,9	69,1	70,1	70,6	71,0	4,2	0,8	1,5	1,8
Extranjeros	64,2	64,7	65,0	66,2	66,6	67,6	67,9	69,8	70,2	70,6	6,4	2,1	1,6	2,7

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

b. En términos de las tasas de variación interanual, crecimiento acumulado en el período total y en cada una de las etapas (1998-2001, 2001-2004 y 2004-2007 respectivamente). En términos de las tasas de actividad, variación en puntos porcentuales en el período total y en cada etapa.

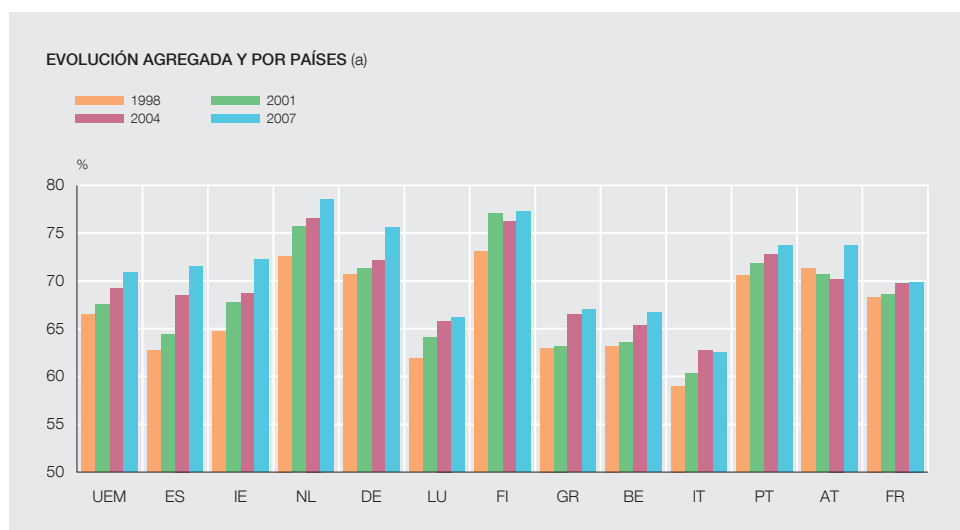
c. Según la clasificación de la EFL, un nivel bajo de estudios incluye *pre-primary, primary y lower secondary education*; medio, *upper secondary y post-secondary non-tertiary education*; y alto, *tertiary education*.

el caso de la rama industrial, se concentró en la etapa intermedia, a lo que habría que añadir su escaso crecimiento en el período 2004-2007 (0,4%). Por su parte, el sector de la construcción y el de servicios registraron una fuerte creación de empleo en la primera etapa, experimentaron una moderación del mismo en la intermedia (más fuerte en el caso de la construcción) y han vuelto a erigirse en los motores del empleo europeo desde que se inició la fase de recuperación del mercado de trabajo —especialmente, la construcción y los servicios de mercado—.

### **Población activa**

La oferta de trabajo ha mostrado un perfil creciente a lo largo del período. El porcentaje de población de entre 15 y 64 años que participa activamente en el mercado de trabajo —esto es, la tasa de actividad— se situó en el 70,9% en 2007, más de cuatro puntos por encima del de 1998 (véase cuadro 3). El número absoluto de activos es superior a 147,5 millones, lo que supone un aumento acumulado del 10,8% en el período analizado, equivalente a un crecimiento medio anual del 1,15%.

A diferencia de lo ocurrido con el empleo, la población activa se fue acelerando progresivamente a lo largo del período, de forma que, en la última etapa, el crecimiento acumulado del número de activos fue del 4,3%, 0,6 pp más que en la etapa intermedia y casi 2 pp más que en la inicial. Las reformas emprendidas en los mercados de trabajo europeos y, en particular, determinadas medidas dirigidas a aumentar la empleabilidad de colectivos menos favorecidos propiciaron la incorporación al mercado de trabajo, a partir de 2001, de personas que estaban previamente inactivas, ante sus mayores perspectivas de encontrar un empleo. No obstante, también contribuyó a la aceleración de la población activa el creciente ritmo de expansión, a lo largo de la década, de la población en



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. El agregado considerado es la UEM de doce miembros. Para Francia y Austria, la tasa corresponde al primer trimestre de cada año.

edad de trabajar, que entre 2004 y 2007 creció un 1,7%, casi el doble que en la primera etapa<sup>3</sup>.

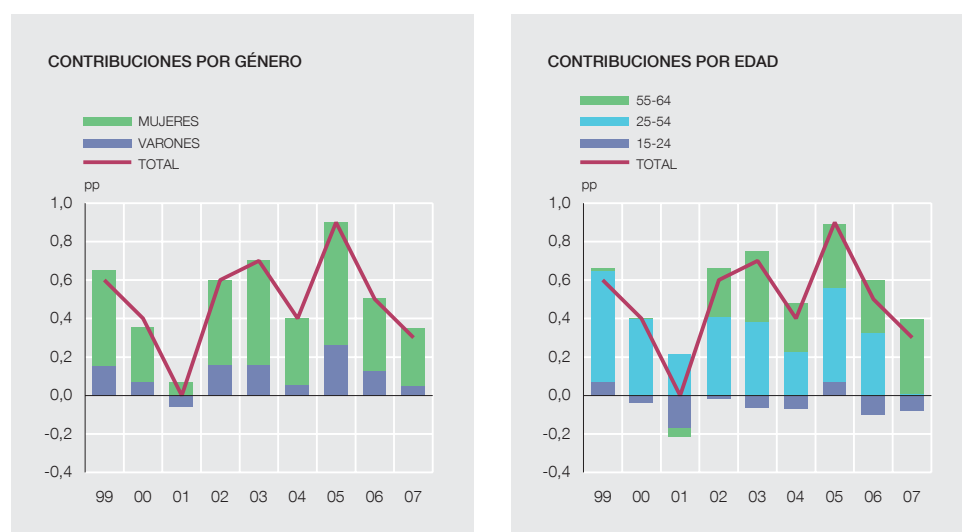
El aumento de las tasas de actividad se observó de forma generalizada en todos los países en el conjunto del período y, al igual que en materia de empleo, los países que registraron avances más significativos fueron España e Irlanda, que partían de tasas muy reducidas, seguidos de Holanda, que ya contaba con una de las tasas más elevadas al inicio del período. En el extremo opuesto se sitúan Francia y Austria (véase gráfico 6). En el período más reciente, la evolución de las tasas de participación en los principales países de la UEM ha sido dispar. Alemania, que venía registrando resultados modestos, ha experimentado una notable mejora, con un incremento de 3,5 pp, ligeramente por encima del también significativo aumento de 3 pp en España. En cambio, Italia y Francia han tenido una evolución más desfavorable en esta última etapa.

Como se aprecia en el gráfico 7, la mayor parte del incremento de la tasa de actividad de la UEM a lo largo del período analizado obedece a la fuerte incorporación de mujeres al mercado de trabajo: la tasa de participación femenina ha aumentado más de 7 pp entre 1998 y 2007, cuatro veces más que en el caso de los hombres. Además, su crecimiento ha sido claramente superior en todas las etapas, por lo que la brecha entre ambos géneros, que era de más de 20 pp en 1998, se ha reducido hasta los 15,3 pp en 2007.

Por grupos de edad, el cuadro 3 evidencia que los trabajadores que mejor comportamiento han mostrado, en términos de actividad, han sido los de mayor edad: partían de la tasa más reducida en 1998 y esta se ha elevado en 9,4 pp —sobre todo, a partir de 2002—. Esta buena evolución también queda claramente reflejada en el gráfico 7, donde se observa que la contribución de este colectivo al incremento anual de la tasa de actividad agregada ha sido creciente a lo largo del período. Por contra, la tasa de participación de los más jóvenes ha aumenta-

3. La relación entre estas variables se puede definir de la siguiente manera: población activa = tasa de actividad \* población en edad de trabajar (15-64 años).





FUENTES: Eurostat y Banco de España.

do tan solo 0,9 pp, ya que el incremento en el nivel educativo de la población se consigue a costa del retraso en la edad de incorporación al mercado laboral. Además, en términos absolutos, el número de jóvenes activos ha caído un 1,2% entre 1998 y 2007, como consecuencia de la disminución de la población de entre 15 y 24 años, claro reflejo del proceso de envejecimiento poblacional que ya afecta a los países europeos.

En cuanto a la evolución de la actividad en función del nivel educativo, cabe destacar que, en esta última década, el colectivo que más ha conseguido aumentar su tasa de participación ha sido el que tiene un nivel medio de estudios, seguido de los más cualificados, para los que, en 2007, se sitúa próxima al 87%. Sin embargo, los individuos que cuentan con un nivel bajo de cualificación apenas han elevado su tasa de actividad (solo 0,4 pp).

Por último, cabe señalar, como ya se ha anticipado en el apartado anterior, que el porcentaje de población extranjera que participa en el mercado de trabajo se ha incrementado de forma más intensa que en el caso de la población nacional, de manera que, en 2007, ambos colectivos presentaban una tasa de actividad prácticamente similar (véase cuadro 3). De hecho, el gráfico 4 muestra cómo, en algunos años del período analizado, el incremento observado en la tasa de actividad agregada ha estado explicado exclusivamente por la población extranjera.

## Desempleo

El número de personas desempleadas en el área del euro se situó, en 2007, por debajo de los 11 millones, es decir, en el conjunto del período analizado la cifra de parados ha disminuido un 27,8% —equivalente a una caída anual media del 3,3%— (véase cuadro 4). Este comportamiento ha supuesto un recorte de la tasa de desempleo de casi 4 pp, hasta alcanzar el 7,3% en 2007, su nivel más bajo desde la creación de la UEM.

No obstante, la evolución de la tasa de paro en este período no ha sido siempre decreciente, ya que entre 2001 y 2004 aumentó. La mayor caída se produjo en la primera etapa, porque el crecimiento de la ocupación se nutrió relativamente más de personas que estaban desempleadas. Sin embargo, a partir de entonces, la fuerte aceleración de la oferta de trabajo determinó que, en la fase de desaceleración cíclica, cuando se moderó la creación de puestos de trabajo, la tasa de paro aumentara, y en la última etapa, cuando se recuperó el dinamismo del

%	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Variación (b)			
											TOTAL	Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3
Desempleados (a)		-6,7	-10,4	-12,0	5,9	6,6	4,4	-1,1	-6,2	-10,3	-27,8	-26,4	18,0	-16,8
TASA DE PARO	11,2	10,3	9,2	8,1	8,4	8,9	9,2	8,9	8,2	7,3	-3,9	-3,1	1,1	-1,9
<i>Por género</i>														
Hombres	9,4	8,6	7,6	6,8	7,3	7,9	8,2	8,1	7,4	6,4	-3,0	-2,6	1,4	-1,8
Mujeres	13,7	12,7	11,3	9,7	9,9	10,1	10,4	9,9	9,3	8,4	-5,3	-4,0	0,7	-2,0
<i>Por edad</i>														
15-24 años	21,5	19,8	17,4	15,2	15,8	16,4	17,4	17,3	16,0	14,8	-6,7	-6,3	2,2	-2,6
25-54 años	9,8	9,0	8,0	7,1	7,5	8,0	8,2	7,9	7,3	6,5	-3,3	-2,7	1,1	-1,7
55-64 años	10,1	9,5	8,6	7,5	7,1	7,4	7,9	7,5	7,1	6,2	-3,9	-2,6	0,4	-1,7
<i>Por nivel educativo (c)</i>														
Bajo	14,3	13,3	12,2	10,5	11,0	11,5	11,9	11,8	11,3	10,6	-3,7	-3,8	1,4	-1,3
Medio	11,0	9,7	8,6	7,7	8,1	8,6	9,0	8,8	7,9	6,9	-4,1	-3,3	1,3	-2,1
Alto	8,2	6,5	5,6	4,8	5,2	5,5	5,8	5,4	5,0	4,3	-3,9	-3,4	1,0	-1,5
<i>Por nacionalidad</i>														
Nacionales	10,2	9,3	8,2	7,1	7,6	8,1	8,6	8,4	7,8	6,8	-3,4	-3,1	1,5	-1,8
Extranjeros	16,9	15,9	13,6	12,5	13,1	14,6	14,9	15,1	14,1	13,1	-3,8	-4,4	2,4	-1,8
Paro de larga duración (a)		-9,4	-12,7	-14,5	-1,4	9,7	3,3	2,5	-3,5	-14,6	-36,3	-32,5	11,7	-15,6
Incidencia (d)	50,3	48,8	48,3	46,7	42,8	44,3	43,8	45,4	46,7	44,3	-6,0	-3,6	-2,9	0,5
<i>Por género</i>														
Hombres	48,5	47,0	46,7	45,4	40,8	42,9	42,7	44,7	46,9	44,2	-4,2	-3,0	-2,7	1,5
Mujeres	52,0	50,4	49,7	47,9	44,8	45,7	44,9	46,1	46,4	44,3	-7,7	-4,1	-3,0	-0,6
<i>Por edad</i>														
15-24	38,7	35,9	35,6	33,2	29,7	30,7	28,3	28,5	30,7	27,0	-11,7	-5,4	-4,9	-1,4
25-54	52,5	51,3	50,1	48,7	44,7	46,2	46,0	48,0	48,7	45,9	-6,6	-3,8	-2,7	-0,1
55-64	63,9	63,7	66,3	64,7	61,5	61,3	63,0	65,6	66,7	70,6	6,7	0,9	-1,7	7,6

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

b. En términos de las tasas de variación interanual, crecimiento acumulado en el período total y en cada una de las etapas (1998-2001, 2001-2004 y 2004-2007, respectivamente). En términos de las tasas de paro, variación en puntos porcentuales en el período total y en cada etapa.

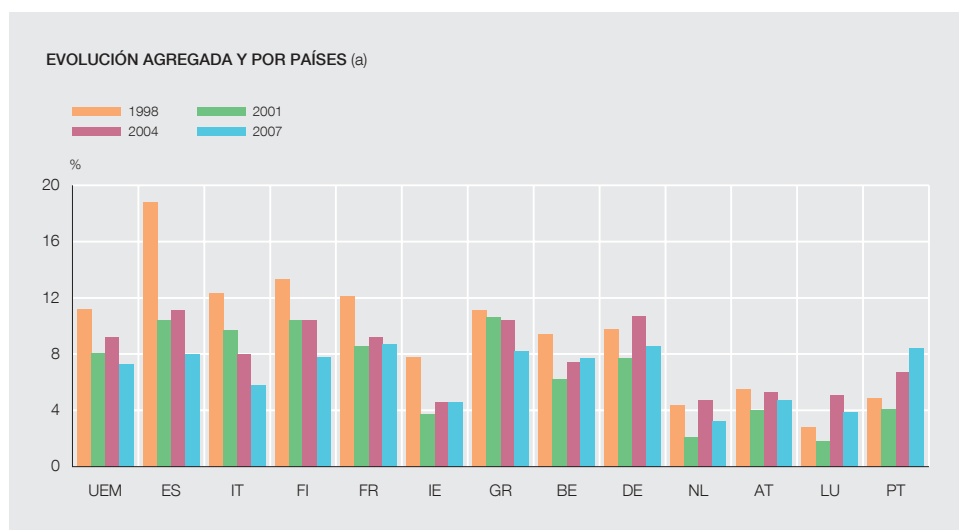
c. Según la clasificación de la EFL, un nivel bajo de estudios incluye *pre-primary, primary y lower secondary education*; medio, *upper secondary y post-secondary non-tertiary education*; y alto, *tertiary education*.

d. Desempleados de larga duración (aquellos que llevan un año o más en paro) como porcentaje del desempleo total.

empleo, la caída de la tasa de desempleo fuera inferior a la de los primeros años, aunque significativa.

Como se aprecia en el gráfico 8, la mayor parte de los países del área ha registrado una disminución de su tasa de paro en el período analizado, pero destacan especialmente los casos de Finlandia, Italia y, sobre todo, España, donde la caída superó los 10 puntos. Por contra, en Luxemburgo y, especialmente, en Portugal la tasa de desempleo aumentó entre 1998 y 2007, lo que, en el caso del país vecino, supone haber pasado de mostrar una de las más bajas de la UEM a registrar en 2007 una tasa superior a la media del área. En la etapa más reciente, cabe destacar la favorable evolución de Alemania, que ha conseguido ser uno de los países en donde más se ha reducido el porcentaje que representan los desempleados en la población activa en dicho período, a pesar de lo cual en 2007 seguía mostrando el más elevado de la UEM (8,6%). Por el contrario, Francia, que había tenido un mejor comportamiento que la media del área en las dos primeras etapas, tan solo ha logrado disminuir ligeramente su tasa de paro entre 2004 y 2007.

El colectivo femenino ha experimentado un mayor recorte de la tasa de desempleo que el masculino, tanto en el conjunto del período como en cada una de las tres etapas analizadas.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. El agregado considerado es la UEM de doce miembros. Para Francia y Austria, la tasa corresponde al primer trimestre de cada año.

En todo caso, la diferencia entre ambos grupos puede parecer escasa, dada la significativamente mayor creación de empleo femenino, pero la intensa incorporación de las mujeres al mercado de trabajo en la última década ha limitado la caída en la tasa de paro de dicho colectivo y su contribución a la reducción de la tasa de paro agregada, especialmente en la etapa final (véase gráfico 9).

Por edades, aunque los tres grupos analizados han registrado caídas de sus tasas de paro en el conjunto del período, la intensidad con la que lo ha hecho cada uno de ellos ha sido diferente. Así, como evidencia el cuadro 4, los jóvenes, que partían con la tasa de paro más elevada en 1998, son los que más la han reducido, seguidos del grupo de mayor edad. El gráfico 9 muestra el comportamiento contracíclico del desempleo para todos los grupos de edad, si bien lo es en mayor medida en el colectivo de entre 25 y 54 años, el cual explica la mayor parte de la variación interanual de la tasa de paro agregada.

Por lo que respecta a la nacionalidad, no ha habido diferencias importantes en la evolución de la tasa de desempleo entre trabajadores nacionales y extranjeros, de manera que la caída experimentada ha sido de una magnitud similar en ambos casos, manteniéndose la tasa de paro de los trabajadores extranjeros algo más de seis puntos por encima de la de los nacionales.

En cuanto a la composición del desempleo según su duración, es importante destacar que la proporción de los parados de larga duración —aquellos que llevan más de un año en paro— con respecto al total se ha reducido en 6 pp en el conjunto del período, hasta situarse en el 44,3% en 2007, a pesar de que en la última etapa haya aumentado ligeramente. Este repunte final obedeció a que, aunque el número de parados de larga duración cayó un 15,6% en esta etapa, el desempleo agregado lo hizo en mayor medida.

La incidencia del desempleo de larga duración se ha reducido tanto en el colectivo masculino como, en mayor medida, en el femenino, de manera que, en 2007, la brecha que existía a principios de período entre ambos grupos prácticamente se había cerrado. Por otra parte, el cuadro 4 muestra que existe una clara relación positiva entre la edad y la incidencia del des-

## Variaciones interanuales y contribuciones por género y edad



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

empleo de larga duración y que, además, la brecha entre los diferentes grupos de edad se ha acentuado a lo largo del período: los jóvenes, que partían con la menor proporción de parados que llevan más de un año en esa situación, son los que más la han reducido, seguidos del grupo de entre 25 y 54 años. Sin embargo, entre los mayores de 55 años, que en 1998 mostraban la ratio más elevada, es donde más se ha incrementado, una evolución negativa que se concentra especialmente en la etapa más reciente, por lo que, a pesar del gran incremento del empleo para este grupo en estos últimos años, muchos de ellos se han quedado continuamente al margen.

### Conclusión

En los últimos diez años, el mercado de trabajo del conjunto de la UEM ha mostrado una evolución positiva, caracterizada por una notable creación de empleo, en un contexto de fuerte crecimiento de la población activa, lo que, además, ha sido compatible con una significativa reducción del paro. En particular, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Fuerza Laboral europea —que publica Eurostat a partir de datos procedentes de las encuestas nacionales—, entre 1998 y 2007 el número de ocupados se ha incrementado en más de 18,5 millones de personas y ha dado lugar a un importante incremento de la tasa de ocupación. Asimismo, la caída de la tasa de desempleo ha supuesto que en 2007 alcanzara su nivel mínimo desde la creación de la UEM. Estos positivos avances se han observado, además, de forma generalizada en todos los países del área, aunque con distinta intensidad. Cabe destacar el caso de España, que ha registrado la evolución más positiva, si bien su situación de partida era una de las menos favorables. Además, en la última etapa sobresalen los buenos resultados logrados por Alemania, que ha podido compensar así los escasos avances experimentados con anterioridad.

El buen comportamiento del mercado de trabajo del área parece reflejar el impacto positivo de las diversas reformas que se han llevado a cabo en esta pasada década —especialmente, en los últimos años—, y que, aunque han beneficiado al conjunto de la población, lo han hecho en mayor medida a aquellos colectivos que, a principio del período, presentaban una peor situación relativa: las mujeres y los trabajadores de mayor edad. A ello hay que añadir la importante contribución de la población de origen extranjero al crecimiento de la población activa y del empleo.

A pesar de ello, los objetivos fijados para 2010 en el marco de la Agenda de Lisboa —tanto en su formulación original de marzo de 2000 como en su versión renovada del año 2005—, en términos de las tasas de ocupación (tanto de la población total en edad de trabajar como de la femenina y la de edades comprendidas entre los 55 y los 64 años), todavía no se han alcanzado en el conjunto del área ni en la mayoría de países integrantes. No obstante, cabe destacar que la tasa de ocupación femenina se situó en 2007 relativamente próxima a su objetivo (a solo 2 pp del 60%), por lo que, dado el ritmo al que ha avanzado en el período analizado, su cumplimiento parece probable. No se puede decir lo mismo de la tasa de empleo total y, sobre todo, de la del colectivo de mayor edad. Por ello, es necesario seguir profundizando en las reformas estructurales y en la flexibilización del mercado de trabajo, de forma que la mayor adaptabilidad de las personas en edad de trabajar a los puestos de trabajo disponibles y a un contexto económico en continuo cambio —mediante el fomento de la movilidad geográfica, la formación continua, la integración con las nuevas tecnologías, etc.— permita seguir incrementando el grado de utilización del factor trabajo y, en consecuencia, la renta per cápita en el conjunto del área del euro.

19.6.2008.



Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La integración de los mercados financieros ha constituido, desde hace varias décadas, uno de los objetivos prioritarios de las autoridades comunitarias en la construcción de la Europa unida. En los últimos años se han registrado grandes avances en este proceso, como consecuencia de la puesta en marcha de numerosas iniciativas normativas que han perseguido la eliminación de los obstáculos que impedían la creación de un espacio financiero único. La introducción del euro supuso, asimismo, un factor impulsor decisivo en este desarrollo. No obstante, la intensidad del mismo no ha sido igual en todas las parcelas, detectándose un mayor retraso en los mercados bancarios, y en especial en el segmento minorista.

Por este motivo, las autoridades de la Unión Europea (UE) han concentrado sus esfuerzos en fomentar la integración de la banca minorista mediante la aprobación de una serie de medidas específicas<sup>1</sup>. El desarrollo de este proceso tenderá a incrementar el grado de competencia. En este contexto, el objetivo del presente artículo es analizar la situación de partida con la que los intermediarios financieros españoles afrontan este reto.

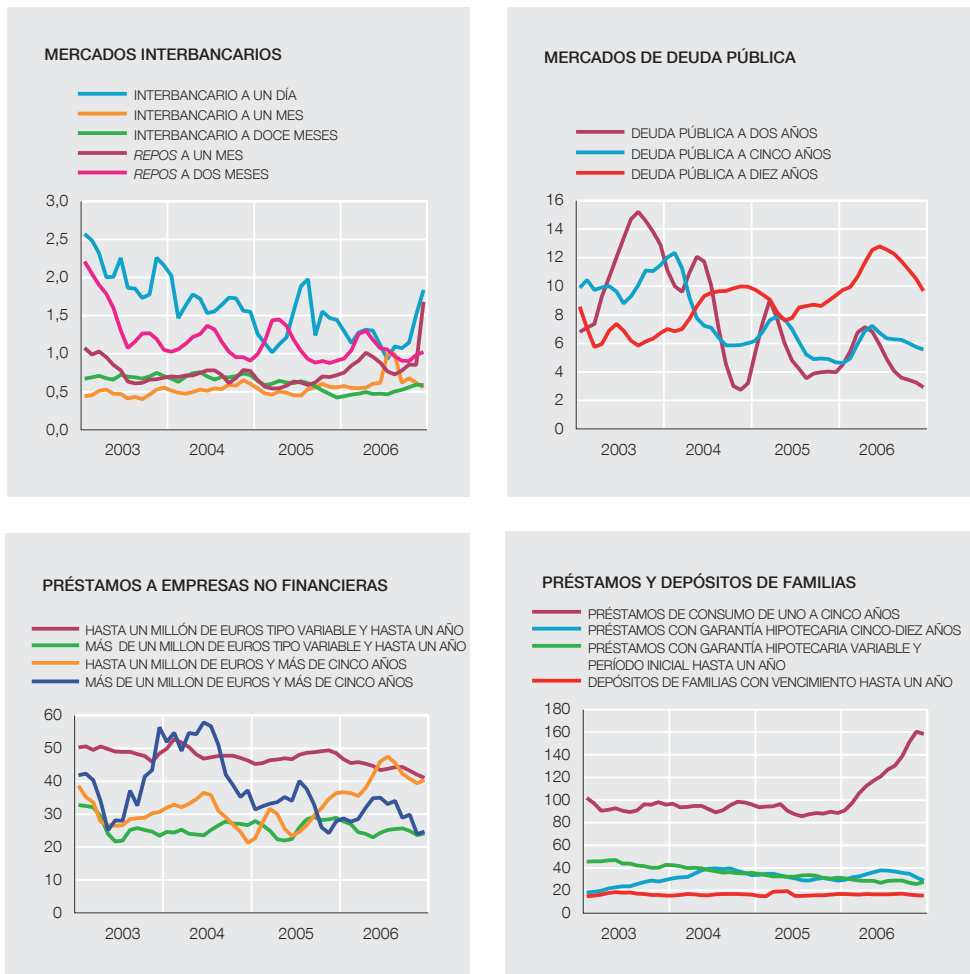
Tras esta introducción, el trabajo consta de tres apartados. En el segundo epígrafe se analiza el grado de integración alcanzado en los distintos mercados financieros europeos y, a continuación, se describen las características del bancario en España, comparándolas con las de otros países de la UE<sup>2</sup>, y se identifican los principales segmentos en los que desarrollan su actividad. En la tercera sección, tras evaluar los niveles de competencia existentes en los mercados europeos, se examina la posición de partida de las entidades nacionales en términos de eficiencia y capacidad de gestión. Finalmente, en el último epígrafe se extraen las principales conclusiones.

### Integración financiera y estructura de negocio de las entidades españolas

El proceso de integración del sistema financiero europeo ha avanzado con distinta intensidad en los diferentes ámbitos. La falta de sinergias derivada de la disparidad en la composición de los balances de las entidades pertenecientes a distintos países, así como la heterogeneidad de las normativas que regulan la actividad bancaria tradicional, ha podido frenar en alguna medida mayores operaciones de consolidación transfronteriza. Estos factores han propiciado que en los mercados de productos bancarios, en especial en los del segmento minorista, persista una elevada fragmentación nacional<sup>3</sup>.

El menor avance de la integración financiera en los mercados de productos bancarios puede apreciarse en distintos indicadores. Así, por ejemplo, el gráfico 1 ilustra cómo la dispersión de los precios entre los distintos países es notablemente mayor en el caso de las operaciones bancarias con familias y empresas, tanto de activo como de pasivo, que en el de las transacciones interbancarias o en la negociación de deuda pública<sup>4</sup>. Por otro lado, tal como se ob-

1. Véanse Comisión Europea (2007) y Fuentes (2007), donde se recogen las principales medidas adoptadas en el período 1999-2005, y BCE (2007a y 2008), donde se detallan las iniciativas normativas desarrolladas más recientemente. Entre estas últimas cabe destacar las directivas sobre fusiones transfronterizas y sobre servicios de pagos y mejora de los sistemas existentes (TARGET 2 y SEPA), así como diversos proyectos para la promoción de mercados paneuropeos de servicios financieros (STEP y EFMLG). 2. En el resto del artículo, salvo indicación en contrario, se han considerado exclusivamente los 15 países que integraban la UE antes de la ampliación de mayo de 2004. 3. Véase BCE (2008) para un análisis más detallado del grado de integración del sistema financiero europeo. 4. No obstante, hay que señalar que esta mayor dispersión de los tipos de las operaciones minoristas está reflejando no solo una menor integración de este segmento del mercado, sino también una mayor heterogeneidad entre países en los productos financieros.



FUENTE: Banco Central Europeo.

serva en el gráfico 2, el porcentaje del negocio en manos de entidades extranjeras es mucho menor en la operativa minorista y, además, su evolución no muestra la tendencia al alza que se detecta en otros mercados. En España dicha proporción era en 2006 aún menor, situándose el peso de los activos bancarios gestionados por intermediarios foráneos ligeramente por encima del 11%, frente al 26% correspondiente al promedio de la UE (véase gráfico 3).

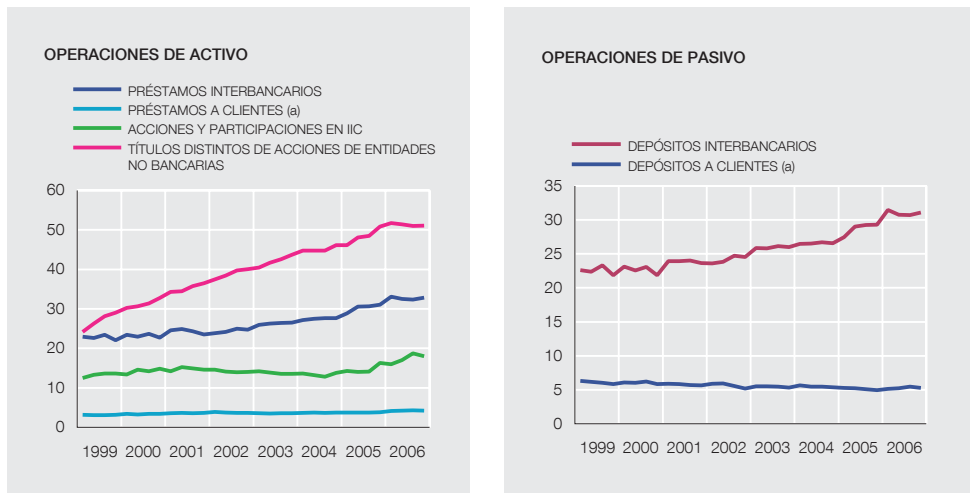
En consecuencia, cabe esperar que los sistemas bancarios cuyo negocio esté más concentrado en los segmentos minoristas sean, en principio, los más expuestos a avances en el nivel de integración. En este contexto, resulta relevante evaluar las características diferenciales de la actividad de los intermediarios españoles, en relación con las de las entidades del resto de países de la UE. Con este fin, en el cuadro 1 se presenta una serie de indicadores de la estructura del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias. Los datos, correspondientes al año 2006 —última fecha disponible—, se han obtenido de las publicaciones oficiales del BCE o bien se han elaborado a partir de los estados contables de los bancos individuales contenidos en la base de datos Bankscope de FITCH-IBCA<sup>5</sup>.

5. Los indicadores elaborados a partir de esta segunda fuente se han construido utilizando una muestra de intermediarios, para el año 2006, definida con los siguientes criterios. Para cada país se han elegido aquellas entidades con un tamaño de balance igual o superior a 2.500 millones de euros; que estuvieran activas; que se catalogasen como bancos comerciales, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, bancos hipotecarios o bancos de crédito a medio y largo plazo, y que tuvieran un grado de dependencia con respecto a otras inferior al 50%. Al utilizarse estados consolidados, este



**PORCENTAJE DE ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA EN ALGUNAS ÁREAS DE NEGOCIO (en porcentaje del negocio total de cada área)**

GRÁFICO 2

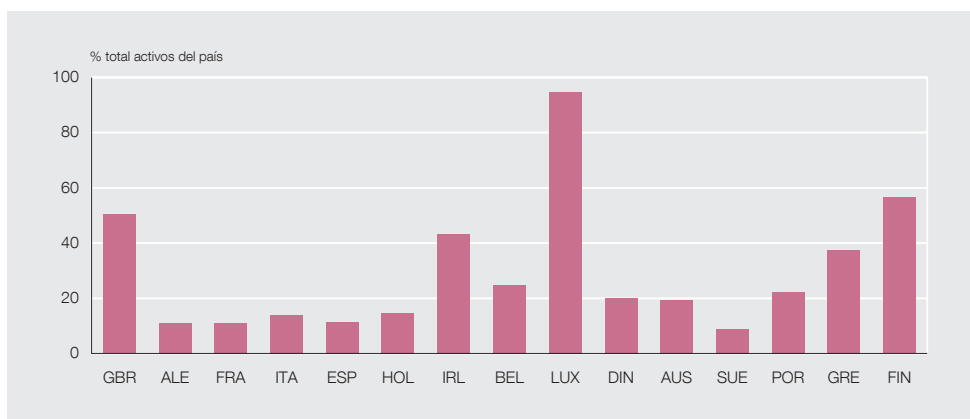


FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Incluye todos los préstamos y depósitos que no sean de instituciones financieras.

**PORCENTAJE DE ACTIVOS BANCARIOS GESTIONADOS POR ENTIDADES EXTRANJERAS (2006)**

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco Central Europeo.

El análisis de la estructura de negocio de las entidades españolas, en comparación con las europeas, pone de manifiesto un elevado peso de la actividad de intermediación minorista. Así, la suma del crédito y de los depósitos de la clientela superaba en la fecha de referencia el 120% del balance, muy por encima del valor medio para la UE, que se situaba en torno al 86%, y solo por debajo de Grecia, donde esta proporción se encontraba próxima al 130%. Esta preponderancia de la operativa bancaria tradicional se refleja también en otros indicadores basados en la composición del activo, como, por ejemplo, en el destacado peso de los préstamos a empresas y familias. Análogamente, por el lado del pasivo, los depósitos de clientes equivalían a más de la mitad del balance, estando esta fracción más de 13 puntos por encima del promedio de la UE.

último requisito persigue evitar duplicaciones, ya que las filiales controladas por encima del 50% se integran globalmente en el balance de la matriz. La muestra seleccionada incluye 677 entidades, con unos activos totales de 36.258 mm de euros, de las cuales 61 eran españolas, que contaban con unos activos totales de 2.656 mm de euros. La cobertura de la muestra utilizada en los distintos países oscila entre el 70% y el 98%, siendo del 91% en el caso de los bancos españoles y del 87% para el promedio de la UE.

	ESP	ALE	AUS	BEL	FIN	FRA	GRE	HOL	IRL	ITA	LUX	POR	DIN	GBR	SUE	UE 15
ESTRUCTURA DEL BALANCE (en % total) (a)																
Actividad préstamo/depósito (b)	120,8	73,5	89,8	85,0	119,4	69,0	128,6	98,0	81,9	101,1	61,6	118,0	89,2	91,3	91,8	85,9
Actividad interbancario (c)	17,1	42,9	46,8	46,8	37,6	29,7	23,6	28,6	41,1	27,1	81,6	26,0	34,6	20,4	25,5	31,2
ACTIVOS																
Préstamos a clientes	69,0	38,7	50,8	41,7	52,9	36,6	66,0	53,7	52,4	63,3	22,9	69,4	62,5	49,5	60,9	47,4
Créditos a empresas *	30,2	11,2	16,4	8,7	17,6	11,7	23,4	13,9	12,1	26,1	5,0	23,8	14,7	6,5	20,0	13,1
Créditos a familias *	29,8	20,2	14,5	12,0	30,6	13,8	25,4	23,3	11,8	15,4	3,1	29,1	31,0	22,0	25,3	19,6
Créditos para vivienda *	21,8	13,7	7,7	9,6	21,7	10,0	16,6	20,5	9,4	8,8	1,4	23,1	26,3	16,6	16,4	14,2
Efectivo y actividad interbancaria	9,1	20,4	21,3	18,3	23,4	14,2	12,0	11,0	16,7	11,6	41,7	12,7	13,0	11,0	9,7	14,6
Cartera de títulos	17,4	34,3	22,8	35,0	17,3	44,5	19,3	32,0	27,2	21,7	31,6	14,5	14,6	26,9	20,6	31,6
PASIVOS																
Depósitos de la clientela	51,7	34,8	39,0	43,3	66,4	32,4	62,6	44,3	29,5	37,7	38,8	48,5	26,7	41,9	30,9	38,5
Depósitos de entidades de crédito	8,0	22,5	25,4	28,5	14,3	15,5	11,6	17,5	24,4	15,5	39,9	13,3	21,6	9,3	15,8	16,6
Títulos de renta fija	27,1	32,2	25,0	18,7	31,7	34,4	13,2	31,8	36,3	33,2	13,3	25,4	37,1	36,4	40,5	32,3
Capital y reservas	7,1	3,8	5,5	3,1	9,0	4,6	7,8	3,2	3,8	7,3	4,4	6,4	4,0	3,6	3,7	4,5
ESTRUCTURA DE RESULTADOS (a) (d)																
Margen intereses *	54,5	48,0	62,1	47,5	59,2	36,8	69,1	50,7	62,3	51,9	33,3	54,7	56,5	63,7	52,5	53,5
Margen neto otros ingresos *	45,5	52,0	38,0	52,5	40,8	63,2	30,9	49,3	37,8	48,1	66,7	45,3	43,5	36,3	47,5	46,5
Ingresos intereses	75,1	80,5	80,8	83,3	70,8	69,9	81,4	82,4	88,7	72,2	82,5	78,9	84,4	74,7	75,8	76,2
Gastos intereses	44,5	62,4	52,8	67,8	43,1	52,7	37,8	61,8	67,7	38,6	72,6	50,1	61,2	51,3	54,4	54,5
Ingresos comisiones	16,2	12,5	12,3	9,4	13,6	16,3	12,6	10,5	7,6	22,3	13,9	12,3	9,5	13,1	17,2	14,2
Gastos comisiones	2,4	2,2	2,6	2,9	3,5	4,9	1,7	1,9	1,1	4,1	3,8	1,8	2,1	2,7	3,5	3,2
Otros ingresos operativos	7,0	3,0	4,2	7,4	14,6	7,8	5,2	3,9	3,7	3,5	2,3	8,1	1,8	2,8	3,4	4,9
Otros gastos operativos	3,2	2,8	5,5	5,3	9,7	8,0	9,3	10,7	1,3	10,5	2,6	4,9	6,3	6,0	5,6	6,3
Neto negociación	3,6	12,7	6,9	-0,4	2,3	17,5	1,6	12,4	0,0	4,4	6,5	1,5	14,1	23,5	10,0	12,8

FUENTES: Banco Central Europeo y Bankscope de FITCH-IBCA.

- a. La fuente de los conceptos marcados con asterisco es el BCE, y la del resto, Bankscope. El valor para la UE 15 es la media simple para los datos del BCE de márgenes; en el resto sería la media ponderada.  
b. Suma de préstamos a clientes y de depósitos de clientes.  
c. Suma de efectivo y de depósitos interbancarios de activo y pasivo.  
d. En porcentaje de los ingresos totales, excepto los datos del BCE, que están en porcentaje del margen ordinario.

En contraposición a la importancia relativa del negocio de intermediación tradicional, la actividad interbancaria, medida como la suma de efectivo y depósitos de activo y de pasivo, solo suponía un 17% del balance total de las entidades españolas, el registro más bajo de los países considerados y más de 14 puntos por debajo de la media europea. Por otra parte, la relevancia de la negociación con valores también era menor. Así, la cartera de títulos tenía un peso relativo inferior al observado en promedio para la UE, donde esta operativa suponía casi un tercio del total.

La estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias muestra un patrón más homogéneo en los distintos países europeos, tanto en términos netos, comparando márgenes, como brutos, confrontando ingresos y gastos. Las mayores diferencias mostradas por las entidades españolas, en relación con las europeas, se aprecian en el porcentaje que suponen los gastos financieros sobre los ingresos totales, 45% [10 puntos porcentuales (pp) por debajo del promedio de la UE y entre los más bajos de los países considerados]; en los ingresos obtenidos por comisiones (que representaban alrededor del 16% de los flujos de entrada, casi dos puntos por encima de la media europea); y en la escasa importancia de los resultados obtenidos en la negociación de la cartera de títulos, que apenas equivalían al 3,6% de los ingresos totales, frente a un valor medio en la UE del 12,8%, consecuencia lógica del menor peso de esta actividad en el balance de los intermediarios nacionales.

En definitiva, el análisis de la estructura de negocio de las entidades europeas pone de manifiesto una clara especialización del sistema bancario español en la intermediación bancaria

**Nivel de competencia,  
eficiencia y capacidad  
de gestión del sistema  
bancario español**

tradicional, basada en la actividad préstamo-depósito con la clientela y con un elevado peso del segmento minorista. Solo algunos países —como Finlandia, Grecia, Portugal y, en menor medida, Italia y Holanda— presentan patrones parecidos, ya que en el resto de las economías consideradas la negociación en otros mercados, como los interbancarios o los de títulos, desempeña un papel más relevante en la composición de sus balances.

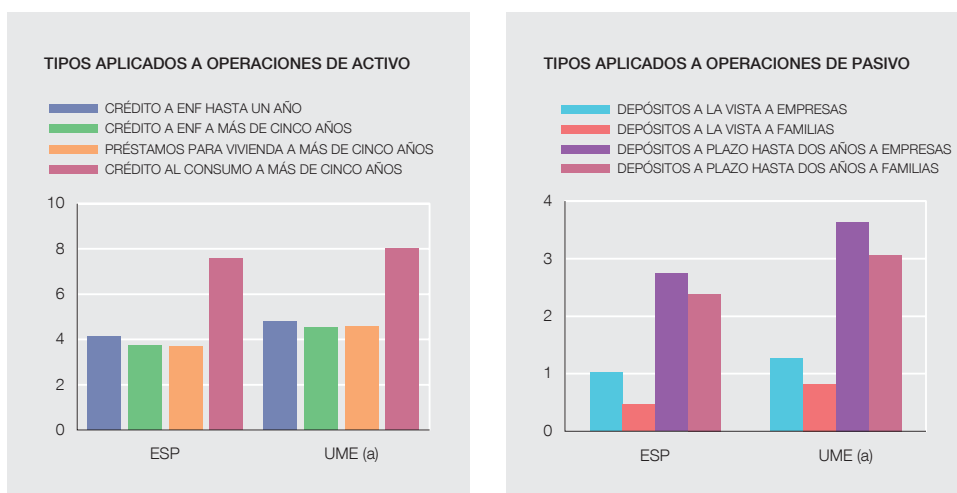
Por tanto, la actividad de las entidades de crédito españolas se concentra, en gran medida, en los mercados bancarios que presentan una mayor segmentación geográfica, y, en consecuencia, es más sensible a posibles avances adicionales en la integración del negocio minorista en la UE. En este contexto, resulta relevante analizar algunos factores que pueden incidir en la capacidad de adaptación de nuestro sistema bancario. En particular, entre estos elementos, el grado de competencia de los distintos mercados y los niveles de eficiencia en la prestación de servicios bancarios ocupan una posición destacada.

Como primera aproximación para caracterizar la situación competitiva de los mercados de préstamos y depósitos en los distintos países de la UE, en el gráfico 4 se muestran los niveles de los tipos de interés nominales de las principales operaciones de activo y pasivo en 2006. Como puede apreciarse, el coste de la financiación otorgada por los bancos españoles se encontraba por debajo del valor medio de los países del área del euro, especialmente en el crédito a empresas y para adquisición de vivienda y, en menor medida, en el de consumo. Este resultado parece indicar que existe un notable grado de competencia por el lado del activo. Sin embargo, la remuneración de los depósitos en el sistema bancario español era inferior al promedio europeo, lo que podría indicar un mayor poder de mercado de las entidades nacionales en la captación de fondos de la clientela. No obstante, las comparaciones internacionales de los tipos de interés de los productos financieros deben tomarse con extrema cautela, dada la heterogeneidad de los instrumentos contratados, lo que puede ocasionar discrepancias en sus precios que no guarden relación con los niveles de competencia en los mercados. En particular, parte de las diferencias encontradas puede responder a divergencias en las comisiones de los servicios de pago asociados a los productos de pasivos. En este sentido, el cuadro 2 recoge algunos datos sobre las comisiones de los principales servicios prestados en la banca minorista que han sido publicados en informes elaborados por la Comisión Europea<sup>6</sup> con datos correspondientes a 2005. En el mismo puede verse que las aplicadas en España estaban situadas en torno a la media de los países de la UE, con ligeras variaciones según el servicio considerado.

Por tanto, estos resultados no parecen apuntar a que en nuestro país exista un menor grado de competencia, especialmente en el segmento de créditos a empresas y para adquisición de vivienda. No obstante, estos indicadores resultan bastante imprecisos para establecer comparaciones internacionales, ya que, entre otros problemas, los productos financieros presentan diferencias apreciables entre países y las estrategias de venta de las entidades incorporan con frecuencia políticas de precios con subvenciones cruzadas entre instrumentos que reducen su contenido informativo. Por todo ello, resulta necesario completar este análisis con otros enfoques más sofisticados, basados en modelos econométricos.

En el cuadro 3 se presentan algunos de estos indicadores, calculados por Carbó y Rodríguez (2007) para distintos países de la UE a partir de la información contenida en los estados contables, para el período 1995-2005, recogidos en la base de datos Bankscope<sup>7</sup>. La comparación del índice de Lerner, que se define como la diferencia entre el precio y el

6. Véase Comisión Europea (2006a y 2007b). 7. Véase Carbó y Rodríguez (2007) para una definición más precisa de estos indicadores y para su procedimiento de estimación.



FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Media ponderada.

## COMISIONES DE SERVICIOS BANCARIOS (en euros). 2005

CUADRO 2

	UE o Zona del euro			España		
	Comisión máxima	Comisión mínima	Valor medio	Comisión máxima	Comisión mínima	Valor medio
<b>UE 25</b>						
Gestión de cuentas con cuota anual	90,00	2,50	14,00	38,00	0,00	14,00
Comisión de cancelación de cuentas	60,00	0,00	2,40	0,00	0,00	0,00
<b>ZONA DEL EURO</b>						
Disposición de efectivo en cajeros fuera de red (a)	3,00	0,00	1,14	4,10	1,30	2,90
Comisión por transferencias bancarias (a)						
<i>Dentro del mismo sistema o entidad</i>	9,77	0,00	1,30	2,80	0,00	1,30
<i>Entre diferentes sistemas o entidades</i>	10,85	0,00	2,00	3,00	0,00	1,90
Servicios de pago (b)	0,75	0,00	0,12			0,26

FUENTE: Comisión Europea.

a. Para operaciones de 100 euros.

b. Ingresos medios estimados para una operación.

coste marginal en porcentaje del primero, muestra un valor del índice para España algo inferior al promedio europeo, lo que sugiere que las entidades españolas se enfrentan a un grado de competencia ligeramente mayor. Análogamente, las estimaciones de los indicadores de *mark-up* de Bresnahan-Lau, que miden las divergencias entre las cantidades y precios de los productos bancarios en relación con los que resultarían si existiese competencia perfecta, presentan valores para los intermediarios nacionales similares a los obtenidos para los europeos y, en el caso del indicador de cantidades, por debajo del valor medio para la UE 15, lo que reflejaría una mayor presión competitiva en el caso español. Este mismo resultado se deriva del análisis del estadístico H de Panzar y Rosse, que se calcula como la suma de las elasticidades de los ingresos con respecto a los precios de los factores. En efecto, tanto los ingresos totales como los financieros son más sensibles a cambios en los costes, lo que pone de manifiesto la existencia de menor poder de mercado en nuestro sistema bancario.

	Índice de Lerner (a) (d)	Indicador <i>mark-up</i> (b) (d)		Estadístico H (c) (d)	
		Dev. cantidades (reducción)	Dev. precios (aumento)	Ingresos totales	Ingresos financieros
España	25,66	13,80	9,20	0,67	0,78
Alemania	18,88	13,20	7,20	0,71	0,84
Austria	21,46	16,10	8,10	0,71	0,78
Bélgica	19,77	15,20	9,00	0,77	0,82
Finlandia	37,70	16,10	9,40	0,48	0,53
Francia	15,67	12,10	6,40	0,54	0,67
Grecia	35,37	18,90	9,50	0,17	0,23
Holanda	17,41	14,10	8,50	0,56	0,68
Irlanda	27,55	16,70	9,50	0,81	0,88
Italia	35,20	18,40	10,10	0,64	0,72
Luxemburgo	14,82	13,20	7,00	0,87	0,91
Portugal	31,34	16,40	9,20	0,62	0,70
Dinamarca	25,63	14,50	8,10	0,48	0,62
Reino Unido	29,11	12,30	6,90	0,75	0,82
Suecia	27,14	18,10	9,80	0,27	0,34
MEDIA UE 15 (e)	26,03	14,60	9,20	0,60	0,71

FUENTE: Carbó y Rodríguez (2007).

a. Diferencia porcentual entre el precio de los activos y el coste marginal de producirlos, en términos relativos respecto de los precios.

b. Estimación de las desviaciones porcentuales de las cantidades y precios de los productos bancarios respecto a los niveles de competencia perfecta.

c. Suma de las elasticidades del ingreso total con respecto a los precios de los factores.

d. Mayores valores del índice de Lerner y de los indicadores de *mark-up* de Bresnahan-Lau denotan menores niveles de competencia. Por el contrario, mayores valores del estadístico H de Panzar y Rosse indican mayores cotas de competencia.

e. Media ponderada.

Estos resultados son corroborados por los obtenidos por Van Leuvensteijn et ál. (2007), quienes analizan la situación competitiva en el período 1994-2004 para el mercado de préstamos bancarios de los seis mayores países de la UE y de Estados Unidos y Japón, utilizando el indicador de Boone, que mide la intensidad del vínculo entre los costes marginales y la cuota de mercado<sup>8</sup>. La idea que subyace al empleo de este índice es que las entidades más eficientes (es decir, aquellas que operan con menores costes marginales) obtienen mayores cuotas de mercado, siendo esta relación más pronunciada cuanto mayor sea el grado de competencia. La aplicación de esta metodología vuelve a situar al sector bancario español entre los que cuentan con niveles de competencia más elevados.

Por tanto, los indicadores analizados sugieren que los mercados minoristas españoles se encuentran, dentro de la UE, en una situación comparativamente favorable en términos del grado de competencia, lo que sitúa a las entidades nacionales en una buena posición ante el previsible avance en el proceso de integración del sector bancario europeo.

Para completar la valoración del posible impacto de un incremento del grado de integración de los mercados de créditos y depósitos bancarios sobre las entidades bancarias españolas, es, asimismo, necesario evaluar su situación de partida, en relación con la de sus competidoras europeas, en términos de rentabilidad y eficiencia<sup>9</sup>. En este sentido, como puede apreciarse en el cuadro 4, todos los indicadores de rentabilidad analizados mostraban en el año 2006

8. Véanse Van Leuvensteijn et ál. (2007) y Van Rixtel (2008). 9. Un análisis más pormenorizado sobre la posición relativa de la banca española puede consultarse en Gutiérrez de Rozas (2006).

	ESP	ALE	AUS	BEL	FIN	FRA	GRE	HOL	IRL	ITA	LUX	POR	DIN	GBR	SUE	UE 15
<b>RENTABILIDAD</b>																
Ingresos ordinarios (% total balance)	5,18	4,85	5,14	6,11	4,47	5,11	6,41	4,97	4,18	5,58	6,12	6,33	4,45	4,59	4,24	5,02
Gastos ordinarios (% total balance)	2,60	3,27	3,13	4,64	2,52	3,35	3,12	3,70	2,93	2,97	4,83	3,60	3,10	2,75	2,69	3,21
Margen ordinario (% total balance)	2,58	1,58	2,01	1,47	1,95	1,76	3,29	1,27	1,25	2,61	1,29	2,73	1,35	1,84	1,55	1,81
Margen de explotación (% total balance)	1,38	0,58	0,99	0,78	1,26	0,83	1,72	0,60	0,70	1,28	0,72	1,08	0,76	0,98	0,84	0,88
ROA *	1,20	1,00	1,24	0,69	0,69	0,92	1,57	0,67	0,55	1,38	0,57	1,66	0,59	0,94	0,72	0,96
ROE *	20,26	10,24	26,26	23,34	14,40	20,15	16,44	14,55	14,63	16,82	18,35	18,04	14,27	17,50	20,38	17,71
<b>EFICIENCIA Y PRODUCTIVIDAD</b>																
Gastos explotación / Margen ordinario (en %)	46,43	63,12	61,46	47,31	35,38	52,66	47,66	52,53	44,28	52,73	44,33	60,58	43,50	51,17	46,52	52,72
Ratio gastos / ingresos (en % ingresos) *	48,95	65,19	61,51	55,76	47,46	60,15	53,82	68,09	45,64	59,42	40,25	53,23	53,58	40,97	54,41	53,90
Total ingresos / n.º empleados	0,43	0,68	0,41	2,30	0,69	1,20	0,44	0,83	1,71	0,52	2,24	0,49	0,69	0,78	0,58	0,76
Gastos personal / empleado	63,77	90,68	62,71	214,03	77,12	169,80	98,37	109,41	147,66	101,11	154,01	77,80	77,12	111,08	73,70	106,49
<b>RIESGOS Y COBERTURA</b>																
Ratio de solvencia BIS *	11,32	11,67	11,61	11,62	15,31	11,20	12,20	11,46	12,01	10,12	15,05	10,93	11,74	13,97	9,91	12,01
Ratio capital y reservas / total activo	7,05	3,81	5,53	3,14	9,00	4,63	7,83	3,24	3,79	7,33	4,39	6,37	4,05	3,61	3,75	4,53
Valor medio <i>ratings</i> (b)	4,28	3,56	3,49	4,00	4,00	4,05	3,40	4,41	3,99	3,78	4,27	3,92	4,00	4,45	4,00	4,08
Ratio de dudosos	0,72	2,04	2,44	1,67	0,85	1,68	3,18	1,18	0,55	3,53	0,61	1,31	0,39	0,72	0,38	1,49
Cobertura de dudosos	239,39	54,99	91,81	49,40	14,57	128,87	115,02	51,76	53,81	66,08	54,63	187,27	97,25	108,41	87,75	92,19
Fondos insolvencia / total créditos (en %)	1,71	1,12	2,24	0,82	0,12	2,16	3,66	0,61	0,30	2,33	0,34	2,45	0,38	0,78	0,34	1,37
Saneamiento de créditos en % Ingreso total	5,81	3,39	5,65	0,47	-0,54	1,34	8,91	1,76	0,78	5,21	0,65	3,65	-1,26	5,26	0,17	3,11

FUENTES: Banco Central Europeo y Bankscope FITCH-IBCA.

a. La fuente de los conceptos marcados con asterisco es el BCE, y la del resto, Bankscope. El valor para UE 15 en los datos del BCE es la media simple de los países correspondientes, y en los de Bankscope, la media ponderada.

b. El valor del *rating* medio se calcula ponderando cada *rating* individual por los activos de la entidad. Se ha asignado valor 5 a la calificación A, 4 a la B, y así sucesivamente.

valores superiores en España a los de otros sistemas bancarios europeos. Así, por ejemplo, el ROA superaba en 25 puntos básicos (pb) al promedio europeo. Indudablemente, la favorable posición cíclica de la economía española en el año 2006 incidía en esta comparación. Sin embargo, como se argumenta a continuación, esta elevada capacidad de generación de beneficios de la banca nacional también se ha sustentado en su mayor nivel de eficiencia operativa —propiciado por la moderación de los costes de explotación—, en su adecuada gestión del riesgo de crédito y en una mejor posición de solvencia, en parte también ligada al contexto macroeconómico benigno de los últimos años, que ha facilitado la contención de los costes financieros.

El análisis de los indicadores habituales de eficiencia —ratio de gastos de explotación sobre margen ordinario o sobre ingresos totales— muestra cómo las entidades españolas se situaban en 2006 en niveles muy satisfactorios, en torno a 5 pp por debajo del promedio europeo. Este buen comportamiento se explica, fundamentalmente, por la contención de los gastos de personal por empleado, que se encontraban entre los más reducidos de los países analizados, ya que, al mismo tiempo, el volumen de ingresos por trabajador también registraba valores muy moderados en el período analizado. Este último rasgo se deriva de la especialización de nuestro sistema bancario en el segmento de intermediación tradicional con una densa red de oficinas y con plantillas de gran dimensión.

Junto con los moderados gastos de explotación, la estructura del negocio de las entidades españolas (con un mayor peso en el activo de los préstamos a clientes y con márgenes operativos más elevados) y la adecuada gestión del riesgo de crédito (que contribuye a que la ratio de morosidad sea comparativamente más reducida) han permitido a las entidades españolas mantener niveles de rentabilidad más elevados.

## Conclusiones

El proceso de integración de los mercados financieros de la UE ha experimentado un notable avance, impulsado por una serie de iniciativas legislativas introducidas por las autoridades comunitarias en la última década, aunque su intensidad ha sido desigual en las distintas parcelas del sistema financiero. En particular, el negocio bancario minorista, en el que se concentra una gran parte del negocio de las entidades españolas, todavía presenta una elevada fragmentación geográfica. En este contexto, este artículo ha evaluado la posición de los intermediarios españoles ante el previsible progreso, durante los próximos años, hacia un modelo más integrado.

Las entidades bancarias españolas han gozado en los últimos años de una situación muy favorable, que se ha traducido en unos registros elevados de rentabilidad. El análisis realizado en este artículo sugiere que este buen comportamiento no es el resultado de una menor competencia en nuestros mercados, en comparación con la de otros países europeos, y en particular con aquellos cuyo sistema bancario es más similar al nuestro. Por el contrario, la competencia ha contribuido previsiblemente a promover la contención de costes en las tareas de intermediación financiera. De este modo, aunque es innegable que la prolongada fase expansiva de la economía ha contribuido a impulsar los beneficios de los intermediarios nacionales, esta evolución se ha sustentado también en ganancias de eficiencia de la gestión.

En definitiva, lo anterior sugiere que las entidades españolas se encuentran en una situación favorable para hacer frente a los retos derivados de los avances en el grado de integración financiera que previsiblemente se producirán durante los próximos años. A más corto plazo, esta posición de partida es, asimismo, un activo importante con el que cuentan estos intermediarios para afrontar los riesgos asociados a la desaceleración de la actividad económica y a las tensiones actuales en los mercados financieros.

18.6.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007a). *Financial Integration in Europe*, marzo.
- (2007b). *EU Banking Sector Structure*, octubre.
  - (2007c). *EU Banking Sector Stability*, noviembre.
  - (2008). *Financial Integration in Europe*, abril.
- CARBÓ, S., y F. RODRÍGUEZ (2007). «Dimensiones de la competencia en la industria bancaria de la Unión Europea», *Estabilidad Financiera*, n.º 13, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2006a). *Interim report I. Payment cards, Sector inquiry under article 17 Regulation 1/2003 on retail banking*, 12.4.2006.
- (2006b). *Interim Report II. Current accounts and related services. Sector inquiry under article 17 Regulation 1/2003 on retail banking*, 17.7.2006.
  - (2007). *Communication from the Commission. Sector inquiry under article 17 Regulation 1/2003 on retail banking (Final report)*, COM (2007) 33, 31.1.2007.
- FUENTES, I. (2007). «Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios de la UE», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- GUTIÉRREZ DE ROZAS, L. (2006). «Posición relativa de la banca española en el contexto europeo», *Estabilidad Financiera*, n.º 10, Banco de España.
- VAN LEUVENSTEIJN, M., J. A. BIKKER, A. VAN RIXTEL y C. KOK-SØRENSEN (2007). *A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area*, Documentos de Trabajo, n.º 0736, Banco de España.
- VAN RIXTEL, A. (2008). «Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.





Este artículo ha sido elaborado por Paula López Urruchi, Juan Carlos Berganza y Enrique Alberola, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

A lo largo del último año, el aumento del precio de las materias primas se ha convertido en un tema de creciente interés y preocupación a escala internacional por sus implicaciones tanto macroeconómicas —incremento de la inflación e impacto sobre la actividad— como sociales —efectos redistributivos— e, incluso, geopolíticas.

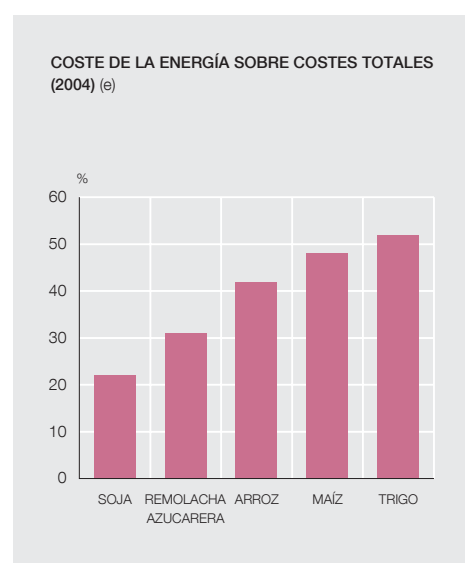
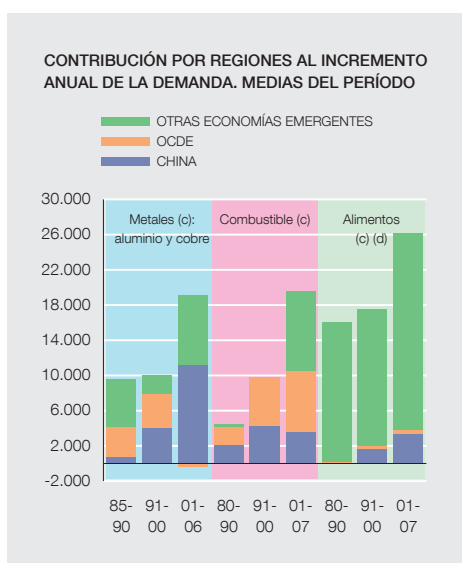
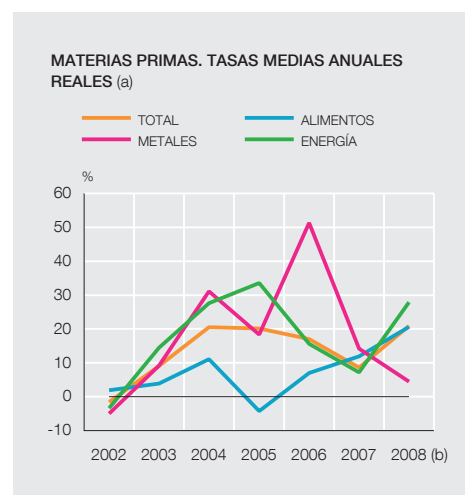
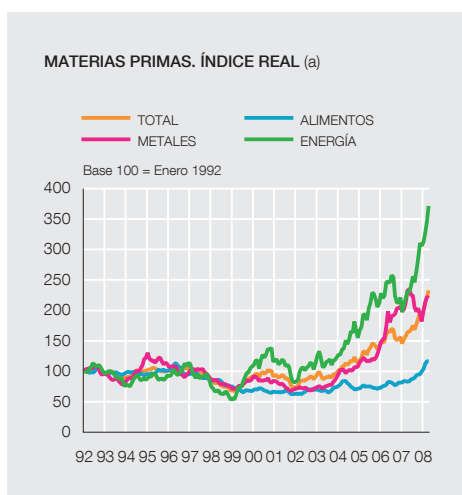
Tras describir brevemente la evolución del precio de las materias primas —con mayor énfasis en los alimentos—, repasar las causas de esa evolución y evaluar las perspectivas a corto y medio plazo, el artículo se centra en analizar las implicaciones macroeconómicas. En particular, se repasan los posibles impactos sobre la inflación y las políticas monetarias en un contexto global caracterizado por una notable incertidumbre y por la desaceleración de algunas de las principales economías a nivel mundial. El análisis está sesgado hacia las economías emergentes, por varias razones: son las más expuestas, en principio, al impacto inflacionario del alza de los precios de las materias primas; la credibilidad anti-inflacionista de las autoridades monetarias está, en general, menos consolidada que en las economías avanzadas; y la gestión de las políticas monetarias se ve complicada adicionalmente, en algunos países, por la existencia de regímenes cambiarios rígidos y/o por su condición de exportadores de materias primas. Además, por estas mismas razones, es probable que el riesgo de deterioro de las perspectivas de inflación sea mayor. Por otra parte, el encarecimiento de artículos primarios tiene unas connotaciones sociales más relevantes en estos países y requiere respuestas de política más activas por parte de las autoridades económicas.

La creciente importancia de los países emergentes en el contexto internacional, su relativa resistencia, hasta el momento, a los efectos de la turbulencia financiera y a la desaceleración en las economías avanzadas<sup>2</sup> y, en consecuencia, su papel en el mantenimiento del dinamismo de la economía global hacen que su reacción ante el incremento de las presiones inflacionistas mundiales trascienda sus propias fronteras y tenga implicaciones también globales.

### Evolución del precio de las materias primas

La tendencia alcista de los precios de los productos primarios comenzó en 2002. Desde entonces hasta abril de 2008 han acumulado un incremento del 277%, en términos nominales, y del 214% en términos reales, según el índice del FMI, que es el que se utiliza en este artículo (véanse los paneles superiores del gráfico 1). Detrás de estas cifras, sin embargo, se observa un comportamiento diferenciado entre materias primas. En el período 2002-2006, los precios de los alimentos mostraron un crecimiento muy moderado, mientras que los precios de los metales y de la energía crecían de manera muy significativa; por el contrario, desde 2006, las alzas en los precios de los alimentos han cobrado un mayor protagonismo, registrando un crecimiento medio anual del 23%, en términos reales, superior al de los metales (19%) y próximo al de la energía (24%). Esta tendencia al alza se ha intensificado en el último año, de tal manera que la tasa interanual de crecimiento del índice agregado se sitúa ahora en el 40%, la de los alimentos en un nivel similar, y la de la energía en el 60%. El precio del petróleo ha alcanzado máximos históricos, en términos reales, mientras que los precios de los metales y de los

1. Agradecemos a Sarai Criado su trabajo sobre la subida del precio de las materias primas alimenticias, que sirvió de base para el segundo epígrafe de este artículo, y a José María Martínez Pérez la elaboración de los gráficos de este artículo. 2. Véase Alberola, Broto y Gallego (2008).



FUENTES: FMI, BCE, USDA y Banco de España.

- a. «Alimentos» incluye cereales, aceites vegetales, carne, marisco, azúcar, plátanos y naranjas. «Metales» incluye cobre, aluminio, óxido de hierro, estaño, níquel, zinc, plomo y uranio. «Energía» incluye petróleo, gas natural y carbón. Para deflactar se ha utilizado el IPC de EEUU.
- b. Media anual construida con los últimos doce meses disponibles.
- c. Cientos de miles de toneladas en el caso de los metales, y miles de toneladas en el resto.
- d. Maíz, arroz, soja y trigo.
- e. Incluye coste de combustible para transporte y coste de fertilizantes.

alimentos se han situado en niveles no alcanzados desde al menos 1980, en términos nominales; en términos reales, sin embargo, se encuentran alejados de sus máximos históricos. En definitiva, el alza intensa, prolongada y generalizada de los precios de las materias primas, tras veinte años de tendencia descendente, ha supuesto un cambio fundamental en la configuración de precios relativos a nivel global.

Las razones que explican el incremento de las materias primas son, en su mayoría, de carácter estructural y están centradas en el desajuste entre la aceleración de la demanda y la respuesta relativamente rígida de la oferta<sup>3</sup>.

3. Véase el recuadro 3.1 del Informe Anual, 2007, del Banco de España.

Entre las consideraciones de demanda, cabe destacar el desarrollo económico de los países emergentes, que ha tenido implicaciones sustanciales sobre el consumo de todo tipo de materias primas, en parte porque su uso es más intensivo que en otras regiones. En los países en desarrollo, la eficiencia energética es menor, por lo que el incremento de demanda de energía asociado al aumento de una unidad de producción o consumo es mayor que en los países desarrollados. De modo análogo, el propio desarrollo genera cambios en los hábitos de consumo y afecta a la dieta alimenticia; así, en Asia emergente, la dieta se orienta ahora hacia un mayor consumo de proteínas e, indirectamente, de cereales. En definitiva, la contribución de los países emergentes al incremento, cada vez más intenso, de la demanda mundial de materias primas —y de alimentos, en particular— es muy superior a la de las economías avanzadas (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). Estos cambios estructurales se vienen observando desde hace tiempo y se espera que continúen ejerciendo una presión al alza sostenida sobre la demanda de materias primas.

Respecto a la oferta, es importante distinguir entre recursos renovables y no renovables. Para estos últimos, como el petróleo o los metales, la posibilidad de ajuste de la oferta suele ser reducida a corto plazo —sobre todo cuando no hay capacidad excedente— y está limitada por las reservas probadas de recursos a medio y largo plazo. Por el contrario, en el caso de los alimentos y las materias primas agrícolas, la elasticidad de la oferta tanto en el corto como en el medio y largo plazo es mayor. Sin embargo, en los últimos años, la meteorología adversa y, en algunos casos, las limitaciones al aumento de los rendimientos y de la extensión de los cultivos han obstaculizado la respuesta de la oferta.

En definitiva, la conjunción de una oferta que se ajusta lenta y limitadamente y un incremento de la demanda particularmente acusado ha llevado a una fuerte caída de inventarios y a una notable persistencia e intensidad de las alzas de precios.

Es interesante resaltar el vínculo cada vez más intenso entre la evolución del precio de las materias primas energéticas y la evolución del de las alimenticias, que se produce, principalmente, por dos canales. En primer lugar, la creciente producción de biocarburantes como sustitutos de los carburantes tradicionales, en un contexto de preocupación por el cambio climático, que ha llevado a la proliferación de subsidios a la producción. La demanda adicional de materias primas alimenticias —maíz, caña de azúcar o aceites— que ello supone imprime una presión adicional sobre sus precios y arrastra al alza a los de otros sustitutos cercanos. El impacto de los biocombustibles sobre los precios de las materias primas energéticas y alimenticias a largo plazo es incierto, pero en el caso de los productos agrícolas es un factor adicional de incremento estructural de la demanda. El segundo canal de conexión entre los precios de las materias primas alimenticias y energéticas deriva de la importancia de la energía como *input* en la explotación (fertilizantes, recolección y almacenaje) y transporte de las materias primas agrícolas. El peso de la energía en el coste de explotación oscilaba, ya en 2004, entre el 50% de algunos cereales como el trigo, y el 20% de otros productos como la soja (véase el panel inferior derecho del gráfico 1). Ambos canales están amplificando las presiones al alza sobre el precio de las materias primas agrícolas y añaden persistencia al proceso, aunque en una magnitud difícil de determinar.

Finalmente, factores financieros como el incremento de las posiciones no comerciales en materias primas, los bajos tipos de interés reales o la debilidad del dólar pueden estar intensificando las tendencias subyacentes al alza de los precios e incrementando su volatilidad.

Además, buena parte de los factores mencionados anteriormente apuntan hacia la persistencia de los precios de algunos productos básicos en niveles elevados en el medio plazo. La

persistencia será probablemente mayor en el caso de la energía que en el caso de los alimentos, por las mayores limitaciones a la expansión de la oferta. No obstante, el hecho de que la duración del actual ciclo de subidas de precios de los alimentos supere ampliamente la de ciclos previos y el intenso y creciente ritmo de incremento de la demanda subrayan las particularidades del ciclo expansivo actual también en este sector.

### **El repunte de la inflación general y la estabilidad de la inflación subyacente**

Tras varios años de relativa estabilidad, entre el 2% y el 3%, la tasa de inflación mundial comenzó a crecer a finales de 2006, y, desde entonces, esta tendencia apenas se ha visto interrumpida. Así, la tasa de inflación global pasó del 2,4% interanual en diciembre de 2006, al 4% en diciembre de 2007 y al 4,5% en marzo de 2008, un incremento de más de 2 puntos porcentuales (pp) (véase el panel superior izquierdo del gráfico 2).

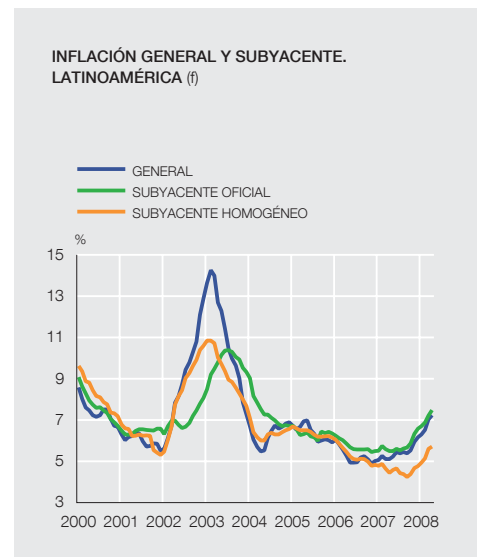
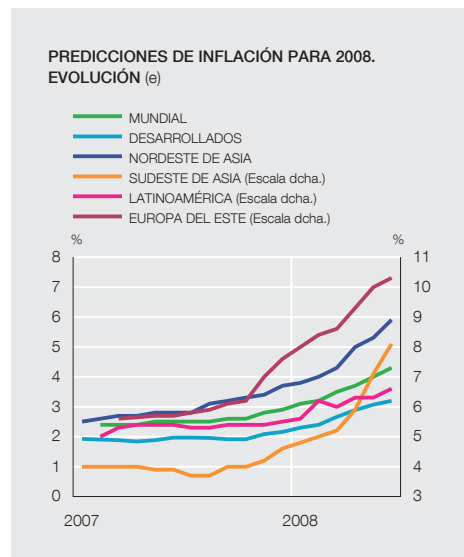
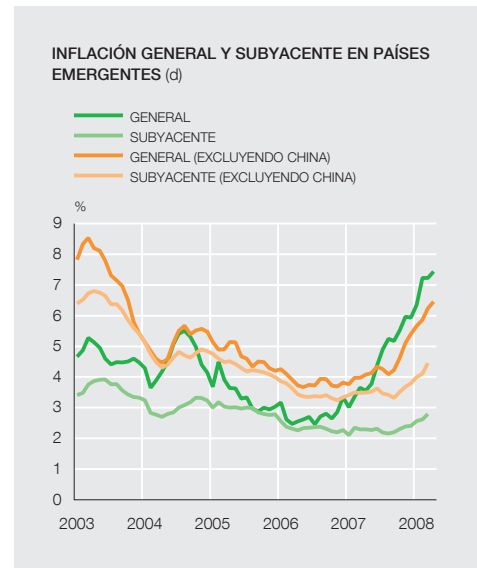
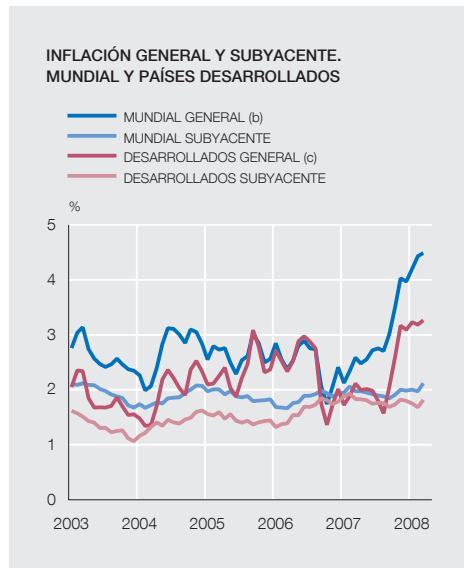
En los países desarrollados, la inflación pasó del 2% al 3,2%, un repunte de 1,2 pp, mientras que en los países emergentes se ha situado en el 7,2%, lo que supone un aumento de casi 4 pp (véase el panel superior derecho del gráfico 2). En términos relativos, el incremento también fue más acusado en el conjunto de países emergentes (un 116% desde finales de 2006, frente al 60% de las economías avanzadas). Así, los países emergentes explican, en conjunto, aproximadamente tres quintas partes del repunte global de inflación desde finales de 2006 (1,2 pp), aunque solo representan un 30% del PIB en la muestra utilizada<sup>4</sup>. El repunte ha sido mayor y más prolongado en China (de 5,5 pp y casi un 200% en términos relativos)<sup>5</sup>, de forma que su contribución ha alcanzado 0,8 pp.

Esta evolución alcista de los precios al consumo ha dado lugar a sucesivas revisiones al alza de las previsiones de inflación para 2008, para todas las áreas geográficas, a partir de la segunda mitad de 2007 (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 2). Las revisiones que se han hecho para Europa del Este y para el Sudeste Asiático han sido especialmente significativas, de más de 3 pp con respecto a la previsión de mediados de 2007. Sin embargo, las expectativas a medio y largo plazo, tanto en el consenso de mercado como las implícitas en instrumentos financieros, apuntan todavía al paulatino retorno hacia tasas de inflación previas. Así, las previsiones de inflación para diciembre de 2009 se encuentran, con carácter generalizado, bastante por debajo de las tasas actuales, en valores próximos al 2% para Estados Unidos y el área del euro, el 4% para Asia emergente y el 6%-7% para América Latina y Europa del Este.

El hecho de que el repunte de la inflación general haya tenido lugar en un contexto de inflación subyacente relativamente estable ha anclado, probablemente, las expectativas de medio plazo. En efecto, la medida de inflación subyacente mundial representada en el panel superior izquierdo del gráfico 2 se mantiene alrededor del 2%, si bien en numerosos países emergentes ha comenzado a repuntar desde finales de 2007. Esta evolución ha abierto una brecha creciente entre la inflación total y la subyacente a nivel global, que ya se sitúa por encima de los 2 pp, el máximo de los últimos años. Por áreas, el aumento de la brecha ha sido bastante generalizado, destacando, en Asia, el caso de China; en América Latina, los de Chile y Perú, y en los países desarrollados, los de Estados Unidos y el área del euro.

El análisis anterior se basa en una medida de inflación subyacente que pretende ser lo más homogénea que se pueda entre países. Para ello, en la medida de lo posible, se han excluido

4. La muestra engloba 35 países: 22 desarrollados y 13 emergentes. Los primeros comprenden el 51% del PIB mundial, y los emergentes, el 22%, es decir, la muestra representa, aproximadamente, un 73% del PIB mundial. El total de países en desarrollo y emergentes es de 141 y representan un 43,6% del PIB mundial, mientras que los desarrollados son 31 y representan el 56,4% restante, según las recientes estimaciones del Banco Mundial. 5. Excluyendo a China del agregado de países emergentes, los países desarrollados y los emergentes habrían registrado alzas de la inflación similares en términos relativos.



FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco Mundial, Consensus Forecast y Banco de España.

- a. Tasas interanuales. El índice de inflación subyacente es homogéneo, pues excluye el total de alimentos y energía para todos los países de la muestra salvo para Tailandia, Sudáfrica y, de enero de 2003 a diciembre de 2005, China.
- b. Agregado calculado a partir de datos de 35 países que representan más del 70% del PIB mundial.
- c. EEUU, Canadá, Japón, área del euro, Dinamarca, Noruega, Suecia y Reino Unido.
- d. Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú, Hungría, Polonia, República Checa, Eslovaquia, China, Corea y Tailandia.
- e. Desarrollados: EEUU, Reino Unido, área del euro y Japón; nordeste de Asia: China, Hong Kong, Corea del Sur y Taiwán; sudeste de Asia: Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia, Filipinas y Vietnam; predicciones para diciembre en Latinoamérica; predicciones para la media anual en el resto.
- f. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

del índice general de cada país los componentes de alimentos (elaborados y no elaborados) y de energía. Estas medidas difieren, en bastantes casos, de las medidas oficiales de inflación subyacente utilizadas por los bancos centrales, que frecuentemente diseñan estas medidas de forma que reflejen los cambios persistentes en el nivel de precios general. Los componentes que suelen excluirse son aquellos más volátiles o cuyas perturbaciones se consideran transitorias: alimentos no elaborados, energía, precios administrados, impacto de cambios en los impuestos indirectos, etc. La elección de una medida u otra no es inocua, tal como se

pone de manifiesto en la literatura<sup>6</sup>. El hecho de que numerosos bancos centrales la utilicen en su comunicación con el público o que, en una proporción menor, la utilicen para definir el objetivo de inflación pone de manifiesto la importancia de esta variable. En el panel inferior derecho del gráfico 2 se ilustra la divergencia entre la medida de inflación subyacente utilizada en este artículo y las utilizadas a nivel nacional, en el caso de América Latina. El agregado de las medidas de inflación subyacente oficiales de la región apunta a mayores presiones inflacionistas que la tasa homogénea y puede conducir a diferentes conclusiones sobre la evolución del componente transitorio de la inflación.

### **Materias primas alimenticias e inflación**

La brecha entre la inflación total y la subyacente pone de manifiesto que detrás del repunte de la inflación general a nivel mundial desde finales de 2006 han estado los alimentos y la energía. El panel superior del gráfico 3 ilustra adicionalmente este punto y permite además comprobar que, en los últimos meses, el crecimiento de los precios de la energía, potenciado por un efecto base considerable, ha contribuido intensamente al alza de la tasa de inflación mundial. Sin embargo, dado que el énfasis de este artículo se centra en las economías emergentes, y dado que las implicaciones de la subida del precio de los alimentos son particularmente notables para estas economías, este epígrafe se centrará en estos precios.

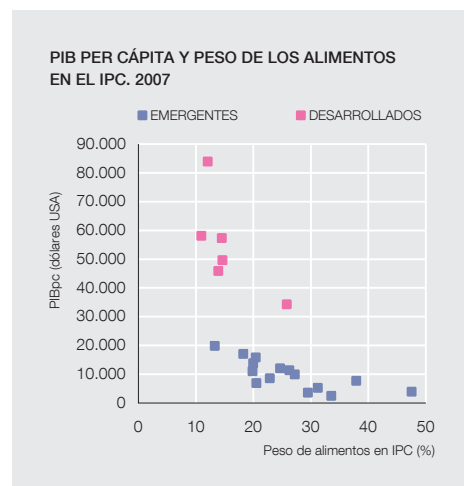
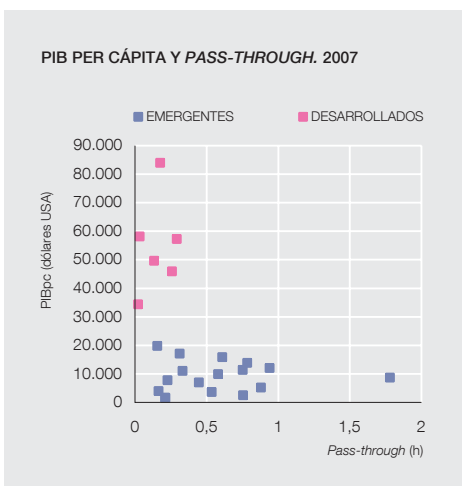
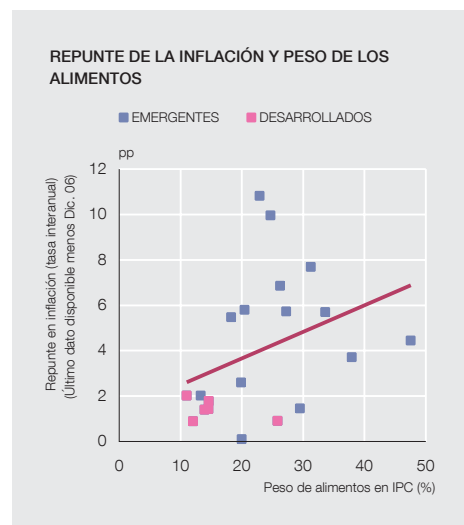
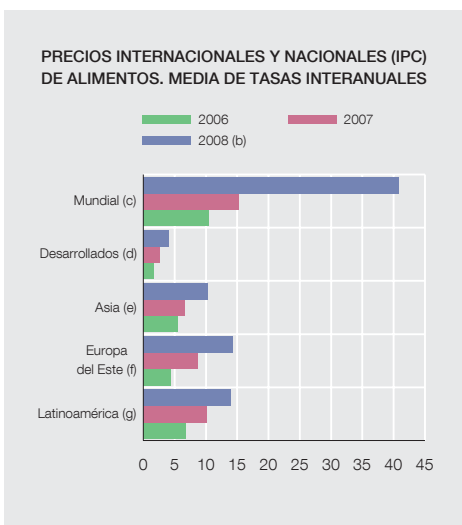
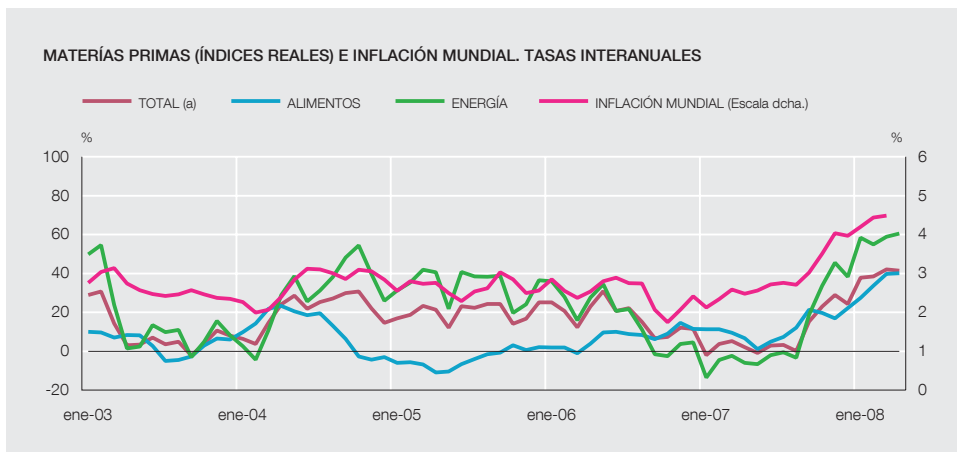
A la hora de explicar el impacto de los precios internacionales de los alimentos sobre la inflación de cada país, cabe distinguir dos tipos de efectos: (1) el denominado *pass-through*, derivado de la transmisión de los precios internacionales al correspondiente componente doméstico del IPC, y (2) el efecto composición, derivado del peso del componente de alimentos en el índice general.

Comenzando con el *pass-through*, en el panel central izquierdo del gráfico 3 se puede observar cómo ha evolucionado la inflación de alimentos por regiones entre 2006 y los primeros meses de 2008, medida a través del componente de alimentos del IPC, en relación con la evolución de las materias primas alimenticias a nivel internacional<sup>7</sup>. El fuerte incremento de estas últimas solo se ha trasladado parcialmente al componente alimenticio del IPC, aunque con diferente intensidad entre regiones, y el *pass-through* ha tendido a ser mayor en los países emergentes. Este resultado es razonable, pues el porcentaje que representa el coste de las materias primas en el coste total del bien de consumo final suele ser mayor cuanto menor es el nivel de desarrollo. La razón es, presumiblemente, que el valor añadido entre el producto primario y el bien de consumo es más reducido, debido a los menores costes salariales y al menor número de fases de elaboración e intermediación.

Por lo que respecta al efecto composición, ante un mismo repunte de la inflación de alimentos en cada país, cuanto mayor sea el peso de ese componente, mayor tenderá a ser el impacto sobre la inflación general. En este sentido, un sencillo análisis estadístico indica que, efectivamente, para una muestra amplia de países, existe una relación positiva —que es estadísticamente muy significativa— entre el peso de los alimentos en el IPC y el repunte en la inflación general desde finales de 2006 hasta el último dato disponible en el momento de elaboración de este artículo. Esta relación positiva, que se ilustra en el panel central derecho del gráfico 3, es robusta frente a consideraciones sobre el nivel de inflación de partida de cada país y confirma

---

6. Para una comparación internacional de las distintas medidas de inflación subyacente oficiales, véanse, por ejemplo, McCauley (2007) y Banco de México (2007). Para un análisis de los problemas de construcción de una medida de inflación subyacente y de las implicaciones que tienen distintas opciones, véase, por ejemplo, Clark (2001) o Silver (2006). 7. Las cifras para 2008 están calculadas utilizando únicamente la información de los primeros meses del ejercicio. Si continuaran registrándose el resto del año tasas interanuales similares a las de estos primeros meses, la inflación de alimentos en 2008 sería superior a la de 2007 y significativamente superior a la de 2006 en la mayoría de los países.



FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI, Banco Mundial y Banco de España.

- a. Índice de precios de materias primas del FMI, deflactado por el IPC de EEUU.
- b. Hasta abril.
- c. Componente de alimentos del índice de precios de materias primas del FMI.
- d. EEUU, Canadá, Japón, área del euro, Noruega, Suecia, Dinamarca, Reino Unido y Suiza.
- e. China, Corea, Indonesia, Filipinas y Tailandia.
- f. Hungría, Polonia, República Checa, Letonia, Lituania, Estonia, Eslovaquia, Bulgaria y Rumanía.
- g. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Venezuela y Perú.
- h. Ratio «inflación doméstica alimentos/inflación internacional de alimentos».

la relevancia del efecto composición: una diferencia de 10 pp en el peso de los alimentos en el IPC implica un punto porcentual más de repunte de la inflación.

Adicionalmente, los paneles inferiores del gráfico 3 muestran que, cuanto menor es la renta per cápita, mayor tiende a ser el peso de los alimentos en el índice general de precios al consumo y mayor también la transmisión de un incremento de los precios internacionales de los alimentos a los precios nacionales de dichos productos. Ambos factores explican por qué en los países emergentes el repunte de la inflación —al que ha contribuido de modo fundamental el incremento del precio de las materias primas alimenticias— ha sido aproximadamente 3 pp mayor que en los países desarrollados.

Existen otros factores adicionales, algunos de ellos idiosincrásicos, que pueden haber afectado al impacto de la subida de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación en cada país, por ejemplo, la posición cíclica o las perturbaciones de distinto tipo en cada economía. Así, en los últimos años se han identificado fuertes presiones de demanda y síntomas de sobrecalentamiento en un buen número de economías emergentes. La posición cíclica y las presiones de demanda están vinculadas a dos elementos a los que se debe prestar especial atención en las circunstancias actuales, y que, como se verá en la próxima sección, están también muy relacionados entre sí:

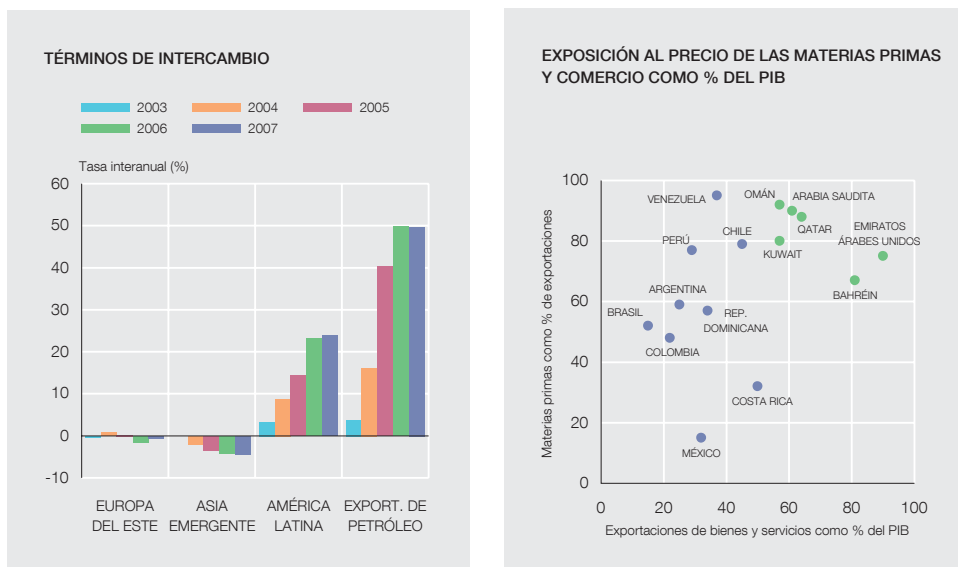
- a) la evolución de la relación real de intercambio, es decir, el precio relativo de las exportaciones respecto a las importaciones, sobre todo en los países exportadores de materias primas;
- b) las opciones de política económica de cada economía y, muy particularmente, la política monetaria y su relación con el régimen de tipo de cambio vigente.

### ***El ajuste de la economía y la respuesta de las políticas monetarias***

El repunte de la inflación, después de un período prolongado de tasas muy moderadas, suscita cuestiones y desafíos importantes, tanto a nivel global como a nivel de las autoridades nacionales, ya sea en los países desarrollados o en los emergentes. No obstante, los retos son más acusados para estos últimos, por dos razones. La primera, porque la consecución de bajas tasas de inflación ha sido un logro reciente: la moderación sustancial y persistente de la inflación en la mayoría de regiones emergentes, y de modo muy destacado en América Latina, se produjo en los años noventa como consecuencia de la utilización de anclas nominales, primero externas (alguna variante de tipos de cambio fijos o rígidos) y, cada vez más, internas, a través de regímenes de objetivos de inflación y de una mayor disciplina monetaria por parte de los bancos centrales. El proceso de desinflación también se vio favorecido por la inserción en el comercio global de nuevos competidores muy dinámicos, como China, y por los procesos de reformas estructurales. En estas circunstancias, el reciente repunte de la inflación constituye una prueba crítica para estos países, pues va a permitir calibrar si la transición hacia un régimen de baja inflación sostenido, fundamentado en el anclaje de las expectativas de los agentes y la credibilidad de la autoridad monetaria, se consolida o se corre el riesgo de desandar el camino recorrido en los últimos años, en términos de estabilidad de precios.

La segunda razón es que numerosos países emergentes son exportadores de materias primas, y esto supone un reto adicional en términos de presiones inflacionistas. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 4, los países exportadores de petróleo y las economías latinoamericanas, exportadoras de metales y materias primas agrícolas, han mejorado sustancialmente sus términos de intercambio en los últimos años, siendo además economías abiertas (véase panel derecho del gráfico 4).





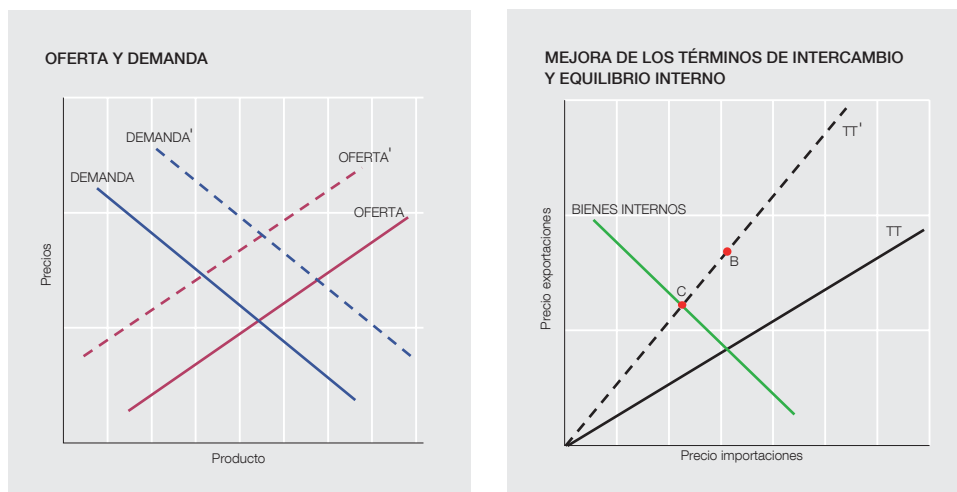
FUENTES: FMI y Banco de España.

IMPACTO Y AJUSTE ECONÓMICO DEL ALZA EN EL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS

Para evaluar de un modo más preciso la respuesta adecuada de las políticas económicas a un incremento persistente del precio de las materias primas, es conveniente empezar analizando el impacto sobre la economía y los mecanismos de ajuste.

El incremento de los precios de las materias primas que se utilizan en los procesos productivos supone un aumento de los costes de producción, lo que, en el tradicional esquema de oferta y demanda agregadas, se traduce en un desplazamiento hacia arriba de la curva de oferta (véase el panel izquierdo del gráfico 5): la misma cantidad de producto se ofrece a un precio mayor. El impacto de un aumento del precio de las materias primas sobre la demanda agregada depende de si supone una mejora o un empeoramiento de los términos de intercambio. Esta relación se recoge en el panel derecho del gráfico 5, donde el incremento de la pendiente de la recta TT refleja una mejora de los términos de intercambio y la recta perpendicular recoge el equilibrio en el mercado de bienes internos (no comercializables) producidos por un país [véase Dornbusch (1980) y Obstfeld y Rogoff (1996)]. Si se produce una caída de los términos de intercambio, el valor de la renta real del país disminuye, lo que se traduce en una menor capacidad de gasto que restringe la demanda agregada. Este efecto mitiga, en cierta medida, el impacto inflacionista del alza de las materias primas, pero intensifica el ajuste de la actividad (la curva de demanda se mueve a la izquierda). Por el contrario, si los términos de intercambio mejoran, el poder adquisitivo del país se incrementa y, en circunstancias normales, se produce una mejoría de la balanza exterior. En términos del esquema de oferta y demanda, se produce un desplazamiento a la derecha de la curva de demanda, indicativo del carácter expansivo de la mejora de los términos de intercambio. Esta mejora también induce un aumento de la producción y de la inversión en los sectores exportadores, que tiene un efecto positivo sobre la oferta y el producto potencial, pero no necesariamente contrarresta el impacto negativo sobre el incremento de costes en el resto de la economía (por simplicidad, este efecto no se recoge en el esquema de oferta y demanda).

La primera conclusión de este análisis simplificado es que el impacto del alza de los precios de las materias primas es inflacionista, y lo será en mayor medida cuanto mayor sea la utilización de las materias primas como *input* en los diferentes procesos productivos (desplazamiento de la oferta agregada) y cuanto mayor sea la mejora de los términos de intercambio



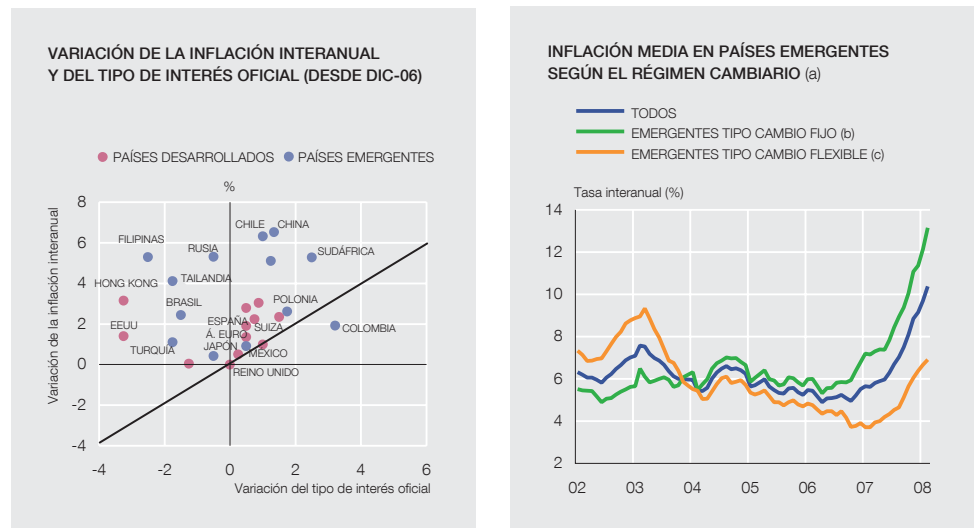
FUENTE: Banco de España.

(desplazamiento de la demanda agregada). El impacto final sobre la actividad dependerá del desplazamiento relativo de las curvas de oferta y demanda y de su elasticidad.

La acomodación de la economía a esta perturbación sobre los términos de intercambio requiere un ajuste del tipo de cambio real. En el caso de una mejora de los términos de intercambio, se debe producir una apreciación del tipo de cambio real (mayor cuanto más permanente se perciba esa mejora), que supone una mayor demanda de importaciones en detrimento de los bienes no comercializables internos, de tal modo que el superávit exterior tiende a moderarse y el exceso de demanda interno se corrige. En los términos que se utilizan en el panel derecho del gráfico 5, esta apreciación se traduce en un equilibrio sobre el punto C.

La apreciación real puede verificarse a través de una revalorización del tipo de cambio nominal o de una mayor inflación. Bajo un régimen de tipo de cambio flexible, esta sería la variable más susceptible de ajustarse, mientras que, si se mantiene la rigidez cambiaria, el ajuste tendría que producirse a través de mayores presiones inflacionistas. Bajo tipos de cambio flexibles, la política monetaria puede colaborar a contener la inflación a través de un incremento de los tipos de interés que contribuya a la moderación de la demanda y facilite el ajuste del tipo de cambio nominal. Por el contrario, la rigidez cambiaria dificulta el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, puesto que el tipo de cambio no colabora a la hora de mitigar las presiones inflacionistas, ni tampoco se puede, en un contexto de libre circulación de capitales, incrementar autónomamente los tipos de interés. Bajo estas condiciones, la capacidad de hacer frente a las presiones inflacionistas a través de la política monetaria se estrecha notablemente y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se incrementan de manera considerable.

En el caso de que los términos de intercambio se deterioren —es decir, en los países que no son exportadores netos de materias primas, entre ellos la gran mayoría de países desarrollados—, la respuesta requerida de política monetaria es menos exigente: por un lado, las presiones de demanda operan en la dirección del ajuste requerido; por otro, es de esperar que la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal, que puede incrementar las presiones inflacionistas, sea de menor orden de magnitud que en el caso contrario, puesto que la importancia relativa de las materias primas en las importaciones de un país suele ser mucho menor que la que tienen en las exportaciones de los países que se benefician de la mejoría de los términos de intercambio.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Régimen cambiario asignado según «De Facto Classification of Exchange Rates Regime and Monetary Policy Framework» del FMI, julio de 2006.

b. Bolivia, Bulgaria, China, Ecuador, Honduras, Hungría, Irán, Letonia, Lituania, Nicaragua, Panamá, Arabia Saudita, Ucrania y Venezuela.

c. Brasil, Colombia, Croacia, Guatemala, Corea, Perú, Polonia, Rumanía, Rusia, Singapur, Sudáfrica y Uruguay.

#### LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la práctica, la respuesta de política monetaria de los distintos bancos centrales al repunte de la inflación ha sido muy diversa y es difícil considerarla al margen del contexto de turbulencia financiera, de acusada desaceleración de Estados Unidos y de deterioro de las perspectivas de crecimiento globales.

En el panel izquierdo del gráfico 6, se representan la variación —en puntos porcentuales— en los tipos de interés oficiales y en la inflación desde el inicio del repunte (finales de 2006), distinguiendo entre economías desarrolladas y emergentes. Los puntos por encima de la diagonal entre los ejes indican una reducción de los tipos de interés reales, lo que proporciona una indicación de los países que, a posteriori, han relajado sus condiciones monetarias en el período considerado. Esta interpretación está sujeta a cautelas importantes, pues las decisiones sobre el tono de la política monetaria se toman en relación con la evolución esperada de la inflación, y no en relación con la inflación observada ex post. En cualquier caso, es llamativo que, aunque una mayoría de países han incrementado sus tipos de interés oficiales, el incremento de la inflación ha supuesto que en todos menos uno (Colombia) los tipos reales se hayan reducido, lo que sugiere que las condiciones monetarias se han vuelto más laxas de modo generalizado en este período de repunte de la inflación<sup>8</sup>. Esta conclusión es aplicable a economías desarrolladas y emergentes, si bien destaca la notable caída de los tipos reales en Estados Unidos y en un buen número de economías emergentes (como China o Rusia), superior a los 4 pp.

Con respecto al régimen cambiario, en el panel derecho del mismo gráfico se calcula la inflación media para una muestra de países emergentes, y se desglosa entre los países con tipos de cambio fijo o rígido y con tipos de cambio flexibles, según la clasificación del FMI. La inflación es muy superior en los regímenes de tipo de cambio rígido (13%, frente al 7%) y el repunte reciente también es más acusado, tanto en términos absolutos como relativos. Esta situación es la con-

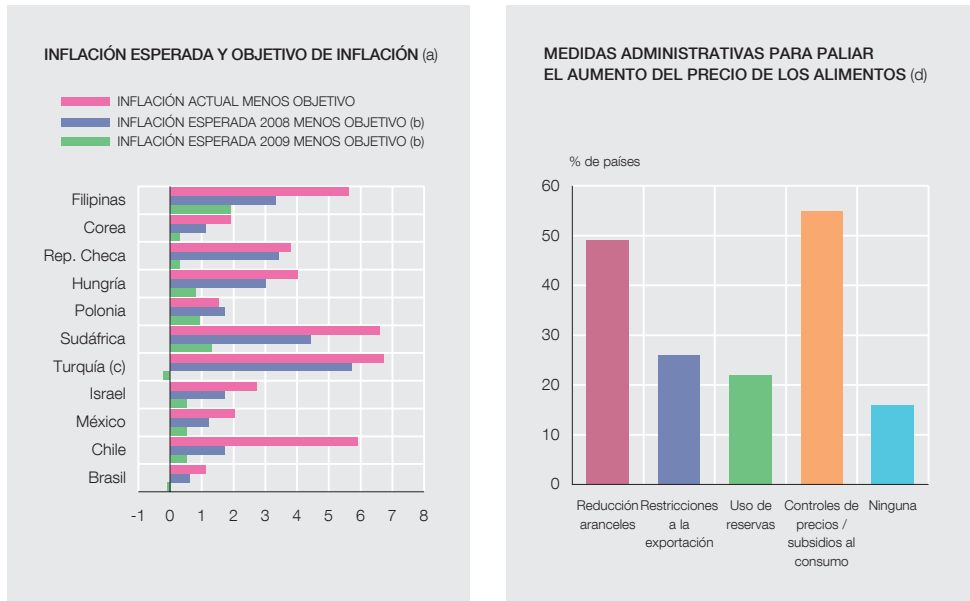
8. Hay que señalar, en todo caso, que algunos países han endurecido las condiciones monetarias con medidas alternativas, como unos mayores coeficientes de reservas.

traría de la predominante hace unos años, cuando el ancla cambiaria era fundamental para reducir las expectativas de inflación. Las presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio real, características de las economías emergentes en los últimos años, bien por la mejoría de los términos de intercambio, bien por las fuertes entradas de capital, han conducido a una mayor inflación en las economías que tienen tipos de cambio rígidos. Un ejemplo paradigmático son las economías del Golfo Pérsico, que han registrado mejoras muy sustanciales en sus términos de intercambio y cuyas monedas están vinculadas al dólar, lo que complica notablemente la gestión de sus políticas monetarias: además de tener que llevar a cabo una política monetaria más laxa que la necesaria, paralela a la relajación monetaria de Estados Unidos, sus monedas se han depreciado (en términos efectivos reales). Tal combinación intensifica las presiones inflacionistas, ya de por sí notables. De este modo, el marco actual de política monetaria pone en serios aprietos a los bancos centrales de la región para mantener la estabilidad de precios.

La evidencia aportada por los gráficos anteriores sugiere que, en general, la política monetaria está respondiendo solo de un modo limitado al incremento de la inflación y que los regímenes de tipo de cambio rígido han tendido a limitar aún más la respuesta. Es conveniente reiterar que el alza en el precio de las materias primas es un cambio en los precios relativos. En principio, la política monetaria debería orientarse a evitar que ese ajuste de precios relativos dé lugar a efectos de segunda ronda sobre precios y salarios, y a mantener ancladas las expectativas de inflación. La moderada respuesta de las políticas monetarias en los países desarrollados se puede explicar, en este contexto, por el hecho de que las expectativas de inflación permanecen ancladas, aunque la preocupación a este respecto se está incrementando. También cabe recordar que se ha producido una notable revisión a la baja de las expectativas de crecimiento en Estados Unidos y en otras economías avanzadas, y que persiste todavía la incertidumbre respecto a la evolución de los mercados financieros internacionales y su impacto en la economía global.

Resulta más llamativa la timidez de la respuesta en los países emergentes, dado el continuado dinamismo de la demanda, que es aún más acusado en los países exportadores de materias primas. Incluso en los países con tipos de cambio flexible se ha observado una tendencia a evitar las apreciaciones bruscas de las monedas, lo que ha llevado a varios Gobiernos a intervenir en los mercados cambiarios. Las razones para limitar las apreciaciones de las monedas o reevaluar el tipo de cambio en el caso de regímenes fijos son de diverso tipo. En primer lugar, ciertos sectores de bienes comerciables, distintos de las materias primas, han visto empeorar su competitividad («enfermedad holandesa») y ven en peligro su continuidad, lo que supone un impacto permanente sobre la estructura productiva y exportadora. Este sería un proceso natural de ajuste si el cambio en los precios relativos es permanente, pero existe incertidumbre al respecto, lo que explica la resistencia a la apreciación. En segundo lugar, dada la magnitud del incremento del precio de los alimentos y el petróleo, algunas autoridades justifican la reticencia a la apreciación en que serían necesarias apreciaciones del tipo de cambio muy sustanciales para que estas tengan un impacto relevante en el control de la inflación; sin embargo, este argumento puede aplicarse a la inflación de alimentos, pero no tanto a la inflación total, que es la que el banco central tiene el mandato de controlar. Por último, puede argumentarse que permitir una apreciación de las monedas atrae más flujos de capitales a corto plazo, al generar expectativas de nuevas apreciaciones en el futuro, lo que intensificaría aún más las presiones a la apreciación.

Las bajadas de tipos de interés oficiales llevadas a cabo por Reserva Federal de Estados Unidos han ampliado los diferenciales de tipos de interés oficiales entre la Fed y muchos bancos centrales de economías emergentes, haciendo más difícil la resistencia a las presiones apreciatorias e inflacionistas para estos países. Como consecuencia de ello, y para hacer compatible el necesario tensionamiento monetario con la contención de la apreciación, algu-



FUENTES: Consensus Forecast, Estadísticas nacionales, FAO y Banco de España.

- a. Para los casos en los que el objetivo de inflación viene determinado por un intervalo de valores, se ha considerado el punto medio del rango.
- b. Predicciones para diciembre en países de Latinoamérica; predicciones para la media anual en el resto.
- c. Objetivo de inflación revisado recientemente para 2009. Anteriormente era del 4%, y ahora, del 7,5%.
- d. Muestra de 77 países.

nos bancos centrales han recurrido al aumento de los requerimientos de reservas bancarias (coeficiente de caja) o a la imposición de controles de capital temporales. Estas medidas pueden ser útiles a corto plazo, aunque pueden tener otro tipo de implicaciones sobre la transmisión de la política monetaria y suelen ser poco efectivas en el medio plazo.

El repunte de la inflación puede erosionar la credibilidad de la autoridad monetaria, puesto que se ha abierto una brecha sustancial entre la inflación objetivo (o prevista oficialmente) y la observada. En el panel izquierdo del gráfico 7 se representa esta brecha para una muestra de países emergentes con objetivos directos de inflación, en la columna superior; en las columnas inferiores se recoge la divergencia esperada a final de 2008 y de 2009. Aunque la brecha se estrecha en el medio plazo notablemente, incluso en el horizonte más amplio (la tercera columna) sigue siendo positiva en casi todos los países.

Esta evolución supone un reto para los bancos centrales de estos países, pues su credibilidad está asociada, en el medio plazo, al cumplimiento de los objetivos anunciados. En parte como consecuencia de ello, en los últimos meses han surgido diversas propuestas para modificar el objetivo de inflación en algunos países: adoptando un objetivo de inflación subyacente, en lugar de la inflación total, pues es menos vulnerable a las desviaciones de corto plazo; ampliando los períodos de tiempo en que se debe alcanzar el objetivo de inflación o, como Turquía, redefiniendo al alza la tasa de inflación objetivo. En todos los casos se persigue tener un mayor margen de maniobra para modular la respuesta de política monetaria ante cambios en la inflación que pueden ser temporales y debidos a productos específicos. La adopción de un objetivo de inflación subyacente se puede justificar teóricamente, además, porque esta es la que se puede ver afectada más directamente por la política monetaria. No obstante, detrás de este debate puede haber también presiones externas al banco central, lo que suscita cuestiones sobre la independencia de la autoridad monetaria.

Como se subrayó al inicio de este epígrafe, el repunte actual de la inflación pone a los países emergentes ante una prueba fundamental para consolidar los avances conseguidos en este ámbito en los últimos años. Por ello, resulta recomendable, en general, que las autoridades monetarias respeten los marcos establecidos para lograr sus metas de inflación y resistan la tentación (o las presiones) para cambiar esos objetivos, pues ello puede suponer una pérdida de credibilidad de la política monetaria y del banco central como institución. En este contexto, resulta particularmente importante la política de comunicación de los bancos centrales, para transmitir adecuadamente tanto la justificación de posibles incumplimientos del objetivo de inflación como las decisiones de política monetaria que se tomen. Esta recomendación se aplica de igual manera a economías avanzadas y economías emergentes, cualquiera que sea el régimen de política monetaria.

### ***La respuesta del resto de políticas económicas***

Al ajuste de la economía al alza de los precios de las materias primas puede contribuir otro tipo de políticas, que también ayuden a limitar el impacto inflacionista de esta perturbación.

Un papel destacado es el de la política fiscal, que debería apoyar a la política monetaria a la hora de moderar las presiones de inflación. En aquellos países donde los términos de intercambio mejoran y tienen un impacto positivo sobre los recursos fiscales, de lo dicho anteriormente se infiere que la política fiscal debe adoptar un tono contracíclico, más acusado cuanto mayor sea dicha mejora y cuanto más transitoria se perciba. En ese sentido, una de las cuestiones más complicadas a la hora de instrumentar la política fiscal es cómo gestionar el aumento de recaudación derivado de la mejora en los términos de intercambio y, en particular, en qué medida ajustar al alza el nivel de gasto. Por un lado, suele haber incertidumbre sobre la persistencia del incremento; por otro lado, pueden existir límites a la capacidad de absorción de la bonanza exterior por parte de la economía y al incremento de la renta disponible. Por último, resulta conveniente establecer mecanismos de absorción y acumulación de estos recursos para contingencias cíclicas. De hecho, en algunos países exportadores de materias primas se han constituido Fondos de Estabilización o de Riqueza Soberana precisamente con el fin de amortiguar el impacto directo de la bonanza económica, diseminarlo a lo largo del ciclo y/o acumular e invertir recursos para las generaciones futuras. Aunque estos Fondos han tenido un crecimiento exponencial en los últimos años, aún existe un amplio margen de mejora en el uso eficiente de estos recursos financiero-fiscales en muchos países.

Una consideración adicional importante para el diseño de las políticas económicas en las economías emergentes es el impacto social del alza del precio de los productos básicos, particularmente afectados por el alza de las materias primas (como se vio en el panel central derecho del gráfico 3, en el caso de los alimentos). Esta preocupación ha llevado a muchos Gobiernos a adoptar una batería de medidas administrativas para limitar los aumentos de alimentos y energía para las capas más bajas de la población. El panel derecho del gráfico 7, presenta los resultados de una encuesta, elaborada por la FAO, que recoge parte de esas medidas y su elevada incidencia en una muestra amplia de países, que llega a alcanzar en algunos casos a más de la mitad de los países.

Algunas de estas medidas, como la reducción de aranceles sobre importaciones (o de impuestos), están orientadas a reducir el coste final de los productos y han sido utilizadas extensamente en los últimos meses. En última instancia, estas políticas contribuyen a disminuir las distorsiones del mercado, por lo que pueden ser consideradas positivas; las medidas encaminadas específicamente a aumentar la cantidad ofertada de materias primas y la productividad del sector agrícola (subsidios a los fertilizantes y a la inversión en maquinaria, por ejemplo) también pueden ser consideradas, a priori, favorablemente. Igualmente, las transferencias condicionales de renta, orientadas a mitigar la merma en la capacidad adquisitiva de los gru-

pos más vulnerables (y de elevado consumo relativo de alimentos), admiten, en principio, una valoración favorable. De hecho, una de las principales objeciones a los subsidios a la producción o a estas transferencias es su instrumentación, pues pueden generar distorsiones e incentivos perversos. En este sentido, cabe destacar que la experiencia de los últimos años en América Latina, con programas sociales basados en este tipo de transferencias<sup>9</sup>, muestra una infraestructura adecuada para trasladar esas ayudas de modo rápido y eficiente.

Por el contrario, numerosos países están tomando otras medidas que tienen un carácter distorsionador sobre el mercado. Entre ellas se encuentran las restricciones o prohibición a la exportación de ciertos productos, los controles o congelación de precios, o los subsidios generalizados al consumo de alimentos y combustibles. Estos últimos, además, suelen tener un carácter regresivo, pues los individuos de mayores ingresos tienden a presentar un consumo más intensivo de estos bienes. El primer tipo de estas medidas ha sido adoptado por casi un 30% de los países, mientras que los controles de precios han sido adoptados por más de la mitad, por lo que resultan ser las medidas más utilizadas. Todas estas medidas obstaculizan el ajuste de la producción y del consumo al cambio en los precios relativos y, en su mayoría, favorecen la persistencia de las alzas de precios, bien porque evitan la corrección de la demanda (por ejemplo, al trasladar la subida de precios de la materia prima al consumo final) o porque tienden a agravar las restricciones de oferta a escala global (las limitaciones a la exportación). La utilización de reservas (por el 20% de los países) también distorsiona las señales de precios, pero puede justificarse por la situación de emergencia alimentaria vivida recientemente en muchos países.

Estas medidas administrativas también tienen un impacto sobre las políticas fiscales y monetarias. De hecho, el impacto presupuestario de algunas de estas medidas supone que la política fiscal puede llegar a tomar un sesgo expansivo en un entorno inflacionista, que debería ser contrarrestado con medidas fiscales en sentido opuesto. Por otro lado, el coste fiscal de las medidas puede ser elevado —del orden de varios puntos del PIB, en algunos casos— y creciente en el tiempo, y algunas de ellas, además, contribuyen al deterioro en la cuenta corriente. En algunos países, principalmente en Asia, los Gobiernos están reduciendo estos subsidios —muchos de los cuales estaban implantados desde hace décadas— porque los costes fiscales han alcanzado niveles insostenibles. Por ello, las medidas tienen que estar bien diseñadas y ser de carácter temporal. El problema es que, por razones de economía política, algunas de estas medidas son más fáciles de introducir que de dismantelar.

Respecto a la política monetaria, el efecto directo de las medidas es su impacto sobre la inflación. El efecto puede operar en uno u otro sentido, dependiendo del tipo de medida: el control de precios tenderá a reducir la inflación en el componente afectado; una transferencia al consumo tenderá a incrementarla. Sin embargo, las implicaciones más relevantes posiblemente trascienden estos efectos y tienen que ver con el propio papel de la autoridad monetaria. Así, algunas de estas medidas administrativas, al estar orientadas a mitigar el aumento de los precios, son, en cierto modo, políticas anti-inflacionistas —si bien circunscritas a segmentos muy específicos—, que pueden entrar en competencia o ser percibidas como alternativas a la política monetaria convencional. La mayoría de ellas responden a circunstancias excepcionales, de tal modo que, una vez superadas, se deberían eliminar, pero, como se ha apuntado antes, los incentivos a veces pueden actuar en la dirección contraria y permitir su persistencia. Por ello, existe el riesgo de que este tipo de actuación tienda a arraigar, lo que podría tradu-

---

9. Estos programas de apoyo —*cash transfer programs*, en inglés— transfieren dinero a los hogares de reducidos recursos económicos, bajo la condición de que los padres envíen a sus hijos a los colegios, efectúen revisiones médicas periódicas o acudan a charlas en centros de salud locales.

cirse en conflictos entre las distintas autoridades de política económica y afectar a la credibilidad de los bancos centrales.

## Conclusiones

La subida de los precios de las materias primas, en particular la energía y los alimentos, ha desencadenado un repunte de la inflación general a nivel mundial desde finales de 2006. Este repunte ha sido mayor, en términos absolutos y relativos, en los países emergentes que en los desarrollados. Entre las posibles razones, esta mayor incidencia sobre el índice general de precios se deriva de que un menor nivel de desarrollo se traduce, en general, en un mayor peso de los alimentos en el IPC y en una transmisión (*pass-through*) más intensa de los precios internacionales de los alimentos a los precios nacionales. Aunque es difícil que se mantengan tasas de crecimiento de los precios de las materias primas como las observadas en los últimos meses, hay razones para que los precios se mantengan en niveles elevados en el medio plazo.

Entre los emergentes, las presiones inflacionistas han tendido a ser más intensas en los países exportadores de materias primas y en aquellos que mantienen tipos de cambios rígidos, en particular con el dólar. En algunos países, ambos factores se han conjugado, perfilando un panorama particularmente preocupante, pues el ajuste de la economía ante una mejora de los términos de intercambio requiere, como se ha analizado en este artículo, una apreciación del tipo de cambio real. Si esta no se produce a través de la revalorización del tipo de cambio nominal, terminará produciéndose a través de una mayor inflación.

El incremento de la inflación total apenas se ha trasladado, por el momento, a las tasas de inflación subyacente o a las expectativas de inflación a medio plazo, aunque en un número creciente de economías emergentes comienzan a observarse este tipo de efectos. Esta estabilidad, junto con la incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas y la expectativa de que las alzas de precios se acaben moderando, puede explicar que la respuesta de las políticas monetarias haya sido, en general, cauta. En definitiva, el alza del precio de las materias primas es un ajuste en los precios relativos, ante el que los bancos centrales deben permanecer vigilantes para que no genere efectos de segunda ronda y no afecte a las expectativas de inflación a medio plazo. Aún así, cabe señalar que los tipos de interés reales se han reducido en prácticamente todos los países considerados, en esta fase de repunte inflacionista, lo que sería indicativo de una relajación del tono de las políticas monetarias.

La brecha, creciente y persistente, entre inflación total y subyacente es, en todo caso, preocupante y la política monetaria se enfrenta a numerosos desafíos a escala global. Estos desafíos son, si cabe, mayores en los países en vías de desarrollo, no solo porque el repunte de la inflación ha sido mayor y porque la inflación subyacente ya está aumentando en muchos de ellos, sino porque, además, la estabilidad de precios es un logro reciente y la credibilidad anti-inflacionista está menos asentada que en las economías avanzadas, por lo que se enfrentan a una prueba crucial para consolidar el régimen de baja inflación tan costosamente conquistado. En estos países, en los que el entorno institucional puede ser menos favorable, la proliferación de medidas administrativas para contener la inflación en energía y alimentos —algunas de las cuales se justifican por la situación excepcional de los mercados— puede acabar suponiendo un reto adicional para los banqueros centrales. En concreto, se corre el riesgo de que se conviertan en un elemento perturbador de la actuación de la política monetaria y de la propia autonomía del banco central, bien por su papel distorsionador sobre los precios, bien porque acaben siendo una vía alternativa —ni convencional ni deseable— de combatir la inflación.

Ante estos desafíos y la complejidad de la gestión de la política monetaria, es fundamental que las autoridades monetarias respondan con prudencia y firmeza en todos los países,



pero particularmente en las economías emergentes, evitando cambios en el marco operativo de la política monetaria y reafirmando su autonomía y compromiso con la estabilidad de precios.

23.6.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., C. BROTO y S. GALLEGO (2008). «Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- ÁLVAREZ, L. J., e I. SÁNCHEZ (2007). «El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2008). «El incremento del precio de las materias primas alimenticias», recuadro 3.1, *Informe Anual, 2007*.
- BANCO DE MÉXICO (2007). «Consideraciones sobre la definición de la inflación subyacente», anexo 1, *Informe sobre Inflación*, julio-septiembre.
- BANCO MUNDIAL (2008). *Rising food prices: policy options and World Bank response*, abril.
- CHENG, K., T. HELBLING, V. MERCER-BLACKMAN et ál. (2008). «Commodity Market Developments and Prospects», apéndice 1.2, *World Economic Outlook*, abril, FMI.
- CLARK, T. (2001). «Comparing Measures of Core Inflation», *Economic Review*, II trimestre, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- CORBACHO, A. (2008). «Effects of Commodity Prices on Consumer Prices», recuadro 3.2, *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, abril, FMI.
- DORNBUSCH, R. (1980). *La macroeconomía de una economía abierta*, Antoni Bosch (ed.).
- ELEKDAG, S., K. KRANJNYÁK y J. LEE (2008). «The Depreciation of the U.S. Dollar: Causes and Consequences», recuadro 1.2, *World Economic Outlook*, abril, FMI.
- FAO (2008a). *Crop Prospects and Food Situation*, abril.
- (2008b). *Crop Prospects and Food Situation*, febrero.
- (2008c). «Soaring Food Prices: Facts, Perspectives, Impacts and Actions Required», *High Level Conference on World Food Security: The Challenge of Climate Change and Bioenergy*, junio.
- FMI (2007). «World Commodity Prices and LAC inflation», capítulo 3, *Regional Economic Outlook*, noviembre.
- (2008). «Commodity Boom: How Long Will it Last?», *Finance and Development*, marzo.
- McCAULEY, R. N. (2007). *Core versus headline inflation targeting in Thailand*, marzo, BPI.
- OBSTFELD, M., y K. ROGOFF (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, Massachusetts Institute of Technology.
- SILVER, M. (2006). *Core Inflation Measures and Statistical Issues in Choosing Among Them*, abril, FMI.



### 1 Las sociedades de garantía recíproca en 2007

En el ejercicio 2007, el número de sociedades de garantía recíproca (SGR) se mantuvo en 23 y su actividad continuó creciendo, pero de forma más pausada que en 2006. Así, las solicitudes y concesiones de avales superaron a las del ejercicio anterior en el 14%, muy por debajo del crecimiento del 32% registrado en 2006, mientras que los avales formalizados en el ejercicio alcanzaron los 2,4 mm de euros, lo que representó un crecimiento del 8,2%, frente al 24,9% de 2006 (véase cuadro 2).

El riesgo vivo por garantías y avales prestados por las SGR ascendió a 5.646 m€, con un crecimiento del 17%. Las SGR habían transferido una parte importante de dicho riesgo (39% del total), fundamentalmente a la Compañía Española de Reafianzamiento, SA (CERSA)<sup>1</sup>. Por su parte, los riesgos vivos netos de reaval continuaron con su tendencia ascendente sobre el total, al crecer al 19,7% (véanse cuadros 1 y 2).

En cuanto a la distribución de los riesgos vivos según los sectores de actividad, el sector terciario mantuvo su protagonismo, ya que absorbió aproximadamente el 60% de las garantías, seguido del industrial con un 23%, distribuyéndose el resto de los riesgos entre los sectores primario y de la construcción. En cuanto al crecimiento se refiere, se apreció una cierta desaceleración en los distintos sectores, con la excepción del industrial, que creció el 16%, 5 puntos porcentuales (pp) más que en 2006 (véanse el panel A del gráfico 1 y el cuadro 2).

La concentración de la actividad del sector es alta, ya que las tres mayores representan casi el 60% del conjunto, a pesar de que en los últimos años se ha producido una ligerísima tendencia en sentido contrario, por el crecimiento del peso de las SGR de menor tamaño (véase el panel B del gráfico 1).

Los recursos propios crecieron el 16%, debido, sobre todo, a las aportaciones realizadas por los socios partícipes. Dicho crecimiento fue muy inferior al excepcional de 2006 (32%), año en el que se incorporaron dos nuevas SGR (véanse el panel C del gráfico 1 y el cuadro 1). El número de socios creció un 5,7%, ligeramente por debajo de los años anteriores, hasta situarse en 758 socios protectores y 90.633 socios partícipes, que aportaron, estos últimos, algo más del 60,5% de los recursos desembolsados totales.

Los recursos propios computables a efectos del cumplimiento de sus requisitos de solvencia, que incluyen el fondo de provisiones técnicas neto de las específicas para riesgos (FPTN), se situaron en 604 m€ (+13,3%), lo que representó el 145% de sus requerimientos de recursos propios mínimos al cierre del ejercicio 2007.

La morosidad total se situó en el 5,45% para el conjunto de riesgos, con un crecimiento de 34 puntos básicos (pb), y en el 4,55% para los riesgos no reavalados, con un crecimiento de 48 pb. Los fondos de insolvencias mostraron un crecimiento (37,7%) muy superior al de la actividad (17%), pasando de 42 m€ a 57,5 m€ (véanse el panel D del gráfico 1 y el cuadro 3). Por otro lado, el ingreso medio de los avales no se modificó sustancialmente en 2007, ya que los ingresos totales por el conjunto prestado de avales y garantías se mantuvieron bastante

1. Mayoritariamente se trata del reafianzamiento de hasta el 75% de operaciones de avales de crédito o dinerarios de las SGR, que, a su vez, CERSA puede compartir, cediéndolo parcialmente, con otras instituciones públicas españolas o, en particular, con el Fondo Europeo de Inversiones.

estables y ligeramente por debajo del 1%. Si, en vez del concepto avales, solo se consideran los no reavalados, la ratio anterior pasa a ser del 1,56% en 2007, con un perfil temporal ligeramente más descendente que el del anterior (véase el panel E del gráfico 1).

En resumen, 2007 ha representado un ejercicio en el que las SGR, a pesar de la ligera desaceleración del ritmo de crecimiento de su actividad y de los socios, han mantenido el nivel de los resultados ordinarios, mejorando su eficiencia en 5 pp, hasta situar la ratio en el 50%, lo que ha supuesto un crecimiento del 35% del margen de explotación, que mejoró 7pb en términos relativos sobre los riesgos totales medios, hasta los 0,65% de RTM (véanse el panel F del gráfico 1 y el cuadro 4).

A continuación de esta nota introductoria, en la que se resumen la actividad y los resultados de las sociedades de garantía recíproca, se presenta la información gráfica y estadística correspondiente a las mismas de forma agregada, según el siguiente índice:

Gráfico 1. Magnitudes básicas

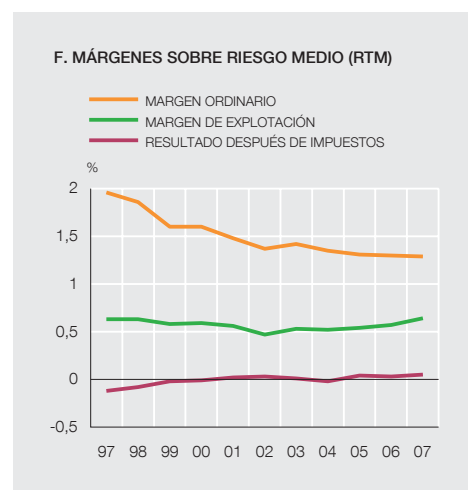
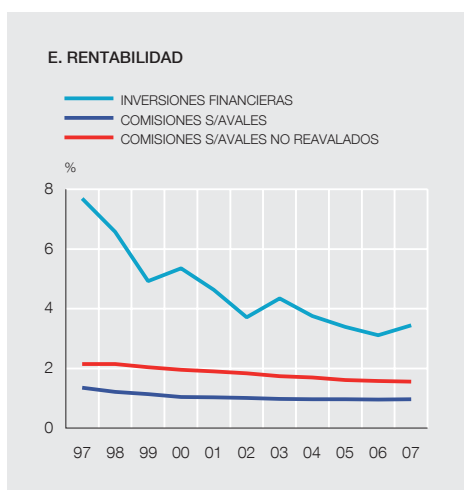
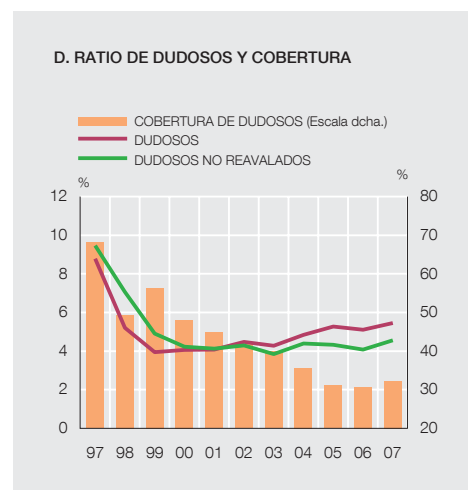
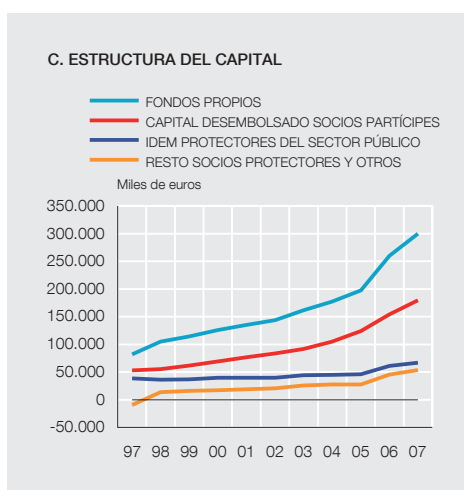
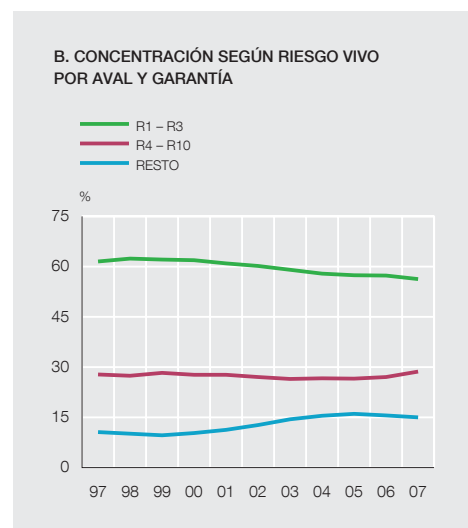
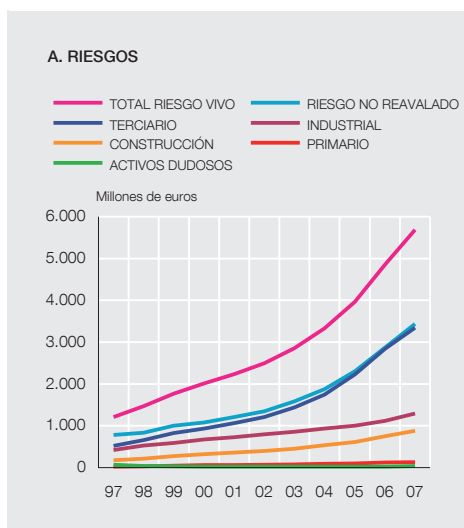
Cuadro 1. Balance e información complementaria

Cuadro 2. Detalles del riesgo vivo por avales y de las operaciones del ejercicio

Cuadro 3. Riesgos, dudosos y cobertura

Cuadro 4. Cuenta de resultados

10.6.2008.



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 9 de junio de 2008.

Miles de euros y %	Importe				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
<b>BALANCE:</b>												
Activos interbancarios	118.106	160.397	177.677	235.994	24	29	26	30	39,4	35,8	10,8	32,8
Activos dudosos	22.216	22.331	24.452	39.473	5	4	4	5	-2,3	0,5	9,5	61,4
Cartera de valores neta	296.690	323.979	419.538	457.338	61	58	62	58	9,5	9,2	29,5	9,0
<i>Renta fija neta</i>	<i>270.526</i>	<i>294.627</i>	<i>388.362</i>	<i>427.562</i>	<i>56</i>	<i>53</i>	<i>57</i>	<i>54</i>	<i>9,0</i>	<i>8,9</i>	<i>31,8</i>	<i>10,1</i>
De la que: AAPP	103.838	102.539	92.322	86.569	21	18	14	11	-4,0	-1,3	-10,0	-6,2
<i>Renta variable neta</i>	<i>26.163</i>	<i>29.353</i>	<i>31.175</i>	<i>29.778</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>4</i>	<i>14,9</i>	<i>12,2</i>	<i>6,2</i>	<i>-4,5</i>
Inmovilizado neto	30.499	32.109	31.227	30.944	6	6	5	4	13,2	5,3	-2,7	-0,9
Deudores y otras	17.070	18.805	27.130	28.139	4	3	4	4	3,3	10,2	44,3	3,7
<b>Total</b>	<b>484.579</b>	<b>557.622</b>	<b>680.028</b>	<b>791.891</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>14,9</b>	<b>15,1</b>	<b>22,0</b>	<b>16,4</b>
Fondos propios	177.137	197.226	259.930	299.992	37	35	38	38	9,6	11,3	31,8	15,4
<i>Socios protectores</i>	<i>74.565</i>	<i>76.558</i>	<i>106.365</i>	<i>119.734</i>	<i>15</i>	<i>14</i>	<i>16</i>	<i>15</i>	<i>3,2</i>	<i>2,7</i>	<i>38,9</i>	<i>12,6</i>
<i>Socios partícipes</i>	<i>104.879</i>	<i>123.946</i>	<i>153.931</i>	<i>179.675</i>	<i>22</i>	<i>22</i>	<i>23</i>	<i>23</i>	<i>14,8</i>	<i>18,2</i>	<i>24,2</i>	<i>16,7</i>
<i>Reservas netas</i>	<i>-2.308</i>	<i>-3.287</i>	<i>-368</i>	<i>582</i>	<i>0</i>	<i>-1</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>10,9</i>	<i>42,4</i>	<i>-88,8</i>	<i>—</i>
Resultado neto	-553	1.577	1.354	2.884	0	0	0	0	—	—	-14,1	113,0
Fondo prov. técnicas (neto)	201.917	228.458	271.477	300.898	42	41	40	38	14,7	13,1	18,8	10,8
<i>Con cargo a resultados</i>	<i>118.036</i>	<i>133.795</i>	<i>170.883</i>	<i>203.600</i>	<i>24</i>	<i>24</i>	<i>25</i>	<i>26</i>	<i>16,3</i>	<i>13,4</i>	<i>27,7</i>	<i>19,1</i>
<i>Otras aportaciones</i>	<i>119.693</i>	<i>131.974</i>	<i>143.455</i>	<i>156.274</i>	<i>25</i>	<i>24</i>	<i>21</i>	<i>20</i>	<i>13,4</i>	<i>10,3</i>	<i>8,7</i>	<i>8,9</i>
<i>Menos FPT aplicado (a)</i>	<i>35.811</i>	<i>37.314</i>	<i>42.866</i>	<i>58.981</i>	<i>7</i>	<i>7</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>15,4</i>	<i>4,2</i>	<i>14,9</i>	<i>37,6</i>
Fondo de insolvencias	34.598	35.952	41.732	57.483	7	6	6	7	19,0	3,9	16,1	37,7
Entidades de crédito	515	321	289	258	0	0	0	0	-22,7	-37,7	-10,0	-10,7
Otros	70.961	94.087	105.245	130.371	15	17	16	16	30,9	32,6	11,9	23,9
<b>CUENTAS DE ORDEN:</b>												
R. vivo por aval y garantía	3.306.836	3.945.071	4.826.376	5.645.603	100	100	100	100	16,9	19,3	22,3	17,0
<i>En situación normal</i>	<i>3.145.970</i>	<i>3.732.160</i>	<i>4.571.838</i>	<i>5.341.638</i>	<i>95</i>	<i>95</i>	<i>95</i>	<i>95</i>	<i>16,1</i>	<i>18,6</i>	<i>22,5</i>	<i>16,8</i>
<i>Avales dudosos</i>	<i>160.864</i>	<i>212.913</i>	<i>254.536</i>	<i>303.969</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>34,9</i>	<i>32,4</i>	<i>19,5</i>	<i>19,4</i>
Riesgo reavalado	1.434.004	1.640.540	1.940.694	2.206.905	43	42	40	39	15,1	14,4	19,1	12,9
<i>En situación normal</i>	<i>1.343.361</i>	<i>1.518.657</i>	<i>1.797.306</i>	<i>2.042.205</i>	<i>41</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>36</i>	<i>14,1</i>	<i>13,0</i>	<i>19,3</i>	<i>12,8</i>
<i>Avales dudosos</i>	<i>81.983</i>	<i>112.737</i>	<i>132.757</i>	<i>147.589</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>34,5</i>	<i>37,5</i>	<i>17,8</i>	<i>11,2</i>
<i>Activos dudosos</i>	<i>8.664</i>	<i>9.146</i>	<i>10.633</i>	<i>17.114</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>25,0</i>	<i>5,6</i>	<i>16,3</i>	<i>61,0</i>
<b>INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA:</b>												
Capital desembolsado	179.445	200.505	260.297	299.409	100	100	100	100	9,7	11,7	29,8	15,0
Socios partícipes	104.879	123.946	153.931	179.675	58,4	62,0	59,1	60,0	14,8	18,2	24,2	16,7
Socios protectores	74.565	76.558	106.365	119.734	41,6	38,0	40,9	40,0	3,2	2,7	38,9	12,6
Sector público	44.695	46.016	60.699	66.745	24,9	22,9	23,3	22,3	1,2	3,0	31,9	10,0
Del que: CCAA	40.049	41.193	52.772	58.788	22,3	20,5	20,3	19,6	0,7	2,9	28,1	11,4
Entidades financieras	21.349	22.104	33.797	40.955	11,9	11,0	13,0	13,7	1,7	3,5	52,9	21,2
De las que: Cajas de ahorros	14.831	15.472	26.499	32.245	8,3	7,7	10,2	10,8	1,5	4,3	71,3	21,7
Asociaciones, empresas y otros	8.521	8.439	11.868	12.034	4,7	4,2	4,6	4,0	22,8	-1,0	40,6	1,4
Capital medio por s/protector	102	103	142	158	—	—	—	—	2,5	1,3	37,7	11,0
Capital medio por s/partícipe	1	2	1,8	2,0	—	—	—	—	5,6	10,9	15,7	10,3
Número total de socios	75.514	80.670	86.492	91.391	—	—	—	—	8,4	6,8	7,2	5,7
Protectores por SGR	33	34	32	33	—	—	—	—	0,0	3,0	-4,6	1,6
Partícipes por SGR	3.399	3.633	3.728	3.941	—	—	—	—	8,4	6,9	2,6	5,7

FUENTES: Banco de España y, para la información complementaria, CESGAR. Datos disponibles a 9 de junio de 2008.

a. Incluye los distintos fondos específicos de provisiones. El de cobertura de insolvencias se muestra en rúbrica independiente, dadas su importancia y significación, mientras que los restantes minoran las correspondientes rúbricas del activo: cartera de valores e inmovilizado.

Miles de euros y %

	Importe				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
<b>RIESGO VIVO POR AVALES</b>	3.306.836	3.945.071	4.826.376	5.645.603	100	100	100	100	16,9	19,3	22,3	17,0
Detalle por sectores:												
Primario	91.302	98.406	122.462	133.520	3	2	3	2	18,0	7,8	24,4	9,0
Industrial	932.816	1.004.970	1.113.605	1.290.524	28	25	23	23	8,7	7,7	10,8	15,9
Construcción	537.402	612.766	749.132	876.392	16	16	16	16	18,6	14,0	22,3	17,0
Terciario	1.745.314	2.228.931	2.841.173	3.345.170	53	56	59	59	21,1	27,7	27,5	17,7
Detalle por prestamistas:												
Banca privada	710.380	807.776	974.343	1.086.110	21	20	20	19	16,9	13,7	20,6	11,5
Cajas de ahorros	1.153.451	1.369.698	1.709.346	2.113.400	35	35	35	37	12,9	18,7	24,8	23,6
Cooperativas de crédito	227.135	274.580	337.867	413.698	7	7	7	7	19,1	20,9	23,0	22,4
Otras financieras	47.657	71.533	91.015	117.256	1	2	2	2	37,4	50,1	27,2	28,8
<i>De las que: EFC</i>	36.256	57.560	75.519	100.429	1	1	2	2	54,7	58,8	31,2	33,0
Proveedores y otros	1.168.216	1.421.487	1.713.800	1.915.136	35	36	36	34	19,9	21,7	20,6	11,7
<i>De los que: AAPP</i>	766.757	886.503	1.046.177	1.183.441	23	22	22	21	15,0	15,6	18,0	13,1
Detalle por garantías tomadas:												
Real	1.198.692	1.502.984	1.940.130	2.319.862	36	38	40	41	17,8	25,4	29,1	19,6
<i>De la que: Hipotecaria</i>	959.620	1.156.159	1.455.510	1.751.235	29	29	30	31	9,5	20,5	25,9	20,3
Personal	1.185.874	1.366.977	1.639.750	1.886.602	36	35	34	33	13,6	15,3	20,0	15,1
Sin garantía	922.269	1.075.112	1.246.494	1.439.144	28	27	26	25	20,1	16,6	15,9	15,5
Detalle según naturaleza:												
Crédito y otros	2.361.539	2.773.685	3.512.331	4.166.242	71	70	73	74	17,7	17,5	26,6	18,6
Avales técnicos	909.222	1.102.688	1.229.662	1.366.114	27	28	25	24	15,3	21,3	11,5	11,1
<i>Vivienda</i>	172.371	212.377	254.936	257.833	5	5	5	5	44,8	23,2	20,0	1,1
<i>Cont. y conc. (AAPP)</i>	360.314	447.815	496.628	548.397	11	11	10	10	5,6	24,3	10,9	10,4
<i>Otros ante AAPP</i>	376.537	442.499	478.100	559.880	11	11	10	10	14,8	17,5	8,0	17,1
Otras obligaciones	36.075	68.700	84.383	113.250	1	2	2	2	3,8	90,4	22,8	34,2
Operaciones del ejercicio. Avales:												
Solicitados	2.150.273	2.404.415	3.176.217	3.619.986	65	61	66	64	21,4	11,8	32,1	14,0
Concedidos	1.704.497	2.014.748	2.665.300	3.059.747	52	51	55	54	27,0	18,2	32,3	14,8
% de los solicitados	79,3	83,8	83,9	84,5								
Formalizados	1.494.977	1.808.574	2.258.825	2.443.752	45	46	47	43	19,1	21,0	24,9	8,2
<i>Créditos y otros</i>	913.548	1.045.125	1.488.767	1.602.498	28	26	31	28	26,2	14,4	42,4	7,6
<i>Avales técnicos</i>	581.429	763.449	770.058	841.254	18	19	16	15	9,4	31,3	0,9	9,2
% del concedido	87,7	89,8	84,7	79,9								
Reaval formalizado	447.620	523.104	615.096	626.147	14	13	13	11	13,6	16,9	17,6	1,8
% del crédito formalizado	49,0	50,1	41,3	39,1								
Tamaño medio de las operaciones:												
Solicitado	101,15	117,97	145,55	191,37					9,7	16,6	23,4	31,5
Concedido	93,01	109,87	136,67	184,46					13,4	18,1	24,4	35,0
Formalizado	34,03	38,96	47,12	54,45					7,3	14,5	21,0	15,6
<i>Crédito y otros</i>	97,19	108,28	143,30	154,09					-0,2	11,4	32,3	7,5
<i>Técnicos</i>	16,84	20,76	20,51	24,40					1,8	23,3	-1,2	19,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 9 de junio de 2008.

Miles de euros y %	Importe				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
	Riesgo total (a)	3.650.528	4.310.165	5.295.301	6.132.865					16,3	18,1	22,9
Riesgo total no reavalado (b)	2.216.524	2.669.625	3.340.752	3.925.960					17,0	20,4	25,1	17,5
Dudosos ajustados (c)	176.742	227.299	270.839	333.987	100	100	100	100	31,5	28,6	19,2	23,3
Activos dudosos ajustados	20.696	21.145	23.528	38.538	12	9	9	12	-2,7	2,2	11,3	63,8
Morosos con cobertura general	20.290	17.795	19.710	33.476	11	8	7	10	4,0	-12,3	10,8	69,8
Morosos con cobertura hipotecaria o real	155	2.801	3.503	4.080	0	1	1	1	-39,9	1707,1	25,1	16,5
Resto de morosos y dudosos (d)	251	549	315	982	0	0	0	0	-83,2	118,7	-42,6	211,7
Avales dudosos ajustados	156.046	206.151	247.312	295.450	88	91	91	88	38,0	32,1	20,0	19,5
Por mora	28.537	34.215	35.867	79.542	16	15	13	24	16,2	19,9	4,8	121,8
Resto de dudosos (d)	127.512	171.938	211.440	215.908	72	76	78	65	44,0	34,8	23,0	2,1
Dudosos ajustados no reavalados (e)	97.200	115.716	135.872	178.731					33,2	19,0	17,4	31,5
Fondo de provisión de insolvencias (f)	34.598	35.952	41.732	57.483					19,0	3,9	16,1	37,7
	%				Δ pp							
RATIOS:												
Dudosos (c/a)	4,84	5,27	5,11	5,45					0,56	0,43	-0,16	0,33
Dudosos no reavalados (e/b)	4,39	4,33	4,07	4,55					0,53	-0,05	-0,27	0,49
Cobertura de dudosos (f/e)	35,59	31,07	30,71	32,16					-4,26	-4,53	-0,36	1,45

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de mayo de 2008.

- a. Se define como riesgo vivo por avales más tesorería, deudores por operaciones ordinarias, deudores en mora y dudosos, y cartera de valores neta.  
b. Riesgo total deducidos los riesgos por aval, o por otra garantía, transferidos mediante operaciones de reafianzamiento o reaval.  
c. Son los activos y avales dudosos ajustados por sus correspondientes contrapartidas: comisiones cobradas sin computar en pérdidas y ganancias, capital desembolsado por el socio titular deudor de las SGR y las aportaciones dinerarias recibidas de forma específica para su cobertura.  
d. Se trata de los dudosos originados por causas, distintas de la mora, establecidas en la normativa, también llamados «dudosos subjetivos».  
e. Excluye los activos y avales cuyo riesgo de crédito se haya transferido mediante reafianzamiento.  
f. Se trata de los fondos de provisión para insolvencias de las SGR, que no toman en consideración los avales transferidos mediante reafianzamiento.



Miles de euros y %	Importe				Estructura en % de RTM				Variación anual					
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007		
	Ingr. ord. de inversiones financieras	13.143	14.435	17.315	25.241	0,38	0,35	0,35	0,42	4,8	9,8	20,0	45,8	
Resultados de operaciones financieras	1.226	440	-708	-2.683	0,04	0,01	-0,01	-0,04	-32,9	-64,1	—	279,0		
Ingresos por garantías y servicios	32.722	38.644	46.900	54.538	0,94	0,94	0,95	0,91	14,2	18,1	21,4	16,3		
MARGEN ORDINARIO	47.091	53.519	63.507	77.096	1,35	1,31	1,29	1,29	9,5	13,7	18,7	21,4		
Gastos de explotación	-29.059	-31.261	-35.308	-38.918	-0,83	-0,76	-0,72	-0,65	7,5	7,6	12,9	10,2		
<i>De personal</i>	-18.343	-20.147	-22.094	-24.370	-0,53	-0,49	-0,45	-0,41	10,7	9,8	9,7	10,3		
<i>Generales y de amortización</i>	-11.012	-11.374	-13.374	-15.276	-0,32	-0,28	-0,27	-0,25	2,4	3,3	17,6	14,2		
<i>Subvenciones</i>	300	262	157	725	0,01	0,01	0,00	0,01	9,1	-12,7	-40,1	361,8		
MARGEN DE EXPLOTACIÓN	18.032	22.258	28.199	38.178	0,52	0,54	0,57	0,64	13,0	23,4	26,7	35,4		
Dotaciones a saneamientos	-20.416	-20.884	-28.589	-33.402	-0,59	-0,51	-0,58	-0,56	17,7	2,3	36,9	16,8		
<i>Fondos de insolvencias</i>	-6.691	-6.631	-7.669	-19.202	-0,19	-0,16	-0,16	-0,32	22,7	-0,9	15,7	150,4		
<i>Dotación neta al FPT</i>	-13.725	-14.253	-20.920	-14.200	-0,39	-0,35	-0,42	-0,24	15,3	3,8	46,8	-32,1		
Resultados extraordinarios	2.671	1.399	2.832	-1.151	0,08	0,03	0,06	-0,02	9,2	-47,6	102,4	—		
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	285	2.774	2.442	3.626	0,01	0,07	0,05	0,06	-73,0	873,3	-12,0	48,5		
Impuestos	-838	-1.197	-1.088	-742	-0,02	-0,03	-0,02	-0,01	9,5	42,8	-9,1	-31,8		
RESULTADO CONTABLE	-553	1.577	1.354	2.884	-0,02	0,04	0,03	0,05	—	—	-14,1	113,0		
PRO MEMORIA:														
Riesgos totales medios (RTM)	3.482.995	4.095.265	4.934.893	5.993.555	100	100	100	100	15,2	17,6	20,5	21,5		
RENTABILIDADES Y RATIO:											%		Δ pp	
Inversiones financieras	3,75	3,39	3,11	3,44					-0,59	-0,36	-0,29	0,34		
Comisiones por avales	0,97	0,96	0,95	0,96					-0,01	-0,01	0,00	0,01		
Comisiones por avales NR (a)	1,69	1,61	1,58	1,56					-0,05	-0,08	-0,04	-0,02		
Ratio de eficiencia (b)	61,71	58,41	55,60	50,48					-1,171	-3,30	-2,81	-5,12		

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de junio de 2008.

- a. Recoge el porcentaje que representan las comisiones por aval, sin tener en cuenta los riesgos transferidos a terceros mediante reafianzamiento.  
b. Recoge el porcentaje que representan los gastos de explotación sobre el margen ordinario.

## 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)
8.2		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
8.3		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
8.4		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
8.5		Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
8.6		Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
8.7		Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
8.8		Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
8.9		Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
8.10		Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

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

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS  
DE CAMBIO

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

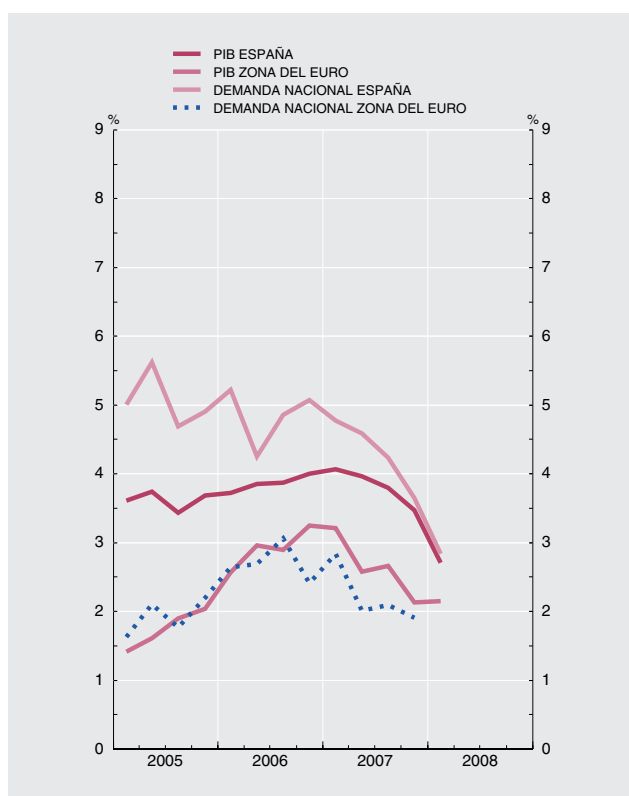
■ Serie representada gráficamente.

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 (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>05</b>	P	3,6	1,7	4,2	1,7	5,5	1,5	6,9	3,3	5,1	1,9	2,6	5,0	7,7	5,8	908	8 055
<b>06</b>	P	3,9	2,9	3,8	1,9	4,8	2,0	6,8	5,5	4,9	2,7	5,1	8,1	8,3	7,8	981	8 449
<b>07</b>	P	3,8	2,6	3,2	1,6	5,1	2,3	5,9	4,4	4,3	2,2	5,3	6,0	6,6	5,4	1 050	8 895
<b>05 //</b>	P	3,7	1,6	4,6	1,7	5,9	1,7	8,0	2,9	5,6	1,6	3,1	4,0	9,7	5,8	225	2 003
<b>05 ///</b>	P	3,4	1,9	4,0	2,2	5,1	1,6	6,3	4,1	4,7	1,9	3,7	6,0	8,0	5,9	229	2 024
<b>05 IV</b>	P	3,7	2,0	3,9	1,4	5,4	1,6	7,2	4,7	4,9	2,0	3,4	5,7	7,7	6,3	234	2 048
<b>06 /</b>	P	3,7	2,6	4,1	2,0	4,9	2,2	7,8	4,9	5,2	2,6	5,7	8,7	10,6	9,5	238	2 072
<b>06 //</b>	P	3,8	3,0	3,5	1,8	4,0	1,6	5,7	6,0	4,3	3,0	4,9	8,0	6,1	7,5	243	2 103
<b>06 ///</b>	P	3,9	2,9	3,7	1,7	4,8	1,8	6,8	5,2	4,9	2,9	4,2	6,6	7,5	7,2	247	2 124
<b>06 IV</b>	P	4,0	3,2	3,7	2,1	5,7	2,4	7,0	5,9	5,1	3,2	5,7	8,9	9,0	6,9	252	2 150
<b>07 /</b>	P	4,1	3,2	3,5	1,5	6,1	2,4	6,3	6,8	4,8	3,2	3,6	6,6	6,1	6,1	257	2 191
<b>07 //</b>	P	4,0	2,6	3,4	1,8	5,0	2,4	6,7	3,8	4,6	2,6	4,7	5,9	6,7	5,2	261	2 213
<b>07 ///</b>	P	3,8	2,7	3,1	1,8	5,1	2,6	5,8	3,9	4,2	2,7	7,7	7,2	8,4	6,1	264	2 238
<b>07 IV</b>	P	3,5	2,1	2,7	1,2	4,4	2,0	4,8	3,2	3,6	2,1	5,2	4,4	5,4	4,0	268	2 253
<b>08 /</b>	P	2,7	2,2	1,8	1,2	4,7	1,4	3,2	3,6	2,8	2,2	5,0	5,4	5,0	4,3	272	2 289

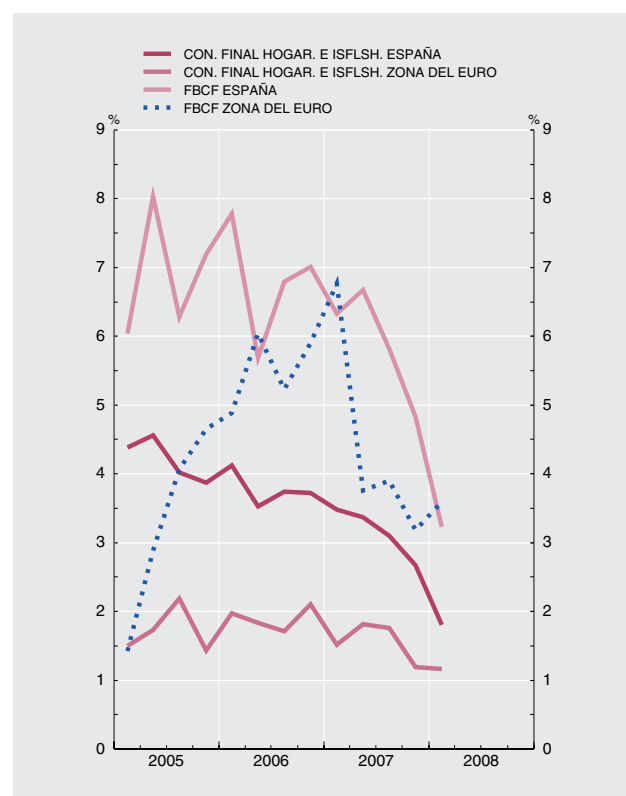
#### PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

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.

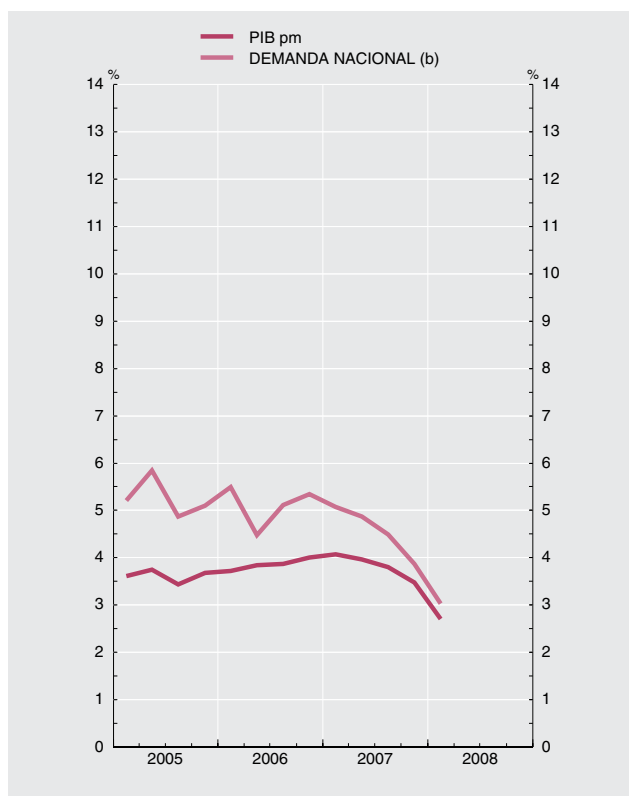
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

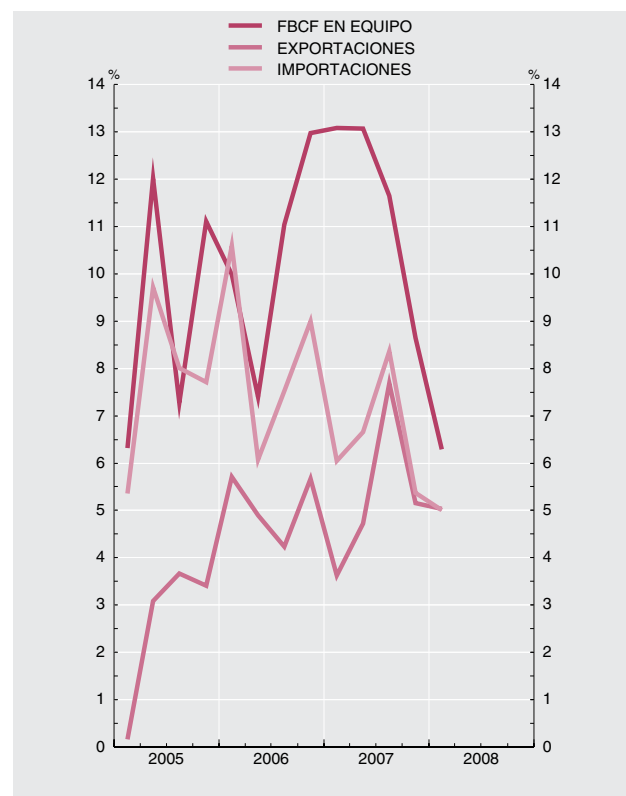
Tasas de variación interanual

		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>05</b>	P	6,9	9,2	6,1	6,4	-0,1	2,6	1,1	2,3	9,7	7,7	7,1	20,6	8,2	5,3	3,6
<b>06</b>	P	6,8	10,4	6,0	4,6	0,1	5,1	4,6	1,5	11,0	8,3	8,0	6,0	10,0	5,1	3,9
<b>07</b>	P	5,9	11,6	4,0	4,2	0,0	5,3	4,7	-0,3	13,1	6,6	6,0	5,8	9,7	4,6	3,8
<b>05 //</b>	P	8,0	12,0	6,4	7,9	-0,1	3,1	1,8	1,7	10,5	9,7	10,4	24,9	3,5	5,8	3,7
<b>///</b>	P	6,3	7,3	6,1	5,6	-0,1	3,7	1,8	3,2	12,6	8,0	6,2	19,0	14,5	4,9	3,4
<b>IV</b>	P	7,2	11,1	6,0	5,6	-0,1	3,4	2,7	2,3	7,4	7,7	6,8	15,7	10,3	5,1	3,7
<b>06 /</b>	P	7,8	10,0	7,1	7,1	-0,0	5,7	5,3	0,5	13,2	10,6	10,4	4,6	13,0	5,5	3,7
<b>//</b>	P	5,7	7,4	5,5	3,8	0,0	4,9	4,0	5,5	8,2	6,1	4,7	4,0	13,6	4,5	3,8
<b>///</b>	P	6,8	11,0	5,9	3,7	0,1	4,2	4,6	0,6	6,6	7,5	8,0	11,4	4,5	5,1	3,9
<b>IV</b>	P	7,0	13,0	5,5	3,8	0,1	5,7	4,7	-0,5	16,2	9,0	9,1	4,2	9,4	5,3	4,0
<b>07 /</b>	P	6,3	13,1	4,9	1,9	0,1	3,6	3,4	1,3	6,9	6,1	5,9	6,7	6,7	5,1	4,1
<b>//</b>	P	6,7	13,1	4,6	4,7	0,0	4,7	4,7	-2,2	11,8	6,7	6,1	4,4	9,9	4,9	4,0
<b>///</b>	P	5,8	11,6	3,8	4,3	0,0	7,7	6,2	-0,6	22,0	8,4	7,4	5,5	13,7	4,5	3,8
<b>IV</b>	P	4,8	8,6	2,9	6,1	0,1	5,2	4,6	0,3	11,7	5,4	4,7	6,5	8,5	3,9	3,5
<b>08 /</b>	P	3,2	6,3	1,3	5,2	0,1	5,0	5,1	0,4	9,2	5,0	5,9	1,8	1,2	3,0	2,7

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.

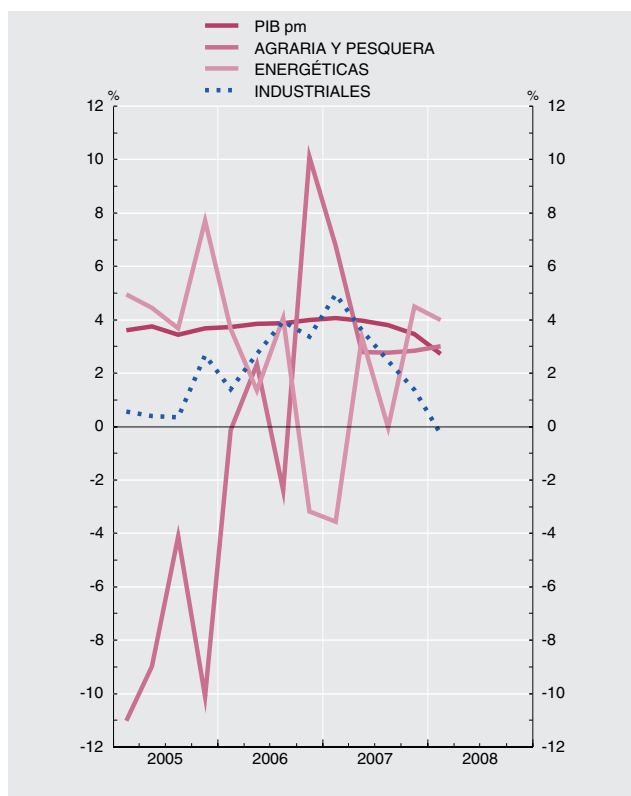
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

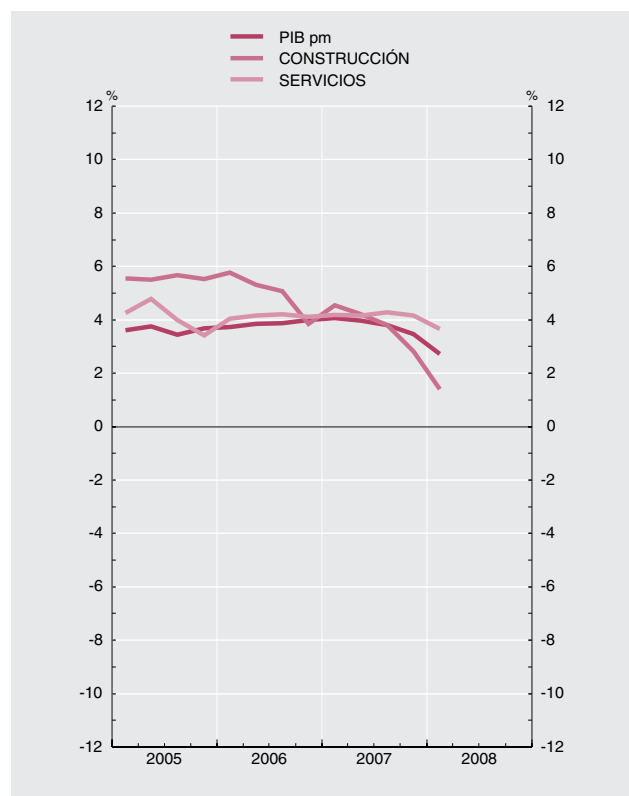
Tasas de variación interanual

		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
<b>05</b>	P	3,6	-8,6	5,2	1,0	5,6	4,1	4,1	3,9	5,5	4,9	7,3
<b>06</b>	P	3,9	2,4	1,4	2,9	5,0	4,1	4,1	4,3	4,3	5,9	2,3
<b>07</b>	P	3,8	3,8	1,0	3,1	3,8	4,2	4,0	5,0	3,4	0,0	3,7
<b>05</b>	P	3,7	-9,0	4,4	0,4	5,5	4,8	4,6	5,3	6,0	7,7	2,4
<b>///</b>	P	3,4	-4,1	3,7	0,4	5,7	4,0	4,3	2,7	5,4	4,9	3,4
<b>IV</b>	P	3,7	-10,1	7,7	2,7	5,5	3,4	3,5	3,3	4,3	8,4	14,9
<b>06</b>	P	3,7	-0,1	3,7	1,4	5,8	4,0	4,1	3,6	4,8	10,5	2,7
<b>II</b>	P	3,8	2,3	1,4	2,7	5,3	4,2	4,1	4,5	4,3	5,6	1,3
<b>///</b>	P	3,9	-2,4	4,1	4,0	5,1	4,2	4,3	3,8	4,1	5,1	-0,4
<b>IV</b>	P	4,0	10,1	-3,2	3,4	3,9	4,1	3,8	5,2	3,8	2,8	5,6
<b>07</b>	P	4,1	6,8	-3,6	5,0	4,5	4,2	4,1	4,3	4,1	-1,9	2,2
<b>II</b>	P	4,0	2,8	3,4	3,6	4,2	4,2	3,9	5,2	3,5	-2,0	3,9
<b>///</b>	P	3,8	2,8	-0,0	2,4	3,8	4,3	4,0	5,3	3,0	1,8	5,9
<b>IV</b>	P	3,5	2,9	4,5	1,4	2,8	4,2	3,9	5,0	2,8	2,3	2,9
<b>08</b>	P	2,7	3,0	4,0	-0,3	1,4	3,7	3,5	4,2	2,0	-0,8	2,2

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).



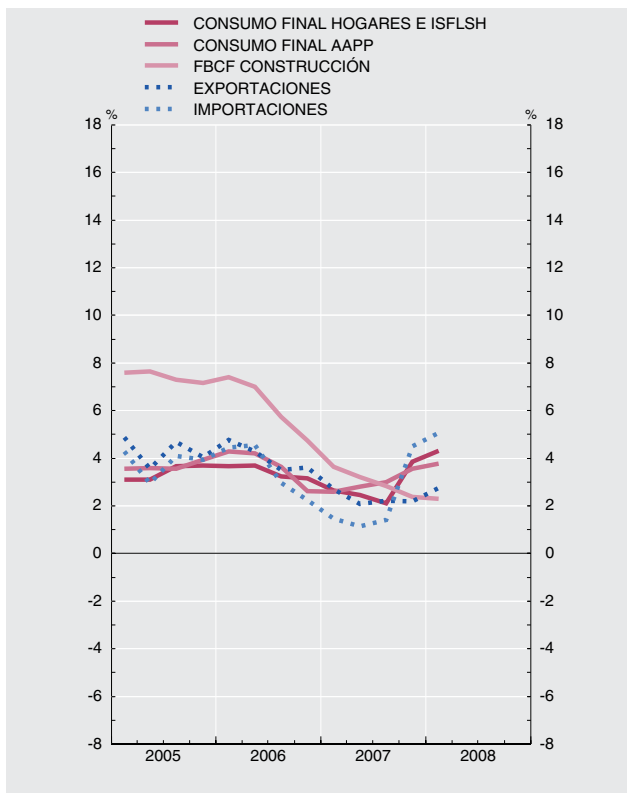
### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ 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>05</b>	P	3,4	3,7	3,0	7,4	4,4	4,3	3,8	4,2	3,4	14,3	3,4	10,7	2,7	2,4
<b>06</b>	P	3,4	3,7	2,0	6,2	3,7	4,0	3,5	4,0	-5,2	4,1	3,3	7,7	3,0	2,8
<b>07</b>	P	2,8	3,0	2,8	3,0	5,5	2,3	2,1	3,1	4,9	2,8	3,9	4,3	3,5	3,4
<b>05</b>	P	3,1	3,6	3,6	7,7	4,8	3,6	2,9	4,2	-4,8	13,4	3,4	10,3	2,4	2,3
<b>06</b>	P	3,7	3,6	2,7	7,3	4,2	4,7	4,1	4,3	7,5	17,1	3,2	11,1	3,0	2,5
<b>07</b>	P	3,7	3,9	3,1	7,2	3,5	4,0	3,9	4,3	3,8	16,1	3,6	10,6	3,2	2,9
<b>06</b>	P	3,6	4,3	1,6	7,4	2,9	4,8	4,4	4,3	-8,0	11,7	3,2	9,2	2,8	2,5
<b>07</b>	P	3,7	4,2	1,8	7,0	3,7	4,3	4,6	4,1	-6,7	5,4	3,3	8,8	3,0	2,8
<b>08</b>	P	3,2	3,6	2,4	5,7	3,9	3,5	3,0	3,9	-1,2	2,2	3,6	7,3	3,3	3,3
<b>09</b>	P	3,1	2,6	1,9	4,7	4,4	3,6	2,3	3,7	-4,7	-1,7	3,2	5,9	2,8	2,7
<b>07</b>	P	2,7	2,6	3,1	3,6	6,1	2,7	1,5	3,4	-1,9	-0,5	3,9	4,9	3,3	3,3
<b>08</b>	P	2,5	2,8	3,0	3,2	5,4	2,1	1,1	3,2	4,8	1,1	3,6	4,2	3,5	3,5
<b>09</b>	P	2,1	3,0	2,6	2,8	5,2	2,2	1,4	2,9	7,3	3,4	3,9	4,0	3,6	3,6
<b>10</b>	P	3,9	3,6	2,6	2,4	5,3	2,2	4,5	2,9	9,4	7,0	4,2	4,0	3,5	3,3
<b>08</b>	P	4,3	3,8	2,4	2,3	4,9	2,8	5,1	3,1	7,9	9,5	4,9	3,9	4,3	4,4

#### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



#### PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



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

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

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

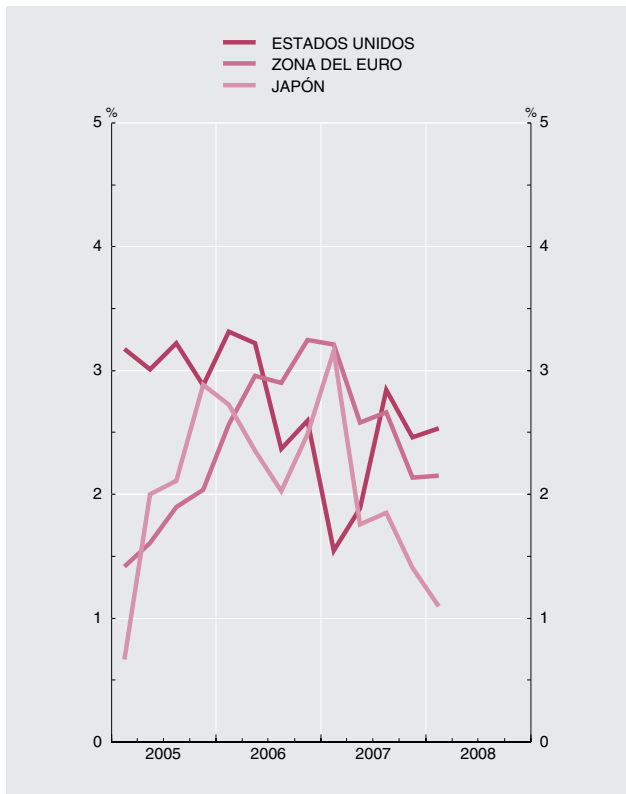
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

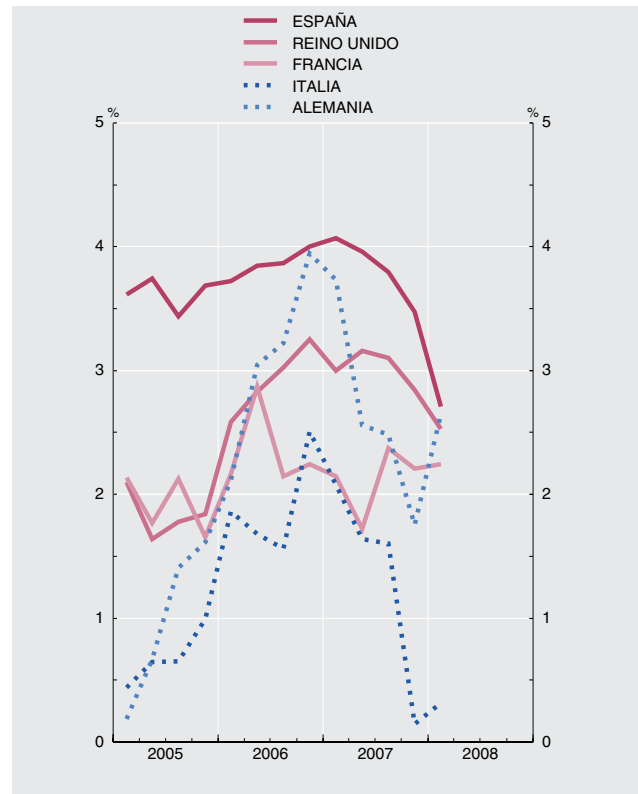
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>05</b>	2,7	1,8	1,7	1,0	3,6	3,1	1,9	0,7	1,9	1,8
<b>06</b>	3,2	3,0	2,9	3,1	3,9	2,9	2,4	1,9	2,4	2,9
<b>07</b>	2,7	2,7	2,6	2,6	3,8	2,2	2,1	1,4	2,0	3,0
<b>05 /</b>	2,4	1,6	1,4	0,2	3,6	3,2	2,1	0,4	0,7	2,1
<b>II</b>	2,5	1,7	1,6	0,7	3,7	3,0	1,8	0,6	2,0	1,6
<b>III</b>	2,8	1,9	1,9	1,4	3,4	3,2	2,1	0,7	2,1	1,8
<b>IV</b>	2,9	2,0	2,0	1,6	3,7	2,9	1,7	1,0	2,9	1,8
<b>06 /</b>	3,3	2,6	2,6	2,1	3,7	3,3	2,2	1,9	2,7	2,6
<b>II</b>	3,4	3,0	3,0	3,0	3,8	3,2	2,9	1,7	2,3	2,8
<b>III</b>	2,9	3,0	2,9	3,2	3,9	2,4	2,1	1,6	2,0	3,0
<b>IV</b>	3,1	3,3	3,2	3,9	4,0	2,6	2,2	2,5	2,5	3,2
<b>07 /</b>	2,7	3,2	3,2	3,7	4,1	1,5	2,1	2,1	3,2	3,0
<b>II</b>	2,5	2,6	2,6	2,6	4,0	1,9	1,7	1,6	1,8	3,2
<b>III</b>	3,0	2,7	2,7	2,5	3,8	2,8	2,4	1,6	1,9	3,1
<b>IV</b>	2,7	2,3	2,1	1,8	3,5	2,5	2,2	0,1	1,4	2,8
<b>08 /</b>	...	2,2	2,2	2,6	2,7	2,5	2,2	0,3	1,1	2,5

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.

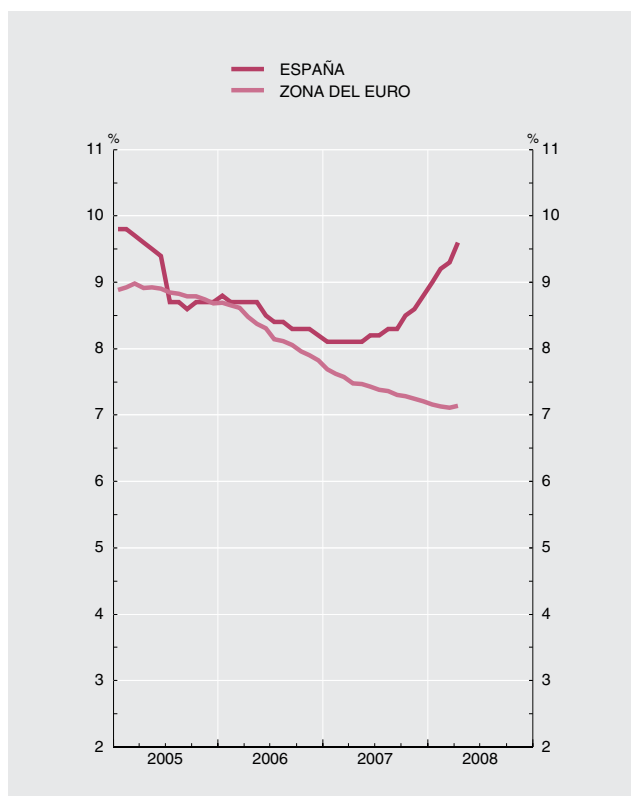
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

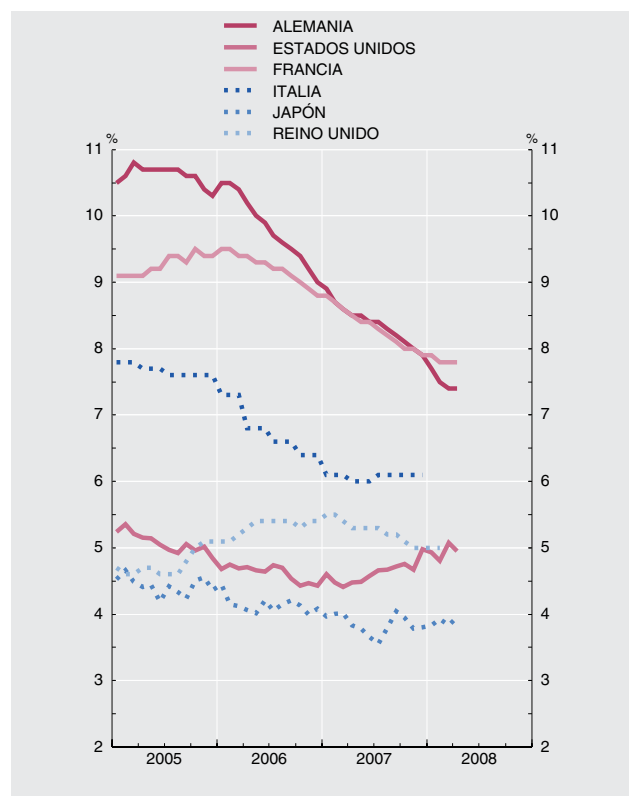
Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
<b>05</b>	6,7	8,1	8,9	10,6	9,2	5,1	9,3	7,7	4,4	4,8
<b>06</b>	6,1	7,7	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,3
<b>07</b>	5,6	7,0	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,8	5,3
<b>06 Nov</b>	5,9	7,4	7,9	9,2	8,3	4,5	8,9	6,4	4,0	5,4
<b>06 Dic</b>	5,8	7,3	7,8	9,0	8,2	4,4	8,8	6,4	4,1	5,4
<b>07 Ene</b>	5,8	7,3	7,7	8,9	8,1	4,6	8,8	6,1	4,0	5,5
<b>07 Feb</b>	5,7	7,2	7,6	8,7	8,1	4,5	8,7	6,1	4,0	5,5
<b>07 Mar</b>	5,7	7,1	7,6	8,6	8,1	4,4	8,6	6,1	4,0	5,4
<b>07 Abr</b>	5,6	7,1	7,5	8,5	8,1	4,5	8,5	6,0	3,8	5,3
<b>07 May</b>	5,6	7,0	7,5	8,5	8,1	4,5	8,4	6,0	3,8	5,3
<b>07 Jun</b>	5,6	7,0	7,4	8,4	8,2	4,6	8,4	6,0	3,7	5,3
<b>07 Jul</b>	5,6	7,0	7,4	8,4	8,2	4,7	8,3	6,1	3,6	5,3
<b>07 Ago</b>	5,6	6,9	7,4	8,3	8,3	4,7	8,2	6,1	3,8	5,2
<b>07 Sep</b>	5,6	6,9	7,3	8,2	8,3	4,7	8,1	6,1	4,0	5,2
<b>07 Oct</b>	5,6	6,9	7,3	8,1	8,5	4,8	8,0	6,1	4,0	5,1
<b>07 Nov</b>	5,5	6,8	7,2	8,0	8,6	4,7	8,0	6,1	3,8	5,0
<b>07 Dic</b>	5,6	6,8	7,2	7,9	8,8	5,0	7,9	6,1	3,8	5,0
<b>08 Ene</b>	5,5	...	7,2	7,7	9,0	4,9	7,9	...	3,8	5,0
<b>08 Feb</b>	5,5	...	7,1	7,5	9,2	4,8	7,8	...	3,9	5,0
<b>08 Mar</b>	5,5	...	7,1	7,4	9,3	5,1	7,8	...	3,8	...
<b>08 Abr</b>	5,5	...	7,1	7,4	9,6	5,0	7,8	...	4,0	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

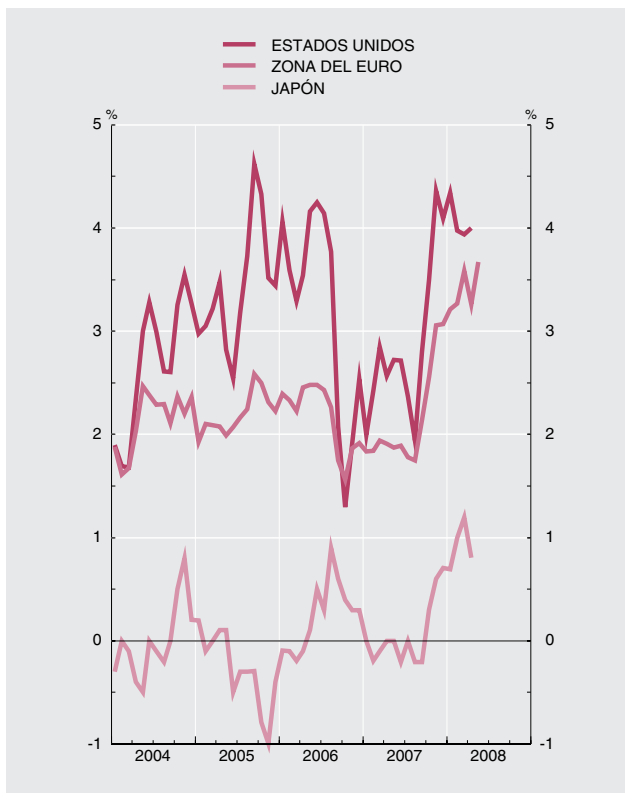
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

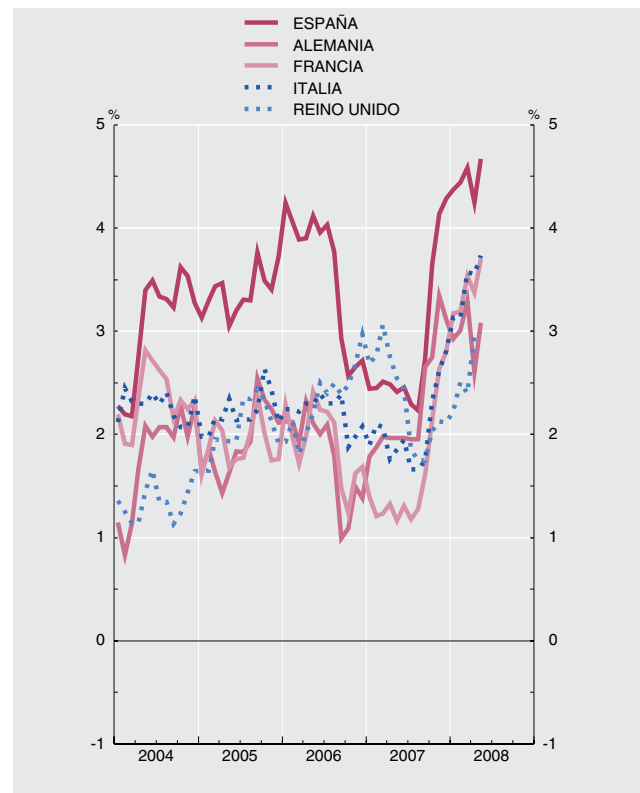
Tasas de variación interanual

	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>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>	2,6	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>07</b>	2,5	...	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3
<b>06 Dic</b>	2,3	2,1	1,9	1,4	2,7	2,5	1,7	2,1	0,3	3,0
<b>07 Ene</b>	2,0	...	1,8	1,8	2,4	2,0	1,4	1,9	-	2,7
<b>Feb</b>	2,2	...	1,8	1,9	2,5	2,4	1,2	2,1	-0,2	2,8
<b>Mar</b>	2,4	...	1,9	2,0	2,5	2,8	1,2	2,1	-0,1	3,1
<b>Abr</b>	2,4	...	1,9	2,0	2,5	2,6	1,3	1,8	-	2,8
<b>May</b>	2,3	...	1,9	2,0	2,4	2,7	1,2	1,9	-	2,5
<b>Jun</b>	2,3	...	1,9	2,0	2,5	2,7	1,3	1,9	-0,2	2,4
<b>Jul</b>	2,1	...	1,8	2,0	2,3	2,4	1,2	1,7	-	1,9
<b>Ago</b>	1,9	...	1,7	2,0	2,2	1,9	1,3	1,7	-0,2	1,7
<b>Sep</b>	2,3	...	2,1	2,7	2,7	2,8	1,6	1,7	-0,2	1,7
<b>Oct</b>	2,9	...	2,6	2,7	3,6	3,5	2,1	2,3	0,3	2,0
<b>Nov</b>	3,4	...	3,1	3,3	4,1	4,4	2,6	2,6	0,6	2,1
<b>Dic</b>	3,3	...	3,1	3,1	4,3	4,1	2,8	2,8	0,7	2,1
<b>08 Ene</b>	3,5	...	3,2	2,9	4,4	4,3	3,2	3,1	0,7	2,2
<b>Feb</b>	3,5	...	3,3	3,0	4,4	4,0	3,2	3,1	1,0	2,5
<b>Mar</b>	3,5	...	3,6	3,3	4,6	3,9	3,5	3,6	1,2	2,4
<b>Abr</b>	3,4	...	3,3	2,6	4,2	4,0	3,4	3,6	0,8	3,0
<b>May</b>	...	...	3,7	3,1	4,7	...	3,7	3,7	...	...

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.

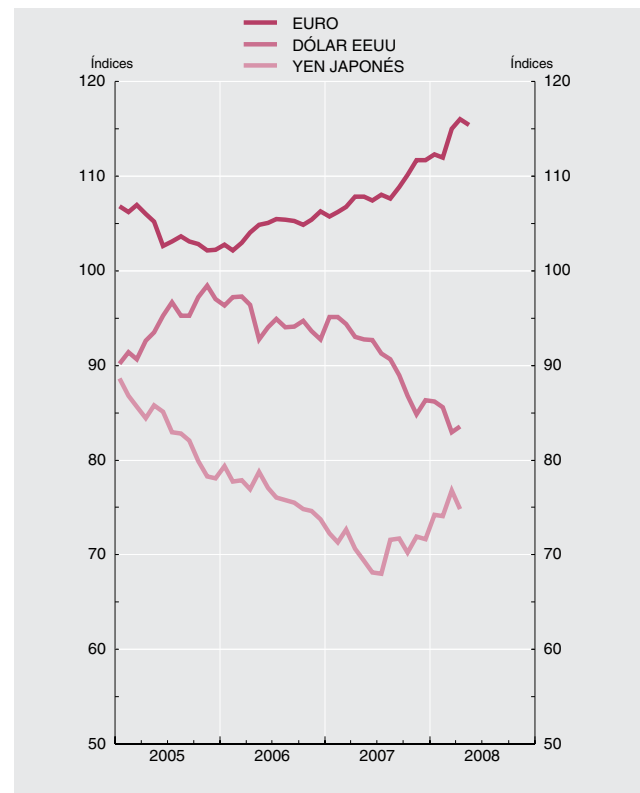
Media de cifras diarias

	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	
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,9	104,2	94,5	83,3	102,5	96,2	83,4
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,8	93,9	104,6	94,8	76,5	103,0	96,3	77,2
07	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,3	89,0	108,3	91,0	70,8	106,9	92,6	71,9
07 E-M	1,3271	158,67	119,57	106,2	85,5	89,1	106,9	94,1	71,2	105,4	94,9	72,3
08 E-M	1,5264	159,43	104,52	114,0	75,4	95,9	114,2	84,6	75,0	112,3	87,1	75,9
07 Mar	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	91,1	106,8	94,4	72,6	105,3	95,1	73,7
Abr	1,3516	160,68	118,88	107,2	84,4	88,8	107,8	93,0	70,6	106,3	94,2	71,7
May	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,8	87,3	107,9	92,7	69,4	106,2	94,4	70,3
Jun	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	86,1	107,4	92,7	68,1	105,9	94,3	69,3
Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,8	108,1	91,3	68,0	106,5	93,3	69,1
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	81,9	89,9	107,7	90,7	71,6	106,4	92,2	72,8
Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,4	108,9	89,0	71,7	107,5	90,8	72,9
Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,3	88,4	110,1	86,8	70,2	108,7	89,1	71,4
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,2	111,7	84,9	71,9	110,0	88,1	72,8
Dic	1,4570	163,55	112,26	111,2	77,9	90,8	111,7	86,4	71,6	110,1	88,8	72,8
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,0	77,1	94,3	112,3	86,2	74,2	110,5	88,2	75,2
Feb	1,4748	157,97	107,12	111,8	76,7	94,7	112,0	85,6	74,1	110,5	87,9	75,3
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,6	74,0	98,5	115,0	82,9	76,8	112,9	86,0	77,5
Abr	1,5751	161,56	102,58	116,0	74,4	96,5	116,1	83,5	74,8	114,2	86,4	75,5
May	1,5557	162,31	104,34	115,5	74,7	95,3	115,4	...	...	113,5	...	...

### 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 de cambio real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

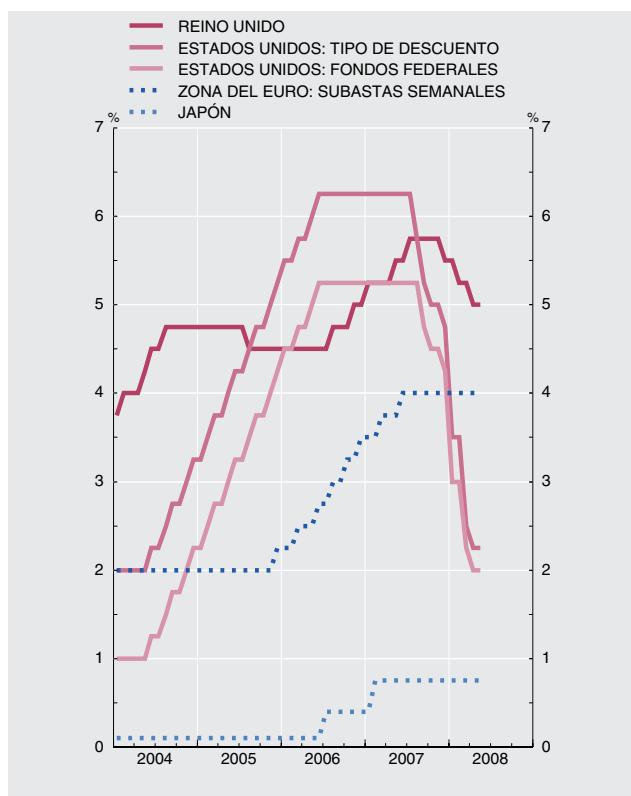
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

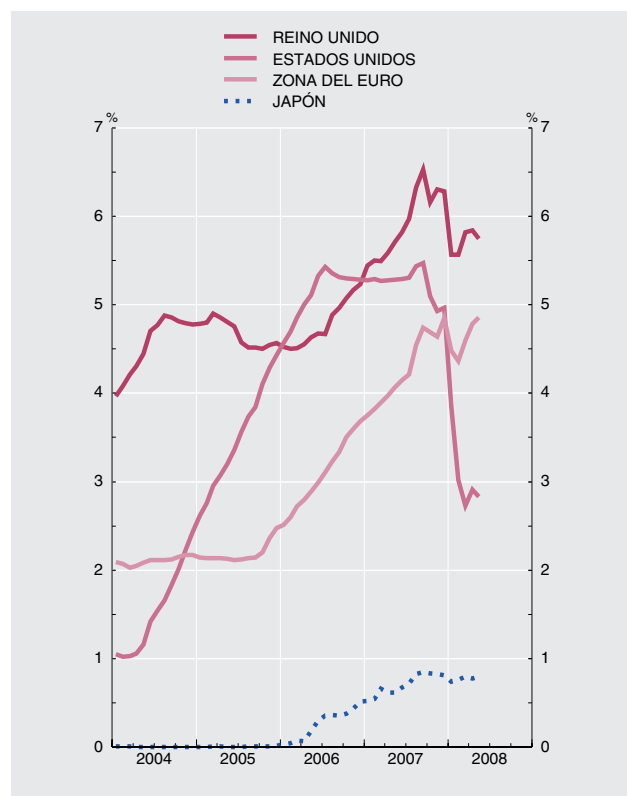
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro (a)	Estados Unidos de América		Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE (6)	UE 15 (7)	Zona del euro (8)	Alemania (9)	España (10)	Estados Unidos de América (11)	Francia (12)	Italia (13)	Japón (14)	Reino Unido (15)
		Tipo descuento (b)	Fondos federales (3)												
<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>07</b>	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
<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
<i>Feb</i>	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
<i>Mar</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
<i>Abr</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
<i>May</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
<i>Jun</i>	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
<i>Jul</i>	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
<i>Ago</i>	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
<i>Sep</i>	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
<i>Oct</i>	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
<i>Nov</i>	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
<i>Dic</i>	4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28
<b>08 Ene</b>	4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
<i>Feb</i>	4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
<i>Mar</i>	4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,78	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,82
<i>Abr</i>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
<i>May</i>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75

### TIPOS DE INTERVENCIÓN



### TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

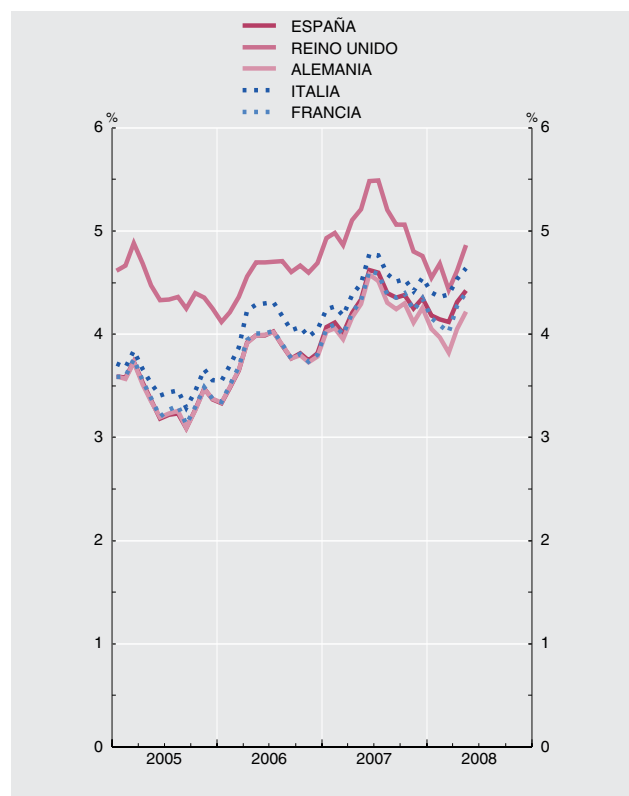
Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
<b>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>07</b>	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
<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
<i>Feb</i>	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98
<i>Mar</i>	3,96	4,15	3,98	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86
<i>Abr</i>	4,11	4,36	4,25	4,16	4,21	4,75	4,21	4,38	1,68	5,10
<i>May</i>	4,18	4,48	4,37	4,29	4,34	4,79	4,33	4,49	1,68	5,21
<i>Jun</i>	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49
<i>Jul</i>	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49
<i>Ago</i>	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20
<i>Sep</i>	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06
<i>Oct</i>	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06
<i>Nov</i>	3,87	4,33	4,25	4,11	4,25	4,22	4,23	4,42	1,51	4,80
<i>Dic</i>	3,87	4,43	4,38	4,25	4,35	4,13	4,35	4,55	1,53	4,76
<b>08 Ene</b>	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55
<i>Feb</i>	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68
<i>Mar</i>	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43
<i>Abr</i>	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62
<i>May</i>	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

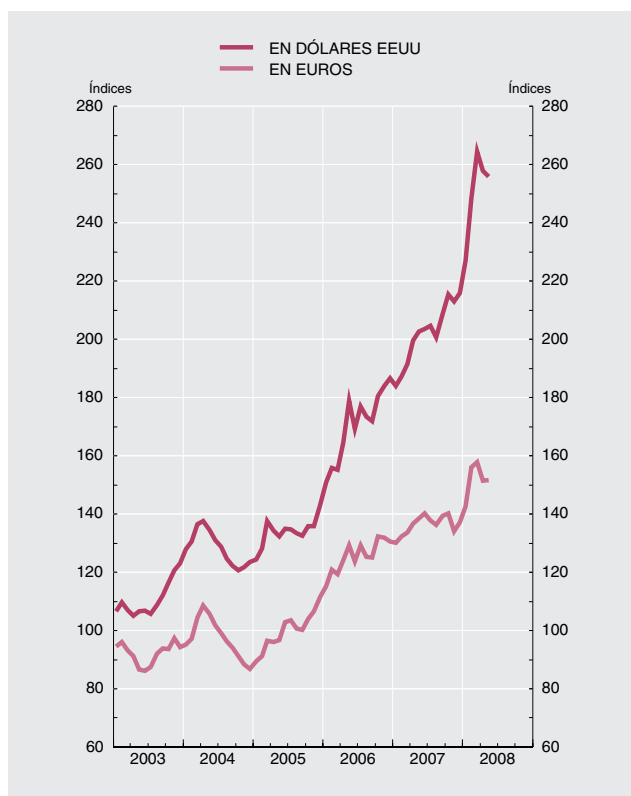
## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

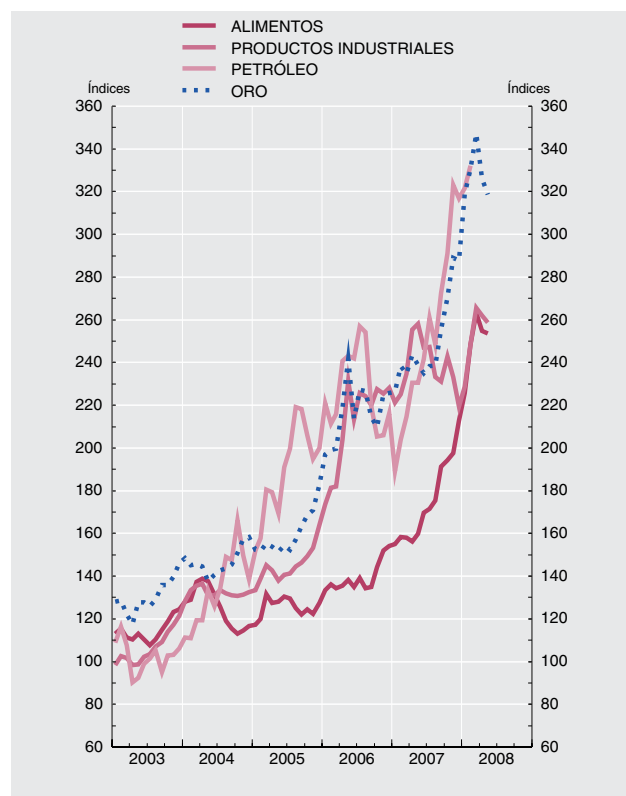
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
07 E-M	134,3	193,0	157,5	239,0	156,0	284,3	213,9	61,8	236,3	659,2	15,97
08 E-M	151,9	250,7	249,2	252,7	191,4	286,2	...	104,9	328,3	915,7	19,31
07 Abr	136,6	199,5	156,4	255,3	158,6	308,0	230,6	67,9	243,5	679,4	16,15
May	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	230,6	67,4	239,0	666,9	15,87
Jun	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	241,5	71,8	235,0	655,5	15,70
Jul	137,8	204,6	171,5	247,4	161,9	294,0	260,9	77,9	238,4	665,0	15,59
Ago	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	248,4	71,7	238,5	665,4	15,70
Sep	139,3	208,7	191,4	231,0	162,1	268,7	272,4	78,2	255,5	712,9	16,47
Oct	140,1	215,3	194,2	242,7	168,4	283,3	291,0	82,5	270,5	754,6	17,05
Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	323,3	93,0	289,0	806,2	17,65
Dic	137,1	215,7	212,8	219,5	176,1	243,2	316,7	91,2	287,9	803,2	17,77
08 Ene	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42
Feb	156,1	248,4	248,4	248,5	190,4	280,3	332,0	95,8	330,6	922,3	20,11
Mar	157,9	264,3	263,4	265,5	193,7	304,9	...	104,3	347,1	968,4	20,06
Abr	151,5	257,9	254,8	261,9	191,4	300,4	...	108,7	326,1	909,7	18,57
May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	...	123,0	318,6	888,8	18,39

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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



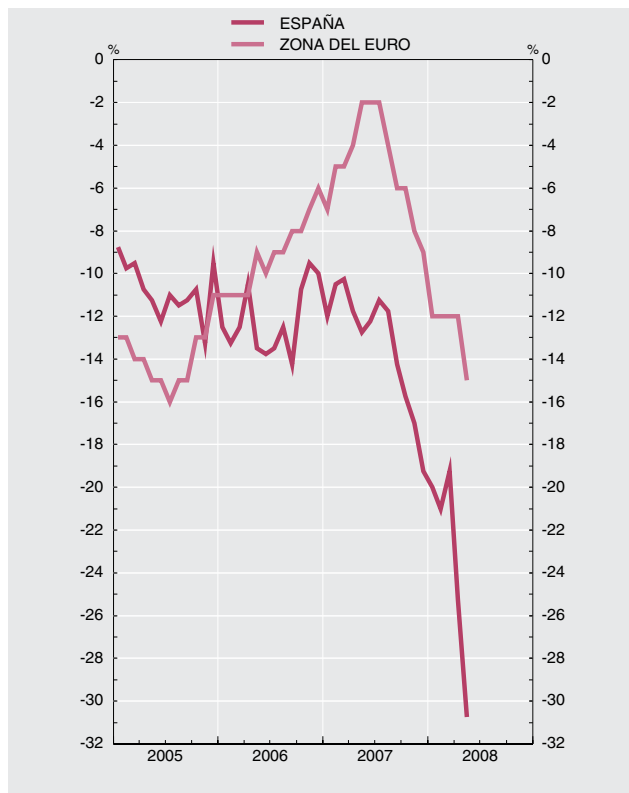
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

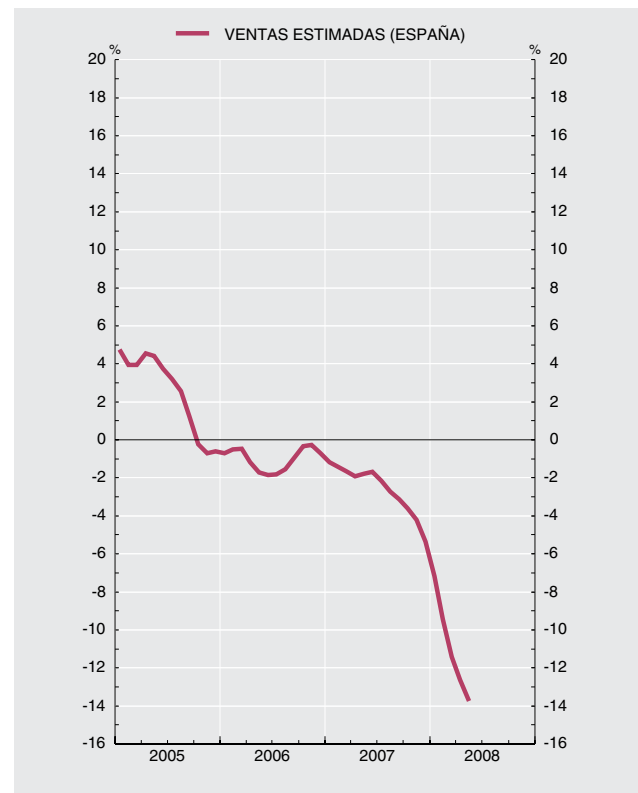
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Nominal	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista		Uso privado	Ventas estimadas			Matriculaciones	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)		Resto (c)
				1			2			3	4					5	
<b>05</b>	-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	0,9	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3	
<b>06</b>	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,2	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,6	
<b>07</b>	P	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9
<b>07 E-M</b>	P	-11	-10	-2	-11	-5	-	-0,6	-1,7	-1,6	-1,8	5,3	3,7	2,6	2,3	4,6	1,5
<b>08 E-M</b>	A	-23	-22	-12	-24	-13	-1	-12,3	-15,8	-14,3	-1,7	...	...	...	...	...	...
<b>07 Jun</b>	P	-12	-9	-3	-9	-2	2	-1,8	-4,7	-1,8	-3,1	5,6	4,0	5,6	3,3	4,5	1,0
<b>Jul</b>	P	-11	-9	-2	-15	-2	3	-0,3	0,2	-0,0	3,0	4,8	3,5	1,3	0,5	5,4	1,4
<b>Ago</b>	P	-12	-10	-2	-8	-4	4	-4,2	-3,7	-2,7	0,6	5,4	4,2	2,3	1,7	5,9	0,6
<b>Sep</b>	P	-14	-14	-5	-18	-6	-3	-8,2	-7,3	-7,7	2,2	2,4	0,3	-1,6	-1,8	1,7	1,6
<b>Oct</b>	P	-16	-16	-6	-14	-6	-2	1,8	1,3	3,4	0,8	6,6	3,1	2,9	2,9	3,2	0,6
<b>Nov</b>	P	-17	-16	-7	-16	-8	2	-7,2	-6,6	-5,9	-3,8	4,7	0,4	1,5	-0,1	0,8	-0,7
<b>Dic</b>	P	-19	-19	-10	-17	-9	1	1,0	1,9	6,3	4,0	2,1	-2,2	-1,7	-2,3	-2,1	-1,0
<b>08 Ene</b>	A	-20	-20	-8	-13	-12	-3	-2,7	-7,0	-12,7	-1,4	2,8	-1,7	-1,7	-0,3	-2,4	0,6
<b>Feb</b>	A	-21	-21	-12	-23	-12	1	1,2	-9,0	0,7	5,7	5,3	0,6	1,3	3,1	-1,1	-0,1
<b>Mar</b>	A	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-4,8	-4,4	-8,7	-7,8	-5,1	-11,2	-1,9
<b>Abr</b>	A	-25	-23	-15	-34	-12	-5	1,5	-1,3	1,5	2,1	4,3	-0,3	-2,3	1,2	-1,3	-2,5
<b>May</b>	A	-31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-10,0	...	...	...	...	...	...

#### 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.

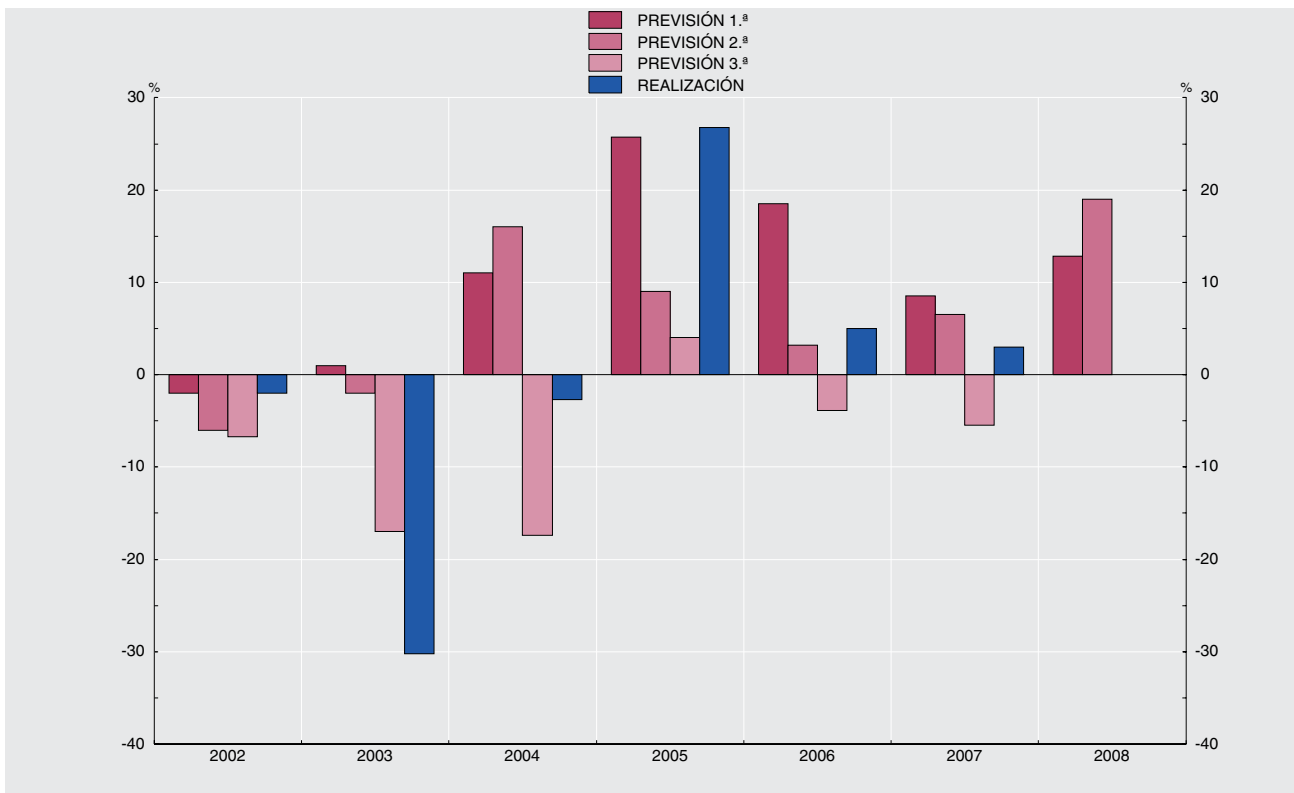
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ 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>	
02					
03		-2	-2	-6	-7
04		-30	1	-2	-17
05		-3	11	16	-17
06		27	26	9	4
07		5	19	3	-4
08		3	9	7	-6
		...	13	19	...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

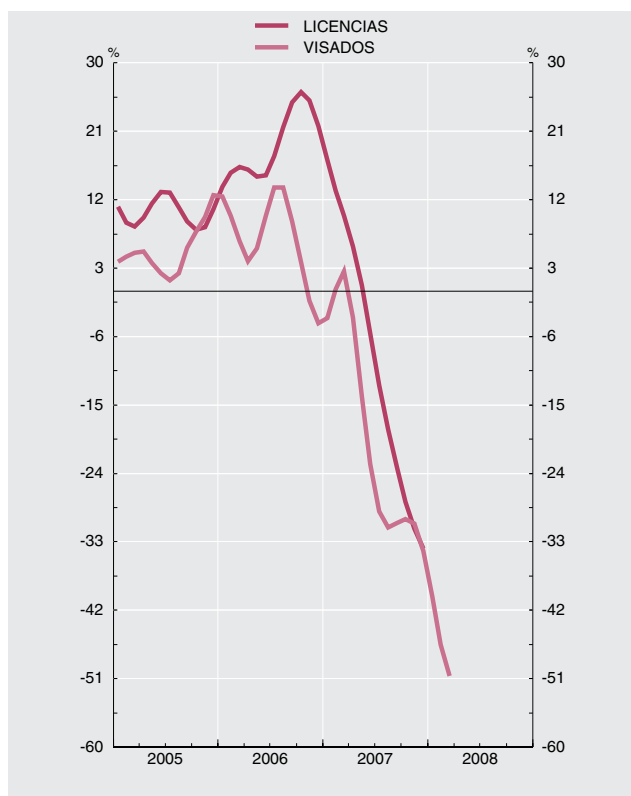
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

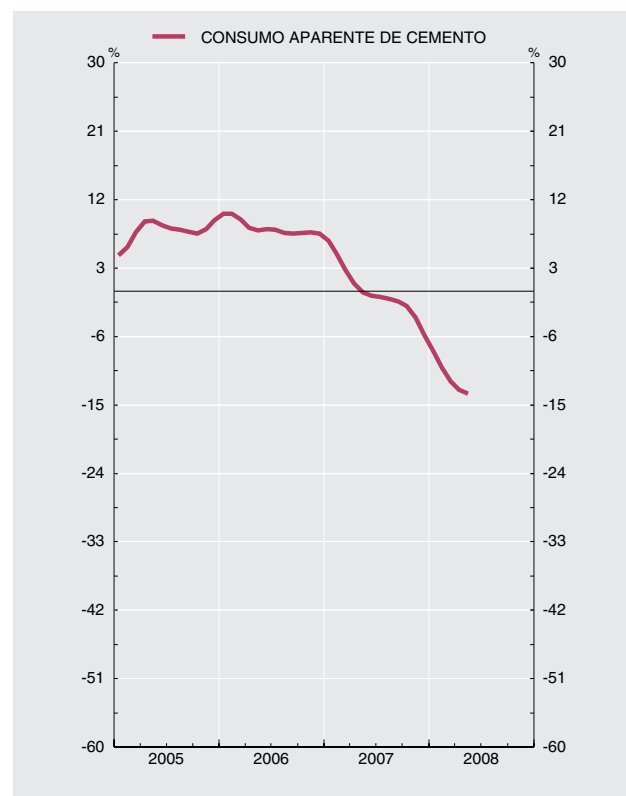
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
	Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
		Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual			No residencial	
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05	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
06	22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5
07	P -10,9	P -13,1	P -13,3	P -0,5	P -22,3	P -25,2	P -14,9	P -14,9	P -17,7	P -46,5	P -33,3	P -5,0	P -13,7	P 0,4
07 E-M	P 13,2	P 14,2	P 14,4	P 9,0	P 1,4	P 0,7	P 2,8	P 2,8	P 4,0	P -32,5	P -8,1	P 22,3	P 2,3	P 3,2
08 E-M	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	P -12,4
07 Feb	P -2,5	P -2,3	P -1,8	P -3,6	P -5,4	P -5,3	P 56,3	P 23,2	P 95,3	P 2,6	P 22,5	P 139,0	P 32,1	P 3,9
Mar	P 24,2	P 18,7	P 19,3	P 47,9	P 23,8	P 27,8	P 2,2	P 14,9	P 9,8	P -20,2	P -24,2	P 27,7	P -2,0	P -0,6
Abr	P 6,4	P 14,2	P 14,3	P -18,4	P 8,4	P 5,7	P -12,1	P 7,5	P -24,2	P 74,1	P 44,4	P -37,3	P -5,9	P 2,8
May	P 14,5	P 15,9	P 17,1	P 9,3	P -19,0	P -22,3	P -9,4	P 2,8	P -3,6	P -46,5	P -24,4	P 18,3	P -11,5	P -2,1
Jun	P -2,4	P -2,3	P -3,7	P -3,0	P -25,2	P -28,2	P 18,1	P 5,3	P -1,1	P -54,2	P -35,6	P 12,8	P 28,9	P -4,1
Jul	P -18,0	P -15,9	P -15,1	P -26,6	P -33,9	P -38,1	P 20,6	P 7,4	P -30,2	P -38,8	P -52,4	P -27,7	P 44,0	P 3,9
Ago	P -16,5	P -16,2	P -16,7	P -17,9	P -36,5	P -40,3	P -55,8	P -3,5	P -56,5	P -76,8	P -79,2	P -48,3	P -55,6	P -2,2
Sep	P -26,8	P -39,9	P -40,6	P 49,5	P -64,2	P -66,4	P -42,3	P -7,0	P -50,0	P -68,4	P -89,5	P -40,5	P -38,5	P -5,2
Oct	P -28,5	P -29,3	P -30,1	P -24,9	P -27,7	P -31,4	P -33,3	P -10,4	P -29,1	P -50,3	P -54,4	P -18,2	P -34,8	P 4,3
Nov	P -34,9	P -38,1	P -38,7	P -20,3	P -24,6	P -25,8	P -38,8	P -13,2	P -39,6	P -41,1	P -55,7	P -39,3	P -38,5	P 0,5
Dic	P -38,2	P -48,9	P -48,8	P 15,7	P -26,4	P -36,2	P -28,2	P -14,9	P -24,5	P -60,3	P -2,0	P 2,9	P -29,3	P -9,1
08 Ene	P ...	P ...	P ...	P ...	P -43,8	P -47,4	P -4,3	P -4,3	P 46,8	P 35,4	P 71,2	P 49,5	P -21,8	P -7,7
Feb	P ...	P ...	P ...	P ...	P -39,3	P -46,9	P 12,6	P 2,5	P -39,5	P -32,9	P -40,5	P -40,9	P 60,4	P -6,0
Mar	P ...	P ...	P ...	P ...	P -67,3	P -70,5	P 74,0	P 27,5	P -30,7	P -53,3	P -66,3	P -22,3	P 139,4	P -27,2
Abr	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P 1,3
May	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P -18,7

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.

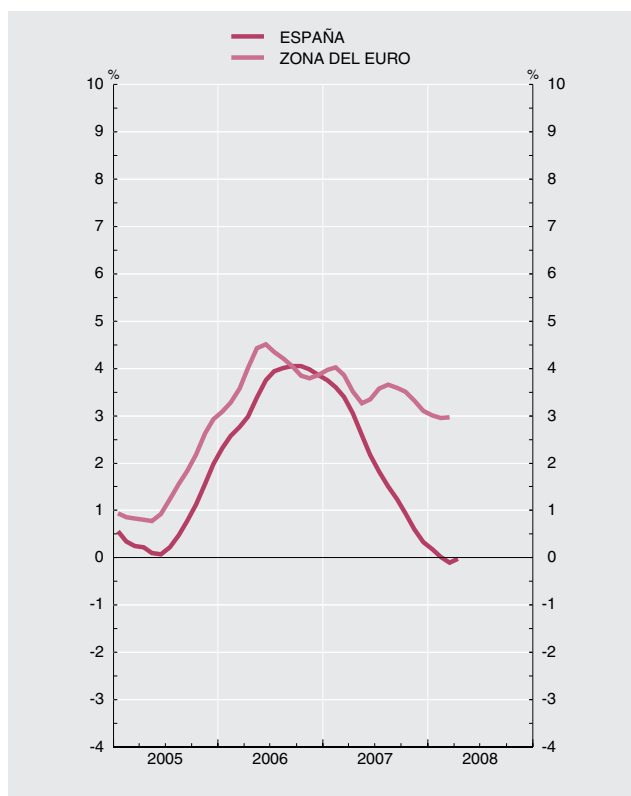
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

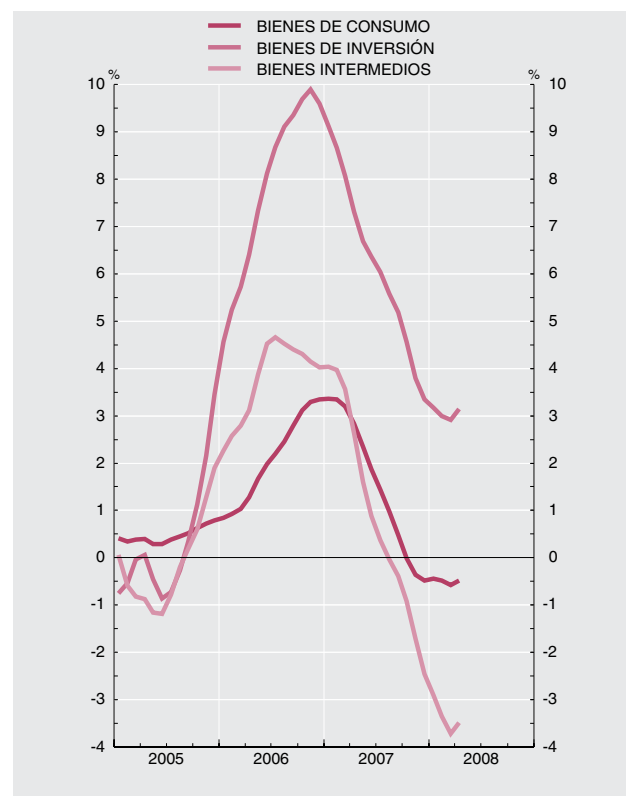
Tasas de variación interanual

		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 distribución 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
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,8
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,4	2,5	5,9	4,9
07	MP	108,6	2,3	1,8	6,3	1,3	0,7	-1,2	2,5	1,4	3,4	4,0	2,4	5,9	3,8
07 E-A	MP	109,5	4,8	5,1	8,9	4,9	-1,7	-4,4	5,6	-0,6	3,7	5,4	3,5	6,7	6,0
08 E-A	MP	109,2	-0,3	-0,2	2,7	-3,7	4,9	-0,6	-0,9	4,6	3,0	2,6	0,4	6,1	1,8
07 Ene	P	109,6	7,5	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,4	5,7	4,0	7,0	5,9
Feb	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	4,3	6,2	3,0	7,7	7,6
Mar	P	119,0	2,1	2,9	4,1	3,0	-4,2	-8,4	2,9	-2,0	4,2	5,9	4,3	6,8	6,7
Abr	P	102,8	6,3	6,2	8,6	4,7	7,8	0,7	6,1	9,0	3,0	4,0	2,8	5,4	3,9
May	P	118,0	2,1	2,6	4,0	0,1	3,9	-0,4	2,0	3,1	2,8	3,0	2,0	4,2	2,8
Jun	P	115,2	-0,5	-1,7	3,8	-1,4	-2,6	-2,0	-0,3	-1,9	2,7	3,0	1,2	5,2	2,8
Jul	P	114,9	3,7	4,7	10,6	2,5	-3,7	15,1	4,7	-4,5	4,0	4,7	2,7	7,3	4,2
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,7	5,0	5,0	7,4	3,6
Sep	P	107,7	-1,3	-3,1	3,2	-2,8	0,8	0,9	-1,5	-	3,3	3,2	1,7	5,4	2,9
Oct	P	117,6	4,7	2,6	10,8	3,5	4,1	2,3	4,5	6,6	4,4	4,0	2,0	7,2	3,2
Nov	P	113,9	-1,0	-3,2	-0,5	-2,9	8,8	-4,7	-2,4	12,3	3,0	2,3	0,3	5,1	1,6
Dic	P	97,2	-0,2	-2,5	4,3	-2,8	4,3	-12,1	-1,0	5,7	1,7	1,4	-0,4	3,2	0,6
08 Ene	P	108,8	-0,7	0,7	1,9	-3,8	1,5	-3,1	-0,9	1,5	3,5	3,5	1,7	7,3	2,3
Feb	P	110,8	4,0	4,5	7,2	0,1	9,9	4,3	3,5	8,8	3,3	3,1	0,8	6,9	2,0
Mar	P	102,6	-13,8	-16,4	-14,4	-17,1	3,0	-12,8	-15,6	2,3	1,6	0,0	-1,5	3,3	0,6
Abr	P	114,4	11,3	13,2	19,0	8,0	5,8	10,5	11,9	6,5	3,9	4,2	0,7	7,5	2,4

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

■ Serie representada gráficamente.

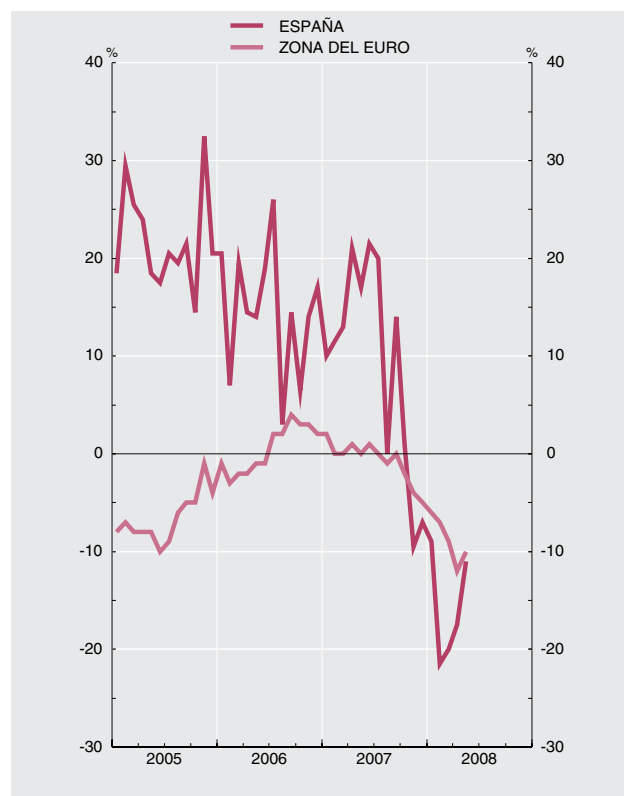
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	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
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-1
07	E-M	0	6	7	4	-7	10	-2	4	-0	-2	15	21	15	30	23	6	7	1
08	E-M	-8	-6	-0	-8	-10	15	-5	3	-16	-5	-16	4	-14	-10	-10	-1	-3	-9
07	Feb	1	5	8	4	-7	11	-1	4	0	-2	12	15	14	18	24	5	7	-
	Mar	2	7	9	5	-8	8	-2	8	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-
	Abr	-0	9	4	5	-5	9	-3	3	0	-3	21	27	24	27	20	7	9	1
	May	-1	9	7	1	-7	11	-3	5	-2	-1	17	39	19	26	17	6	8	-
	Jun	1	14	9	2	-3	9	-2	8	-1	1	22	34	28	48	16	6	7	1
	Jul	-0	13	5	2	-1	8	-1	8	-3	-4	20	53	25	19	29	5	5	-
	Ago	-2	7	7	2	-8	14	-2	1	-2	-6	-	34	-4	19	47	5	6	-1
	Sep	-1	6	5	1	-4	9	-4	7	-3	-7	14	17	21	-4	21	3	3	-
	Oct	-5	5	3	-5	-3	12	-5	7	-10	-7	1	-10	2	11	14	2	1	-2
	Nov	-1	4	7	1	-2	11	-2	10	-5	-2	-10	3	-2	-15	-2	3	2	-4
	Dic	-2	-1	7	-3	-5	9	-3	10	-7	-1	-7	10	-1	-10	13	2	-	-5
08	Ene	-4	-2	5	-4	-8	13	-3	9	-10	-5	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6
	Feb	-7	-10	1	-7	-7	15	-6	4	-14	-5	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7
	Mar	-8	-6	-2	-7	-10	16	-6	4	-17	-10	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-9
	Abr	-8	-4	0	-10	-10	15	-6	2	-17	-3	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-12
	May	-12	-6	-6	-15	-13	17	-6	-3	-23	-5	-11	23	-10	-9	-26	-2	-5	-10

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

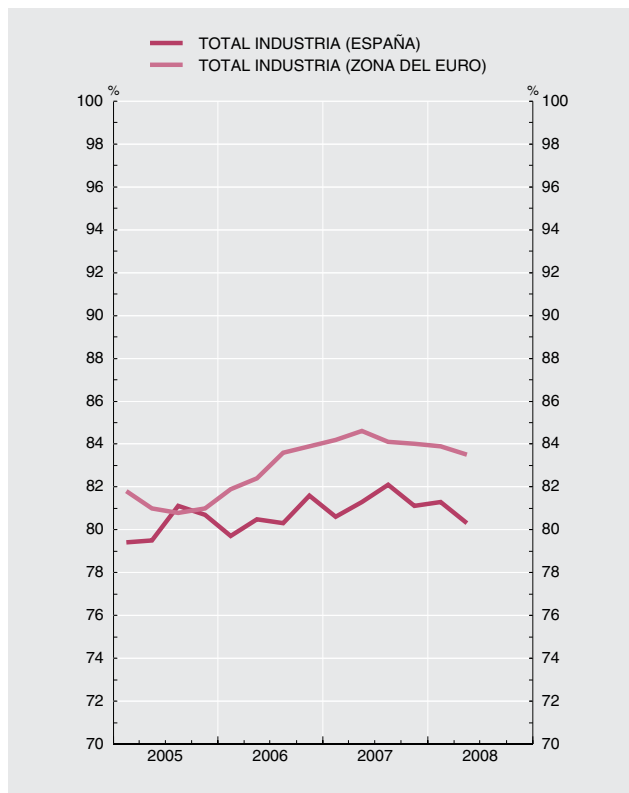
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

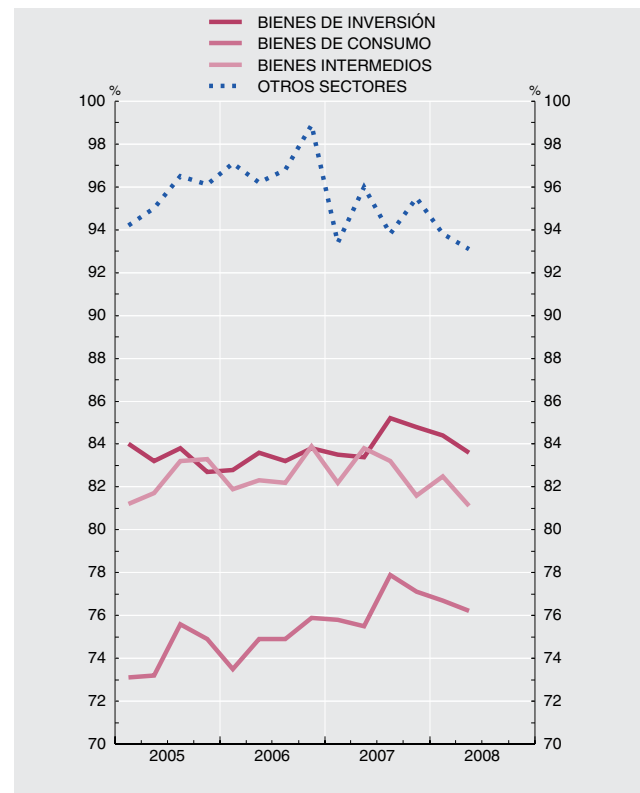
Porcentajes y saldos

	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		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		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 (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<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>07</b>	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
<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	-	84,4
<b>08 I-II</b>	80,8	81,8	5	76,5	78,2	9	84,0	84,7	4	81,8	82,5	3	93,5	94,2	-	83,7
<b>05 IV</b>	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
<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>06 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>06 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>06 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	-	84,2
<b>07 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	-	84,6
<b>07 III</b>	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
<b>07 IV</b>	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
<b>08 I</b>	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,9
<b>08 II</b>	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

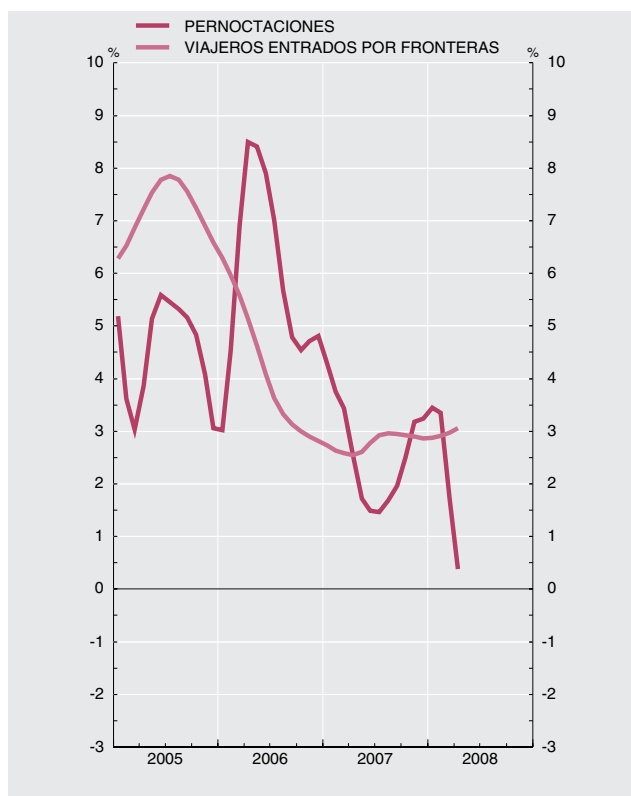
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

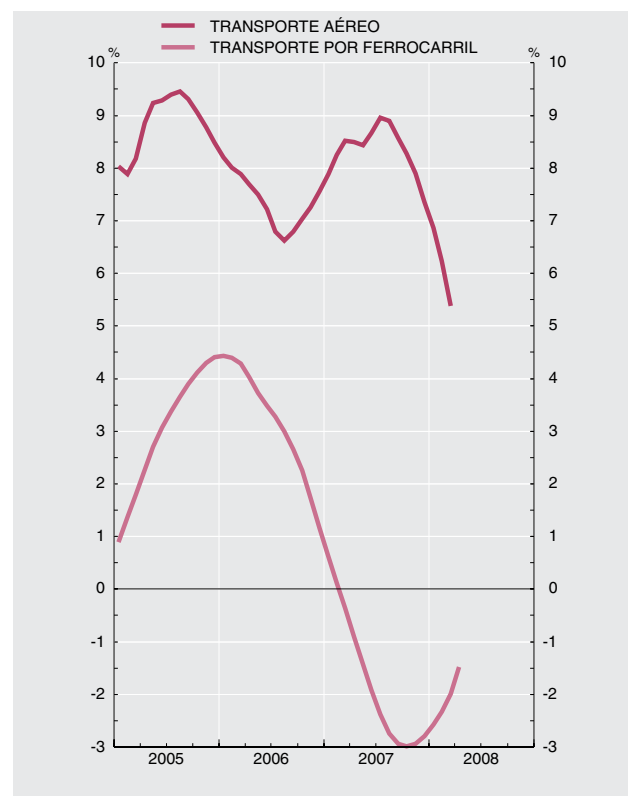
Tasas de variación interanual

	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	
05	5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5
06	5,8	6,1	6,2	6,5	3,6	4,1	3,0	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1
07	3,3	4,2	2,0	2,3	3,1	1,5	5,6	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,9	-1,5
07 E-A	3,6	5,0	3,5	4,0	2,0	1,6	2,6	8,5	8,4	8,5	4,3	5,9	3,2	1,1	1,4
08 E-A	0,9	3,4	1,2	3,1	2,1	3,3	0,4	...	...	...	...	...	...	-0,9	...
07 Ene	3,8	7,0	2,3	3,7	3,7	3,7	3,7	6,7	6,2	7,2	5,6	5,3	0,3	-0,0	-2,0
Feb	3,1	5,9	2,5	4,2	0,5	3,6	-3,1	9,1	8,9	9,4	6,5	5,6	6,9	-2,0	-3,7
Mar	6,7	7,8	6,5	7,3	6,1	6,2	6,1	12,0	10,7	13,2	1,3	17,3	1,7	5,6	4,0
Abr	1,4	1,4	2,4	1,5	-1,3	-4,3	3,5	6,1	7,6	5,0	4,2	-0,8	4,3	0,8	8,5
May	0,7	-0,6	-0,7	-1,0	-3,0	-1,4	-6,0	6,8	8,4	5,6	9,1	18,9	7,7	-0,7	-4,3
Jun	5,4	3,5	2,2	0,5	7,9	4,8	14,3	8,8	9,6	8,3	7,6	13,9	3,0	-2,0	-5,1
Jul	1,7	1,7	1,1	1,0	5,1	1,8	11,4	11,6	14,3	10,0	3,4	1,4	3,6	-1,9	2,5
Ago	3,6	5,3	1,3	2,7	5,7	1,6	11,5	10,5	10,0	10,9	6,7	0,0	8,3	-7,9	-6,6
Sep	2,7	4,6	1,1	1,9	4,3	0,6	11,3	9,7	8,9	10,3	5,5	0,7	7,5	-4,7	-0,9
Oct	2,5	3,6	0,7	1,9	1,5	0,0	3,9	8,4	8,5	8,4	4,9	8,3	4,5	-3,3	2,6
Nov	8,3	9,2	7,7	6,7	5,1	5,0	5,1	10,4	8,0	12,6	-2,0	13,8	9,1	-3,3	-6,2
Dic	2,2	10,2	1,6	7,2	-0,4	0,7	-1,6	7,6	4,9	10,0	-0,5	-1,4	-0,2	-4,5	-5,9
08 Ene	3,4	4,7	2,3	3,6	0,2	0,9	-0,7	6,9	6,8	7,1	-1,9	4,8	13,2	-2,2	-4,1
Feb	7,8	8,4	9,3	9,4	5,5	6,5	4,3	10,2	9,9	10,5	4,2	2,9	1,0	1,5	3,6
Mar	7,4	5,5	10,0	4,1	6,5	7,4	5,2	6,8	2,4	10,6	-2,4	...	...	-6,6	-18,4
Abr	-10,4	-1,9	-11,5	-2,2	-2,9	-1,0	-5,7	...	...	...	...	...	...	4,1	...

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	
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5	
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3	
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8	
07	I-I	37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8	
08	I-I	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0	
05	III	36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2	
	IV	36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5	
06	I	36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6	
	II	36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3	
	III	37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4	
	IV	37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1	
07	I	37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8	
	II	37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8	
	III	37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0	
	IV	37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7	
08	I	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0	

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).



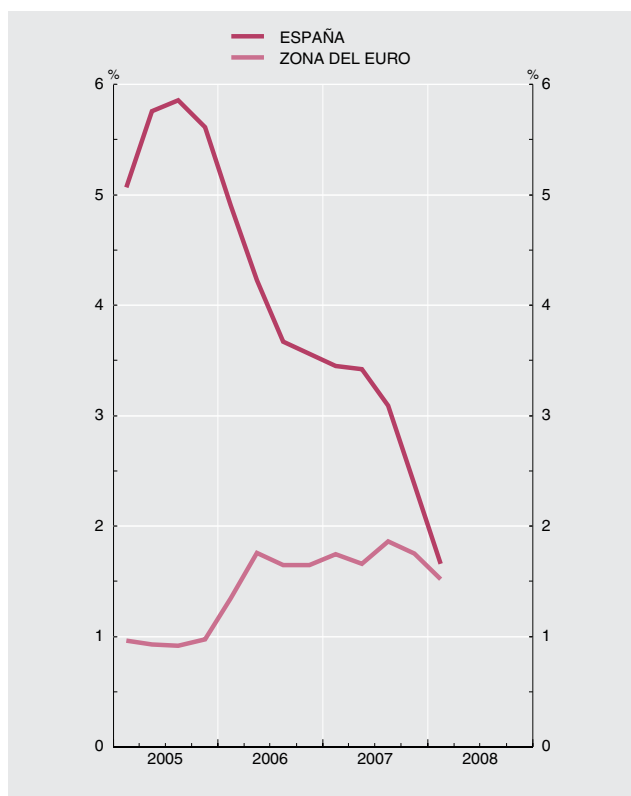
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

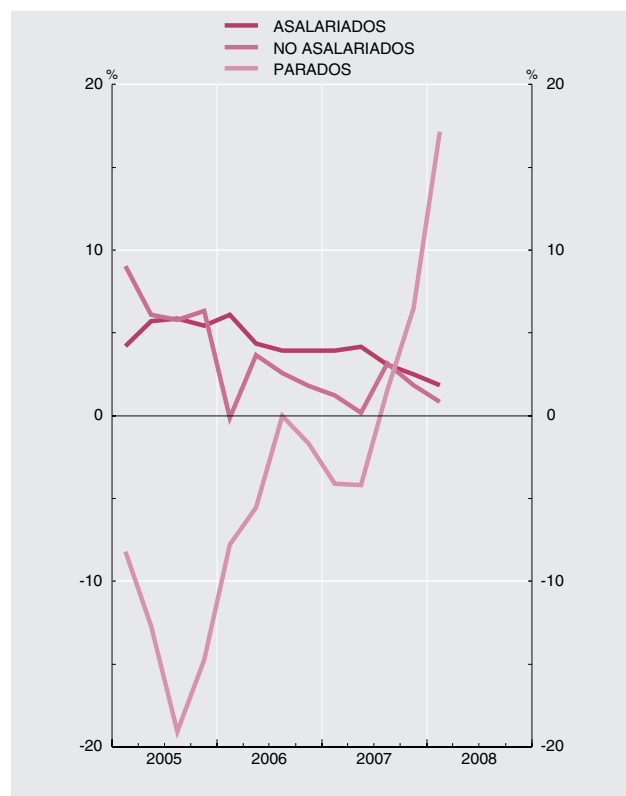
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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						
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,9	8,85
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,26
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,42
07 I-I	M	20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,7	7,63
08 I-I	M	20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,14
05 III		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,9	8,82
05 IV		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	1,0	8,74
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,3	8,65
06 II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,8	8,39
06 III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,6	8,10
06 IV		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,6	7,90
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,7	7,63
07 II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,46
07 III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,35
07 IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,8	7,24
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,14

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

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

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

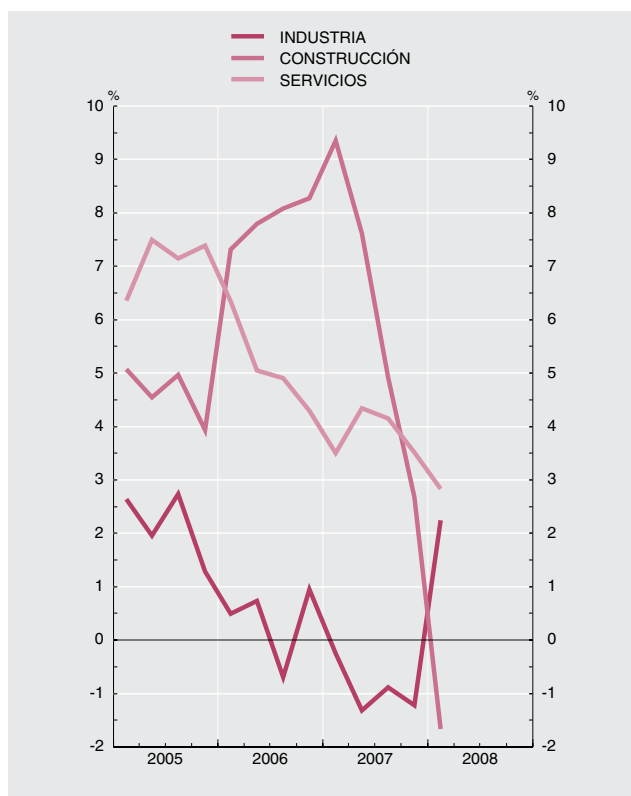
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

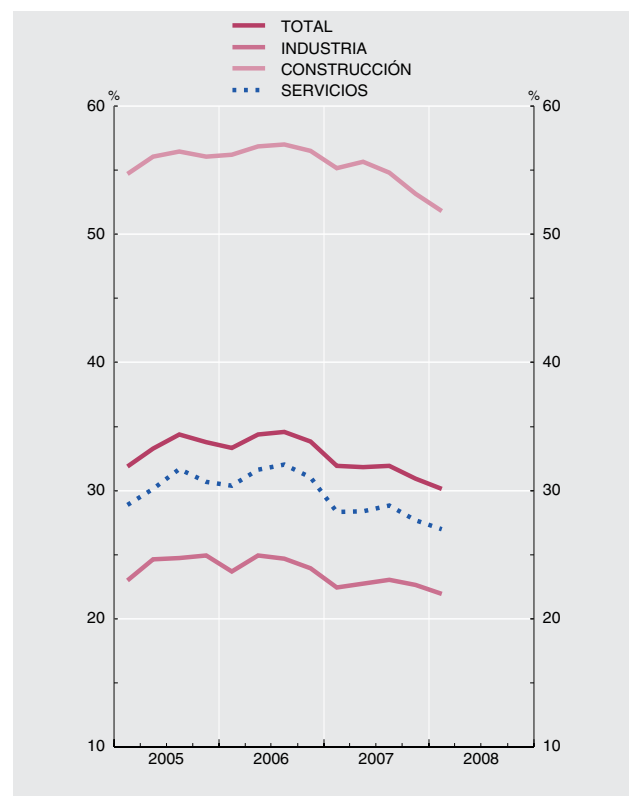
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias	
		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 (%)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	
06	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	
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,3	58,8	-0,9	-0,7	22,7	6,1	6,8	54,7	3,9	3,9	28,3	3,3	
07	I-I	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
08	I-I	M	1,7	1,8	-5,6	-6,8	-7,9	-7,1	2,2	3,0	-2,3	-1,7	-2,1	-6,0	2,8	2,8	-4,8	2,1
05	III		5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0
	IV		5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8
06	I		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4
	II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6
	III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3
	IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2
07	I		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
	II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8
	III		3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4
	IV		2,4	2,5	30,9	-1,7	0,3	57,4	-1,2	-0,7	22,7	2,7	2,9	53,2	3,5	3,4	27,7	2,6
08	I		1,7	1,8	30,1	-6,8	-7,9	58,8	2,2	3,0	21,9	-1,7	-2,1	51,8	2,8	2,8	27,0	2,1

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).

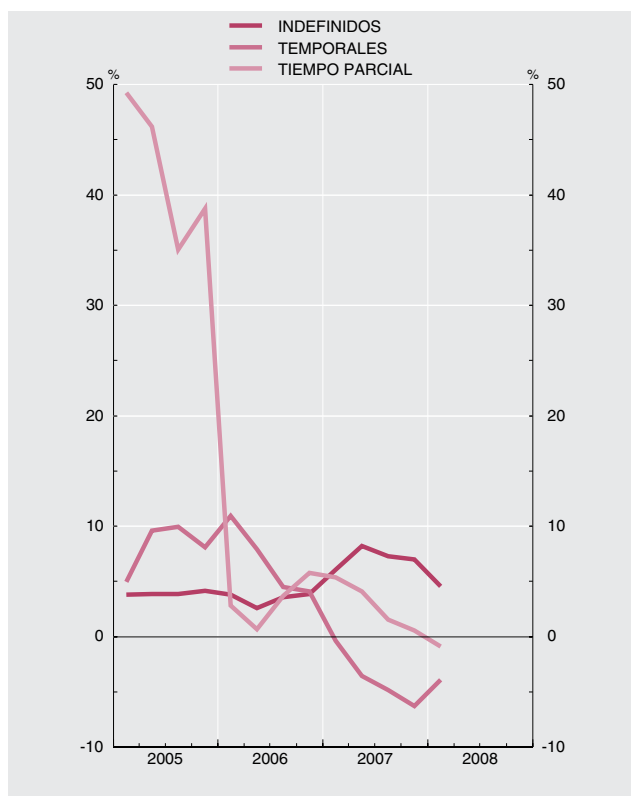
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados					
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración					
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		% sobre asalariados		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	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	
06	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	
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6	
07	I-I	645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	
08	I-I	509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1	
05	III	385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	
	IV	417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	
06	I	390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	
	II	265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	
	III	371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	
	IV	406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	
07	I	645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	
	II	865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	
	III	777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6	
	IV	761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3	
08	I	509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1	

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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

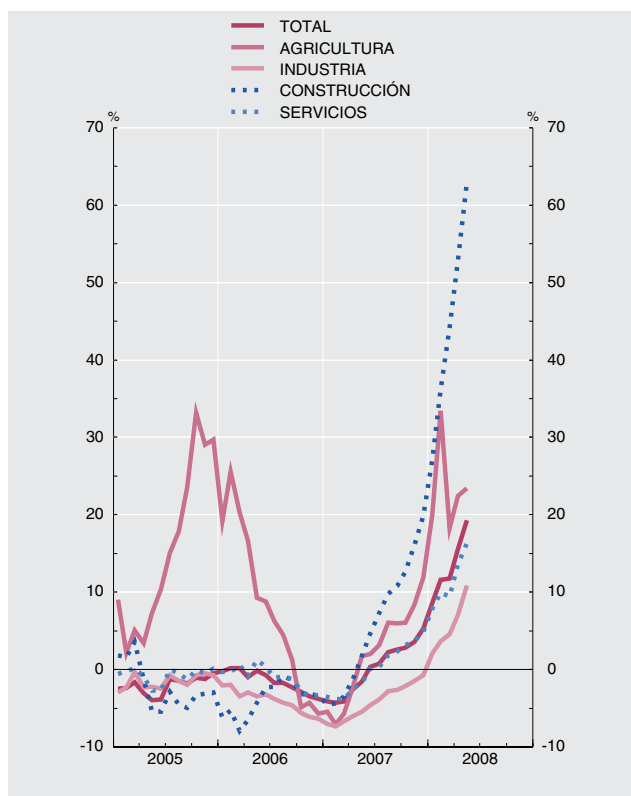
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

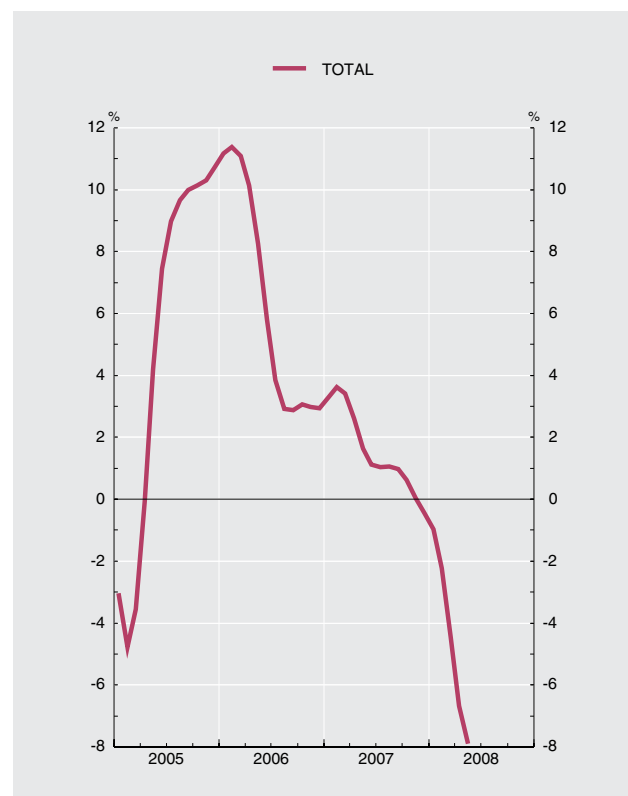
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas 1	Variación inter-anual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12					Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17	
						Total	Agricultura	No agrícola										
		5	6	7	8	9	10											
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
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
07	E-M	2 043	-71	-3,4	-1,4	-3,6	-3,9	-3,6	-6,5	-2,5	-3,1	1 527	4,1	12,84	22,38	87,16	1 474	4,0
08	E-M	2 314	271	13,3	0,3	14,9	23,5	14,6	5,6	44,4	11,3	1 428	-6,5	12,68	23,32	87,32	1 400	-5,0
07	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
	Jul	1 970	15	0,8	2,1	0,6	3,2	0,5	-3,9	7,3	0,3	1 755	5,0	10,30	24,89	89,70	1 694	6,2
	Ago	2 028	45	2,2	2,2	2,3	6,1	2,1	-2,8	9,8	1,8	1 287	-2,7	9,91	22,51	90,09	1 249	-0,3
	Sep	2 017	51	2,6	1,6	2,7	5,9	2,6	-2,7	10,8	2,4	1 596	-4,7	12,05	25,50	87,95	1 584	-2,7
	Oct	2 049	56	2,8	-3,2	3,6	6,1	3,5	-2,2	12,6	3,1	1 911	5,1	12,19	27,67	87,81	1 870	7,4
	Nov	2 094	71	3,5	-4,4	4,5	8,3	4,4	-1,4	16,1	3,7	1 592	-4,1	11,94	25,61	88,06	1 540	-1,2
	Dic	2 130	107	5,3	-2,3	6,2	11,9	6,0	-0,8	19,9	4,8	1 261	-9,0	10,66	25,29	89,34	1 223	-1,7
08	Ene	2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
	Feb	2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
	Mar	2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2
	Abr	2 339	315	15,6	-0,5	17,7	22,4	17,5	7,1	52,9	13,6	1 460	5,3	12,97	24,29	87,03	1 416	4,1
	May	2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

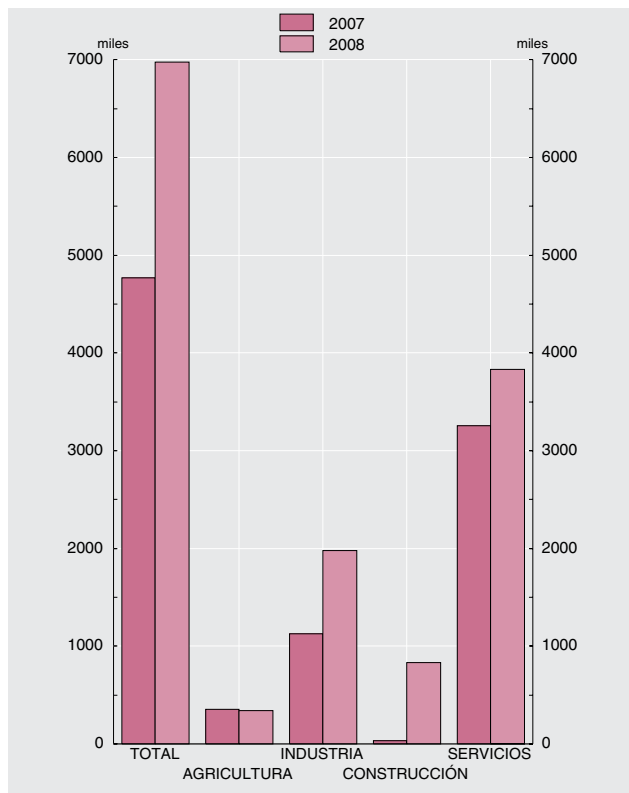
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

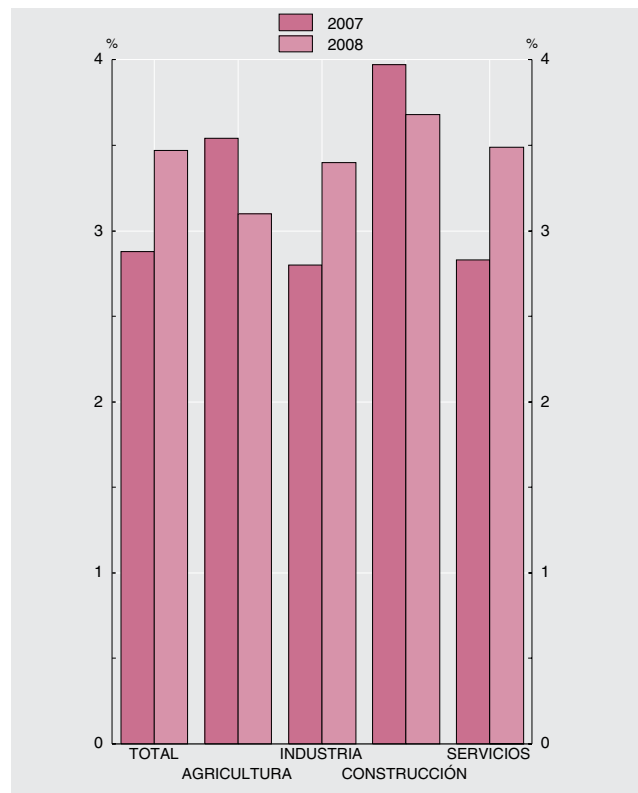
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por re- visados	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>05</b>	10 756	4,04	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>	11 119	3,59	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</b>	10 384	4,16	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>06 Dic</b>	11 119	3,59	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>	9 876	4,19	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>	9 884	4,19	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>	9 923	4,19	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>	10 221	4,16	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>	10 227	4,16	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
<i>Jun</i>	10 245	4,15	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
<i>Jul</i>	10 252	4,15	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82
<i>Ago</i>	10 252	4,15	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81
<i>Sep</i>	10 357	4,15	5 582	1 459	7 041	-725	468	1 958	64	4 552	2,87	2,93	2,89	3,40	2,85	3,74	2,83
<i>Oct</i>	10 367	4,15	5 607	1 959	7 566	-505	478	2 043	247	4 798	2,87	2,91	2,88	3,39	2,85	3,56	2,81
<i>Nov</i>	10 382	4,16	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80
<i>Dic</i>	10 384	4,16	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>08 Ene</b>	6 751	3,44	4 503	5	4 508	1 263	270	1 331	161	2 746	3,27	4,59	3,27	2,91	3,32	3,61	3,27
<i>Feb</i>	6 755	3,44	5 281	12	5 293	1 271	293	1 462	487	3 052	3,36	3,77	3,36	2,92	3,32	3,83	3,35
<i>Mar</i>	6 792	3,44	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35
<i>Abr</i>	6 964	3,47	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
<i>May</i>	6 964	3,47	6 568	408	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,09	3,47	3,10	3,40	3,68	3,49

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-mayo



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-mayo



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.  
a. Datos acumulados.

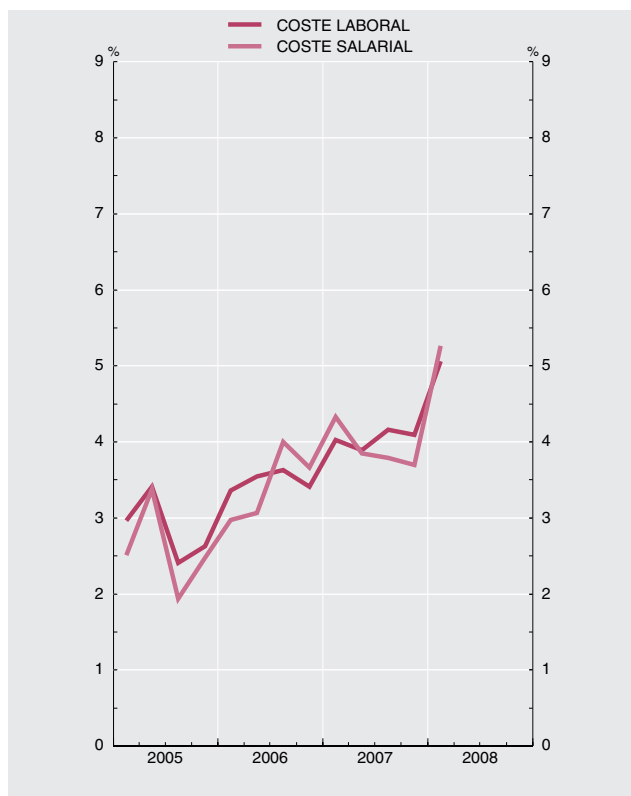
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

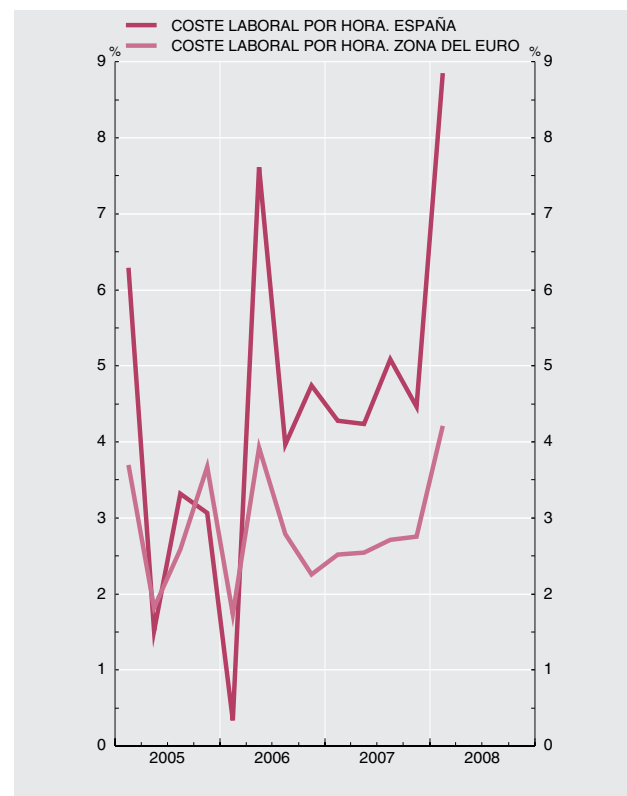
Tasas de variación interanual

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

**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.

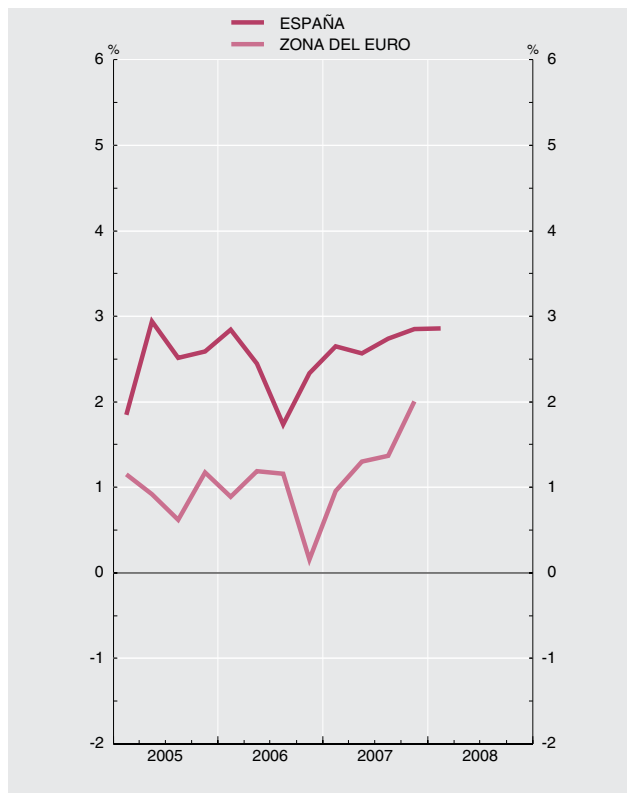
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

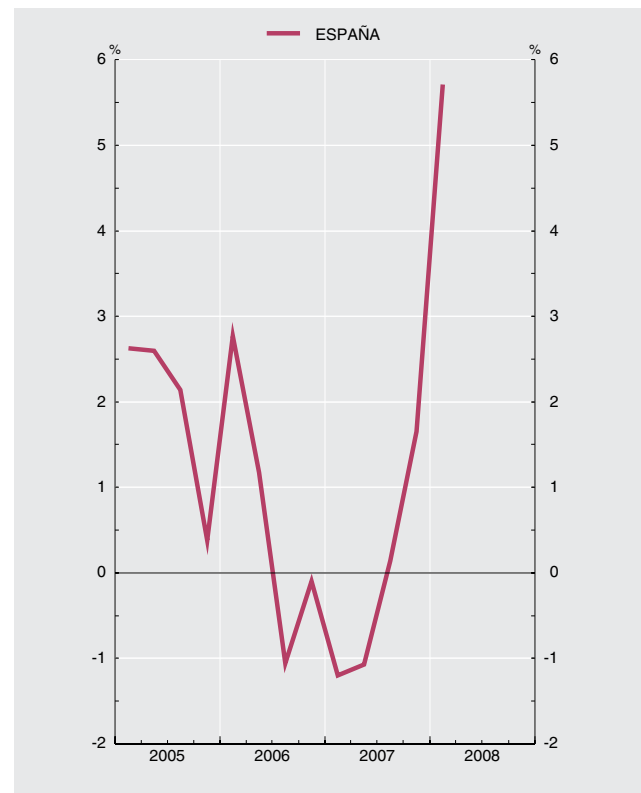
Tasas de variación interanual

		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>05</b>	P	2,5	1,0	2,8	1,8	0,4	0,8	3,6	1,7	3,2	0,9	1,9	...
<b>06</b>	P	2,3	0,8	3,0	2,2	0,7	1,3	3,9	2,9	3,2	1,6	0,7	...
<b>07</b>	P	2,7	1,4	3,6	2,3	0,8	0,9	3,8	2,6	3,0	1,8	-0,1	...
<b>05</b>	II	2,9	0,9	3,6	1,6	0,6	0,7	3,7	1,6	3,1	0,9	2,6	...
	III	2,5	0,6	2,3	1,6	-0,2	1,0	3,4	1,9	3,7	0,9	2,1	...
	IV	2,6	1,2	2,8	2,2	0,2	1,0	3,7	2,0	3,5	1,0	0,4	...
<b>06</b>	I	2,8	0,9	3,1	2,1	0,3	1,2	3,7	2,6	3,4	1,3	2,8	...
	II	2,4	1,2	2,7	2,4	0,3	1,2	3,8	3,0	3,6	1,8	1,2	...
	III	1,7	1,2	2,9	2,4	1,2	1,2	3,9	2,9	2,7	1,6	-1,1	...
	IV	2,3	0,2	3,2	1,7	0,9	1,6	4,0	3,2	3,1	1,6	-0,1	...
<b>07</b>	I	2,7	1,0	3,4	2,4	0,8	1,4	4,1	3,2	3,3	1,7	-1,2	...
	II	2,6	1,3	3,4	2,2	0,8	0,9	4,0	2,6	3,1	1,7	-1,1	...
	III	2,7	1,4	3,5	2,2	0,8	0,8	3,8	2,7	3,0	1,9	0,1	...
	IV	2,9	2,0	3,8	2,4	0,9	0,4	3,5	2,1	2,5	1,8	1,7	...
<b>08</b>	I	2,9	...	3,9	...	1,0	0,6	2,7	2,2	1,7	1,5	5,7	...

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

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

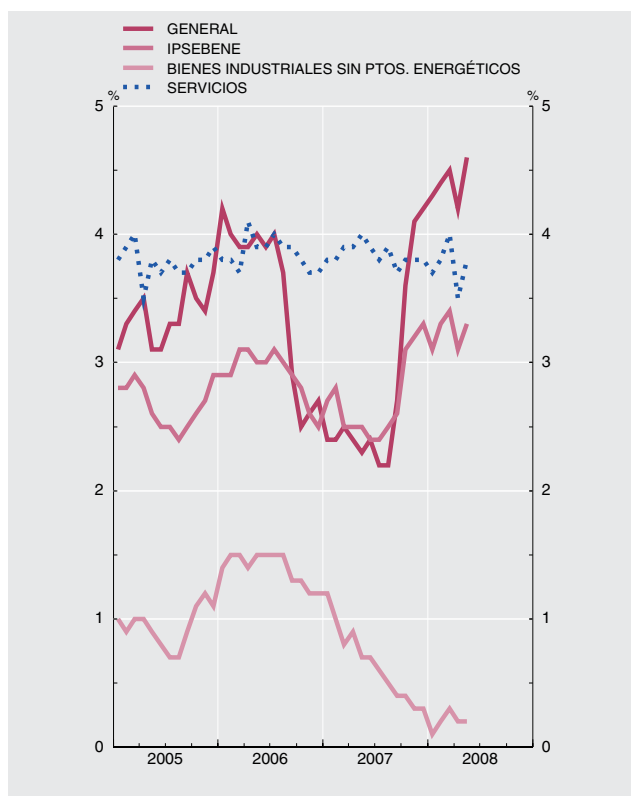
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)		
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>(a)</sup>	T <sub>12</sub> <sup>(b)</sup>	s/ T <sub>dic</sub> <sup>(c)</sup>	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub>	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0	
07	E-M	M	101,6	0,4	2,4	0,4	5,0	2,6	0,9	-1,3	3,9	2,6	115,5	-0,8
08	E-M	M	106,0	0,5	4,4	0,6	4,7	7,3	0,2	14,1	3,8	3,2	...	...
07	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	6,7	
	May	103,0	0,3	2,3	1,8	6,0	2,3	0,7	-1,7	4,0	2,5	116,2	0,4	
	Jun	103,2	0,2	2,4	2,0	5,0	2,2	0,7	-0,2	3,9	2,4	116,3	2,6	
	Jul	102,4	-0,7	2,2	1,3	4,7	2,2	0,6	-1,2	3,8	2,4	106,1	2,5	
	Ago	102,5	0,1	2,2	1,4	4,0	2,8	0,5	-2,2	3,9	2,5	108,0	5,1	
	Sep	102,9	0,3	2,7	1,7	4,0	3,7	0,4	2,3	3,7	2,6	112,7	12,1	
	Oct	104,2	1,3	3,6	3,0	4,7	6,1	0,4	7,0	3,8	3,1	116,0	13,8	
	Nov	105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	7,0	0,3	10,7	3,8	3,2	124,6	15,7	
	Dic	105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	7,4	0,3	11,5	3,8	3,3	125,8	17,6	
08	Ene	104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	7,0	0,1	13,4	3,7	3,1	124,2	11,1	
	Feb	104,9	0,2	4,4	-0,5	5,2	7,4	0,2	13,3	3,8	3,3	122,1	7,3	
	Mar	105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	7,4	0,3	14,1	4,0	3,4	127,4	10,5	
	Abr	107,0	1,1	4,2	1,5	4,0	7,4	0,2	13,3	3,5	3,1	...	...	
	May	107,7	0,7	4,6	2,2	4,1	7,5	0,2	16,5	3,8	3,3	...	...	

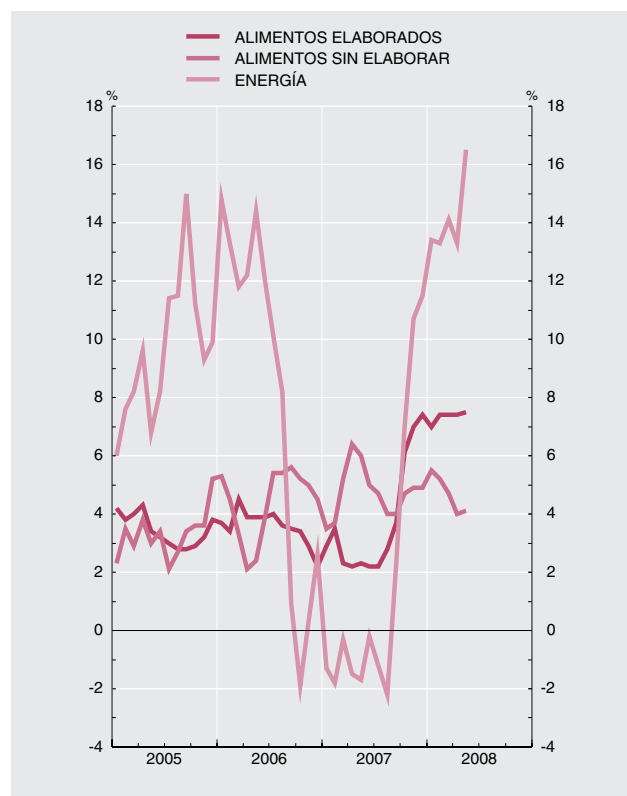
#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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



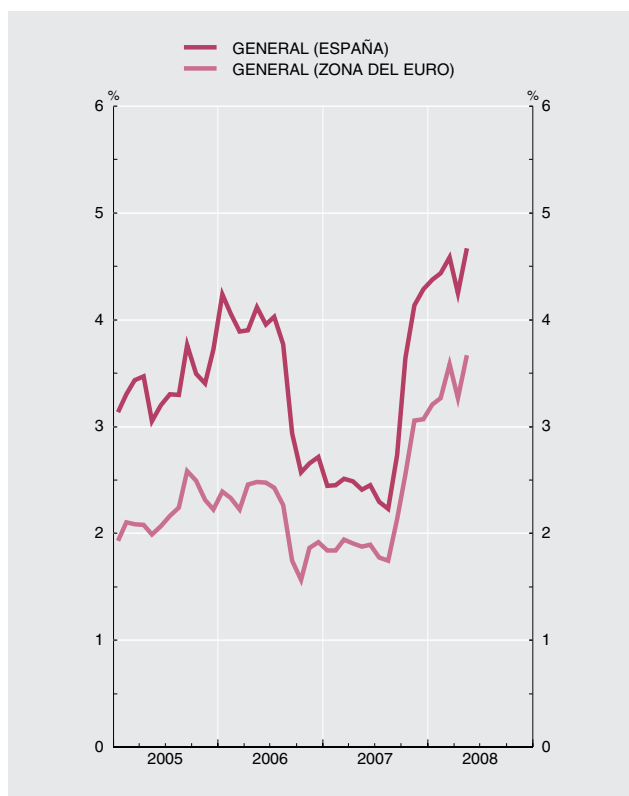
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

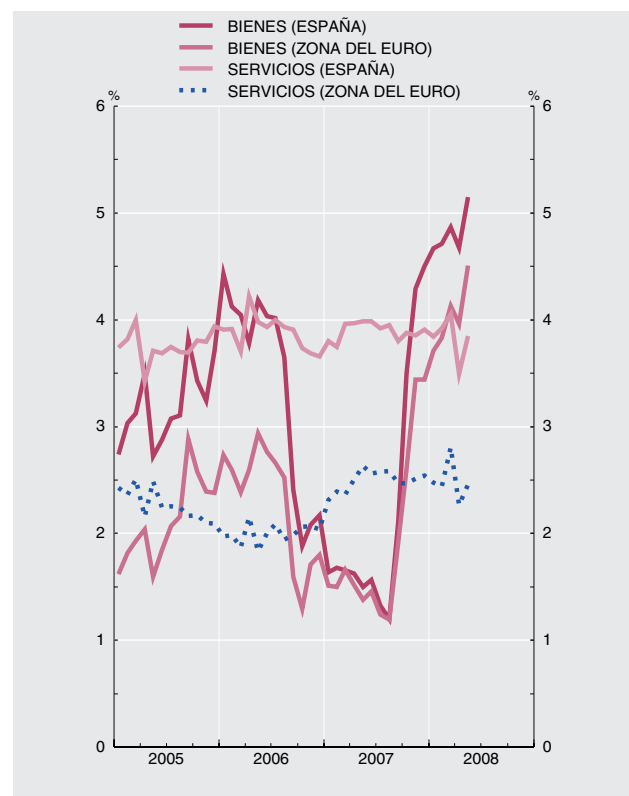
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>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>07</b>	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
<b>07 E-M</b>	M	2,5	1,9	1,6	1,5	3,4	2,5	2,5	2,0	4,4	3,3	0,5	1,0	1,1	1,1	-1,3	0,8	3,9	2,4
<b>08 E-M</b>	MP	4,5	3,4	4,8	4,0	6,5	5,4	8,6	6,6	4,3	3,5	3,8	3,4	0,3	0,8	14,1	11,4	3,8	2,5
<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>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>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>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>Jun</b>		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
<b>Jul</b>		2,3	1,8	1,3	1,2	3,0	2,3	1,9	1,9	4,2	2,8	0,2	0,7	0,6	0,9	-1,2	-	3,9	2,6
<b>Ago</b>		2,2	1,7	1,2	1,2	3,2	2,5	2,8	2,5	3,7	2,4	-0,1	0,6	0,5	1,0	-2,1	-0,9	4,0	2,6
<b>Sep</b>		2,7	2,1	2,1	1,9	3,8	2,7	3,9	3,1	3,7	2,1	1,0	1,5	0,4	1,0	2,3	3,0	3,8	2,5
<b>Oct</b>		3,6	2,6	3,5	2,6	5,6	3,5	7,0	3,8	4,3	3,1	2,1	2,1	0,4	1,1	7,0	5,5	3,9	2,5
<b>Nov</b>		4,1	3,1	4,3	3,4	6,3	4,0	8,2	4,6	4,4	3,0	3,0	3,2	0,4	1,1	10,6	9,7	3,9	2,5
<b>Dic</b>		4,3	3,1	4,5	3,4	6,6	4,3	8,6	5,1	4,5	3,1	3,2	3,0	0,4	1,0	11,4	9,2	3,9	2,5
<b>08 Ene</b>		4,4	3,2	4,7	3,7	6,5	4,9	8,2	5,9	4,9	3,3	3,6	3,1	0,3	0,7	13,4	10,6	3,8	2,5
<b>Feb</b>		4,4	3,3	4,7	3,8	6,7	5,2	8,6	6,5	4,7	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,2	10,4	3,9	2,4
<b>Mar</b>		4,6	3,6	4,9	4,1	6,6	5,6	8,8	6,8	4,3	3,8	3,9	3,4	0,4	0,9	14,1	11,2	4,1	2,8
<b>Abr</b>		4,2	3,3	4,7	4,0	6,3	5,4	8,8	7,0	3,9	3,1	3,6	3,2	0,3	0,8	13,3	10,8	3,5	2,3
<b>May</b>	P	4,7	3,7	5,2	4,5	6,4	5,7	8,8	6,9	4,0	3,9	4,3	3,9	0,2	0,7	16,5	13,7	3,8	2,5

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))

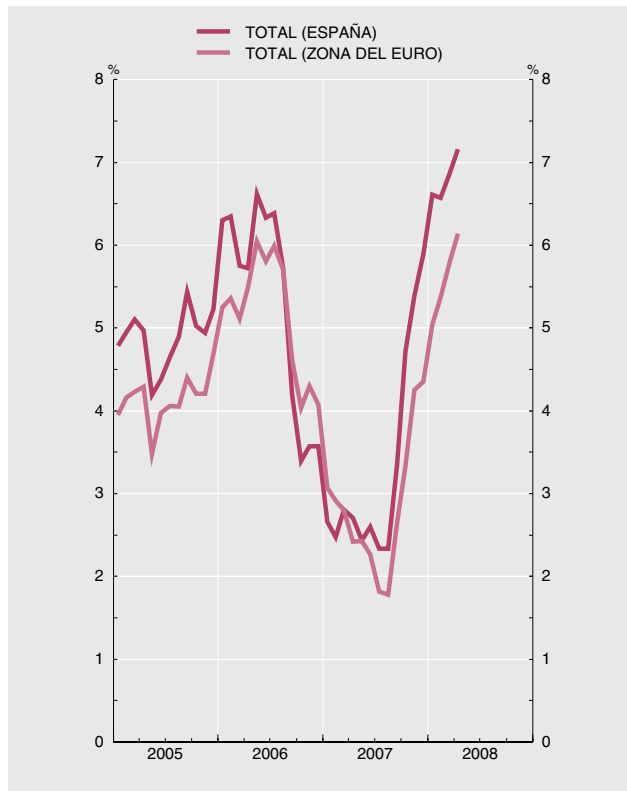
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

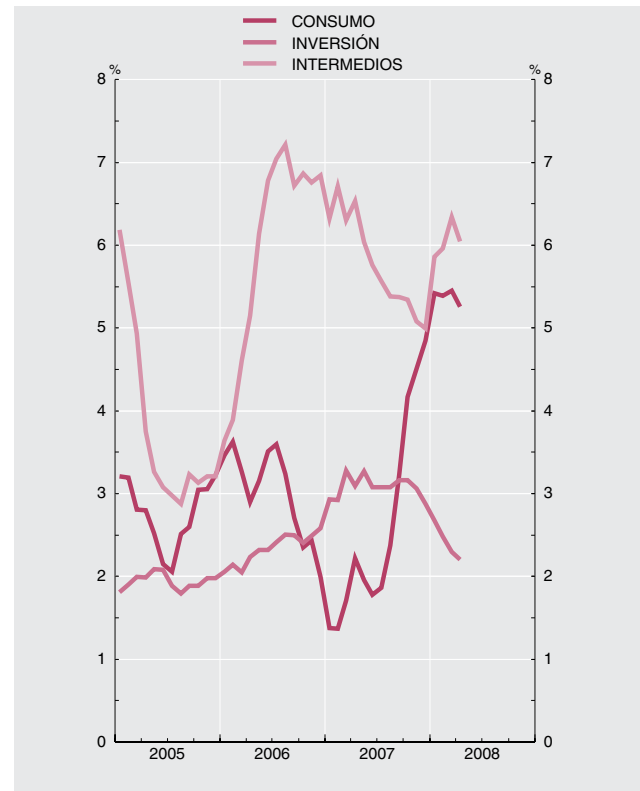
Tasas de variación interanual

		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> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Total T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
														T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
<b>05</b>	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,4	2,9	13,6
<b>06</b>	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,6
<b>07</b>	MP	122,6	—	3,3	—	2,6	—	3,1	—	5,8	—	0,8	2,8	2,3	1,8	4,8	1,8
<b>07 E-A</b>	MP	120,5	—	2,7	—	1,7	—	3,1	—	6,5	—	-2,0	2,8	1,6	2,0	5,9	0,7
<b>08 E-A</b>	MP	128,7	—	6,8	—	5,4	—	2,4	—	6,1	—	14,4	5,6	4,5	1,5	4,2	12,4
<b>07 Ene</b>	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,3	-1,1	3,1	1,5	2,0	6,1	1,6
<b>Feb</b>	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,2	6,7	-0,4	-2,5	2,9	1,6	2,1	5,9	1,0
<b>Mar</b>	P	120,9	0,6	2,8	0,3	1,7	0,4	3,3	0,5	6,3	1,2	-1,6	2,8	1,5	2,0	5,8	0,9
<b>Abr</b>	P	121,5	0,5	2,7	0,5	2,2	0,1	3,1	0,7	6,5	0,7	-2,6	2,4	1,7	2,0	5,8	-0,7
<b>May</b>	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,3	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,4	1,7	2,0	5,4	-0,1
<b>Jun</b>	P	122,3	0,2	2,6	0,1	1,8	-	3,1	0,2	5,8	0,6	-1,4	2,3	1,6	1,9	5,1	-0,5
<b>Jul</b>	P	122,7	0,3	2,3	0,2	1,9	0,1	3,1	0,2	5,6	0,8	-2,6	1,8	1,9	1,7	4,5	-1,9
<b>Ago</b>	P	122,9	0,2	2,3	0,4	2,4	0,1	3,1	0,2	5,4	-0,4	-2,9	1,8	2,4	1,7	4,2	-2,0
<b>Sep</b>	P	123,3	0,3	3,4	0,5	3,2	0,2	3,2	0,2	5,4	0,5	0,8	2,7	2,9	1,6	4,0	1,7
<b>Oct</b>	P	124,4	0,9	4,7	0,9	4,2	0,1	3,2	0,5	5,3	2,4	6,1	3,3	3,4	1,5	3,9	4,3
<b>Nov</b>	P	125,2	0,6	5,4	0,3	4,5	0,1	3,1	-	5,1	2,7	9,8	4,3	3,7	1,5	3,6	8,1
<b>Dic</b>	P	125,8	0,5	5,9	0,3	4,8	-	2,9	-	5,0	1,7	11,6	4,4	4,0	1,5	3,5	8,6
<b>08 Ene</b>	P	127,4	1,3	6,6	1,0	5,4	0,8	2,7	1,6	5,9	1,8	13,3	5,0	4,3	1,4	3,8	10,8
<b>Feb</b>	P	128,1	0,5	6,6	0,6	5,4	0,3	2,5	1,2	6,0	-0,4	13,3	5,4	4,3	1,5	4,2	11,7
<b>Mar</b>	P	129,2	0,9	6,9	0,4	5,5	0,3	2,3	0,8	6,3	2,4	14,6	5,8	4,7	1,5	4,4	12,7
<b>Abr</b>	P	130,2	0,8	7,2	0,3	5,3	-	2,2	0,5	6,0	2,3	16,5	6,1	4,5	1,6	4,3	14,2

#### 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.

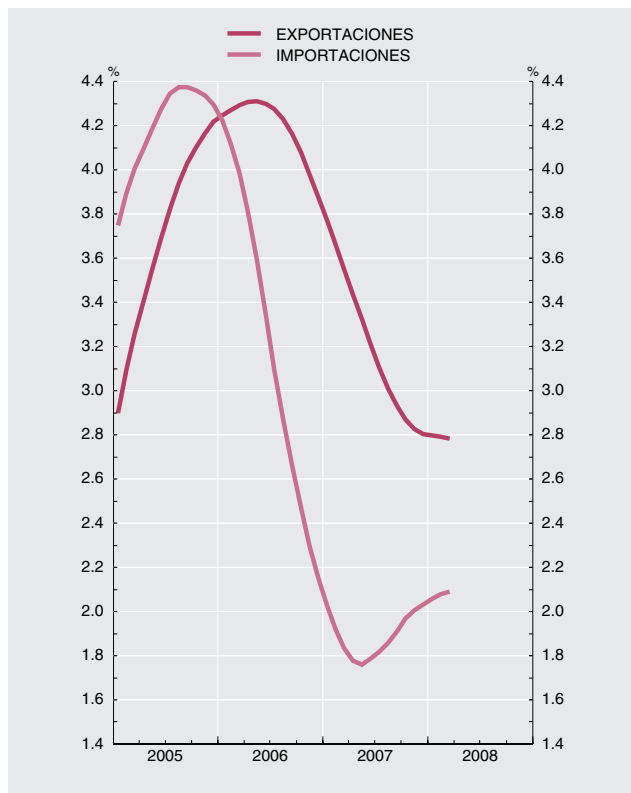
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

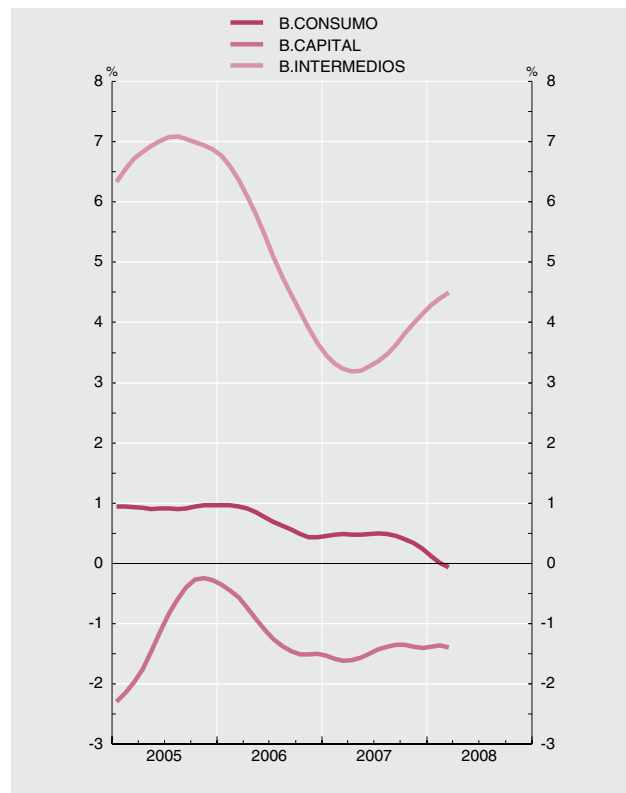
Tasas de variación interanual

	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>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>07</b>	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
<b>07 E-M</b>	3,8	3,2	1,9	4,7	-10,2	6,0	1,1	4,2	-2,4	0,3	-7,5	3,6
<b>08 E-M</b>	2,9	4,1	1,0	2,3	34,7	0,0	3,0	-3,2	2,8	5,5	26,4	-2,4
<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>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>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>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>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>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
<b>May</b>	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9	6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
<b>Jun</b>	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
<b>Jul</b>	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
<b>Ago</b>	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
<b>Sep</b>	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
<b>Oct</b>	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
<b>Nov</b>	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
<b>Dic</b>	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
<b>08 Ene</b>	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
<b>Feb</b>	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
<b>Mar</b>	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4

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 18, cuadros 6 y 7.

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

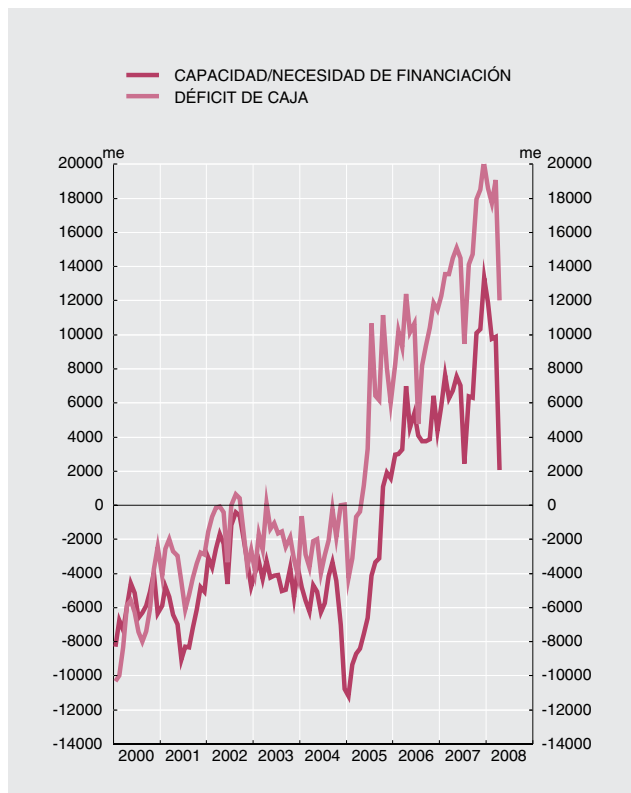
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

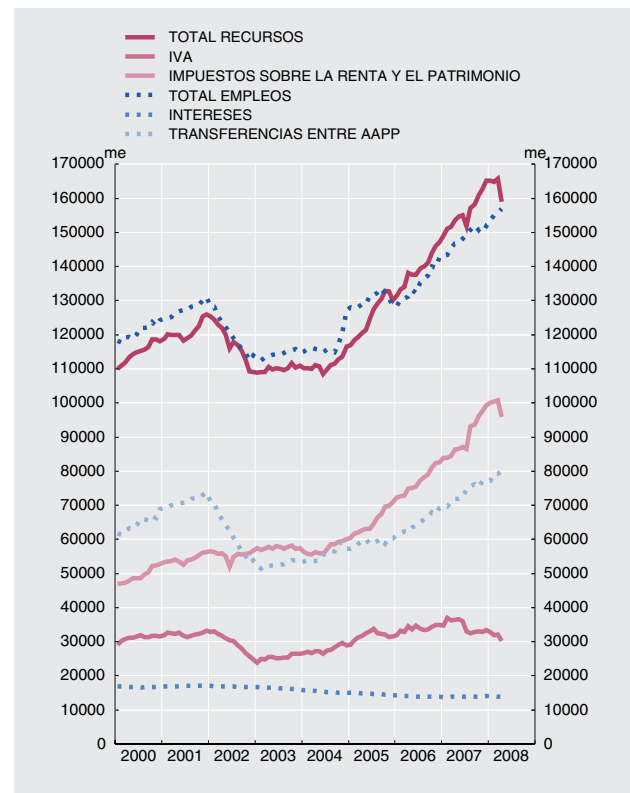
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
99	-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00	-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P 4 362	147 201	34 929	11 331	5 261	82 541	13 139	142 839	16 883	13 820	69 299	5 846	36 991	11 471	141 847	130 375
07	P 13 323	165 171	33 334	12 948	6 838	99 265	12 786	151 848	18 096	13 986	76 885	5 431	37 450	20 135	159 840	139 704
07 E-A	P 20 181	62 278	23 332	4 020	1 919	30 280	2 727	42 097	5 281	4 569	22 257	1 344	8 646	16 505	62 099	45 594
08 E-A	A 8 926	56 125	20 166	3 963	2 438	26 935	2 623	47 199	5 609	4 511	25 306	1 323	10 450	8 376	56 246	47 870
07 Ago	P 4 297	15 152	-3 621	1 114	275	17 060	324	10 855	1 318	1 182	5 957	233	2 165	3 911	13 879	9 968
Sep	P 484	12 199	3 283	1 214	354	5 986	1 362	11 715	1 364	1 150	6 108	278	2 815	2 942	11 870	8 929
Oct	P 15 331	26 994	6 751	1 000	242	18 407	594	11 663	1 345	1 210	6 229	389	2 490	14 910	26 804	11 894
Nov	P -2 413	10 835	1 205	1 185	1 222	6 126	1 097	13 248	1 333	1 131	7 448	275	3 061	-975	10 080	11 055
Dic	P -11 938	13 359	681	1 060	1 253	7 528	2 837	25 297	2 536	1 185	8 779	2 084	10 713	-3 968	11 432	15 400
08 Ene	A 1 438	11 089	-943	945	333	10 608	146	9 651	1 298	1 202	5 380	5	1 766	-5 290	12 833	18 123
Feb	A 7 951	20 249	14 649	1 193	211	3 805	391	12 298	1 336	1 058	6 785	155	2 964	9 121	18 802	9 680
Mar	A -6 099	6 960	499	872	1 079	3 085	1 425	13 059	1 558	1 138	6 733	613	3 017	-2 559	6 546	9 105
Abr	A 5 636	17 827	5 961	953	815	9 437	661	12 191	1 417	1 113	6 408	550	2 703	7 104	18 065	10 961

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).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

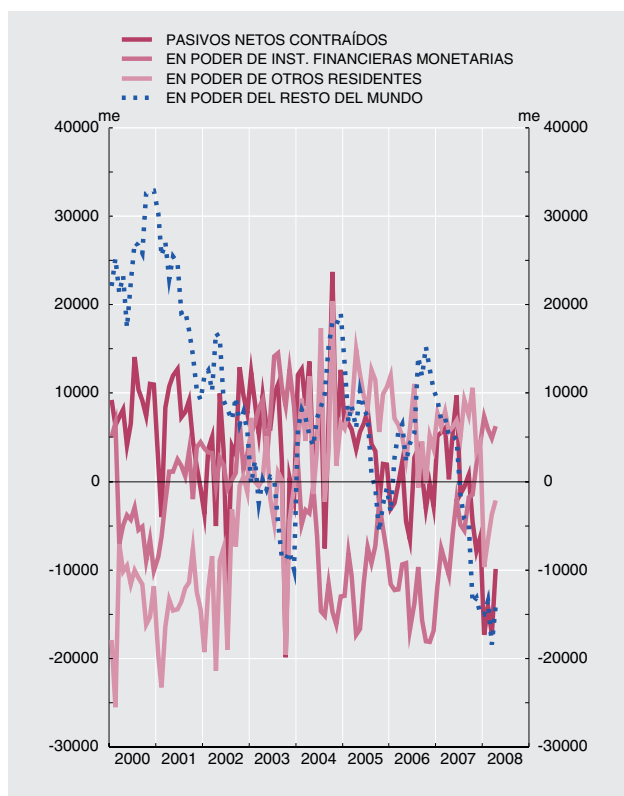
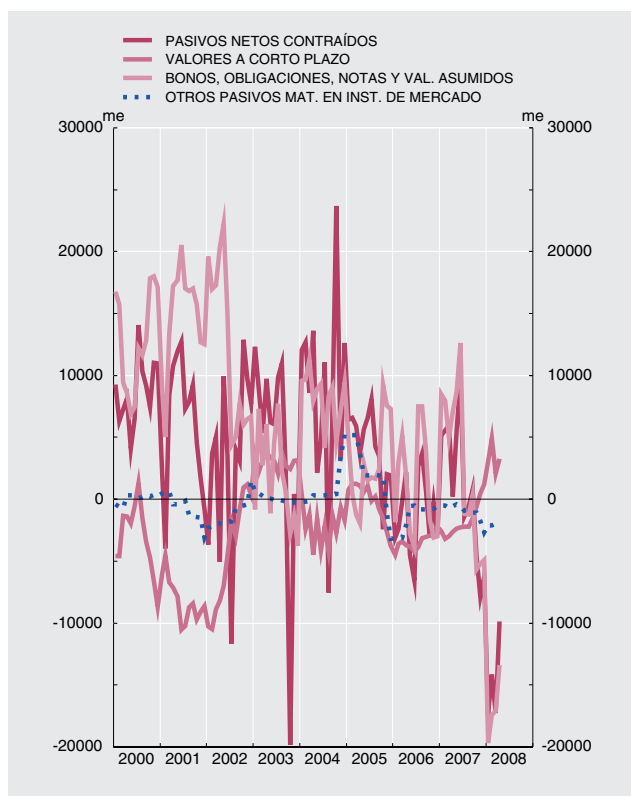
■ Serie representada gráficamente.

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	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
			Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	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	-7 303	4 264	4 574	11 567	209	-6 629	19 592	-499	-446	-451	-10 458	-7 605	-2 853	22 026	12 018
00	-6 330	4 625	5 690	10 955	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 727	-21 968	-10 117	-11 851	32 924	8 228
01	-5 076	-5 852	-20 141	-776	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 081	-9 982	4 424	-14 406	9 206	305
02	-4 780	2 942	-95	7 722	-888	346	6 655	-486	1 488	-280	1 932	3 148	-1 215	5 790	8 002
03	-3 692	-5 749	0	-2 057	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-675	7 918	8 524	-606	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 872	-0	12 634	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	188	-6 341	-12 978	6 637	18 975	12 446
05	1 590	3 505	0	1 915	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 076	2 673	-8 026	10 699	-758	-161
06	P 4 362	1 549	-200	-2 813	175	-2 198	-2 976	-486	-536	3 382	-13 170	-16 867	3 698	10 357	-6 195
07	P 13 323	7 053	65	-6 270	-120	1 206	-4 916	-519	-2 701	660	8 757	4 393	4 363	-15 026	-6 930
07 E-A	P 20 181	20 219	6 793	38	9	-1 840	4 975	-519	-205	-2 373	-2 112	-4 737	2 624	2 150	2 411
08 E-A	A 8 926	5 366	37	-3 560	8	193	-3 498	-583	534	-206	-6 734	-2 894	-3 840	3 174	-3 355
07 Ago	P 4 297	-495	-301	-4 792	8	-1 606	1 051	-	27	-4 264	-1 724	-162	-1 562	-3 068	-528
07 Sep	P 484	6 765	97	6 281	3	2 598	4 001	-	-195	-123	4 505	3 144	1 361	1 776	6 404
07 Oct	P 15 331	2 340	1 800	-12 991	4	-1 216	-12 685	-	18	892	-5 206	-3 165	-2 041	-7 785	-13 883
07 Nov	P -2 413	-1 000	-1 908	1 413	-115	2 834	2 746	-	-625	-3 543	448	3 976	-3 528	964	4 955
07 Dic	P -11 938	-6 895	78	5 043	8	-1 062	2 581	-	-960	4 484	7 552	1 997	5 555	-2 510	559
08 Ene	A 1 438	-7 563	10	-9 001	8	3 403	-14 642	-	617	1 620	-9 113	243	-9 356	112	-10 621
08 Feb	A 7 951	9 406	25	1 455	7	-1 131	5 433	-	-12	-2 835	-562	975	-1 537	2 017	4 290
08 Mar	A -6 099	-3 626	0	2 473	3	-617	1 008	-	-96	2 178	4 807	-1 155	5 962	-2 334	295
08 Abr	A 5 636	7 149	2	1 513	-10	-1 462	4 702	-583	24	-1 168	-1 866	-2 957	1 091	3 379	2 681

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

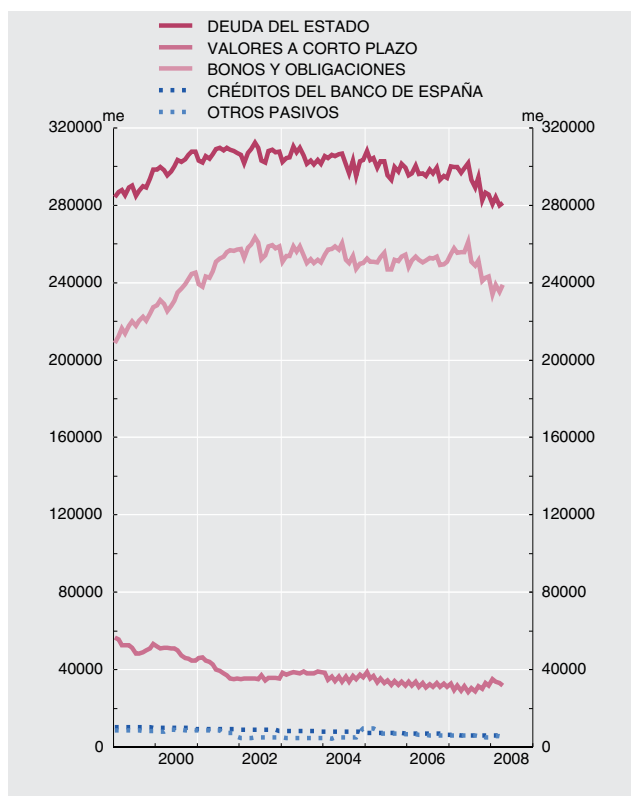
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

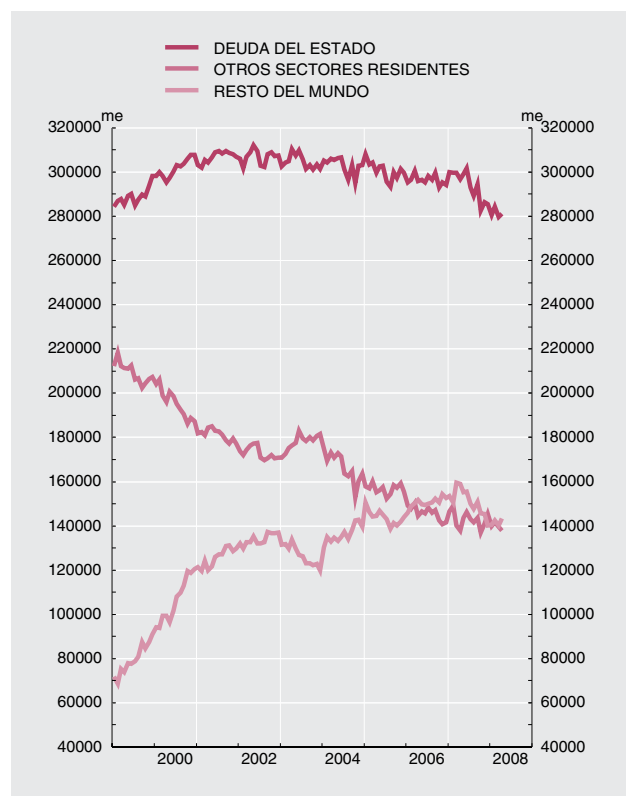
Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)											Pro memoria:		
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)		
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo	
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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		303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05		299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06	P	294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794
07 Jul	P	293 088	386	30 485	250 880	5 832	5 891	166 645	23 492	143 152	149 935	399	6 106
07 Ago	P	289 325	384	28 738	248 837	5 832	5 917	167 392	25 689	141 703	147 622	98	6 106
07 Sep	P	294 478	373	31 334	251 589	5 832	5 723	169 508	25 818	143 690	150 788	195	6 193
07 Oct	P	282 566	373	30 122	240 871	5 832	5 740	161 472	24 536	136 937	145 629	1 995	6 277
07 Nov	P	286 465	364	32 954	242 563	5 832	5 116	165 687	24 536	141 151	145 313	87	6 207
07 Dic	P	285 570	355	31 614	243 159	5 832	4 965	170 996	25 669	145 327	140 243	165	6 162
08 Ene	A	280 457	348	35 024	234 018	5 832	5 582	164 492	24 609	139 883	140 574	174	6 123
08 Feb	A	284 292	340	33 878	239 010	5 832	5 571	166 325	24 609	141 715	142 576	199	6 121
08 Mar	A	279 842	327	33 244	235 291	5 832	5 475	167 944	28 316	139 628	140 214	199	6 072
08 Abr	A	281 134	76	31 880	238 841	5 249	5 164	166 075	28 203	137 872	143 262	202	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

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

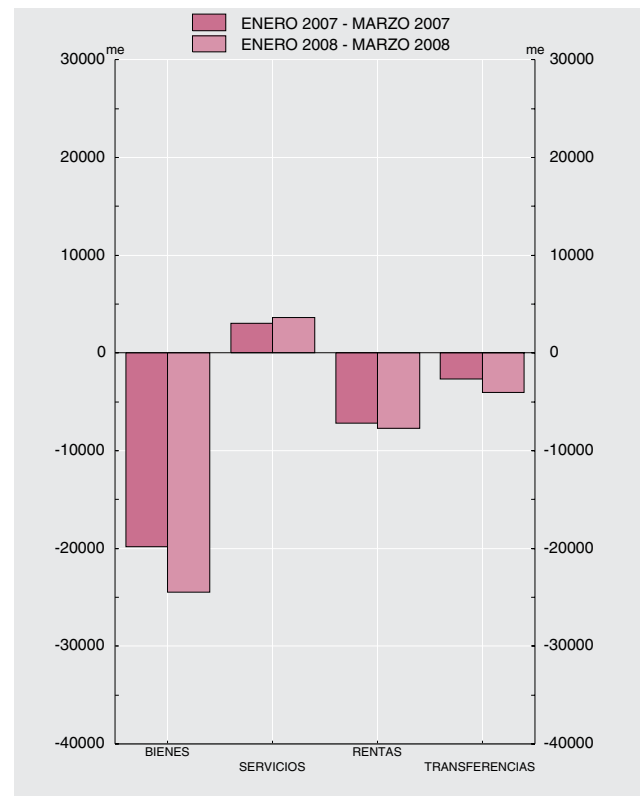
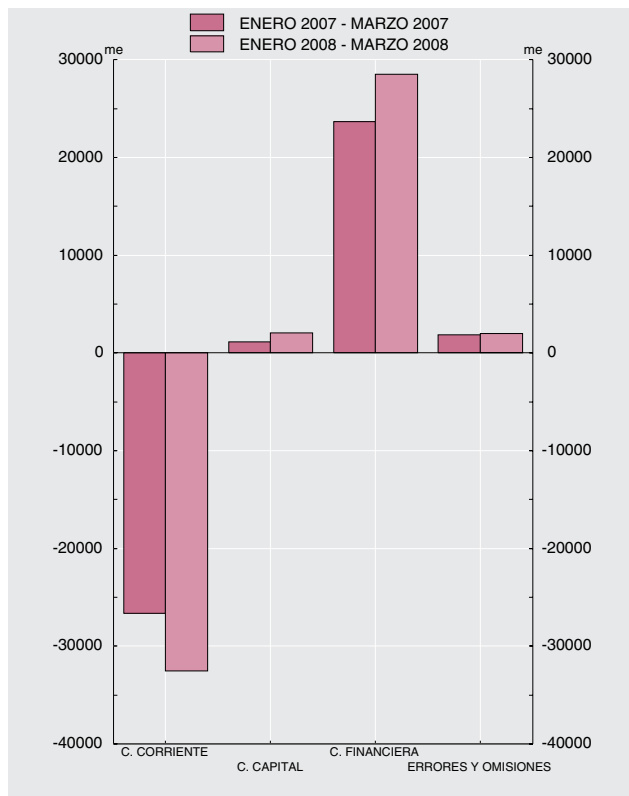
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Del cual		Del cual										
						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>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>	-87 715	-83 272	175 883	259 154	22 335	84 732	40 715	62 397	13 266	-20 581	44 382	64 963	-6 198	6 196	-81 519	83 276	-1 757	
<b>07</b>	P-105 838	-89 806	187 194	277 000	22 129	94 091	42 171	71 963	14 360	-31 435	52 686	84 121	-6 726	4 492	-101 346	98 091	3 255	
<b>07 E-M</b>	P -26 637	-19 822	46 673	66 495	3 033	19 492	7 794	16 459	3 154	-7 158	11 735	18 893	-2 690	1 105	-25 532	23 651	1 881	
<b>08 E-M</b>	P -32 552	-24 450	49 055	73 505	3 639	20 855	8 182	17 216	3 282	-7 676	14 625	22 301	-4 064	2 080	-30 472	28 499	1 973	
<b>06 Dic</b>	-6 010	-7 051	14 060	21 111	942	6 678	2 272	5 736	1 019	-934	7 138	8 071	1 033	1 976	-4 034	3 638	396	
<b>07 Ene</b>	P -8 891	-6 862	14 434	21 296	1 013	6 569	2 690	5 556	1 100	-2 443	4 025	6 468	-599	1 260	-7 631	6 512	1 119	
<b>Feb</b>	P -10 435	-6 098	15 373	21 471	702	5 862	2 293	5 160	1 037	-3 214	3 317	6 531	-1 825	133	-10 302	10 668	-365	
<b>Mar</b>	P -7 311	-6 862	16 866	23 728	1 318	7 060	2 812	5 742	1 017	-1 501	4 393	5 894	-267	-288	-7 599	6 471	1 128	
<b>Abr</b>	P -8 608	-6 966	14 846	21 812	998	6 518	2 694	5 520	1 054	-1 727	4 292	6 019	-913	278	-8 330	7 326	1 004	
<b>May</b>	P -8 493	-7 131	16 542	23 673	2 002	7 493	3 342	5 491	841	-2 776	4 327	7 103	-588	238	-8 254	8 868	-614	
<b>Jun</b>	P -7 263	-7 548	16 627	24 175	2 380	8 483	4 114	6 102	1 317	-1 930	6 488	8 418	-166	100	-7 163	6 878	285	
<b>Jul</b>	P -10 027	-7 911	15 796	23 707	3 481	10 274	5 070	6 793	1 381	-4 672	4 276	8 948	-925	258	-9 769	8 834	935	
<b>Ago</b>	P -7 515	-7 082	12 530	19 612	3 525	9 679	5 357	6 154	1 584	-3 124	3 178	6 302	-834	101	-7 414	9 778	-2 363	
<b>Sep</b>	P -8 467	-7 615	15 358	22 973	2 809	8 931	4 578	6 122	1 375	-2 540	3 747	6 287	-1 122	148	-8 320	9 464	-1 145	
<b>Oct</b>	P -8 994	-8 444	17 248	25 692	2 342	8 904	4 020	6 562	1 350	-1 766	4 958	6 724	-1 126	814	-8 180	9 350	-1 170	
<b>Nov</b>	P -10 834	-7 904	17 094	24 998	945	7 152	2 799	6 206	1 230	-3 030	3 689	6 719	-846	289	-10 546	9 632	914	
<b>Dic</b>	P -9 000	-9 384	14 479	23 863	613	7 165	2 404	6 553	1 076	-2 711	5 996	8 708	2 482	1 162	-7 838	4 310	3 527	
<b>08 Ene</b>	P -11 951	-8 375	15 431	23 806	1 321	7 355	2 759	6 034	1 136	-3 636	4 949	8 585	-1 260	1 234	-10 717	8 889	1 829	
<b>Feb</b>	P -8 551	-7 320	17 190	24 510	1 198	6 649	2 449	5 451	1 052	-813	5 164	5 977	-1 617	623	-7 928	8 597	-668	
<b>Mar</b>	P -12 049	-8 755	16 433	25 189	1 120	6 851	2 975	5 731	1 094	-3 227	4 513	7 739	-1 187	223	-11 827	11 014	812	

**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 de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

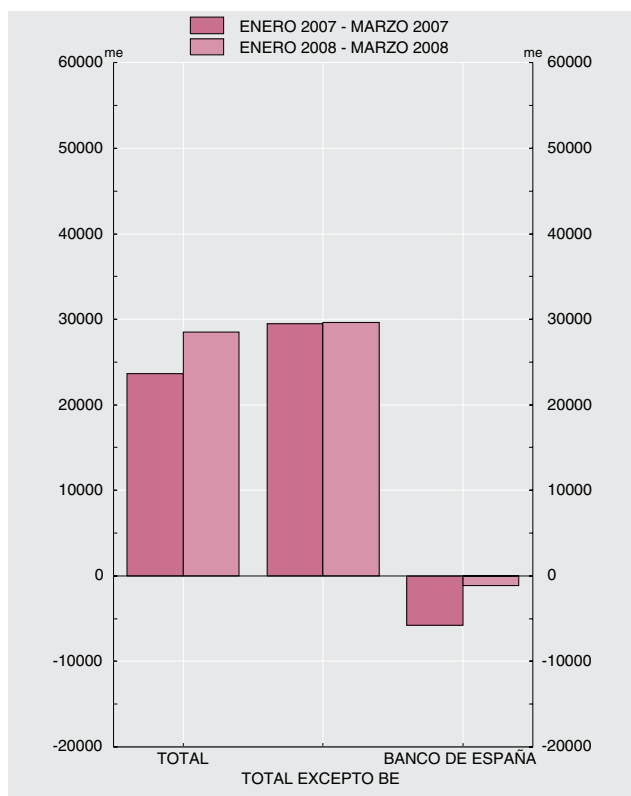
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

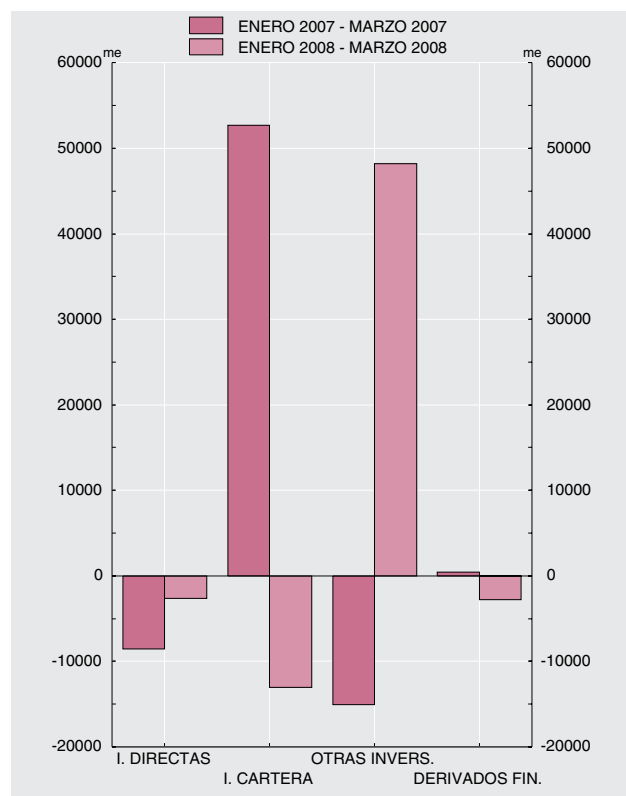
Millones de euros

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 netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10
<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>	83 276	109 076	-58 479	79 913	21 434	200 030	-4 092	195 938	-34 393	68 601	34 208	1 919	-25 800	-480	-12 327	-12 993
<b>07</b>	98 091	83 769	-48 383	87 388	39 005	104 360	-8 586	95 774	34 624	58 911	93 535	-6 832	14 322	-164	28 329	-13 843
<b>07 E-M</b>	P 23 651	29 459	-8 538	7 884	-653	52 664	10 402	63 066	-15 078	34 138	19 059	411	-5 808	43	-2 469	-3 383
<b>08 E-M</b>	P 28 499	29 659	-2 658	6 200	3 542	-13 057	-1 957	-15 014	48 187	14 685	62 872	-2 813	-1 160	109	-1 753	484
<b>06 Dic</b>	3 638	7 539	-5 900	7 241	1 341	4 385	1 402	5 787	8 764	-4 546	4 218	290	-3 901	-73	-1 905	-1 923
<b>07 Ene</b>	P 6 512	5 471	-3 775	5 196	1 421	15 295	-836	14 459	-6 024	3 543	-2 481	-25	1 041	45	963	33
<b>Feb</b>	P 10 668	18 291	1 509	-69	1 440	19 227	5 550	24 777	-2 650	11 748	9 099	204	-7 623	32	-6 077	-1 578
<b>Mar</b>	P 6 471	5 697	-6 272	2 757	-3 515	18 142	5 687	23 829	-6 404	18 846	12 442	232	774	-33	2 645	-1 838
<b>Abr</b>	P 7 326	21 097	-5 186	13 284	8 098	18 332	544	18 876	6 931	-12 283	-5 352	1 021	-13 771	-17	-12 813	-941
<b>May</b>	P 8 868	7 032	-11 072	13 469	2 397	10 194	5 424	15 618	8 713	5 339	14 052	-803	1 836	-29	3 622	-1 756
<b>Jun</b>	P 6 878	8 528	-3 020	2 377	-643	14 796	680	15 476	-3 136	11 275	8 139	-112	-1 650	-308	321	-1 663
<b>Jul</b>	P 8 834	10 943	-4 307	8 931	4 624	14 457	-2 630	11 827	2 734	8 430	11 164	-1 942	-2 109	-35	949	-3 023
<b>Ago</b>	P 9 778	-5 943	-759	-2 363	-3 123	-815	-3 505	-4 320	-4 445	7 060	2 615	76	15 721	-6	15 663	64
<b>Sep</b>	P 9 464	468	-7 926	8 301	376	7 039	-7 875	-837	2 673	10 239	12 912	-1 318	8 996	336	9 339	-679
<b>Oct</b>	P 9 350	7 902	-2 761	26 906	24 145	-14 701	-4 810	-19 511	28 786	-1 598	27 188	-3 422	1 448	-111	3 692	-2 132
<b>Nov</b>	P 9 632	2 437	-1 405	2 964	1 559	4 782	-4 756	26	-2 922	20 136	17 214	1 982	7 195	35	7 757	-596
<b>Dic</b>	P 4 310	1 847	-3 409	5 635	2 226	-2 388	-2 060	-4 448	10 370	-23 826	-13 456	-2 726	2 464	-71	2 268	266
<b>08 Ene</b>	P 8 889	3 386	-1 212	3 129	1 917	11 437	-12 698	-1 261	-5 223	34 797	29 574	-1 616	5 502	123	5 483	-104
<b>Feb</b>	P 8 597	8 395	854	590	1 444	-10 151	9 060	-1 091	18 579	17 799	36 378	-887	201	-36	61	177
<b>Mar</b>	P 11 014	17 878	-2 300	2 481	182	-14 343	1 681	-12 663	34 831	-37 911	-3 080	-310	-6 864	22	-7 297	412

**CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)**



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



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

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



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

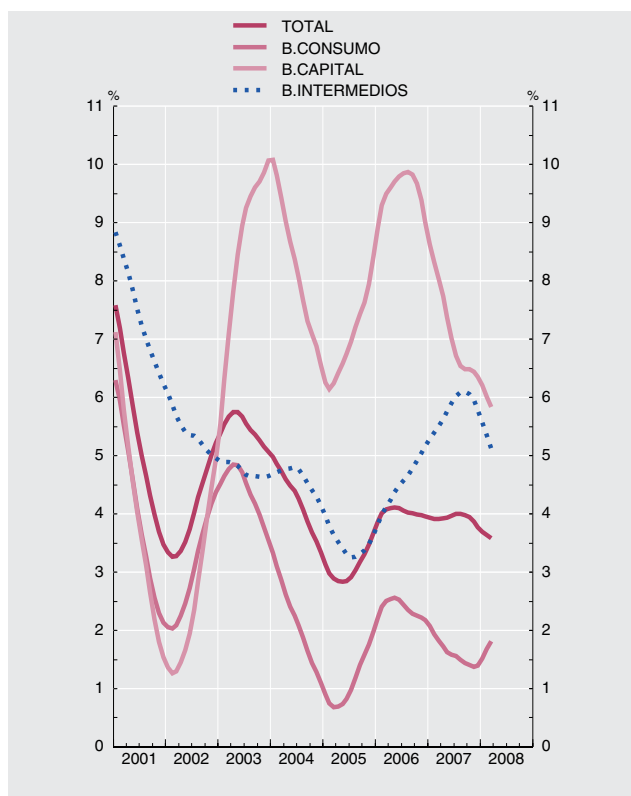
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,4	2,2	38,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	5,6	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,2	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,7	8,4	17,7	1,2	34,5	12,8	16,5
<b>07</b>	181 479	6,9	4,2	0,1	-0,7	8,1	8,4	8,3	5,7	6,1	4,7	2,6	24,7	-3,6	27,4	5,1
<b>07 Feb</b>	14 860	6,2	1,7	-2,4	7,4	3,8	-3,4	4,1	3,1	4,2	4,5	20,8	-16,6	58,2	1,7	-23,2
<b>Mar</b>	16 302	5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	11,1	-8,1
<b>Abr</b>	14 399	9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,2	10,2	4,8	-12,0	45,0	42,2	43,8	-4,6
<b>May</b>	16 019	3,5	0,2	-5,9	1,6	4,6	-6,2	5,1	4,5	5,7	2,5	-22,1	-11,0	-14,4	41,1	-10,9
<b>Jun</b>	16 110	6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	3,1	4,2	24,3	14,2	22,0	-2,3	14,4
<b>Jul</b>	15 322	12,7	10,6	13,2	-5,8	12,2	15,5	12,0	12,7	13,8	11,7	9,4	27,7	-20,9	26,3	8,0
<b>Ago</b>	12 126	7,6	6,0	-3,8	-8,3	14,8	30,5	13,9	5,0	7,2	3,9	2,9	24,0	-38,6	20,1	9,0
<b>Sep</b>	14 903	5,8	3,4	-0,8	-1,2	7,1	8,6	7,1	0,0	-0,7	0,9	13,7	31,2	-17,4	67,3	-0,7
<b>Oct</b>	16 707	9,5	8,2	2,9	12,7	11,2	31,9	10,4	1,6	2,6	3,7	26,2	44,2	16,6	97,3	-1,5
<b>Nov</b>	16 568	9,7	8,2	-1,8	13,0	15,0	85,3	12,9	4,2	2,0	3,9	-2,4	95,7	7,1	33,5	-8,0
<b>Dic</b>	14 196	-2,4	-2,8	-11,6	-16,8	7,2	-15,8	8,7	4,6	2,5	1,1	-29,1	-6,4	-49,7	-10,0	7,1
<b>08 Ene</b>	14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,4	5,7	-7,4	8,3	-13,5	58,3	-17,5
<b>Feb</b>	16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,4	12,5	-5,7	25,1	-31,9	20,8	11,6
<b>Mar</b>	15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-3,9	-4,6	-15,5	6,4	-3,7	1,7	-18,5

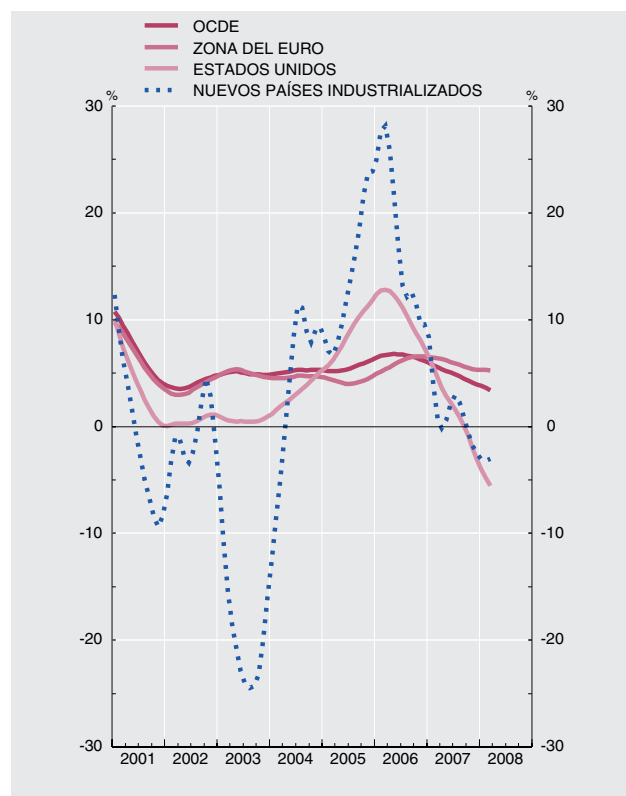
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

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

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

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

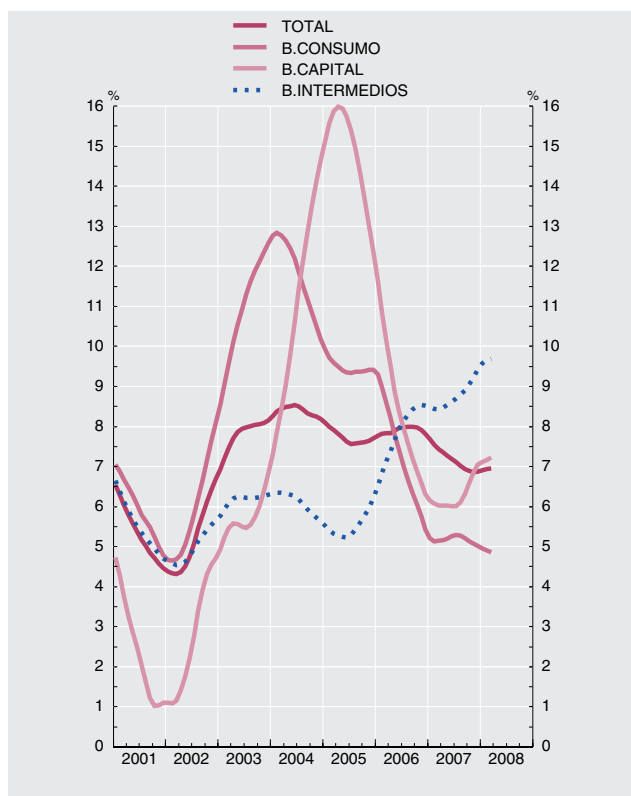
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	16,6	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	12,8	7,9	26,8	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	7,9	8,5	14,7	26,5	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	280 431	8,2	6,9	5,1	9,9	7,2	4,0	8,5	8,6	9,0	8,2	19,1	-4,7	5,9	31,2	-2,9
<b>07 Feb</b>	21 749	6,1	5,5	1,8	14,7	5,5	3,2	6,1	4,4	6,2	5,1	7,5	-8,9	41,2	32,3	-1,8
<b>Mar</b>	24 106	2,7	0,8	3,1	14,8	-2,7	-12,0	-0,5	4,7	5,8	2,7	-3,6	-19,6	-1,7	45,2	0,6
<b>Abr</b>	22 059	10,0	12,3	10,6	9,3	13,5	1,9	16,4	12,0	13,4	11,8	11,6	-11,3	5,5	32,0	-1,9
<b>May</b>	23 943	4,1	6,8	-0,1	17,6	8,0	6,4	8,4	5,5	7,5	6,5	18,0	-10,0	-26,2	33,9	-10,6
<b>Jun</b>	24 426	6,8	3,6	7,2	6,2	1,4	1,0	1,5	6,5	6,2	6,3	18,1	-2,4	3,3	19,0	13,7
<b>Jul</b>	23 983	15,4	13,4	15,0	0,6	14,8	10,6	15,8	13,8	15,0	15,1	4,1	-1,1	22,2	46,9	2,5
<b>Ago</b>	19 946	3,1	3,7	5,7	-6,2	4,3	-0,3	5,7	4,4	4,2	5,3	38,5	-14,2	1,6	34,0	-9,6
<b>Sep</b>	23 313	7,2	4,3	4,6	3,0	4,2	1,9	4,7	6,4	6,5	7,0	47,8	-2,1	19,3	24,5	7,4
<b>Oct</b>	26 017	9,9	7,7	9,2	6,8	7,2	2,6	8,3	9,6	10,3	9,6	61,0	3,2	1,4	27,8	-16,9
<b>Nov</b>	25 267	5,8	-0,6	-1,3	-1,8	-0,0	-4,4	0,9	6,9	7,0	5,3	12,2	-2,8	-5,4	29,8	-15,9
<b>Dic</b>	24 030	14,8	17,3	16,3	24,9	16,5	32,0	13,0	18,5	19,8	15,1	-2,3	11,5	-4,3	4,8	-1,6
<b>08 Ene</b>	24 080	11,5	5,8	-2,6	-18,3	14,1	33,7	9,6	1,7	3,8	6,4	32,5	51,4	7,7	24,3	-8,8
<b>Feb</b>	24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,7	12,9	36,2	13,6	-14,5	23,7	-9,9
<b>Mar</b>	25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,6	-5,5	29,7	45,3	0,7	-2,8	-26,1

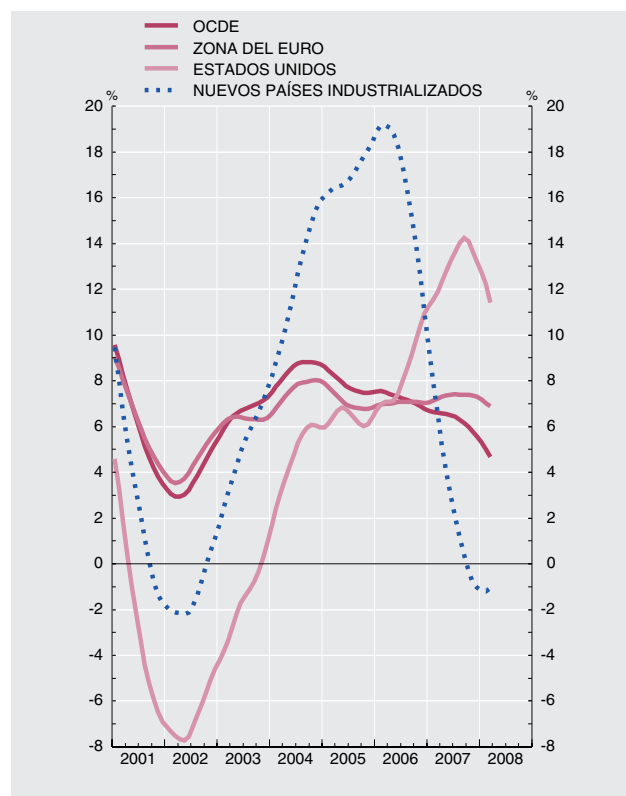
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

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

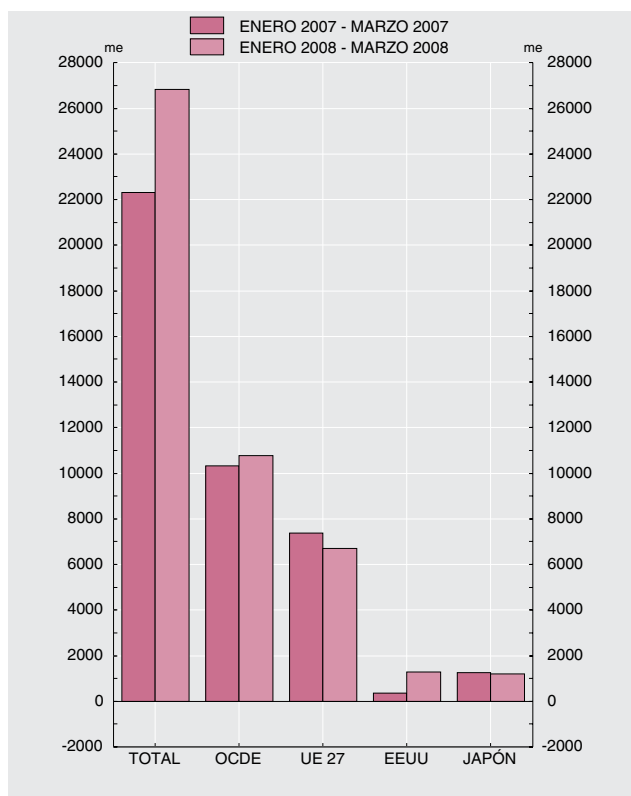
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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

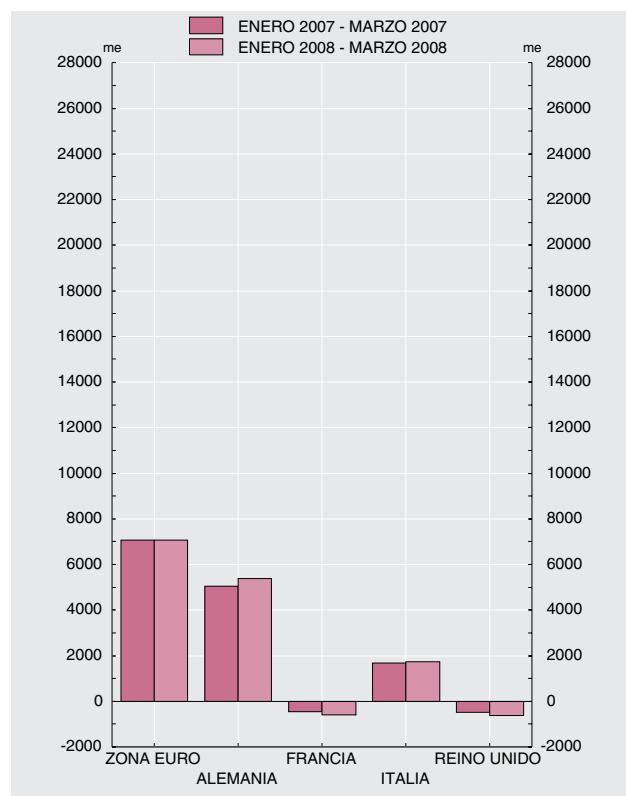
Millones de euros

	Unión Europea (UE 27)										OCDE					OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
	Total mundial	Total	Zona del Euro						Resto de la UE 27		Del cual:								
			Total	Del cual:			Total	Reino Unido	Total	EEUU	Japón								
				Alemania	Francia	Italia													
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15					
<b>02</b>	-42 000	-16 786	-18 192	-12 970	-3 436	-3 312	1 406	1 430	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-4 975	-2 176				
<b>03</b>	-46 995	-19 057	-19 307	-13 731	-3 239	-3 517	250	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-5 629	-2 600				
<b>04</b>	-61 486	-25 991	-25 298	-16 282	-3 353	-5 671	-693	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-7 369	-3 104				
<b>05</b>	-77 950	-30 703	-29 334	-16 749	-3 112	-6 938	-1 369	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-10 182	-3 411				
<b>06</b>	-92 249	-33 547	-31 868	-18 689	-1 625	-7 184	-1 679	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-12 647	-4 564				
<b>07</b>	-98 952	-38 583	-36 711	-22 949	-441	-8 919	-1 872	456	-52 074	-2 358	-4 708	-15 816	-4 025	-16 583	-4 349				
<b>07 E-M</b>	-22 317	-7 369	-7 056	-5 052	449	-1 685	-313	477	-10 334	-354	-1 252	-3 719	-987	-3 823	-1 050				
<b>08 E-M</b>	-26 829	-6 702	-7 062	-5 372	587	-1 724	360	628	-10 761	-1 282	-1 203	-5 382	-1 229	-4 379	-869				
<b>07 Mar</b>	-7 804	-2 801	-2 802	-1 840	170	-642	1	183	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-1 196	-355				
<b>07 Abr</b>	-7 660	-3 304	-3 047	-1 908	-68	-749	-257	-113	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-1 049	-285				
<b>07 May</b>	-7 924	-2 832	-2 697	-1 974	153	-714	-135	81	-4 191	-269	-407	-1 268	-192	-1 303	-394				
<b>07 Jun</b>	-8 316	-3 578	-3 582	-2 199	-24	-897	4	188	-4 529	73	-410	-1 463	-111	-1 303	-540				
<b>07 Jul</b>	-8 661	-3 195	-3 195	-2 052	102	-881	1	132	-4 458	-184	-368	-1 437	-390	-1 541	-361				
<b>07 Ago</b>	-7 820	-2 994	-2 643	-1 355	-203	-731	-350	-142	-4 070	-196	-352	-1 330	-382	-1 590	-250				
<b>07 Sep</b>	-8 410	-3 159	-2 978	-1 934	-45	-728	-182	5	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-1 536	-357				
<b>07 Oct</b>	-9 310	-3 758	-3 518	-2 132	17	-849	-240	-94	-5 072	-346	-476	-1 513	-510	-1 529	-340				
<b>07 Nov</b>	-8 699	-3 595	-3 467	-2 130	-102	-807	-127	-11	-4 801	-313	-396	-921	-441	-1 747	-386				
<b>07 Dic</b>	-9 835	-4 800	-4 527	-2 212	-720	-878	-273	-66	-5 665	-190	-317	-1 669	-335	-1 163	-386				
<b>08 Ene</b>	-9 152	-1 863	-1 834	-1 546	367	-542	-29	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	-339				
<b>08 Feb</b>	-8 074	-2 587	-2 873	-2 110	46	-608	286	335	-3 824	-376	-361	-1 329	-273	-1 513	-279				
<b>08 Mar</b>	-9 602	-2 251	-2 356	-1 716	174	-574	104	220	-3 579	-468	-437	-1 891	-447	-1 156	-251				

**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 18, cuadros 3 y 5.

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

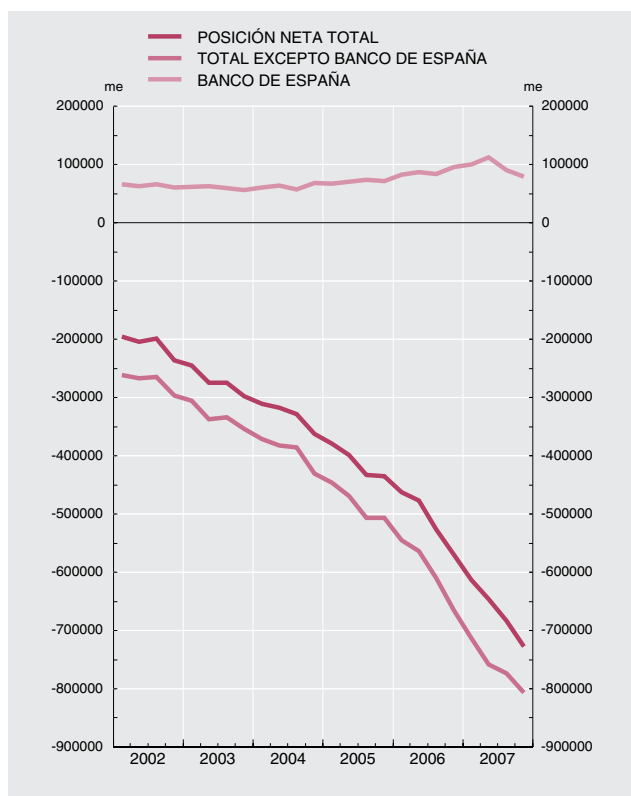
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

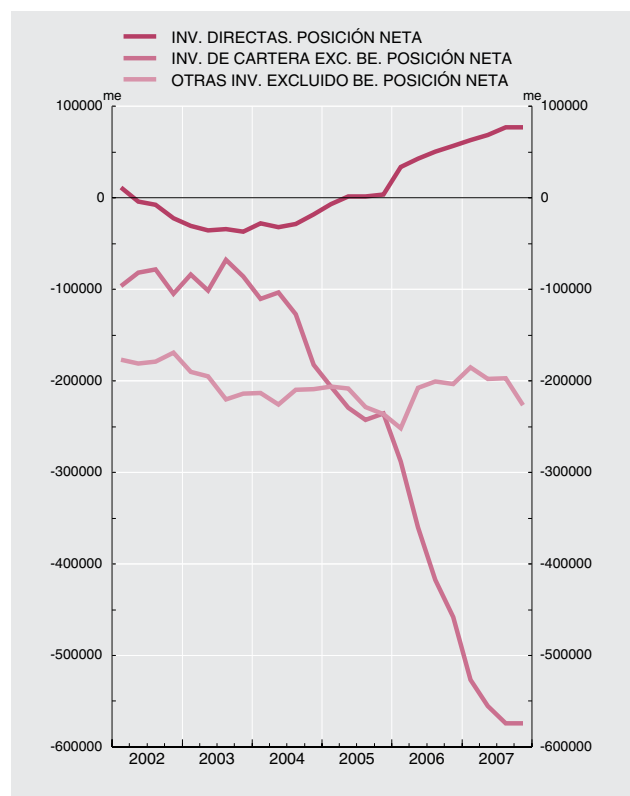
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos 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>	-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 I/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 I</b>	-378,8	-446,0	-7,3	288,1	295,4	-232,7	366,5	599,2	-206,0	239,5	445,4	-	67,2	13,3	25,2	28,7
<b>II</b>	-398,7	-468,9	1,1	299,6	298,5	-261,4	390,8	652,2	-208,5	254,9	463,4	-	70,2	13,7	22,0	34,5
<b>III</b>	-432,8	-506,4	1,4	303,6	302,3	-278,9	417,7	696,6	-228,9	254,7	483,6	-	73,6	14,0	21,2	38,4
<b>IV</b>	-435,0	-506,7	3,4	317,9	314,5	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	-	71,7	14,6	17,1	40,1
<b>06 I</b>	-462,3	-544,8	33,8	348,5	314,7	-327,1	476,7	803,8	-251,5	284,8	536,3	-	82,4	15,4	26,8	40,3
<b>II</b>	-476,4	-563,7	43,0	363,8	320,8	-399,2	444,3	843,5	-207,5	300,1	507,7	-	87,3	14,6	32,2	40,5
<b>III</b>	-526,3	-609,7	50,3	380,5	330,2	-459,1	447,7	906,8	-200,8	314,8	515,7	-	83,4	15,0	25,4	43,0
<b>IV</b>	-570,1	-665,8	56,4	392,6	336,2	-508,9	455,7	964,6	-203,7	326,9	530,6	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
<b>07 I</b>	-612,8	-713,2	63,0	398,8	335,8	-579,9	461,0	1 040,9	-185,0	360,4	545,4	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
<b>II</b>	-646,2	-758,4	68,6	426,1	357,6	-612,9	471,0	1 083,9	-198,1	364,1	562,3	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
<b>III</b>	-684,0	-773,6	76,9	436,0	359,1	-635,5	455,2	1 090,8	-197,1	386,5	583,6	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
<b>IV</b>	-727,8	-806,7	76,7	463,1	386,4	-638,1	443,3	1 081,4	-226,5	381,8	608,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9

### 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.

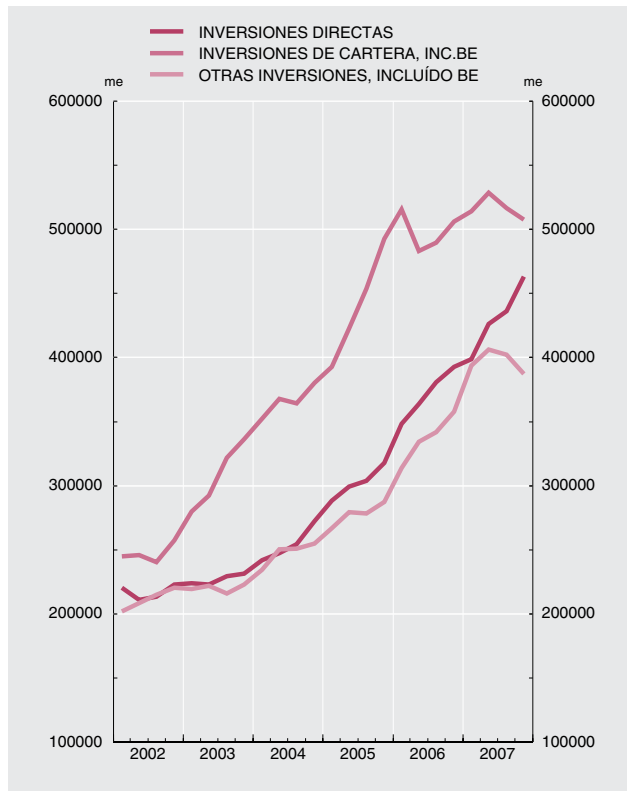
**7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES**

■ Serie representada gráficamente.

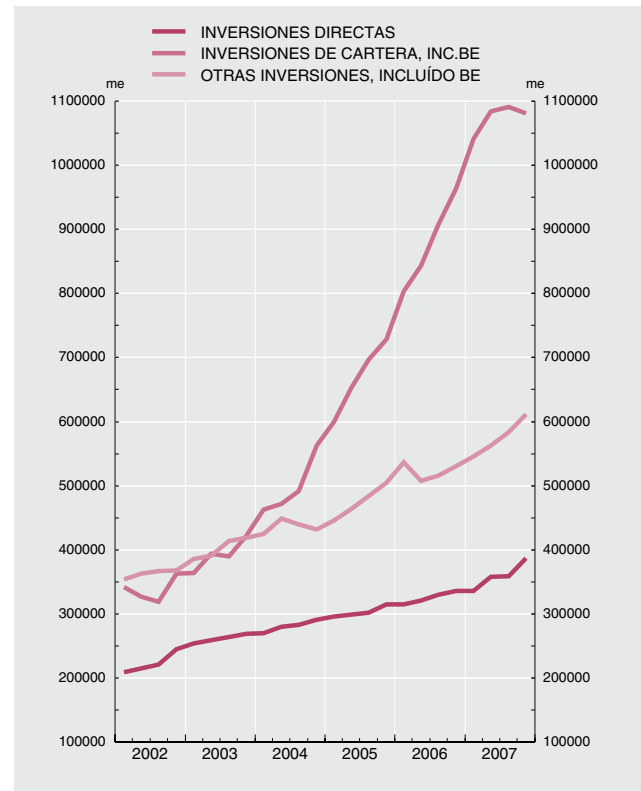
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>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>	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 IV</b>	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05 I</b>	267 443	20 629	225 155	70 241	79 829	313 130	184 793	414 446	266 918	445 447	-	-
<b>II</b>	278 521	21 031	229 158	69 311	83 676	339 219	178 505	473 699	279 362	463 496	-	-
<b>III</b>	281 577	22 071	229 623	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
<b>IV</b>	295 784	22 133	239 162	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06 I</b>	329 989	18 489	240 318	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	313 733	536 821	-	-
<b>II</b>	342 095	21 671	246 756	74 004	122 047	361 127	206 547	636 951	334 330	507 995	-	-
<b>III</b>	359 863	20 641	250 438	79 808	126 170	363 383	232 494	674 271	341 670	515 967	-	-
<b>IV</b>	370 304	22 327	256 600	79 609	133 193	373 001	245 683	718 897	357 672	530 917	32 973	42 569
<b>07 I</b>	378 458	20 341	259 146	76 664	140 731	373 512	256 533	784 337	393 847	545 729	33 197	44 487
<b>II</b>	410 883	15 267	274 135	83 416	153 759	374 852	269 506	814 353	406 190	562 688	39 921	55 856
<b>III</b>	415 045	20 957	278 154	80 922	142 124	374 617	273 560	817 192	402 392	583 890	44 181	62 069
<b>IV</b>	441 588	21 493	300 516	85 867	134 797	372 789	285 339	796 091	387 044	611 818	44 644	63 493

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

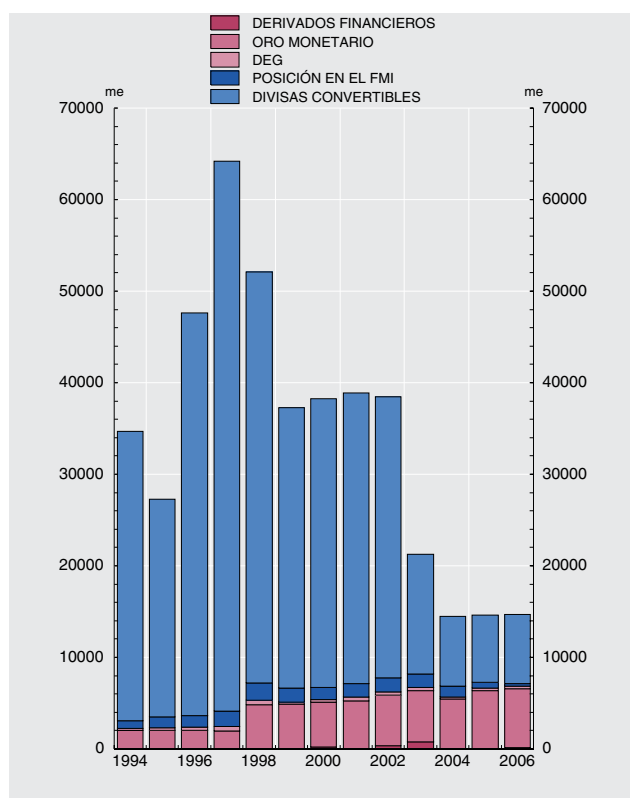
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

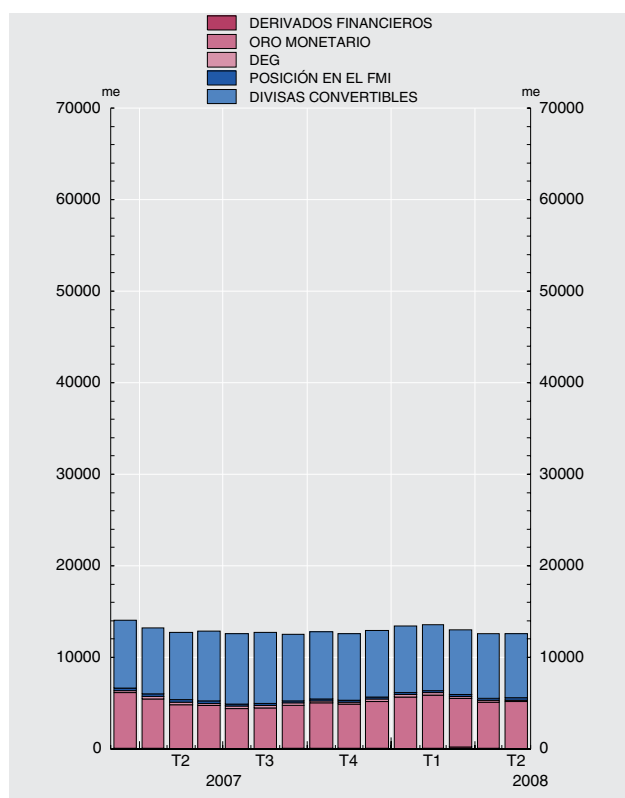
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06 Dic</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07 Ene</b>	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
May	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1
Sép	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1
Nov	12 559	7 221	225	236	4 809	68	9,1
Dic	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08 Ene</b>	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1
Feb	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
Mar	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1
Abr	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
May	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

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

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumen- tos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04 /</b>	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485
<b>II</b>	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676
<b>III</b>	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
<b>IV</b>	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
<b>05 /</b>	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
<b>II</b>	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
<b>III</b>	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
<b>IV</b>	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
<b>06 /</b>	1 237 915	214 075	4 628	11	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
<b>II</b>	1 257 904	213 336	3 620	345	191 381	17 991	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443
<b>III</b>	1 307 408	214 171	6 070	1 469	188 569	18 062	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224
<b>IV</b>	1 370 107	215 559	4 836	662	191 871	18 190	-	622 807	6 252	277 169	236 038	103 347
<b>07 /</b>	1 458 006	218 784	4 901	37	195 176	18 670	-	657 875	11 371	295 511	251 968	99 026
<b>II</b>	1 517 064	213 524	5 446	440	188 891	18 747	-	683 799	10 672	294 386	269 402	109 340
<b>III</b>	1 533 670	199 644	4 820	1 325	174 952	18 547	-	706 947	14 900	308 877	274 031	109 138
<b>IV</b>	1 547 976	190 036	4 505	875	165 763	18 894	-	724 094	16 893	327 379	265 527	114 295

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

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo			Total	Frente a:		
		Depósitos		Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Otros pasivos	Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>04 /</b>	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088
<b>II</b>	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075
<b>III</b>	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331
<b>IV</b>	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307
<b>05 /</b>	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712
<b>II</b>	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573
<b>III</b>	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893
<b>IV</b>	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034
<b>06 /</b>	535	535	321 838	2 905	19 460	408	195 679	102 516	360	510	111 945	46 934	65 011
<b>II</b>	328	328	350 380	4 283	18 328	330	226 684	99 898	352	506	112 959	48 198	64 761
<b>III</b>	316	316	373 405	4 641	21 876	830	244 071	101 140	348	499	117 170	51 614	65 556
<b>IV</b>	281	281	411 168	4 786	22 661	694	275 114	107 087	338	489	120 293	51 928	68 365
<b>07 /</b>	322	322	453 085	5 303	21 350	541	315 618	109 471	334	467	127 940	52 247	75 692
<b>II</b>	423	423	479 294	5 418	27 029	1 054	334 524	110 486	331	453	140 023	52 529	87 495
<b>III</b>	277	277	494 215	2 153	22 099	837	346 336	122 003	339	447	132 588	54 087	78 500
<b>IV</b>	3 550	3 550	490 228	8	20 108	277	343 396	125 664	329	447	140 067	56 686	83 381

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros		Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Resto			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15		
<b>06 Dic</b>	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93	261 057	616 005	4 996	326 660	-33 284	5 152	175 819	-	
<b>07 Ene</b>	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 242	610 602	13 826	323 822	-43 364	3 374	175 024	49	
Feb	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-	
Mar	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-	
Abr	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	-	
May	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553	244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-	
Jun	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254	245 845	628 080	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-	
Jul	452 796	302 818	150 003	114	32	138	308	257 101	637 586	17 403	316 883	-81 004	2 914	192 780	-	
Ago	452 518	282 934	160 437	9 185	4	238	280	251 830	640 337	10 625	317 107	-82 024	1 897	198 790	-	
Sep	453 015	219 501	235 000	-888	-0	321	918	256 963	636 467	26 525	317 894	-88 135	5 898	190 154	-	
Oct	442 984	183 479	265 003	-4 978	-14	152	658	244 052	639 176	23 767	327 813	-91 078	8 229	190 703	-	
Nov	439 967	171 319	270 460	-1 261	-15	108	645	231 264	640 840	18 081	327 446	-100 211	11 263	197 440	-	
Dic	467 641	259 094	274 422	-65 014	-172	314	1 003	239 097	663 813	14 467	331 309	-107 875	20 754	207 790	-	
<b>08 Ene</b>	438 144	191 905	268 486	-21 373	-162	199	911	212 476	658 002	13 958	354 556	-104 928	32 944	192 724	-	
Feb	442 654	175 548	268 494	-762	-374	158	410	208 735	651 786	14 180	348 530	-108 701	29 424	204 496	-	
Mar	470 123	198 667	268 696	3 286	-252	196	470	231 579	659 638	30 235	341 598	-116 696	22 849	215 695	-	
Abr	458 272	166 978	292 729	-676	-311	111	558	218 763	662 688	36 072	360 190	-119 807	39 525	199 984	-	
May	462 393	171 819	291 841	-1 068	-114	172	256	203 575	670 599	27 633	370 567	-124 089	51 365	207 453	-	

**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			
16=17+18 +19+20 +21-22	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26+27	24	25	26	27	28=29+ +30	29	30	31	32	
<b>06 Dic</b>	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0	26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-
<b>07 Ene</b>	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0	25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-
Feb	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0	25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-
Mar	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274	22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-
Abr	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	-
May	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	-
Jun	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	-
Jul	18 355	15 804	2 520	2	31	-	2	24 807	85 999	14 606	12 826	-62 972	-27 547	-27 106	-441	21 095	-
Ago	18 179	15 657	2 341	183	-1	-	1	21 241	85 141	12 237	12 661	-63 477	-24 307	-24 045	-262	21 245	-
Sep	20 937	12 319	8 673	-49	-5	-	1	18 791	83 558	11 531	12 559	-63 738	-17 965	-17 669	-296	20 111	-
Oct	35 396	18 311	17 821	-734	-5	3	0	19 773	82 899	14 773	12 779	-65 120	-6 316	-5 873	-443	21 938	-
Nov	40 368	19 314	21 172	-90	-7	-	21	20 305	81 859	17 425	12 812	-66 167	-150	291	-442	20 214	-
Dic	44 086	33 527	18 781	-8 202	-3	-	17	16 401	84 039	12 081	13 456	-66 263	3 854	4 278	-424	23 831	-
<b>08 Ene</b>	39 644	28 261	14 356	-2 957	-1	22	37	13 645	82 646	12 215	15 523	-65 694	4 664	4 993	-328	21 336	-
Feb	44 067	24 201	20 086	-115	-103	1	3	14 257	80 774	14 130	14 185	-66 461	7 667	7 985	-318	22 143	-
Mar	43 937	21 534	22 480	161	-236	-	2	14 101	81 638	13 482	13 662	-67 357	6 267	6 549	-282	23 569	-
Abr	47 621	18 749	29 240	-27	-319	-	23	12 984	80 339	14 385	13 957	-67 784	12 517	12 728	-211	22 121	-
May	47 879	20 386	27 966	-373	-102	3	0	14 678	79 609	17 374	15 046	-67 259	8 938	9 119	-182	24 263	-

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



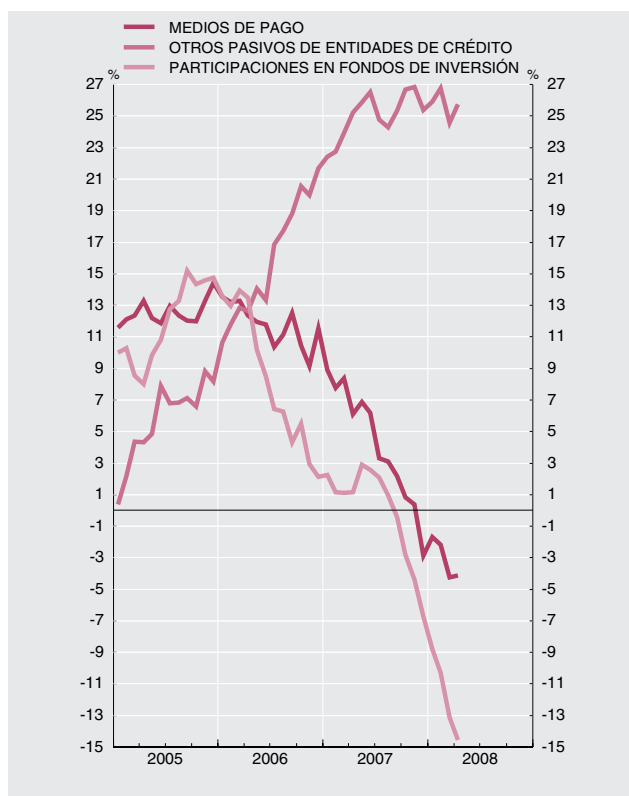
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

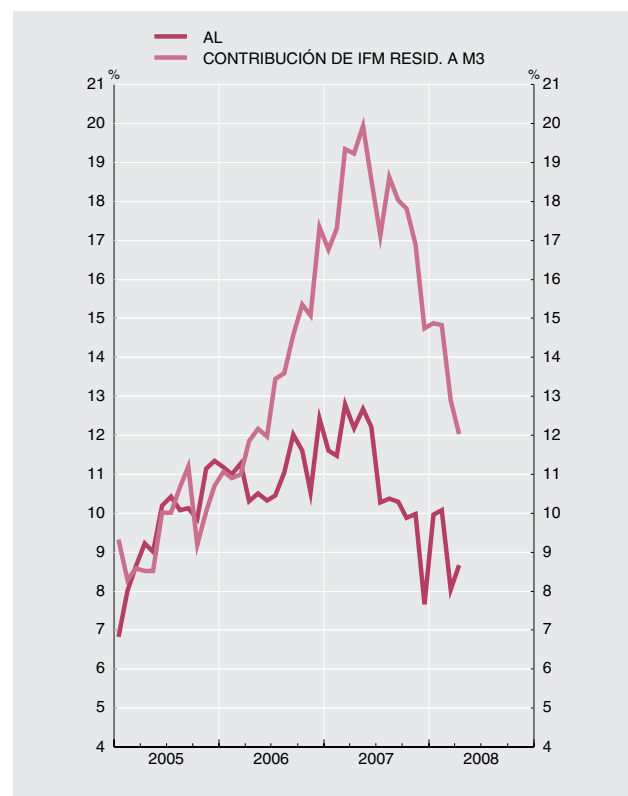
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				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- cursales en ex- terior			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>05</b>	459 550	14,4	16,1	14,0	300 630	8,2	10,5	-3,8	6,3	220 195	14,7	7,6	22,3	11,3	10,7
<b>06</b>	512 581	11,5	9,9	11,9	365 892	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
<b>07</b>	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 839	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
<b>07 Ene</b>	490 612	8,9	9,3	8,8	373 730	22,4	26,0	9,9	-4,0	225 484	2,2	-8,7	11,8	11,6	16,8
<b>Feb</b>	491 105	7,8	8,6	7,6	380 277	22,7	26,6	8,2	-4,1	225 913	1,2	-6,6	7,4	11,5	17,3
<b>Mar</b>	501 895	8,4	8,4	8,4	392 046	23,9	27,7	7,3	8,9	228 762	1,1	-2,2	3,7	12,8	19,3
<b>Abr</b>	491 348	6,1	7,4	5,8	396 387	25,2	28,5	11,3	7,1	229 158	1,2	-1,2	3,0	12,2	19,2
<b>May</b>	498 634	6,9	7,5	6,7	404 215	25,9	28,0	15,6	17,9	230 548	2,9	-2,9	7,4	12,7	19,9
<b>Jun</b>	516 830	6,2	7,0	6,0	413 703	26,5	28,5	20,4	5,4	229 715	2,6	-5,3	8,9	12,2	18,6
<b>Jul</b>	502 872	3,3	6,1	2,6	416 093	24,8	27,0	16,0	8,3	227 973	2,1	-4,3	7,1	10,3	17,1
<b>Ago</b>	491 707	3,1	6,7	2,3	423 679	24,3	26,3	16,1	10,5	227 517	0,9	-2,4	3,6	10,4	18,6
<b>Sep</b>	501 220	2,2	5,6	1,4	430 137	25,4	27,9	13,5	12,1	223 556	-0,4	-1,7	0,6	10,3	18,0
<b>Oct</b>	485 437	0,8	4,9	-0,2	440 058	26,7	29,8	12,5	5,6	220 368	-2,8	-5,0	-1,2	9,9	17,8
<b>Nov</b>	488 042	0,4	3,9	-0,4	449 282	26,8	30,0	13,4	1,1	214 662	-4,4	-3,6	-5,0	10,0	16,9
<b>Dic</b>	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 839	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
<b>08 Ene</b>	P 482 423	-1,7	1,8	-2,5	470 556	25,9	30,0	7,7	-6,7	205 679	-8,8	7,3	-20,2	10,0	14,9
<b>Feb</b>	P 480 371	-2,2	1,5	-3,1	482 105	26,8	31,2	5,9	-7,4	202 691	-10,3	6,6	-22,2	10,1	14,8
<b>Mar</b>	P 480 690	-4,2	-0,3	-5,2	488 379	24,6	29,7	1,9	-15,4	198 713	-13,1	4,7	-26,1	8,0	12,9
<b>Abr</b>	P 471 014	-4,1	-0,7	-5,0	498 456	25,7	31,6	-3,5	-10,7	195 805	-14,6	3,6	-27,6	8,7	12,0

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

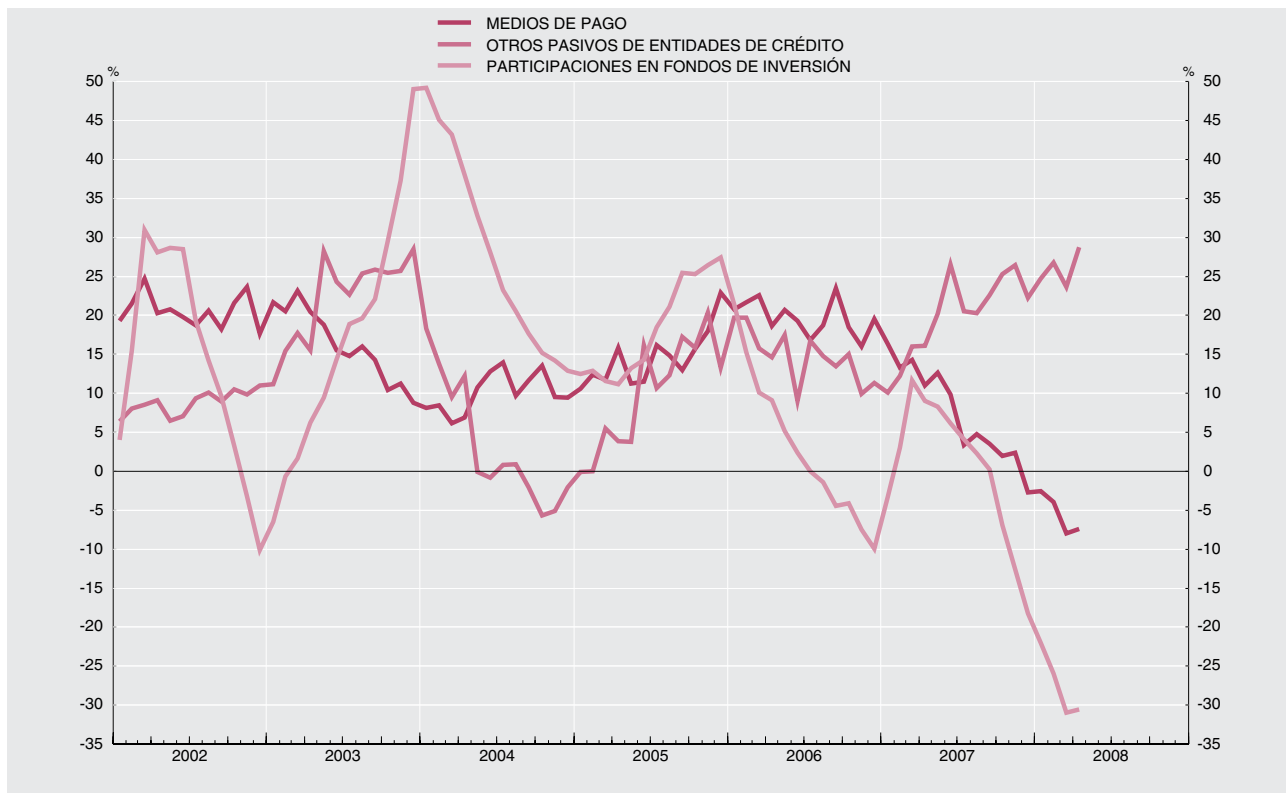
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>05</b>	114 876	22,9	70 668	13,3	30,5	-4,4	29 442	27,4	13,9	41,4
<b>06</b>	137 357	19,6	78 686	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
<b>07</b>	133 623	-2,7	96 201	22,3	37,4	-2,0	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
<b>07 Ene</b>	128 823	16,3	77 382	10,1	24,5	-8,7	27 780	-3,3	-10,3	2,4
<b>Feb</b>	129 819	13,3	78 303	12,2	28,2	-8,9	28 899	3,0	-1,7	6,6
<b>Mar</b>	134 565	14,3	82 118	16,0	30,7	-4,0	30 454	11,6	10,4	12,5
<b>Abr</b>	128 862	11,0	80 575	16,1	28,8	-2,5	29 817	9,1	8,9	9,2
<b>May</b>	133 554	12,7	84 143	20,2	29,8	5,7	29 278	8,3	4,6	11,1
<b>Jun</b>	137 293	9,9	89 565	26,6	36,9	10,3	28 474	6,1	1,2	9,9
<b>Jul</b>	128 420	3,4	86 395	20,5	30,3	5,3	27 707	4,1	-0,1	7,4
<b>Ago</b>	126 227	4,8	89 654	20,3	27,4	9,1	27 100	2,3	1,3	3,1
<b>Sep</b>	132 591	3,5	91 738	22,6	30,7	9,4	26 101	0,3	1,5	-0,7
<b>Oct</b>	125 602	1,9	92 864	25,3	35,8	7,7	24 743	-6,9	-8,1	-6,1
<b>Nov</b>	129 238	2,4	94 806	26,4	37,4	7,2	23 169	-12,6	-11,8	-13,1
<b>Dic</b>	133 623	-2,7	96 201	22,3	37,4	-2,0	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
<b>08 Ene</b> P	125 516	-2,6	96 481	24,7	36,2	4,0	21 654	-22,1	-3,8	-35,0
<b>Feb</b> P	124 707	-3,9	99 238	26,7	38,6	4,5	21 386	-26,0	-7,6	-39,0
<b>Mar</b> P	123 867	-8,0	101 549	23,7	35,6	1,6	21 022	-31,0	-12,6	-44,3
<b>Abr</b> P	119 370	-7,4	103 723	28,7	44,4	-1,6	20 707	-30,6	-11,6	-44,1

#### 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.

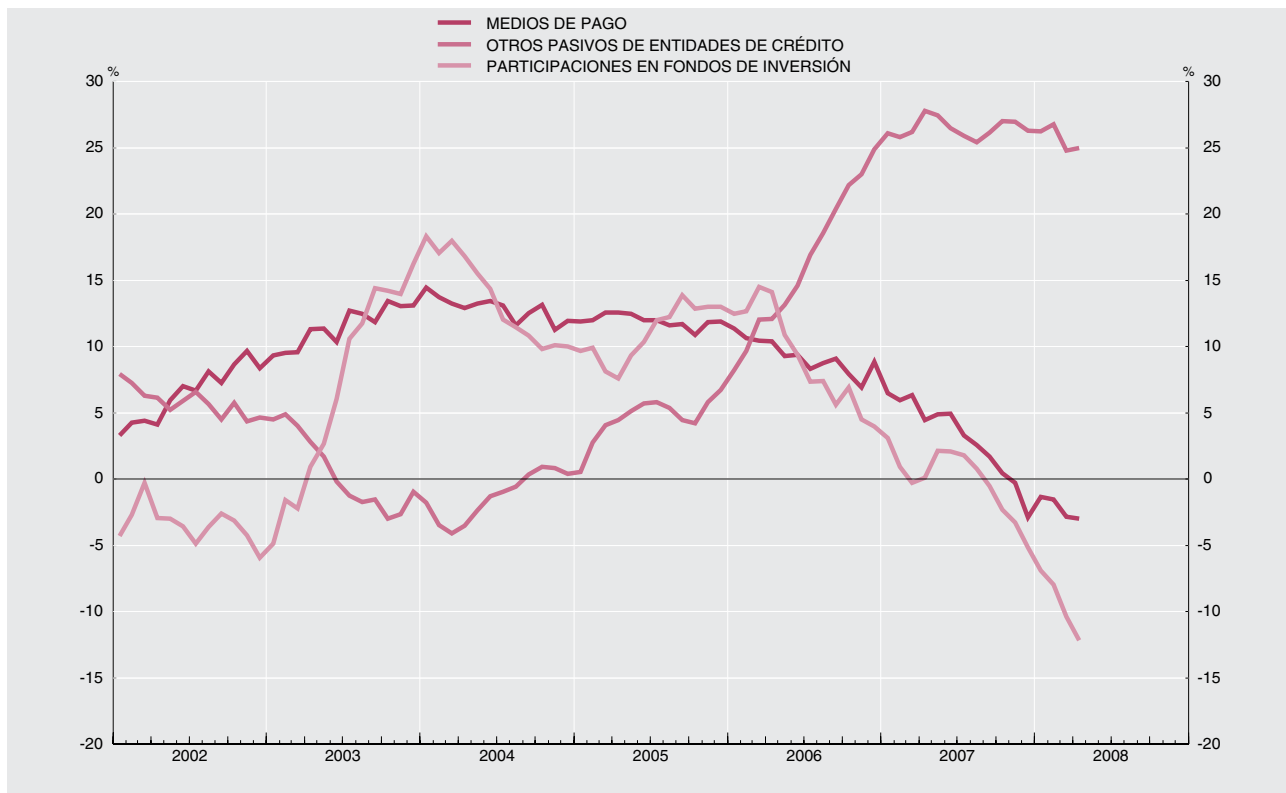
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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>05</b>	344 674	11,9	14,3	11,2	229 962	6,7	7,3	2,1	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06</b>	375 224	8,9	9,2	8,8	287 205	24,9	23,8	34,1	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07</b>	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 638	26,3	28,4	9,2	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>07 Ene</b>	361 789	6,5	8,7	5,8	296 349	26,1	26,2	25,1	197 705	3,1	-8,5	13,3
<b>Feb</b>	361 286	5,9	8,2	5,3	301 975	25,8	26,3	21,6	197 014	0,9	-7,2	7,6
<b>Mar</b>	367 330	6,4	8,0	5,9	309 928	26,2	27,1	19,5	198 308	-0,3	-3,8	2,4
<b>Abr</b>	362 486	4,4	7,1	3,6	315 812	27,8	28,4	22,9	199 340	0,1	-2,6	2,1
<b>May</b>	365 080	4,9	7,3	4,2	320 072	27,5	27,7	25,8	201 270	2,1	-3,9	6,8
<b>Jun</b>	379 537	4,9	6,9	4,4	324 138	26,5	26,9	23,5	201 241	2,1	-6,1	8,8
<b>Jul</b>	374 452	3,3	6,1	2,4	329 698	25,9	26,3	22,8	200 266	1,8	-4,8	7,1
<b>Ago</b>	365 480	2,6	6,8	1,3	334 025	25,4	26,1	20,4	200 417	0,8	-2,9	3,7
<b>Sep</b>	368 629	1,7	5,8	0,5	338 399	26,1	27,4	16,7	197 455	-0,5	-2,2	0,8
<b>Oct</b>	359 835	0,4	5,2	-1,0	347 194	27,0	28,7	14,1	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
<b>Nov</b>	358 804	-0,3	4,3	-1,7	354 476	27,0	28,6	14,0	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
<b>Dic</b>	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 638	26,3	28,4	9,2	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08 Ene</b>	P 356 907	-1,3	2,3	-2,5	374 074	26,2	28,8	5,6	184 025	-6,9	8,8	-18,1
<b>Feb</b>	P 355 664	-1,6	2,0	-2,6	382 868	26,8	29,8	2,4	181 305	-8,0	8,7	-19,8
<b>Mar</b>	P 356 823	-2,9	0,2	-3,8	386 830	24,8	28,5	-4,1	177 690	-10,4	7,4	-23,3
<b>Abr</b>	P 351 644	-3,0	-0,2	-3,9	394 733	25,0	29,2	-7,4	175 098	-12,2	5,9	-25,1

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

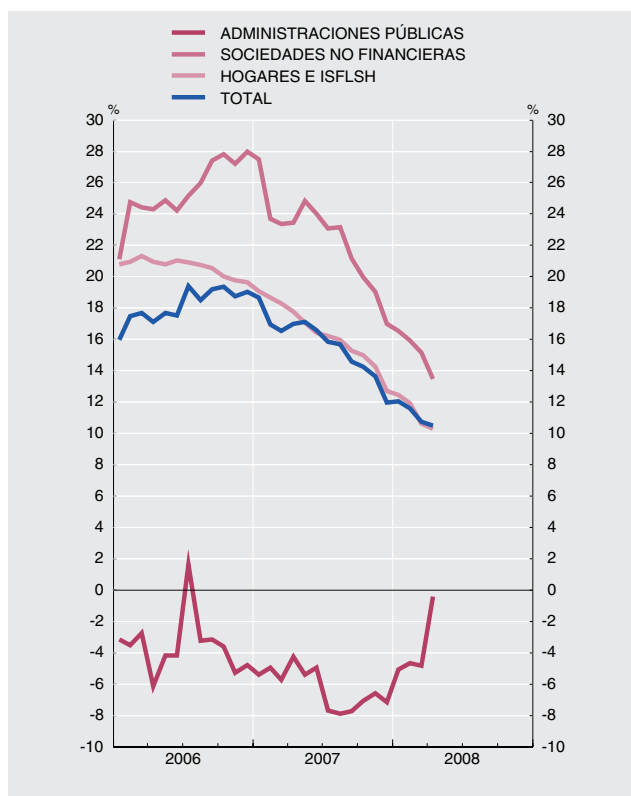
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

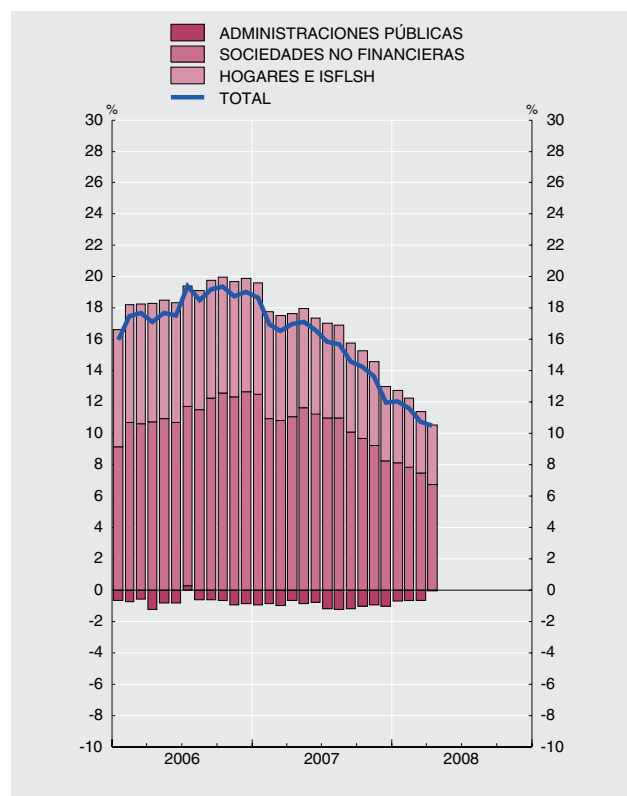
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>05</b>	1 764 071	242 997	16,1	-2,7	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,6	16,6	9,2	7,4	15,2	0,2	1,3
<b>06</b>	2 102 799	335 894	19,0	-4,8	24,2	28,0	19,6	24,4	134,2	16,0	-0,9	19,9	12,6	7,2	17,0	1,0	1,9
<b>07</b>	2 362 548	251 495	12,0	-7,2	15,1	17,0	12,7	15,9	18,1	9,8	-1,0	13,0	8,3	4,7	11,6	0,3	1,1
<b>07 Ene</b>	2 113 005	5 188	18,7	-5,4	23,7	27,5	19,1	24,3	131,2	13,4	-0,9	19,6	12,5	7,1	17,0	1,0	1,6
<b>07 Feb</b>	2 136 684	23 073	16,9	-4,9	21,5	23,7	18,7	23,7	61,0	5,5	-0,8	17,8	10,9	6,8	16,4	0,7	0,7
<b>07 Mar</b>	2 171 925	29 372	16,6	-5,7	21,1	23,4	18,3	23,3	58,4	5,5	-1,0	17,5	10,8	6,7	16,2	0,6	0,7
<b>07 Abr</b>	2 178 275	11 960	17,0	-4,2	20,9	23,5	17,8	22,6	56,2	8,4	-0,7	17,7	11,1	6,6	16,0	0,6	1,0
<b>07 May</b>	2 216 003	38 391	17,1	-5,4	21,4	24,8	17,1	22,5	55,4	11,8	-0,9	18,0	11,6	6,4	15,9	0,6	1,5
<b>07 Jun</b>	2 266 408	40 024	16,6	-4,9	20,6	24,0	16,4	21,9	29,8	12,2	-0,8	17,4	11,2	6,1	15,5	0,4	1,4
<b>07 Jul</b>	2 280 996	20 404	15,9	-7,7	20,1	23,1	16,2	21,3	29,9	11,7	-1,2	17,0	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4
<b>07 Ago</b>	2 292 802	12 263	15,7	-7,9	20,0	23,2	16,0	21,3	30,3	11,1	-1,2	16,9	11,0	5,9	15,2	0,4	1,3
<b>07 Sep</b>	2 310 422	18 451	14,6	-7,7	18,6	21,1	15,3	19,9	28,1	9,3	-1,2	15,8	10,1	5,6	14,3	0,4	1,1
<b>07 Oct</b>	2 315 039	8 717	14,3	-7,1	17,8	20,0	15,0	18,7	24,0	11,6	-1,0	15,3	9,7	5,6	13,6	0,4	1,4
<b>07 Nov</b>	2 339 173	23 566	13,7	-6,6	16,9	19,0	14,2	17,6	21,7	12,0	-0,9	14,6	9,3	5,3	12,9	0,3	1,4
<b>07 Dic</b>	2 362 548	20 088	12,0	-7,2	15,1	17,0	12,7	15,9	18,1	9,8	-1,0	13,0	8,3	4,7	11,6	0,3	1,1
<b>08 Ene</b>	P 2 369 676	8 611	12,1	-5,1	14,8	16,6	12,5	15,4	18,3	10,7	-0,7	12,8	8,1	4,6	11,2	0,3	1,3
<b>08 Feb</b>	P 2 384 692	16 152	11,6	-4,7	14,2	15,9	11,9	14,9	13,9	10,0	-0,6	12,3	7,8	4,4	10,9	0,2	1,2
<b>08 Mar</b>	P 2 398 664	14 586	10,7	-4,8	13,2	15,2	10,6	13,6	10,7	11,1	-0,7	11,4	7,5	3,9	9,9	0,2	1,3
<b>08 Abr</b>	P 2 406 160	7 677	10,5	-0,4	12,1	13,5	10,3	12,6	15,0	8,5	-0,1	10,6	6,7	3,8	9,3	0,2	1,0

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

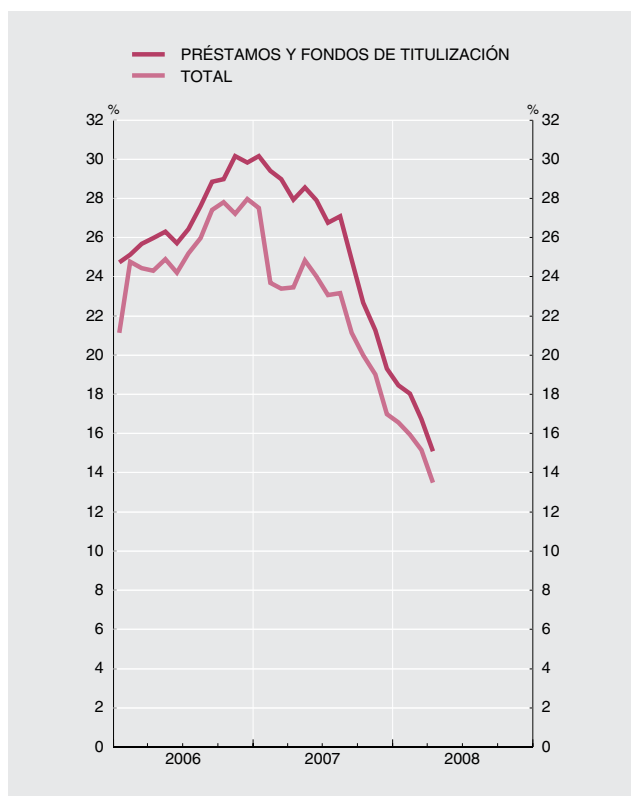
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

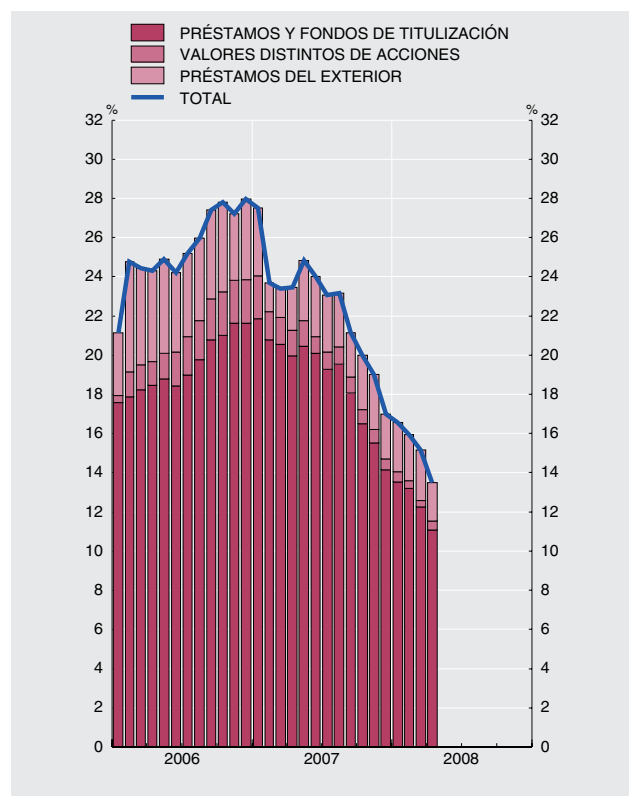
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total		
														del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>05</b>	797 739	139 281	21,4	578 229	25,5	18,1	13 206	2 634	23,7	0,4	206 304	10,7	3,0	5 581
<b>06</b>	1 024 188	223 105	28,0	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 117	16,0	4,1	3 230
<b>07</b>	1 207 887	173 980	17,0	894 156	19,3	14,1	36 531	22 951	18,1	0,5	277 200	9,7	2,3	1 166
<b>07 Ene</b>	1 039 056	9 795	27,5	761 073	30,2	21,9	30 945	19 526	131,2	2,2	247 038	13,4	3,5	3 162
<b>07 Feb</b>	1 049 960	10 256	23,7	767 415	29,4	20,8	32 080	20 821	61,0	1,4	250 464	5,5	1,5	3 162
<b>07 Mar</b>	1 069 664	13 734	23,4	783 259	29,0	20,5	32 356	21 172	58,4	1,4	254 049	5,4	1,5	3 079
<b>07 Abr</b>	1 087 069	22 914	23,5	798 420	27,9	20,0	31 889	21 049	56,2	1,3	256 760	8,4	2,2	3 104
<b>07 May</b>	1 110 346	23 928	24,8	813 013	28,6	20,4	32 571	21 137	55,4	1,3	264 761	11,8	3,1	2 763
<b>07 Jun</b>	1 137 068	16 206	24,0	832 546	27,9	20,1	33 407	21 389	29,8	0,8	271 115	12,2	3,1	3 004
<b>07 Jul</b>	1 161 103	29 816	23,1	854 200	26,7	19,3	35 905	23 321	29,9	0,9	270 997	11,6	2,9	2 759
<b>07 Ago</b>	1 161 730	1 041	23,2	856 056	27,1	19,5	35 898	23 304	30,3	0,9	269 776	11,0	2,8	2 665
<b>07 Sep</b>	1 174 454	13 289	21,1	869 184	24,9	18,1	36 429	23 023	28,1	0,8	268 841	9,2	2,3	2 300
<b>07 Oct</b>	1 183 264	12 852	20,0	874 064	22,7	16,5	36 804	23 338	24,0	0,7	272 397	11,4	2,8	2 142
<b>07 Nov</b>	1 195 090	11 178	19,0	883 525	21,3	15,5	36 654	23 234	21,7	0,7	274 911	11,9	2,8	1 880
<b>07 Dic</b>	1 207 887	8 970	17,0	894 156	19,3	14,1	36 531	22 951	18,1	0,5	277 200	9,7	2,3	1 166
<b>08 Ene</b>	P 1 214 296	7 923	16,6	900 622	18,5	13,5	36 604	22 766	18,3	0,5	277 070	10,5	2,5	1 108
<b>08 Feb</b>	P 1 218 744	5 524	15,9	904 889	18,0	13,2	36 527	22 562	13,9	0,4	277 329	9,8	2,3	994
<b>08 Mar</b>	P 1 226 988	8 436	15,2	912 905	16,7	12,2	35 814	22 482	10,7	0,3	278 269	10,9	2,6	899
<b>08 Abr</b>	P 1 234 252	7 410	13,5	917 512	15,1	11,1	36 681	22 468	15,0	0,4	280 059	8,3	2,0	847

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.

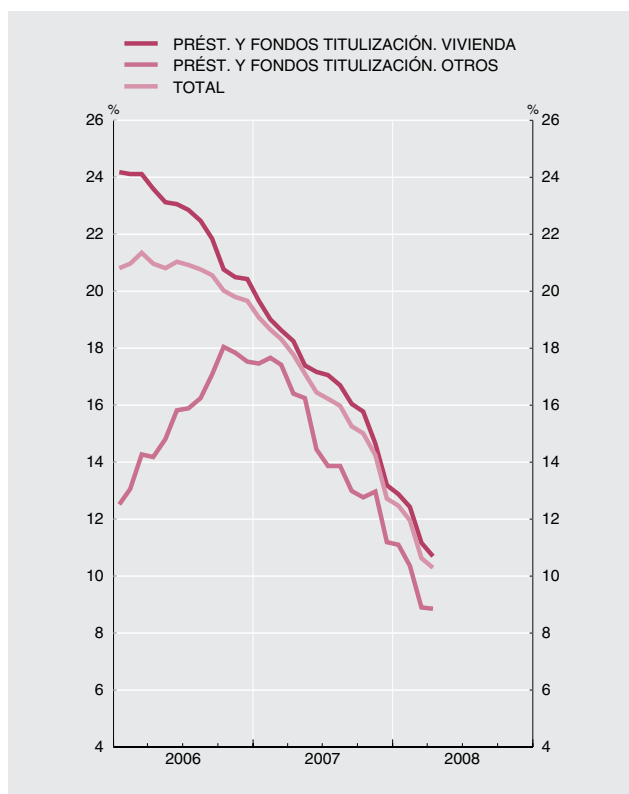
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

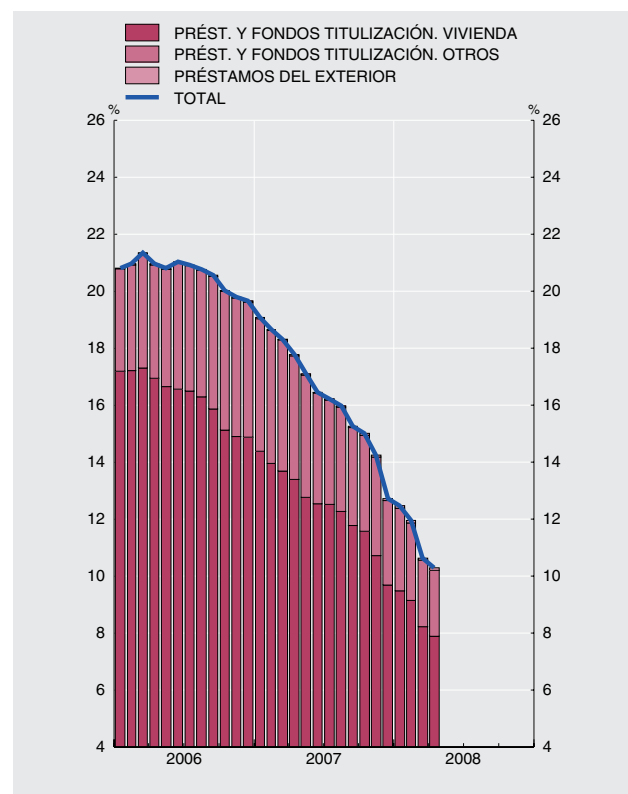
Millones de euros y porcentajes

	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>05</b>	650 997	112 525	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	927	10,8	0,0	28 527	3 030
<b>06</b>	778 372	127 886	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
<b>07</b>	875 912	99 004	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 774	51,0	0,1	27 909	5 802
<b>07 Ene</b>	782 779	4 463	19,1	575 791	19,6	14,4	205 814	17,5	4,7	1 174	18,7	0,0	26 423	3 416
<b>07 Feb</b>	790 516	7 779	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 180	18,7	0,0	25 735	3 638
<b>07 Mar</b>	803 646	13 231	18,3	592 049	18,6	13,7	210 362	17,4	4,6	1 236	23,2	0,0	25 708	3 196
<b>07 Abr</b>	812 275	8 729	17,8	598 772	18,2	13,4	212 254	16,4	4,3	1 249	19,8	0,0	26 108	3 333
<b>07 May</b>	821 189	8 925	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 285	21,2	0,0	25 294	5 101
<b>07 Jun</b>	838 588	17 534	16,4	616 513	17,2	12,5	220 775	14,4	3,9	1 301	19,5	0,0	27 819	5 143
<b>07 Jul</b>	845 511	6 956	16,2	625 074	17,0	12,5	219 063	13,9	3,7	1 374	25,1	0,0	27 842	5 208
<b>07 Ago</b>	849 569	4 101	16,0	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 469	31,9	0,0	28 675	5 120
<b>07 Sep</b>	854 765	5 463	15,3	632 594	16,0	11,8	220 652	13,0	3,4	1 519	35,1	0,1	27 971	6 211
<b>07 Oct</b>	863 443	8 736	15,0	638 006	15,8	11,6	223 838	12,7	3,4	1 599	42,7	0,1	27 708	6 170
<b>07 Nov</b>	875 889	12 526	14,2	643 572	14,7	10,7	230 657	13,0	3,5	1 661	46,7	0,1	27 565	6 049
<b>07 Dic</b>	875 912	561	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 774	51,0	0,1	27 909	5 802
<b>08 Ene</b>	P 878 989	3 046	12,5	649 168	12,9	9,5	228 039	11,1	2,9	1 782	51,9	0,1	27 588	5 738
<b>08 Feb</b>	P 883 540	4 612	11,9	653 370	12,4	9,1	228 383	10,4	2,7	1 788	51,5	0,1	29 106	5 661
<b>08 Mar</b>	P 887 388	4 271	10,6	657 188	11,2	8,2	228 344	8,9	2,3	1 857	50,2	0,1	28 705	5 645
<b>08 Abr</b>	P 894 109	6 755	10,3	661 880	10,7	7,9	230 327	8,9	2,3	1 902	52,3	0,1	28 615	5 663

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.

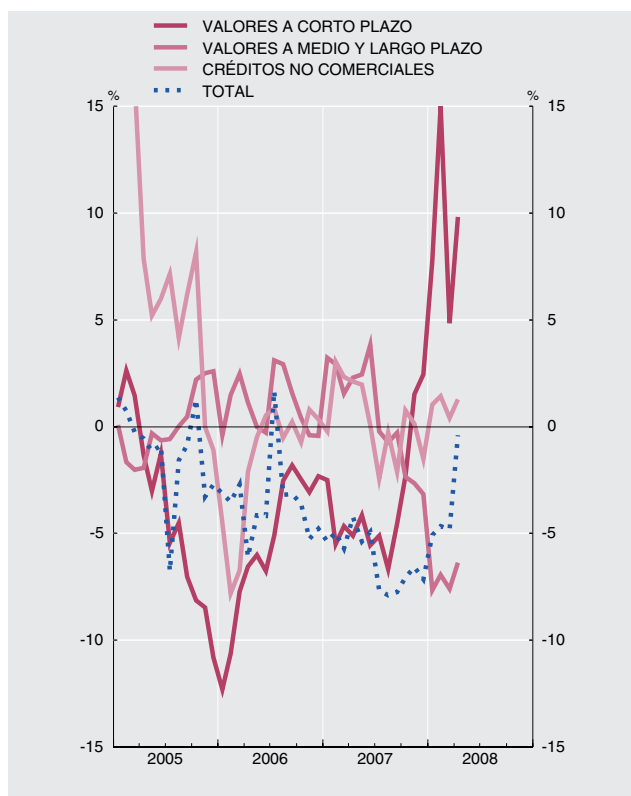
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

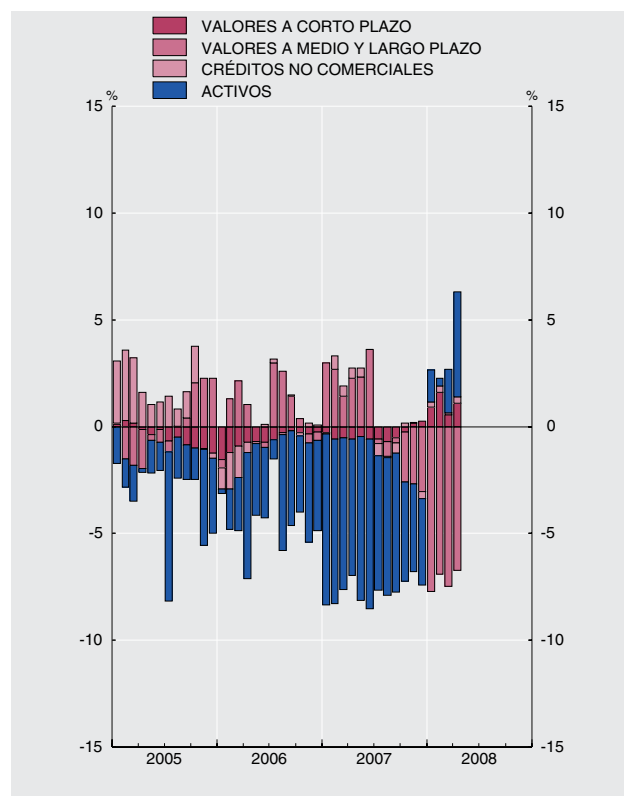
Millones de euros y porcentajes

	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>04</b>	324 145	680	0,2	6 813	-2 491	1 510	7 794	-1 817	7 949	1,8	-6,2	0,5	12,9	10,6	-0,8	0,5	2,4	-1,9	
<b>05</b>	315 336	-8 809	-2,7	2 573	-4 042	7 366	-751	-695	12 077	0,7	-10,8	2,6	-1,1	17,7	-1,2	2,3	-0,2	-3,5	
<b>06</b>	P 300 239	-15 097	-4,8	-1 754	-770	-1 218	234	1 780	11 562	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2	
<b>07</b>	P 278 749	-21 490	-7,2	-9 320	792	-9 090	-1 022	2 973	9 196	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1	
<b>06 Nov</b>	P 287 060	-1 647	-5,3	3 619	1 588	1 817	214	-190	5 456	-0,4	-3,1	-0,4	0,8	16,3	-0,4	-0,4	0,2	-4,7	
<b>06 Dic</b>	P 300 239	13 179	-4,8	982	-1 781	618	2 145	32	-12 228	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2	
<b>07 Ene</b>	P 291 170	-9 069	-5,4	4 217	1 638	4 151	-1 572	926	12 360	2,1	-2,5	3,2	-0,2	31,9	-0,3	3,0	-0,0	-8,0	
<b>07 Feb</b>	P 296 208	5 038	-4,9	534	-3 007	2 608	933	71	-4 575	2,2	-5,5	2,9	3,0	32,5	-0,6	2,7	0,6	-7,7	
<b>07 Mar</b>	P 298 614	2 406	-5,7	1 887	2 379	-1 633	1 140	422	-942	1,1	-4,6	1,5	2,3	30,1	-0,5	1,4	0,5	-7,1	
<b>07 Abr</b>	P 278 930	-19 683	-4,2	-3 203	-2 692	-123	-389	13 375	3 105	1,6	-5,1	2,3	2,1	19,6	-0,6	2,3	0,5	-6,4	
<b>07 May</b>	P 284 468	5 538	-5,4	1 213	2 267	37	-1 091	131	-4 457	1,8	-4,1	2,4	2,0	26,7	-0,5	2,3	0,4	-7,7	
<b>07 Jun</b>	P 290 752	6 284	-4,9	3 138	-2 643	5 646	136	-4 295	1 150	2,4	-5,5	3,8	0,1	29,7	-0,6	3,6	0,0	-7,9	
<b>07 Jul</b>	P 274 383	-16 369	-7,7	-9 925	1 892	-10 458	-1 359	-6 321	12 765	-1,0	-5,1	-0,2	-2,4	19,9	-0,6	-0,2	-0,5	-6,3	
<b>07 Ago</b>	P 281 504	7 121	-7,9	-4 510	-1 808	-2 043	-660	-158	-11 473	-1,2	-6,7	-0,7	-0,3	24,1	-0,7	-0,7	-0,1	-6,4	
<b>07 Sep</b>	P 281 203	-301	-7,7	5 674	2 582	2 769	323	-72	6 046	-1,0	-4,5	-0,3	-2,1	22,7	-0,5	-0,3	-0,5	-6,5	
<b>07 Oct</b>	P 268 332	-12 871	-7,1	-10 578	-1 178	-10 088	688	1 512	780	-1,8	-2,3	-2,3	0,8	14,0	-0,3	-2,3	0,2	-4,6	
<b>07 Nov</b>	P 268 193	-139	-6,6	3 495	2 868	842	-215	-2 152	5 786	-1,8	1,5	-2,7	0,1	11,7	0,2	-2,7	0,0	-4,1	
<b>07 Dic</b>	P 278 749	10 556	-7,2	-1 261	-1 505	-800	1 043	-468	-11 350	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1	
<b>08 Ene</b>	A 276 391	-2 358	-5,1	-5 591	3 506	-9 228	131	7	-3 240	-4,9	7,8	-7,7	1,0	-4,3	0,9	-7,7	0,2	1,5	
<b>08 Feb</b>	A 282 408	6 017	-4,7	4 849	-956	4 589	1 217	1 046	-2 213	-3,8	15,1	-6,9	1,4	-1,0	1,6	-6,9	0,3	0,3	
<b>08 Mar</b>	A 284 288	1 880	-4,8	-3 752	-708	-3 506	463	-328	-5 303	-5,2	4,8	-7,6	0,4	-6,3	0,5	-7,5	0,1	2,1	
<b>08 Abr</b>	A 277 799	-6 489	-0,4	2 388	-1 287	3 491	184	115	8 762	-3,8	9,8	-6,4	1,3	-12,1	1,1	-6,7	0,3	4,9	

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.

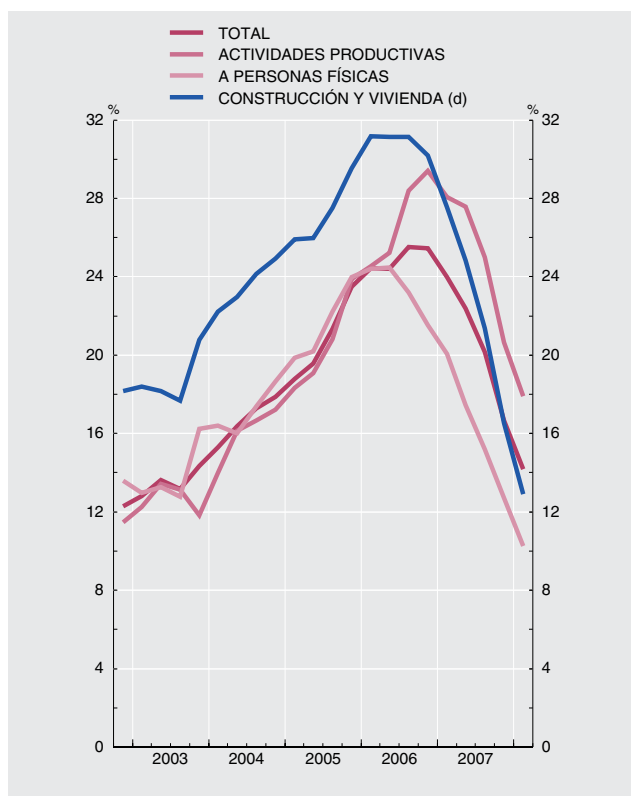
### 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

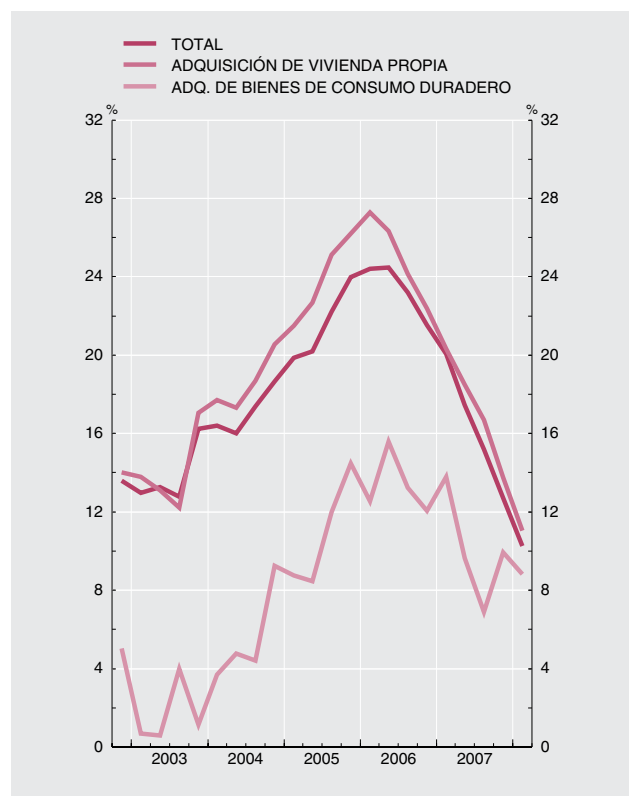
Millones de euros y porcentajes

	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 rehabilitación de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)							
														Del cual	Servicios inmobiliarios	Total	Adquisición de vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
<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>07</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179		
<b>03 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>	1 131 241	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	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830		
<b>II</b>	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326		
<b>III</b>	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822	1 047 563		
<b>IV</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179		
<b>08 I</b>	1 791 679	962 333	25 003	143 816	154 237	639 277	311 274	800 564	628 482	600 279	57 357	114 724	5 804	22 978	1 093 994		

CRÉDITO POR FINALIDADES  
Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

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

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

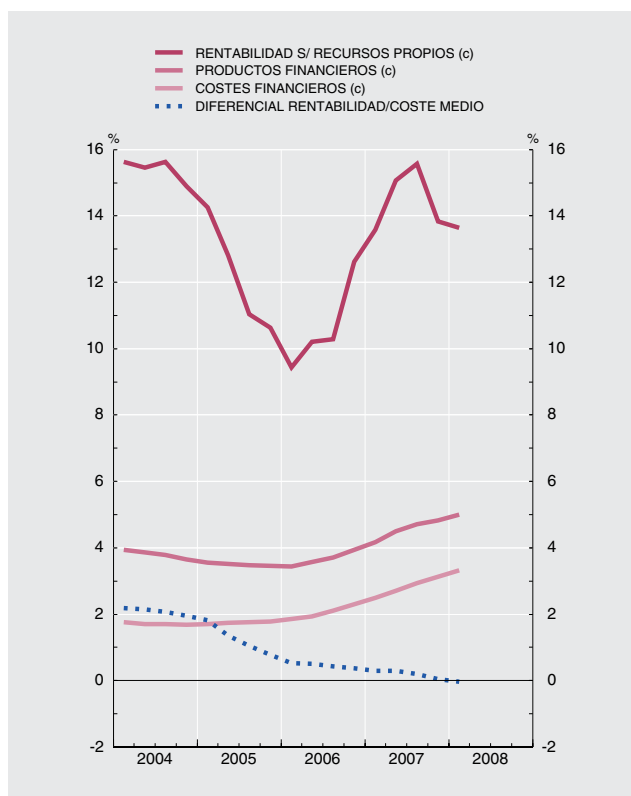


## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

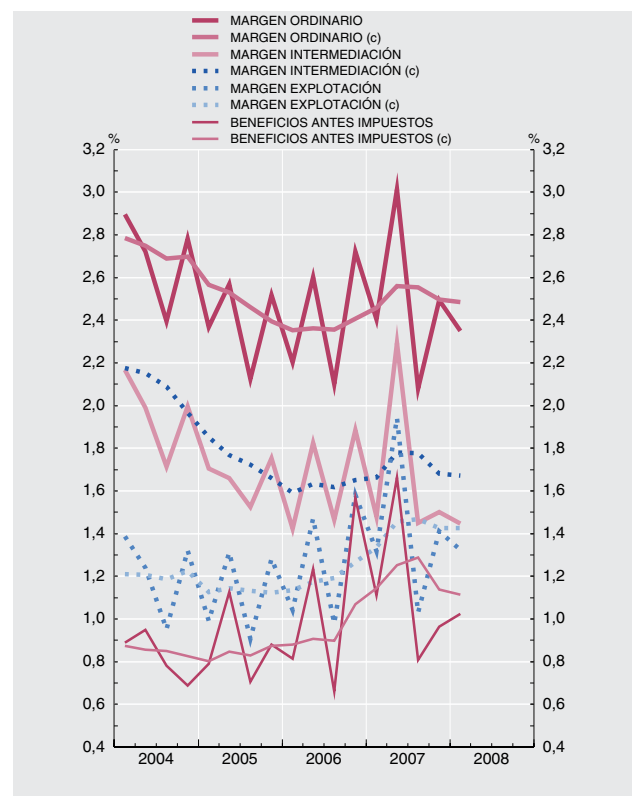
■ Serie representada gráficamente.

		En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
		1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14
								Del cual	De personal							
Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	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>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>07</b>		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-1,0	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1	
<b>05 I</b>		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9	1,8	
<b>05 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>05 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>05 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 I</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>06 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>06 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>06 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 I</b>		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,5	3,1	2,8	0,3	
<b>07 II</b>		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	20,4	3,3	3,0	0,3	
<b>07 III</b>		4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	10,0	3,4	3,2	0,2	
<b>07 IV</b>		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1	
<b>08 I</b>		5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	11,7	3,7	3,7	-0,0	

**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.

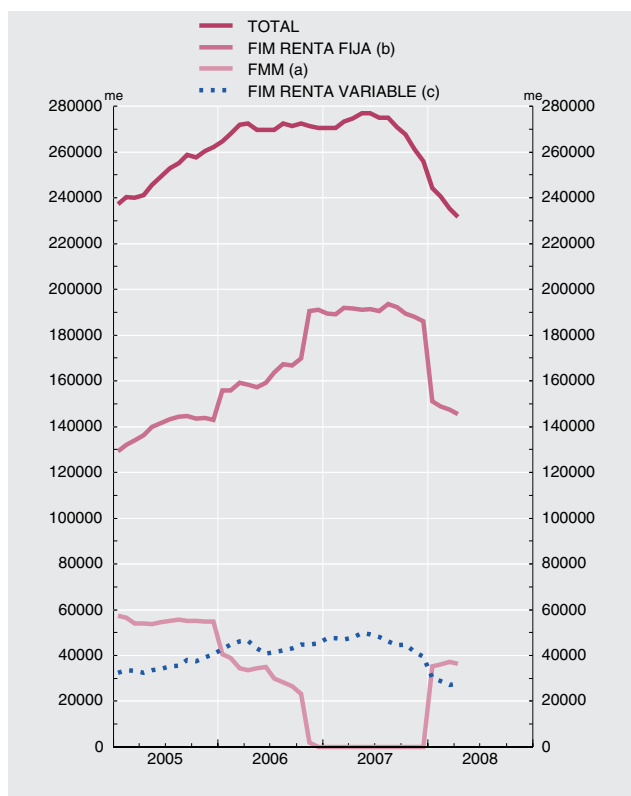
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

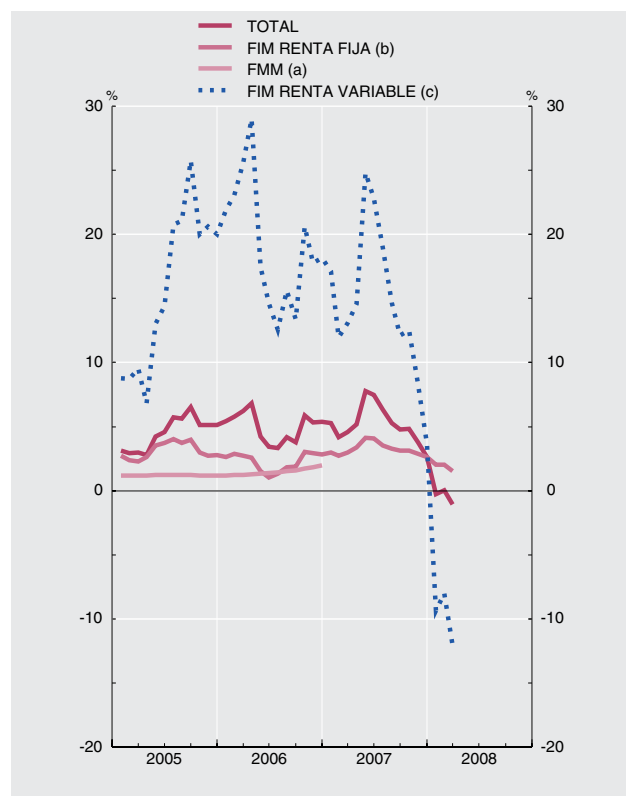
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>06 Dic</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07 Ene</b>	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>	276 925	2 362	-575	7,8	-	-	-	...	191 131	-378	-819	4,1	49 730	1 824	-23	24,8	36 063
<i>Jun</i>	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335
<i>Jul</i>	275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,6	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346
<i>Ago</i>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<i>Sep</i>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<i>Oct</i>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
<i>Nov</i>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<i>Dic</i>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
<i>Feb</i>	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
<i>Mar</i>	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

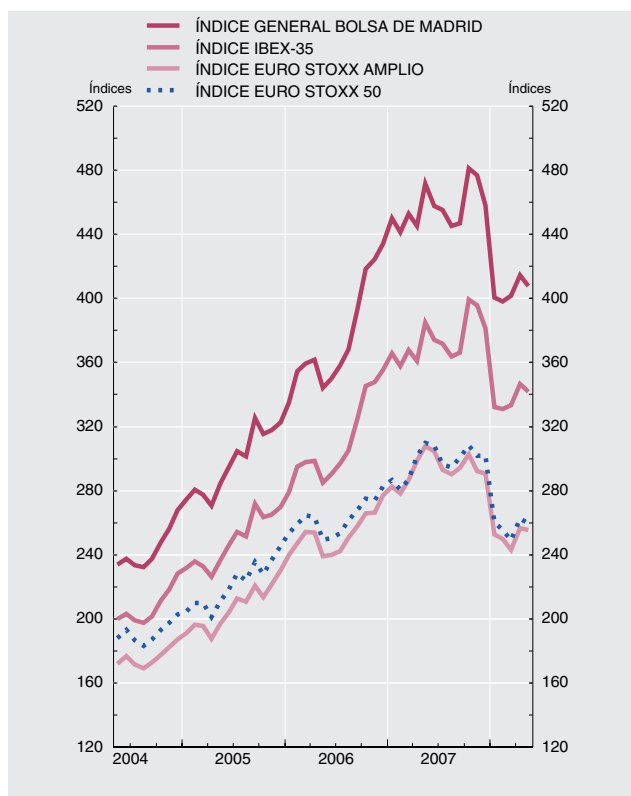
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

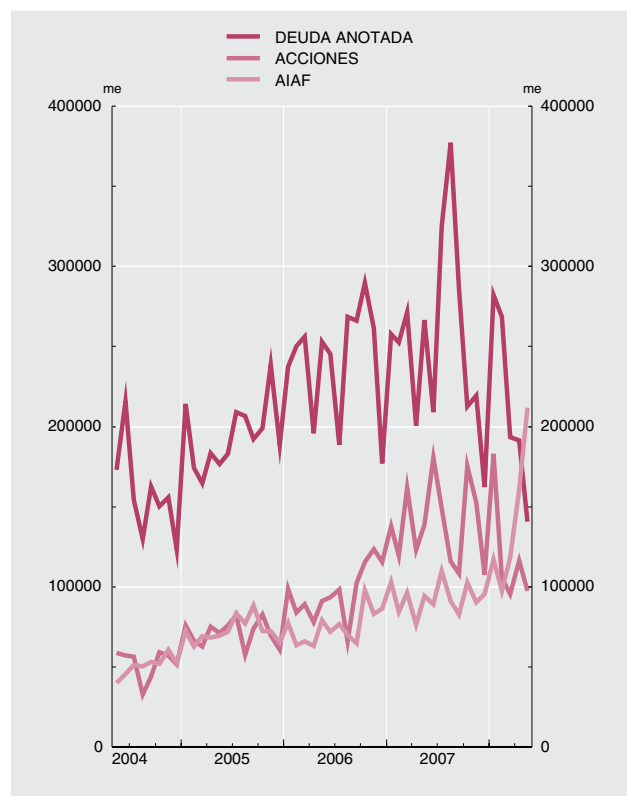
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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>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>	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
<b>08</b>	A 1 449,28	13 414,19	359,03	3 749,48	597 682	32 404	1 076 060	705 320	-	6 343	-	3 205
<b>07 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>	1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	209 163	89 256	...	1 441	...	842
<b>Jul</b>	1 630,91	14 802,40	418,05	4 315,69	148 942	8 404	324 836	110 001	...	750	...	772
<b>Ago</b>	1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	377 247	91 052	...	1 086	...	777
<b>Sep</b>	1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740
<b>Oct</b>	1 724,44	15 890,50	432,10	4 489,79	175 472	8 313	212 587	102 545	...	1 139	...	724
<b>Nov</b>	1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	152 642	8 272	219 320	90 490	...	1 685	...	734
<b>Dic</b>	1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	162 213	95 535	...	1 719	...	549
<b>08 Ene</b>	1 435,24	13 229,00	360,56	3 792,80	183 005	6 080	282 093	117 244	...	1 274	...	844
<b>Feb</b>	1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
<b>Mar</b>	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
<b>Abr</b>	1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
<b>May</b>	P 1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515

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)

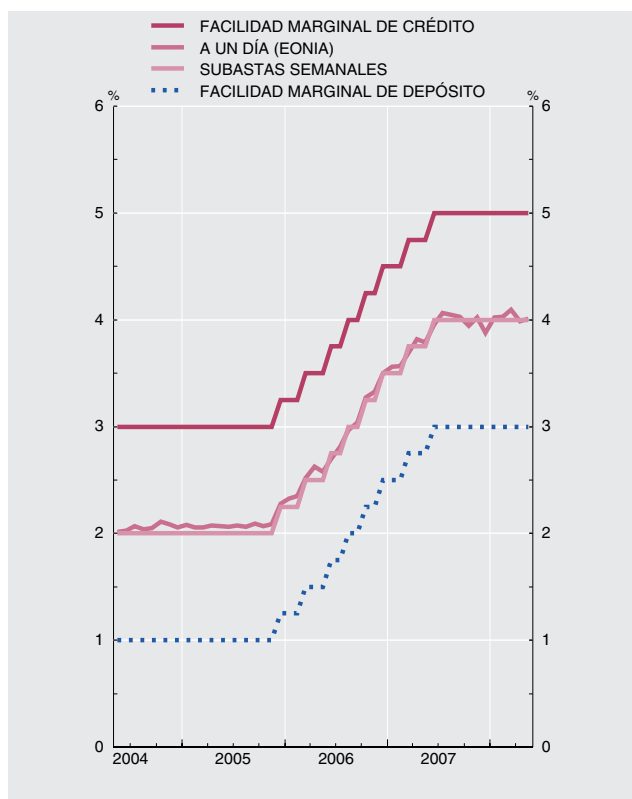
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

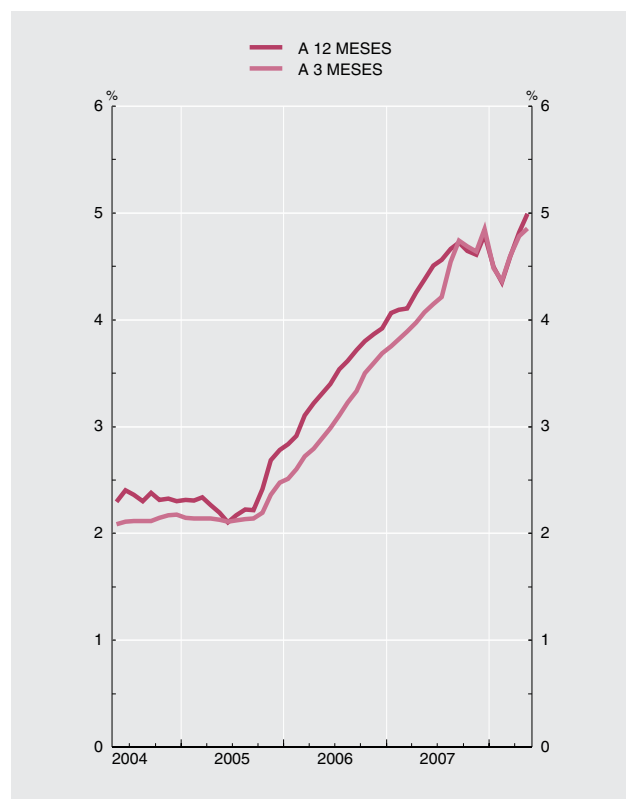
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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 seis 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	18	
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,23	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08	-	4,51	5,00	3,00	4,028	4,29	4,62	4,63	4,65	4,01	4,26	4,60	4,59	4,61	3,97	3,97	3,95	3,59
07 Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,570	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	3,93	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,691	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,00	4,12	3,64	3,73	3,75	-
Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,819	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,10	4,25	3,71	3,75	3,84	-
May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,790	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,20	4,39	3,73	3,81	3,94	-
Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,956	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,27	4,48	3,88	3,99	4,01	-
Jul	4,00	4,20	5,00	3,00	4,063	4,11	4,22	4,36	4,56	4,05	4,10	4,19	4,30	4,56	3,96	3,99	4,05	4,36
Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,53	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37
Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,70	4,72	3,94	4,00	4,00	-
Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,24	4,69	4,66	4,65	3,90	4,24	4,65	4,69	4,64	3,88	3,96	3,98	4,04
Nov	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,22	4,64	4,63	4,61	4,01	4,25	4,64	4,57	4,59	3,96	3,97	3,99	4,00
Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,71	4,85	4,82	4,79	3,85	4,74	4,82	4,79	4,78	3,80	3,94	3,92	-
08 Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,20	4,48	4,50	4,50	3,98	4,17	4,46	4,44	4,42	3,90	3,94	3,93	3,60
Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,18	4,36	4,36	4,35	4,00	4,17	4,34	4,30	4,33	3,99	3,97	3,93	3,58
Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-
Abr	4,00	-	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-
May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	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.

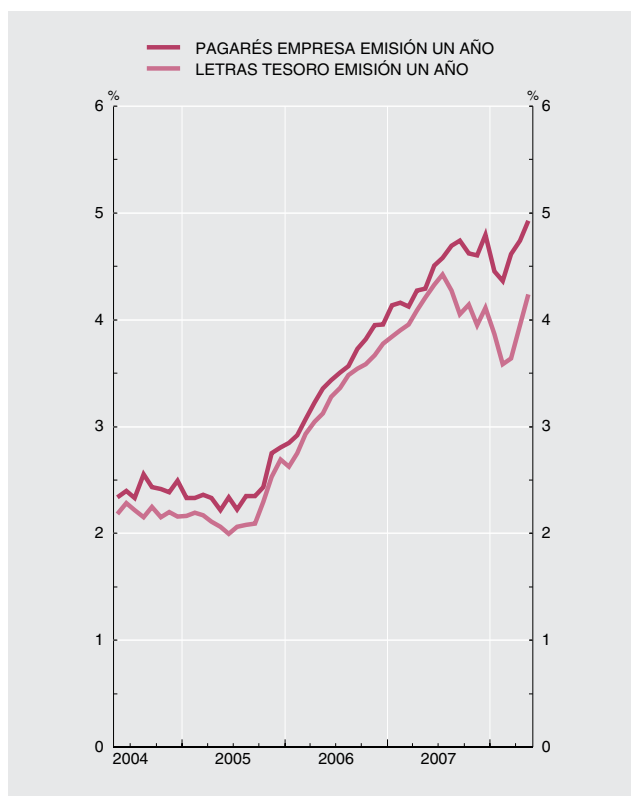
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

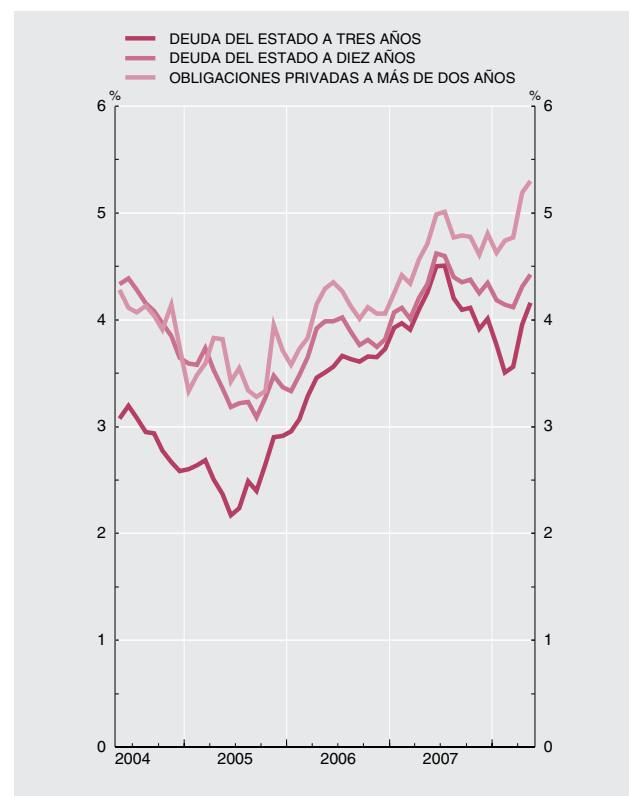
Porcentajes

	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>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>	4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67
<b>08</b>	A 3,86	3,85	4,62	4,70	3,96	4,01	4,20	-	4,86	3,79	4,24	4,93
<b>07 Feb</b>	3,90	3,88	4,16	4,13	3,95	-	-	-	4,25	3,97	4,11	4,42
<i>Mar</i>	3,95	3,89	4,12	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34
<i>Abr</i>	4,09	4,08	4,27	4,25	-	-	-	-	-	4,10	4,21	4,57
<i>May</i>	4,21	4,22	4,29	4,37	-	-	-	-	-	4,26	4,34	4,71
<i>Jun</i>	4,33	4,32	4,51	4,51	-	4,49	-	-	-	4,50	4,62	4,99
<i>Jul</i>	4,42	4,36	4,58	4,54	-	-	4,65	-	-	4,51	4,60	5,01
<i>Ago</i>	4,27	4,18	4,69	4,75	-	-	-	-	-	4,20	4,40	4,77
<i>Sep</i>	4,05	4,03	4,74	4,82	-	4,20	-	-	4,70	4,09	4,35	4,79
<i>Oct</i>	4,14	4,02	4,62	4,75	-	-	-	-	-	4,11	4,38	4,78
<i>Nov</i>	3,95	4,02	4,60	4,67	-	-	4,26	-	-	3,91	4,25	4,61
<i>Dic</i>	4,11	4,03	4,80	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81
<b>08 Ene</b>	3,87	3,76	4,46	4,58	3,97	4,00	-	-	-	3,76	4,18	4,63
<i>Feb</i>	3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74
<i>Mar</i>	3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77
<i>Abr</i>	3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19
<i>May</i>	4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

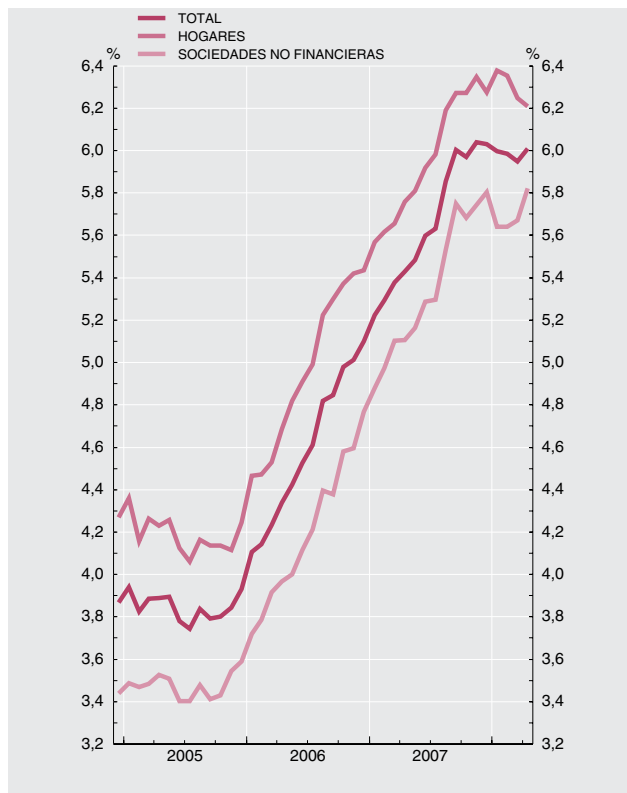
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

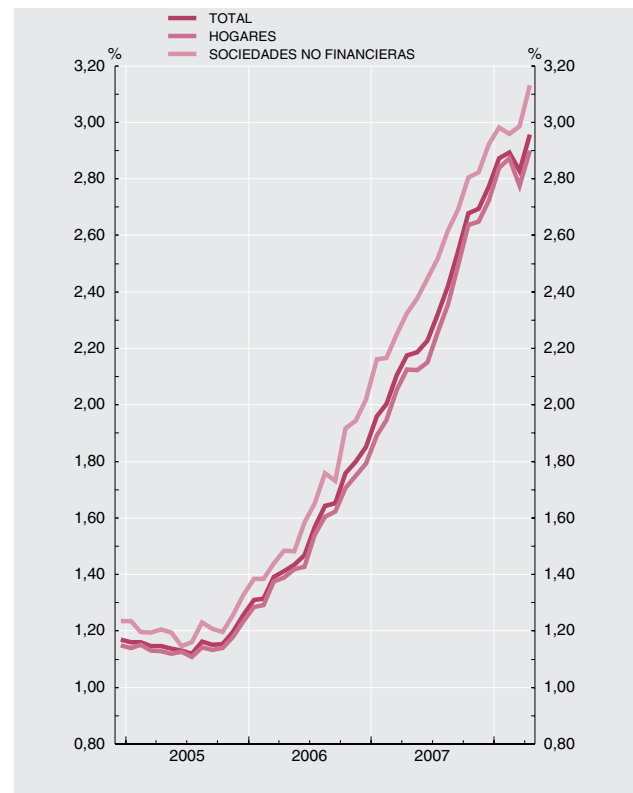
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15
<b>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>	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
<b>08</b>	6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02
<b>06 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	7,51	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>	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>Jun</b>	5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96
<b>Jul</b>	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04
<b>Ago</b>	5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99
<b>Sep</b>	6,00	6,27	5,49	8,47	5,75	6,14	5,47	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33	4,02
<b>Oct</b>	5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24	3,97
<b>Nov</b>	6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,22	4,02
<b>Dic</b>	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
<b>08 Ene</b>	6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43	3,94
<b>Feb</b>	5,99	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02
<b>Mar</b>	5,95	6,25	5,43	8,55	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36	4,04
<b>Abr</b>	6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02

#### 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.

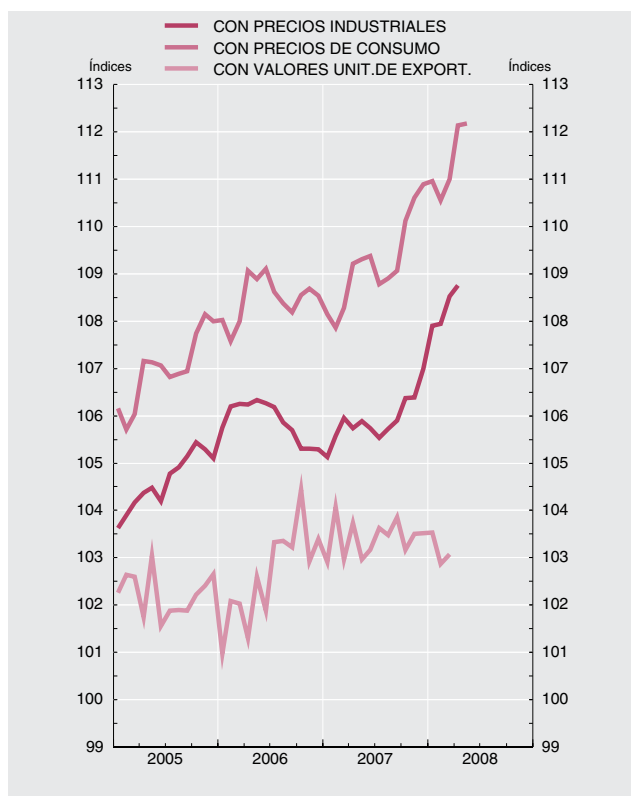
#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

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)	Con precios de consumo (a)	Con costes laborales unitarios totales (12)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (13)	Con valores unitarios de las exportaciones (a)
	Con precios industriales (a)	Con precios de consumo (a)	Con costes laborales unitarios totales (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (a)		Con precios industriales (6)	Con precios de consumo (7)	Con costes laborales unitarios totales (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>05</b>	104,6	107,0	105,5	102,2	100,1	104,6	106,9	105,5	102,2	104,9	107,2	106,7	112,3	103,4
<b>06</b>	105,9	108,5	106,7	102,6	100,0	105,9	108,5	106,7	102,7	106,3	108,8	108,1	114,0	104,0
<b>07</b>	105,9	109,2	107,8	103,4	99,9	106,0	109,3	107,9	103,5	106,4	109,7	109,6	114,4	104,6
<b>06 II</b>	106,3	109,0	106,8	101,9	100,1	106,2	108,9	106,7	101,8	106,5	109,1	108,0	114,4	103,4
<b>06 III</b>	105,9	108,4	106,2	103,3	100,0	105,9	108,4	106,2	103,3	106,3	108,7	107,7	112,2	104,6
<b>06 IV</b>	105,3	108,6	107,2	103,6	99,8	105,5	108,8	107,4	103,8	105,9	109,2	109,0	113,8	104,8
<b>07 I</b>	105,6	108,1	107,6	103,3	99,7	105,9	108,4	107,9	103,6	106,2	108,8	109,5	115,8	104,3
<b>07 II</b>	105,8	109,3	107,6	103,3	99,8	106,0	109,5	107,7	103,5	106,4	109,9	109,3	113,3	104,4
<b>07 III</b>	105,7	108,9	107,4	103,7	99,8	105,9	109,1	107,5	103,8	106,3	109,4	109,3	112,9	104,8
<b>07 IV</b>	106,6	110,5	108,7	103,4	100,3	106,3	110,3	108,4	103,1	106,8	110,7	110,4	115,5	104,7
<b>08 I</b>	108,1	110,8	110,3	103,2	101,0	107,1	109,8	109,2	102,2	107,7	110,2	111,2	121,7	104,3
<b>07 Ago</b>	105,7	108,9	...	103,5	99,8	105,9	109,1	...	103,7	106,3	109,4	...	...	104,7
<b>07 Sep</b>	105,9	109,1	...	103,9	100,0	105,9	109,1	...	103,9	106,3	109,4	...	...	105,0
<b>07 Oct</b>	106,4	110,1	...	103,2	100,1	106,3	110,1	...	103,1	106,7	110,5	...	...	104,4
<b>07 Nov</b>	106,4	110,6	...	103,5	100,3	106,1	110,3	...	103,2	106,6	110,7	...	...	104,7
<b>07 Dic</b>	107,0	110,9	...	103,5	100,5	106,5	110,4	...	103,1	107,0	110,8	...	...	104,9
<b>08 Ene</b>	107,9	111,0	...	103,5	100,9	107,0	110,0	...	102,7	107,6	110,5	...	...	104,6
<b>08 Feb</b>	107,9	110,6	...	102,9	100,9	107,0	109,6	...	102,0	107,6	110,1	...	...	104,1
<b>08 Mar</b>	108,5	111,0	...	103,1	101,2	107,2	109,7	...	101,8	107,9	110,0	...	...	104,3
<b>08 Abr</b>	108,8	112,1	...	...	101,4	107,2	110,6	...	...	108,0	111,0	...	...	...
<b>08 May</b>	...	112,2	...	...	101,3	...	110,7	...	...	...	111,1	...	...	...

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

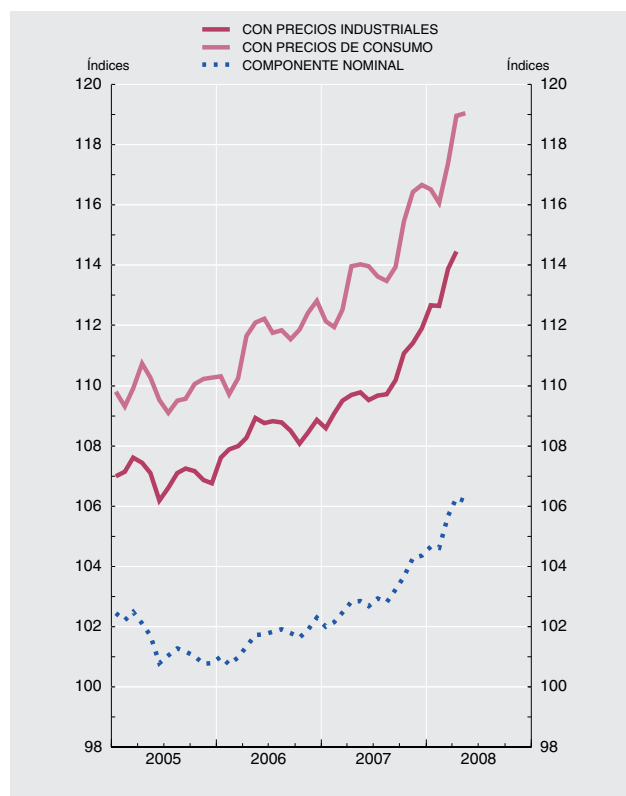
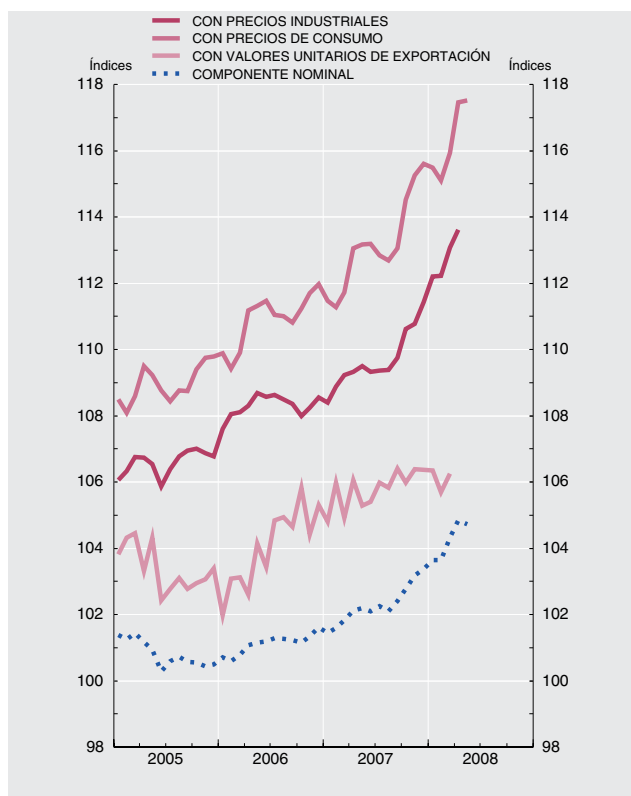
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales (1)	Con precios consumo (2)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios consumo (7)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)	Con precios industriales (10)	Con precios consumo (11)		Con precios industriales (13)	Con precios consumo (14)
<b>05</b>	106,6	109,0	114,1	103,4	100,8	105,7	108,1	113,2	102,6	107,0	109,9	101,5	105,5	108,3
<b>06</b>	108,3	110,9	115,9	104,0	101,1	107,1	109,7	114,6	102,9	108,4	111,5	101,6	106,7	109,8
<b>07</b>	109,7	113,2	117,5	105,8	102,3	107,2	110,6	114,8	103,4	110,0	114,0	103,0	106,8	110,7
<b>06 II</b>	108,5	111,3	116,4	103,4	101,1	107,3	110,1	115,1	102,2	108,7	112,0	101,6	106,9	110,2
<b>06 III</b>	108,5	111,0	114,2	104,8	101,3	107,1	109,6	112,8	103,5	108,7	111,7	101,8	106,7	109,7
<b>06 IV</b>	108,3	111,6	115,9	105,2	101,4	106,8	110,1	114,3	103,8	108,5	112,4	101,9	106,4	110,2
<b>07 I</b>	108,8	111,5	118,1	105,2	101,6	107,1	109,7	116,2	103,5	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
<b>07 II</b>	109,4	113,1	116,4	105,6	102,1	107,1	110,8	114,0	103,4	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9
<b>07 III</b>	109,5	112,9	116,0	106,1	102,2	107,1	110,4	113,4	103,7	109,9	113,7	103,0	106,7	110,4
<b>07 IV</b>	110,9	115,1	119,3	106,2	103,1	107,6	111,7	115,7	103,0	111,5	116,2	104,1	107,1	111,6
<b>08 I</b>	112,5	115,5	126,7	106,1	103,9	108,3	111,2	121,9	102,2	113,1	116,7	105,0	107,7	111,1
<b>07 Ago</b>	109,4	112,7	...	105,8	102,1	107,1	110,4	...	103,7	109,7	113,5	102,8	106,7	110,4
<b>07 Sep</b>	109,8	113,1	...	106,4	102,4	107,2	110,4	...	103,9	110,2	113,9	103,2	106,7	110,4
<b>07 Oct</b>	110,6	114,5	...	106,0	102,8	107,6	111,4	...	103,1	111,1	115,5	103,7	107,2	111,4
<b>07 Nov</b>	110,8	115,3	...	106,4	103,2	107,4	111,7	...	103,1	111,4	116,4	104,3	106,9	111,7
<b>07 Dic</b>	111,4	115,6	...	106,4	103,4	107,8	111,8	...	102,9	111,9	116,7	104,4	107,2	111,8
<b>08 Ene</b>	112,2	115,5	...	106,3	103,6	108,3	111,4	...	102,6	112,7	116,5	104,7	107,7	111,3
<b>08 Feb</b>	112,2	115,1	...	105,7	103,6	108,3	111,1	...	102,0	112,6	116,1	104,6	107,7	110,9
<b>08 Mar</b>	113,1	115,9	...	106,2	104,3	108,4	111,2	...	101,9	113,9	117,4	105,7	107,8	111,1
<b>08 Abr</b>	113,6	117,5	...	...	104,8	108,4	112,0	...	...	114,4	119,0	106,3	107,7	111,9
<b>08 May</b>	...	117,5	...	...	104,7	...	112,2	...	...	...	119,0	106,2	...	112,1

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

ABR 2007	Informe trimestral de la economía española	11	
	La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España	73	
	La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales	83	
	El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional	99	
	Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos	109	
	Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes	131	
	Regulación financiera: primer trimestre de 2007	145	
MAY 2007	Evolución reciente de la economía española	11	
	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA	29	
	Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española	39	
	La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea	49	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007	57	
	Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006	67	
Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros	79		
JUN 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11	
	Evolución reciente de la economía española	19	
	Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007	37	
	Actualización del modelo trimestral del Banco de España	55	
	Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España	67	
	Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM	83	
El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real	101		
Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006	113		
JUL-AGO 2007	Informe trimestral de la economía española	11	
	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		
SEP 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11	
	Evolución reciente de la economía española	21	
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007	41	
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA	59	
	La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana	71	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007	83	
	Informe semestral de economía latinoamericana	91	
Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional?	119		
OCT 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11	
	Informe trimestral de la economía española	21	
	Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos	89	
	El proceso de integración de los mercados de valores	101	
	La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM	113	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007	125	
	Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes	135	
Regulación financiera: tercer trimestre de 2007	149		
NOV 2007	Evolución reciente de la economía española	11	
	Resultados de las empresas no financieras en 2006 y hasta el tercer trimestre de 2007	31	
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa	51	
	Los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación	61	

	La <i>flexibilidad</i> como modelo para los mercados de trabajo europeos 69	
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2007 87	
	Simplificación del crédito del FMI 101	
DIC 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005 31</p> <p>Evolución reciente de la tasa de actividad de la economía española y retos futuros 67</p> <p>El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española 77</p> <p>La titulización en España: principales características 89</p> <p>La demanda de importaciones de bienes intra-UEM y extra-UEM 99</p> <p>Los desafíos de la política monetaria en Japón 111</p>	
ENE 2008	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008 79</p> <p>La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa 91</p> <p>Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo 105</p> <p>Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario 113</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007 125</p>	
FEB 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2007, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>Situación actual y perspectivas de evolución de la población en España 41</p> <p>Evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual 51</p> <p>Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria 61</p> <p>La situación energética en Latinoamérica 71</p>	
MAR 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 31</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2007 y avance de cierre del ejercicio 43</p> <p>Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España 59</p> <p>Los efectos de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario sobre la renta de los hogares en España 77</p> <p>La composición del gasto público en Europa y el crecimiento a largo plazo 89</p> <p>Potenciales de exportación en los países del norte de África y Oriente Próximo 103</p>	
ABR 2008	<p>Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares 89</p> <p>Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares 107</p> <p>Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING) 115</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 125</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2008 151</p>	
MAY 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2008, según la EPA 31</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2008 41</p> <p>La reforma del sistema de defensa de la competencia en España 55</p> <p>Bonos indicados y expectativas de inflación en la zona del euro 67</p> <p>Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes 81</p>	
JUN 2008	<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 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41</p> <p>La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59</p> <p>Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69</p> <p>La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83</p> <p>Integración y competencia en el sistema bancario español 91</p> <p>Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 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)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
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

- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 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).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 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 ANTÓN NÁKOV 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.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.

- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.
- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.
- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.
- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas.
- 0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
- 0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.
- 0807 MAXIMO CAMACHO Y GABRIEL PEREZ-QUIROS: Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of euro area Growth.
- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.
- 0809 AITOR ERCE: A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.

## 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, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)

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>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</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, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. 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
---------------------------------------	---