

BOLETÍN ECONÓMICO

06/2007

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosisistema





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

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

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

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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



## ÍNDICE

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
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**

Señorías:

Deseo, en primer lugar, expresar mi agradecimiento por la oportunidad que me brinda esta comparecencia de compartir con ustedes la visión de la situación de la economía española incorporada en el *Informe Anual* del Banco de España. La publicación de dicho Informe constituye un hito de arraigada tradición que sirve para recapitular sobre el balance de oportunidades y retos a los que se enfrenta nuestra economía. Me complace particularmente hacer partícipes de estas reflexiones a los representantes de la soberanía popular.

Como ustedes bien saben, el entramado de las políticas económicas de nuestro país está profundamente condicionado por la pertenencia a la Unión Económica y Monetaria (UEM). Me parece, por tanto, que el punto de partida idóneo para abordar ante ustedes, como gobernador del Banco de España, el momento actual y las perspectivas de la economía española es el análisis de la política monetaria del Banco Central Europeo.

En el último año y medio, el progresivo afianzamiento de la recuperación de la actividad del área ha ido dando lugar a la aparición de riesgos para la estabilidad de precios en el medio y largo plazo. Y, frente a ello, el BCE ha adoptado una actitud de alerta ante la posible materialización de los mismos, con la intención de preservar el carácter preventivo de la política monetaria, lo que ha conducido a un cambio progresivo en su tono. Así, en diciembre de 2005 el Consejo de Gobierno decidió poner fin a un período de dos años y medio de duración durante el cual los tipos de interés oficiales habían permanecido inalterados en el 2%, que era un nivel históricamente muy reducido para todos los países del área, incluso para aquellos con gran tradición de estabilidad. Las sucesivas elevaciones posteriores (hasta un total de ocho ocasiones) han situado el tipo principal en el 4%, lo que ha permitido avanzar hacia la normalización de las condiciones monetarias existentes.

En los últimos años, el tono acomodante de la política monetaria se ha visto favorecido por el mantenimiento de un notable grado de moderación salarial en el área del euro —aunque con notables diferencias entre países—, lo que ha permitido limitar los efectos inflacionistas del alza del precio del petróleo. A la contención de las presiones inflacionistas han contribuido, asimismo, factores tales como una utilización de la capacidad instalada relativamente reducida hasta hace poco, la creciente irrupción de nuevos países competidores en la escena económica internacional y la apreciación del tipo de cambio del euro.

Sin embargo, en los últimos meses la política monetaria ha debido asegurar el control de las presiones inflacionistas que pudieran generarse como consecuencia del impacto del mayor dinamismo de la actividad sobre los mecanismos de formación de precios y salarios. En todo caso, a pesar del aumento de los tipos de interés, las condiciones monetarias continúan siendo propicias para la expansión de la demanda interna, cuya recuperación parece estar ya en vías de plena consolidación.

En efecto, para el presente ejercicio las perspectivas de crecimiento económico en el área son claramente favorables, dado que la información disponible correspondiente al primer semestre del año apunta a un dinamismo incluso superior al que se esperaba al comienzo del mismo. Esta fortaleza de la actividad está siendo liderada por un elevado dinamismo inversor que, a pesar del aumento del coste de financiación, continúa presentando un panorama muy



alentador, gracias a la sólida posición financiera de las empresas, en un contexto de aumento de la utilización de la capacidad instalada. Es cierto, no obstante, que los datos más recientes referidos al gasto de las familias continúan señalando que este componente de la demanda se encuentra algo rezagado con relación al ciclo expansivo global.

En cualquier caso, la mejora de las expectativas de empleo y el propio optimismo de las familias que reflejan las encuestas de confianza auguran un fortalecimiento del consumo en el curso de los trimestres venideros. A su vez, cabe esperar, en la vertiente externa, una continuación del dinamismo de la actividad mundial, de modo que, en el escenario más probable, las perspectivas de ligera moderación de la actividad en algunas áreas geográficas no deberían ser un obstáculo para el mantenimiento del buen tono de las exportaciones de la zona del euro.

Estas perspectivas favorables están sometidas, sin embargo, a algunos riesgos a la baja, de origen predominantemente externo, en un horizonte de medio y largo plazo, como consecuencia, sobre todo, de la posibilidad de que la desaceleración de la economía estadounidense sea más intensa de lo que se anticipa actualmente, de que tengan lugar nuevas alzas de los precios del petróleo, de que se reduzca el optimismo prevaleciente en los mercados financieros globales o de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En el frente de los precios, es posible que la inflación se vea beneficiada en los próximos meses por algunos efectos transitorios. A medio plazo, que es el horizonte relevante para la toma de decisiones de política monetaria, las previsiones apuntan a tasas en el entorno del 2%, pero con riesgos al alza, derivados fundamentalmente de la posibilidad de que los costes del factor trabajo crezcan por encima de lo esperado. Es importante, en consecuencia, que los acuerdos salariales se mantengan en la senda actual de moderación y reflejen un grado suficiente de diferenciación en función de las condiciones específicas de cada sector y de la productividad de cada empresa.

Como es lógico, el curso futuro de la política monetaria estará marcado por la evolución de los factores de riesgo para la contención de la inflación que acabo de mencionar. El Consejo de Gobierno del BCE ejercerá una supervisión rigurosa y continuada de los factores que afectan a su objetivo prioritario y actuará con determinación para mantener las expectativas de inflación en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Como hasta ahora, el Consejo de Gobierno intentará conseguir que sus propias decisiones sean predecibles, indicando regularmente la forma en la que la nueva información confirma o matiza su valoración de las perspectivas macroeconómicas relevantes. Al mismo tiempo, evitará incurrir en compromisos prefijados que limiten su capacidad de actuación a la luz de la nueva información disponible.

Debo decir que, para la economía española, el proceso de normalización de las condiciones monetarias al que me acabo de referir está resultando particularmente apropiado. En primer lugar, porque contribuye a preservar la estabilidad y el crecimiento sostenido de nuestros socios comerciales. En segundo lugar, porque también nos está ayudando a alcanzar una composición más equilibrada del gasto, a lograr una cierta moderación de la demanda de financiación y a contener las elevaciones en el precio de la vivienda.

Paso, pues, a comentar los rasgos básicos de la evolución reciente de la economía española. Como se señala en el *Informe Anual*, en 2006 continuó la fase de expansión que ha caracterizado su comportamiento desde mediados de la década pasada. El crecimiento del PIB ascendió al 3,9%, frente al 3,5% del ejercicio precedente, superando una vez más las previsio-

nes que se habían realizado a comienzos del ejercicio. Por el lado del gasto, este repunte de la actividad tuvo como contrapartida una suave desaceleración de la demanda interna y una mejora más intensa de la aportación de la demanda exterior neta al avance del producto, propiciándose, por tanto, un crecimiento más equilibrado.

Estas tendencias han continuado en el primer trimestre de 2007, de modo que el incremento del PIB se elevó hasta el 4,1% —tasa ligeramente más alta que la de finales de 2006—, como resultado de una desaceleración adicional de la demanda nacional y de una nueva mejora de la aportación del sector exterior al aumento del producto.

La dinámica de expansión de la economía española sigue estando apoyada por los estímulos inducidos por unas condiciones monetarias y financieras que continúan favoreciendo el dinamismo del gasto y de la actividad, aunque lógicamente con menor intensidad que en el pasado, tras la elevación de los tipos de interés que se ha ido produciendo a lo largo del último año y medio. Pero, al mismo tiempo, se ha mantenido el aumento de la oferta laboral, como consecuencia de la magnitud de los flujos migratorios y del avance de la participación femenina. La creciente disponibilidad de recursos laborales ha facilitado que el dinamismo del gasto se traduzca en incrementos de la actividad y del empleo, y que las tensiones de costes y precios permanezcan relativamente contenidas. Todo ello, en un contexto de aumento de la flexibilidad en los mecanismos de ajuste de la economía y de estabilidad macroeconómica, a pesar de la intensidad que alcanzaron los incrementos de los precios del petróleo en la primera mitad del año pasado.

A todos estos factores se sumó, en 2006, el buen comportamiento de la economía mundial, y en particular la recuperación del área del euro, que está impulsando las ventas al exterior tras varios años de debilidad, permitiendo compensar la pujanza de las importaciones, en un contexto de fortaleza de la demanda final y de precios importados altamente competitivos. De este modo, está mejorando la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, si bien continúa ampliándose la necesidad de financiación de la nación, aunque a un ritmo inferior al de los últimos años.

En cuanto al gasto de los hogares, el consumo privado y la inversión residencial mantuvieron en 2006 un tono de fortaleza, apoyados en la expansión de la renta disponible, en unos niveles de confianza elevados —alentados posiblemente por las buenas perspectivas sobre el empleo y la renta permanente— y en la revalorización de la riqueza, si bien en menor cuantía que la de los ejercicios precedentes, debido a la gradual desaceleración en el precio de la vivienda. Por su parte, el relativo endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras tuvo en 2006, como ya señalé en mi última comparecencia en esta misma Comisión, un impacto limitado sobre ambos componentes de gasto.

Con todo, tanto el consumo como la inversión residencial marcaron en 2006 una leve desaceleración con respecto a los elevados registros alcanzados en años precedentes, que prosiguió en los primeros meses de 2007. En el caso del consumo, dicha evolución estaría reflejando principalmente la suave desaceleración de la renta disponible y de la riqueza. En el de la inversión residencial, serían los cambios en los tipos de interés y las expectativas de menor revalorización los que han comenzado a ejercer un cierto efecto modulador sobre la demanda de vivienda, como parece estar indicando el perfil de desaceleración de los precios de este activo.

A lo largo de este período, la tasa de ahorro de las familias ha seguido disminuyendo, lo que, unido al dinamismo de la inversión residencial, ha propiciado una ampliación de sus necesida-

des de financiación y un aumento de su endeudamiento. No obstante, el ritmo de avance del crédito a familias empezó a dar signos de inflexión en los últimos meses del año pasado, tendencia que ha continuado en la parte transcurrida de este ejercicio y que probablemente refleja el impacto del ascenso en el coste de financiación. Una evolución que ha venido determinada por la desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, mientras que los recursos destinados al consumo han estabilizado sus ritmos de expansión en tasas relativamente elevadas.

En cuanto al comportamiento de las sociedades no financieras, la inversión empresarial mantuvo un tono de fortaleza durante todo el año pasado, que ha continuado en los primeros meses de este ejercicio, en respuesta a unas condiciones de demanda y de beneficios empresariales muy robustas que están compensando el efecto del alza de tipos de interés en las decisiones de inversión. De hecho, en 2006 se pusieron en marcha significativos planes de inversión en equipo, al tiempo que se realizaron importantes operaciones de adquisiciones corporativas dirigidas a la diversificación de las áreas de negocio, ante la maduración de determinadas actividades productivas, y a la internacionalización de las empresas españolas. Como contrapartida, se ampliaron las necesidades de financiación del sector y se produjo un recurso creciente a la financiación ajena, que ha continuado en los primeros meses de este año, provocando un incremento en las ratios de endeudamiento del sector.

A lo largo de todo este proceso, la actividad productiva, derivada de las condiciones de oferta de la economía, está respondiendo con cierta agilidad a la expansión del gasto, apoyada, como ya he dicho, en el vigor que siguió mostrando el empleo. Debe subrayarse, en particular, la fortaleza del sector industrial, que repuntó con vigor a lo largo del año pasado y continúa expandiéndose a ritmos elevados, tras varios años de debilidad, así como la sostenida expansión del sector de la construcción, que solo muestra ligeros síntomas de desaceleración después de un auge tan intenso y extendido. Precisamente esta agilidad en la respuesta de la oferta, junto con las mejoras en la capacidad de ajuste de la economía, está ayudando a que esta prolongada fase de impulso de la demanda se haya podido conciliar con una etapa en la que los costes salariales han mantenido un comportamiento relativamente moderado, a pesar del dinamismo que mostraron los salarios de convenio el año pasado.

Pese a ello, la tasa de inflación mantuvo un crecimiento promedio del 3,5% en 2006, ampliándose el diferencial con la inflación en la UEM, y del 3,1% cuando se excluye el componente energético, particularmente dinámico el año pasado. El comportamiento de los precios en esta primera parte del año 2007 está siendo más favorable, aunque de nuevo los precios de la energía están desempeñando un papel desatacado en esta evolución. No obstante, la tasa de inflación subyacente permanece estabilizada en tasas del 2,5% y algunas rúbricas de gran relevancia, como los servicios, se sitúan en el 4%, por lo que es posible que, una vez agotado el efecto favorable de los descensos de los precios energéticos, la inflación vuelva a repuntar algo.

La economía española ha entrado, pues, en 2007 con un notable dinamismo y una composición más equilibrada del gasto, pues continúan la suave desaceleración de la demanda interna y la mejora de la demanda exterior neta, al tiempo que la inversión empresarial empieza a tomar el relevo del empuje de la inversión residencial.

En este panorama de continuidad del dinamismo a corto plazo adquiere gran relevancia la sostenibilidad del crecimiento en un horizonte más dilatado. En este sentido, y como ha señalado el Banco de España en múltiples ocasiones, la normalización de los patrones de gasto y de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas se considera una condición

necesaria para asegurar la estabilidad del crecimiento. En el nuevo contexto de menor holgura financiera al que me acabo de referir, la desaceleración gradual del precio de la vivienda y la suave moderación del crédito han posibilitado que se produzcan algunos avances, aunque limitados, en el proceso de adaptación de los hogares españoles a la progresiva retirada del estímulo monetario.

En el ámbito de las empresas, sin embargo, la concurrencia de otros factores ha hecho que la normalización de los tipos de interés apenas se haya reflejado en el comportamiento de la inversión y del endeudamiento del sector. Es de esperar que el ajuste de las condiciones financieras acabe generando una moderación de estas pautas de endeudamiento y gasto, que permita reducir los riesgos financieros de las empresas y garantizar la continuidad del proceso inversor en el medio plazo.

Pero, además, la economía española debe estar preparada para afrontar los retos que plantean fenómenos tales como la globalización o la evolución demográfica, que muestra un gran dinamismo debido a la intensidad de los flujos migratorios, pero que se enfrenta a un proceso de acusado envejecimiento a largo plazo.

Es necesario, por tanto, mejorar nuestra capacidad para competir, a través de un mayor alineamiento de nuestros costes y precios con los de nuestros principales socios comerciales y de una mejora genuina de la calidad y del funcionamiento de nuestro aparato productivo, que deberá reflejarse en mayores ganancias de productividad. Esto último es especialmente relevante para continuar el proceso de convergencia real, una vez que los impulsos derivados del aumento de la tasa de ocupación vayan perdiendo fuerza, conforme nos acercamos a zonas de bajo nivel relativo de desempleo.

Las políticas económicas tienen una importante responsabilidad en la adopción de las medidas más adecuadas que permitan afrontar estos retos. La política monetaria del Banco Central Europeo ha permitido, a través del incremento gradual de los tipos de interés de intervención desde finales de 2005, aproximar las condiciones financieras a unos niveles más acordes con los requerimientos de la economía española, aunque todavía resultan acomodantes. En estas condiciones, corresponde a las políticas que se mantienen en manos de las autoridades nacionales asumir el papel de mitigar los riesgos inherentes a un ciclo de bonanza tan prolongado como el que está viviendo nuestro país y el de fortalecer, paralelamente, su potencial de crecimiento.

Las reformas necesarias para ampliar el potencial de la economía requieren tiempo para desplegar todo su impacto, por lo que no debe desaprovecharse la oportunidad que brinda el actual momento de bonanza económica para definir las con ambición e instrumentarlas con celeridad.

La política fiscal constituye un importante instrumento para el logro de los objetivos mencionados. En esta materia, y desde un punto de vista de corto plazo, la fortaleza de los ingresos en los primeros meses del año permite augurar, al igual que ha sucedido en los últimos ejercicios, un crecimiento de la recaudación por encima de lo presupuestado. Dada la posición cíclica de la economía, debería asegurarse que este dinamismo de los ingresos se destine a mejorar el superávit fiscal existente. Una estrategia que debería acompañarse de un esfuerzo de control por el lado del gasto, de manera que los mayores ingresos no redunden en incrementos adicionales de esta partida. La ejecución presupuestaria en lo que resta de año y la elaboración del Presupuesto para el próximo ejercicio deberían efectuarse sobre estas bases.

Por supuesto, el resultado final de la orientación de la política fiscal en un Estado fuertemente descentralizado como el español depende crucialmente de la colaboración de todas las Administraciones, y en especial de las Comunidades Autónomas, dado que estas son responsables de una buena parte de las competencias de gasto, por lo que deberían adoptar como suyas las directrices anteriores.

Esta estrategia presupuestaria resulta también adecuada desde una perspectiva de medio plazo. El dinamismo de los ingresos públicos tiene un componente transitorio, vinculado a la fortaleza de la demanda nacional, y en particular del sector inmobiliario, por lo que un mayor grado de consolidación permitirá ampliar el margen de maniobra disponible para poder ser utilizado ante posibles desviaciones del escenario de crecimiento elevado. Del mismo modo, teniendo en cuenta que el principal reto al que se enfrentan las finanzas públicas sigue siendo el derivado del impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto en pensiones y sanitario, un esfuerzo adicional de consolidación fiscal permitiría afrontar en mejor situación este impacto, aunque, en todo caso, debería profundizarse también en la reforma del sistema de pensiones, orientada a garantizar su sostenibilidad en el largo plazo.

Finalmente, se hace necesario que la estrategia mencionada se efectúe de una manera compatible con una mejora de la eficiencia y de la calidad de las finanzas públicas, que genere los incentivos económicos adecuados en los agentes económicos, elimine las distorsiones indeseadas de la intervención pública y mejore la dotación de factores, en particular de capital humano y tecnológico a través de la educación y la investigación.

El papel de la política fiscal sobre el crecimiento a largo plazo es, sin embargo, limitado y debe ser complementado con la aplicación de políticas de carácter estructural. Estas políticas deben definirse de forma que se sigan mejorando el grado de flexibilidad y la capacidad de respuesta de la oferta a las condiciones económicas y el potencial de crecimiento de la economía.

La respuesta de la oferta depende, en primer lugar, de un adecuado funcionamiento del mercado de trabajo. El fuerte dinamismo generado por los elevados flujos migratorios y por la creciente participación de la mujer ha suministrado potentes resortes de flexibilidad al mercado laboral, pero a largo plazo es necesaria una mejor adecuación del marco institucional que suministre unas bases más estables para una utilización eficiente de los recursos laborales y ampliar las posibilidades de empleo y de generación de renta de toda la población. Ello, como dije en mi discurso ante el Consejo de Gobierno del Banco, deberá hacerse sin perder el logro de la paz social.

Me gustaría concluir señalando que el impulso a la productividad exige, asimismo, mejorar la calidad del capital humano y reforzar el entorno competitivo en el que las empresas desarrollan su actividad, de manera que se generen los incentivos adecuados para la inversión empresarial y el desarrollo y la propagación de las innovaciones. Y para ello se hace necesario perseverar y extender los procesos de liberalización emprendidos en los últimos años y avanzar en la definición de un marco regulatorio más sencillo y transparente.

Muchas gracias.

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

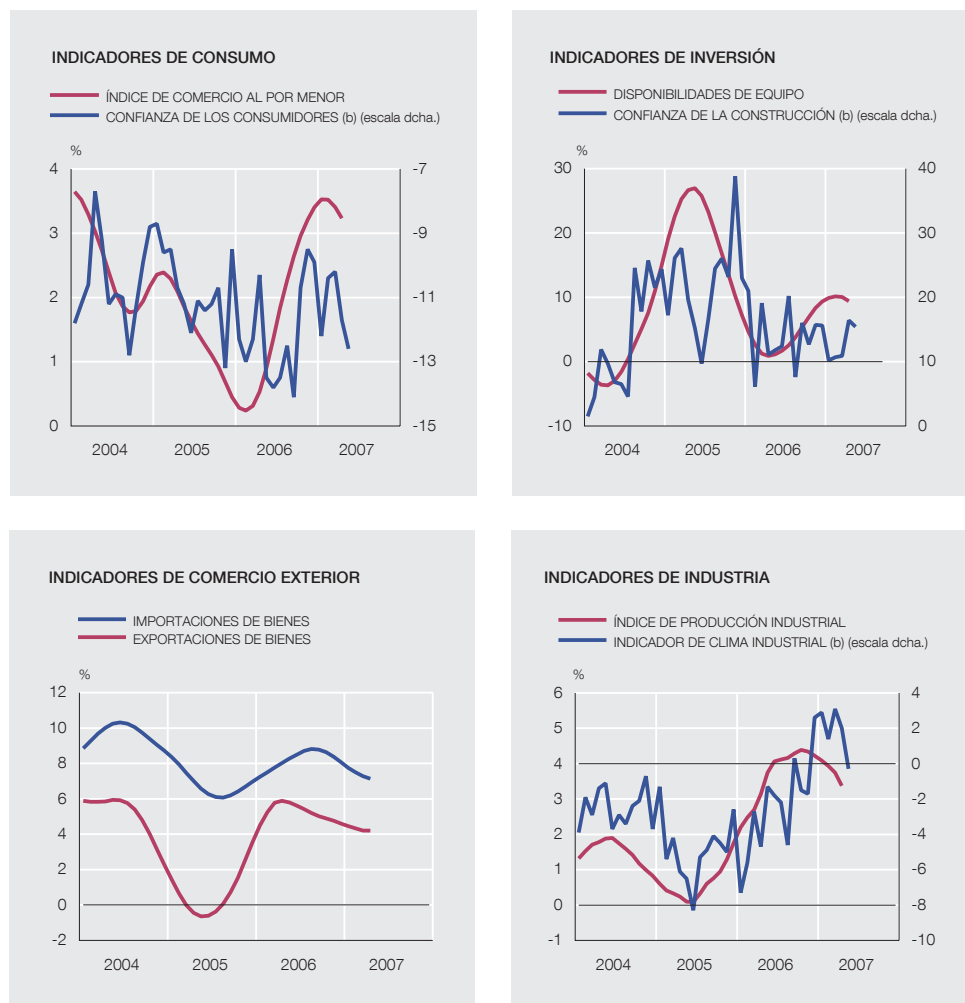
Como ya se comentó en el *Boletín Económico* de mayo, de acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral<sup>1</sup>, el PIB continuó acelerándose en el primer trimestre de 2007, con un ritmo de crecimiento interanual del 4,1%, que es una décima superior al del trimestre anterior y el más elevado desde mediados de 2001. Además, en este trimestre se avanzó en el proceso de recomposición del crecimiento, pues la mejoría en la aportación del sector exterior compensó la suave desaceleración de la demanda nacional. Por componentes, destacó el repunte en el crecimiento de la inversión en bienes de equipo, así como en otros productos, mientras que el consumo privado y la inversión en construcción se moderaron ligeramente. En el ámbito del comercio exterior, las importaciones se ralentizaron en mayor medida que las exportaciones. El dinamismo de la actividad permitió, además, mantener la fortaleza de la creación de empleo y una cierta recuperación de la productividad, mientras que la remuneración por asalariado se desaceleró. La información referida al segundo trimestre del año, aunque todavía muy parcial, apunta a que ha continuado la pujanza de la actividad, si bien algunas variables muestran signos incipientes de suave moderación, que van en la dirección de confirmar un mayor equilibrio entre los componentes del crecimiento.

Tal es el caso de la información coyuntural referida al consumo privado. El indicador de confianza de los consumidores volvió a experimentar un cierto retroceso en mayo, aunque el relativo al comercio al por menor alcanzó en ese mes el nivel más alto del presente año (véase gráfico 1). Las matriculaciones de automóviles destinados a particulares, por su parte, prolongaron hasta mayo las tasas negativas de meses previos. Aunque con información sólo hasta abril, tanto las ventas al por menor como la información procedente de la Agencia Tributaria sobre ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas señalaron un menor vigor al inicio del segundo trimestre.

En cambio, los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo parecen señalar una continuidad del dinamismo. A la favorable evolución de la utilización de la capacidad productiva del sector industrial —ya comentada en el anterior Boletín— se ha unido la mejoría experimentada en mayo por el indicador del clima en el sector productor de esos bienes, aunque el indicador de disponibilidades —con información parcial hasta abril— presentó una cierta desaceleración, dentro de un senda expansiva.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles proporcionan señales, en general, de un dinamismo algo atenuado. Así, en mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social de esta rama mantuvo la senda de ralentización que viene mostrando en los últimos meses. Además, en dicho mes se observó un incremento en el paro registrado del sector, tras dos años de descensos continuados. La producción interior de materiales de construcción también comenzó el segundo trimestre con una mayor contención, mientras que el consumo aparente de cemento prolongó en mayo el repliegue ya observado en abril. Por su parte, en mayo, el indicador de confianza del sector retrocedió ligeramente. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado, los visados de obra nueva de viviendas experimentaron en marzo un sustancial repunte, tras varios meses de contracción, lo que podría estar relacionado con la entrada en vigor en abril del segundo paquete de disposiciones del Código Técnico de Edificación. En este sentido, se habría anticipado a marzo la presentación de algu-

<sup>1</sup> Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.



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. Nivel de la serie original.

nos proyectos, tal como ocurrió antes de la entrada en vigor del primer paquete de ese Código en octubre de 2006. Por otro lado, aunque el elevado número de visados aprobados a lo largo de 2006 permitiría prever un comportamiento dinámico de la edificación residencial en 2007, la moderación observada en la demanda podría ralentizar la ejecución de algunos proyectos. La licitación oficial de obra civil finalizó el primer trimestre del año con un crecimiento medio por debajo del registrado en el cuarto trimestre de 2006, aunque el fuerte empuje de la licitación en 2006 debería impulsar la actividad en este segmento a lo largo del presente ejercicio.

Los datos del comercio exterior siguen en la línea de mejora de la contribución de la demanda exterior neta. De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones de bienes en términos reales aumentaron en abril a un ritmo del 6,7%, por encima de la tasa de crecimiento del 3% registrada en el primer trimestre del año. Casi todas las partidas tuvieron un mejor comportamiento que en ese período, especialmente las ventas de bienes de equipo (que avanzaron a una tasa superior al 18%) y de bienes de consumo no alimenticio (que se expandieron a un ritmo cercano al 10%). En cambio, las exportaciones de alimentos, que habían aumentado más de un 7% en el primer trimestre, solo crecieron a una tasa del 1% en abril. Por áreas

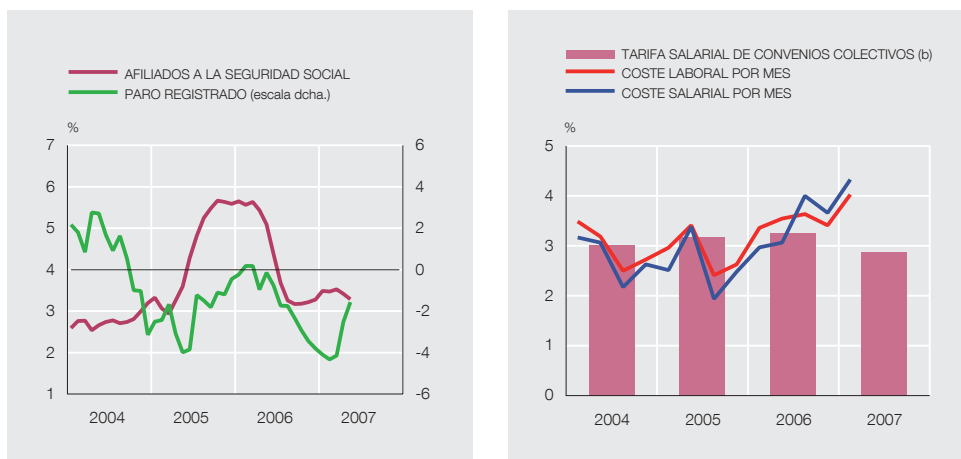


geográficas, la expansión de las ventas en abril fue menos intensa en la UE, mientras que las exportaciones dirigidas al resto del mundo se incrementaron a un ritmo del 9,4%. Asimismo, hay que señalar que las opiniones de los empresarios exportadores se han inclinado hacia una valoración algo más optimista. En particular, la valoración de la cartera de pedidos exteriores de la encuesta de la Comisión Europea reflejó señales favorables en mayo, al igual que en abril, lo que contrasta con el pesimismo de meses anteriores. Por su parte, las importaciones se aceleraron en abril de forma más acusada que las exportaciones, con un crecimiento interanual en términos reales del 12,3%, muy superior al 5,4% registrado en los tres primeros meses del año. Las compras de bienes intermedios, especialmente los no energéticos, experimentaron tasas de variación elevadas, mientras que las importaciones de bienes de consumo y de equipo mantuvieron un gran dinamismo, con un ritmo de crecimiento interanual en torno al 10% en ambos casos. El déficit comercial en términos nominales aumentó en abril a una tasa interanual del 11%, por encima del ritmo de aumento observado en el primer trimestre (5,7%), a pesar de que el déficit energético se redujo respecto al registrado en el mismo mes del año anterior.

Los principales indicadores disponibles sobre el turismo perdieron pulso en el segundo trimestre, tras la trayectoria favorable que habían presentado durante los tres primeros meses del año. Así, en abril y mayo el número de turistas extranjeros entrados por fronteras y de pernoctaciones hoteleras registraron una contracción, frente al crecimiento sostenido de los tres primeros meses del año. Esta evolución resulta compatible con lo señalado por los datos de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), que estima que el gasto nominal de los turistas sufrió cierto retroceso en abril, después del repunte observado en el primer trimestre. Esta caída fue consecuencia del menor número de turistas que visitaron España en ese mes, puesto que el gasto medio por turista permaneció estabilizado.

La necesidad de financiación de la economía acumulada hasta el mes de marzo se situó, según los datos de Balanza de Pagos, en 24 mm de euros, superior en casi un 13% a la contabilizada en el mismo período del año anterior. En el caso de la balanza por cuenta corriente, su déficit acumulado se situó en torno a 25 mm de euros, lo que supone un incremento del 15% en términos interanuales. Al aumento del déficit de la balanza comercial se sumó cierto retroceso del superávit de la balanza de servicios. Esta disminución del saldo positivo de los servicios se debió a que el avance en el superávit de la partida correspondiente a turismo y viajes no compensó el aumento del déficit en el resto de servicios. Asimismo, se observó un incremento de los saldos deficitarios en la balanza de transferencias corrientes y, en particular, en la balanza de rentas. Por su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 1,5 mm de euros en el período entre enero y marzo, superior al del mismo período de 2006, debido a la ampliación de los ingresos de las AAPP en concepto de transferencias de capital de la UE.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial (IPI) experimentó en abril un crecimiento interanual del 4%, ajustado de efectos de calendario, algo inferior al que se observó en el primer trimestre. El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria resulta coincidente con esa ligera moderación. En este sentido, la información correspondiente a mayo apunta a un suave empeoramiento del indicador de confianza del sector y del índice de directores de compras, al igual que ocurre con el indicador de clima industrial. También las entradas de pedidos y cifras de negocios en la industria perdieron tono en abril. Los indicadores de empleo en el sector son los que aparentemente se mantienen algo más favorables: en mayo, el número de afiliados al Régimen General de la Seguridad Social en este sector aumentó un 2,7% en términos interanuales, por encima de la tasa de abril y del primer trimestre, mientras que el paro registrado siguió disminuyendo a un ritmo relativamente acusado (-5,4%), aunque no tan pronunciado como el de los meses anteriores.



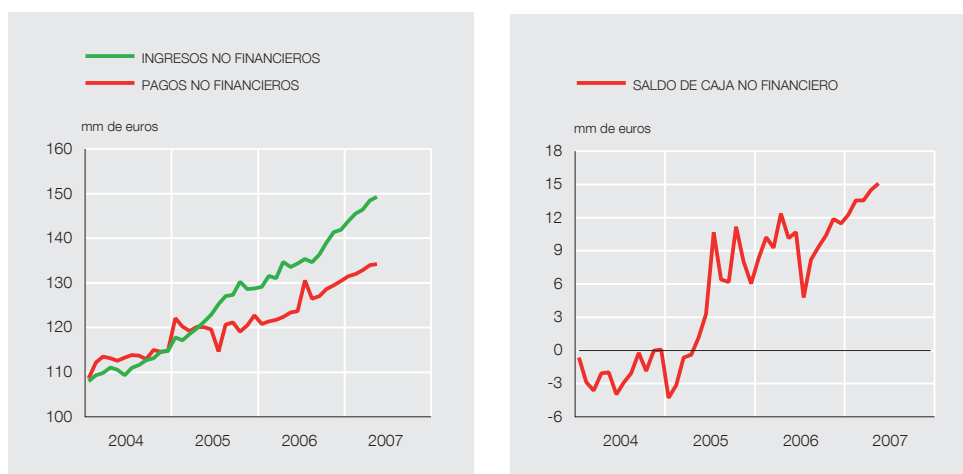
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2007.

En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible también refleja, como tónica general, una cierta moderación, si bien hay señales algo contrapuestas. Comenzando por los indicadores de opinión, aunque el indicador de confianza del comercio al por menor, como ya se ha comentado, parece que recuperó posiciones en mayo, todavía se mantiene en valores negativos y algo elevados, al tiempo que el relativo a los servicios registró un nuevo descenso en ese mes, hasta alcanzar el nivel más desfavorable en los últimos catorce meses. Por el contrario, el índice de directores de compras del sector se recuperó en mayo de gran parte de la caída sufrida un mes antes. Por otra parte, la cifra de negocios del sector servicios mostró en abril cierta pérdida de empuje. En abril y mayo, el crecimiento interanual del número de afiliados a la Seguridad Social fue inferior al del primer trimestre, mientras que el ritmo de caída del número de parados inscritos en el INEM siguió atenuándose.

En el conjunto de la economía, el empleo parece mantener en el segundo trimestre un apreciable dinamismo, si bien con signos de ligera moderación. Así, el número de afiliaciones a la Seguridad Social mostró en mayo —al igual que un mes antes— ritmos de avance interanual inferiores al del primer trimestre del año, pero en línea con lo observado al finalizar 2006. Asimismo, el ritmo de caída interanual del número de parados inscritos en el INEM está haciéndose menos pronunciado, con una tasa del -1,6% en mayo, frente al -4,2% del primer trimestre de 2007 (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2007 un superávit de 14.359 millones de euros (1,4% del PIB), frente al superávit de 10.354 millones de euros (1,1% del PIB) registrado hasta mayo de 2006. Los ingresos experimentaron un incremento del 12,6% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 7%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta mayo del 2007 se saldó con un superávit de 11.220 millones de euros, lo que supuso una significativa ampliación del superávit de 7.602 millones de euros registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos se aceleraron en el mes de mayo, hasta un crecimiento acumulado del 12,8%, mientras que los pagos atenuaron ligeramente su ritmo de aumento, hasta una tasa del 7,5%. La fortaleza mostrada por los ingresos en comparación con las tasas presupuestadas apunta a un cierre del año mejor de lo previsto, aun a pesar de



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

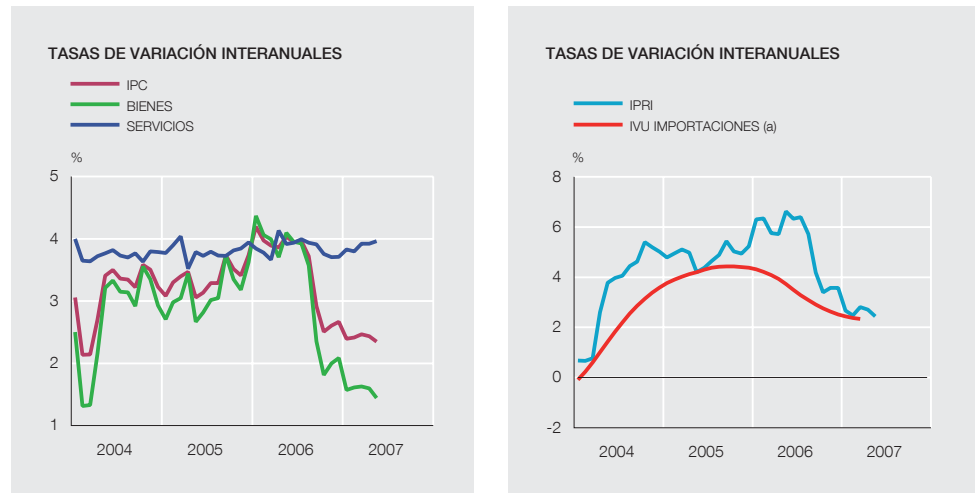
a. Último dato: mayo de 2007.

la probable desaceleración del IRPF y del Impuesto sobre Sociedades en los próximos meses, a medida que la reforma de ambos impuestos introducida a principios de año afecte más nítidamente a la recaudación.

### Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), en el primer trimestre del año el coste laboral por trabajador y mes experimentó una notable aceleración, al crecer en tasa interanual un 4%, seis décimas más que en el trimestre precedente. Este repunte se repartió de manera uniforme tanto en su componente salarial (4,3%) como en el resto de costes (3,2%), destacando el fuerte avance registrado en los pagos extraordinarios. Este panorama contrasta con la ralentización estimada para la remuneración por asalariado en Contabilidad Nacional en ese mismo trimestre, si bien es cierto que, para el agregado de la economía de mercado no agrícola —más en línea con los sectores analizados en la ETCL—, la CNTR también estimó un ligero repunte. Por su parte, los convenios registrados hasta mayo de 2007 siguen incorporando un incremento de las tarifas salariales del 2,9%, siendo el avance de la negociación muy escaso, con un número de trabajadores afectados que no llega a los cinco millones de trabajadores. Por ramas, la estabilidad fue la tónica general, correspondiendo a la construcción el incremento más elevado, cercano al 4%. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —que repercute en el salario cobrado en 2007— se mantiene en 0,3 puntos porcentuales (pp), muy por debajo del estimado para el ejercicio precedente (0,9 pp).

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó en mayo un 0,3% con respecto a abril, de manera que su tasa interanual se redujo en una décima, hasta el 2,3% (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un incremento del 0,2% en términos intermensuales, permaneciendo su tasa interanual en el 2,5% por tercer mes consecutivo. Dentro de los componentes del IPSEBENE, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su tasa de crecimiento interanual en dos décimas, hasta el 0,7%, mientras que los precios de los servicios y de los alimentos elaborados la aumentaron en una décima, hasta el 4% y el 2,3%, respectivamente. Finalmente, los dos elementos más volátiles del IPC tuvieron un comportamiento favorable: por un lado, los precios de los alimentos no elaborados moderaron su elevado ritmo de cre-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

cimiento —en cuatro décimas, hasta el 6%—, mientras que los de los bienes energéticos acentuaron levemente —en una décima— su ritmo de caída, hasta situar su tasa interanual en el -1,6%. Asimismo, el índice armonizado (IAPC) redujo en una décima su crecimiento interanual, hasta el 2,4% en mayo, de forma que el diferencial con la UEM se estrechó en esa misma magnitud, hasta 0,5 pp.

En mayo, el índice general de precios industriales (IPRI) creció a un ritmo interanual del 2,4%, 0,3 pp menos que en el mes de abril, debido a la desaceleración de los precios de los bienes de consumo e intermedios y a la caída de los precios energéticos, mientras que los precios de los bienes de equipo repuntaron ligeramente. De esta forma, los precios de los bienes de consumo alcanzaron una tasa de crecimiento interanual del 2%, 0,2 pp menos que en abril. La desaceleración afectó por igual a los bienes de consumo duradero y no duradero. Por su parte, los precios de los bienes intermedios redujeron su tasa de variación interanual del 6,4% al 6%, mientras que los correspondientes a la producción de energía cayeron un 2,8%. Por último, los precios de los bienes de equipo aumentaron dos décimas su tasa interanual, hasta situarla en el 3,4%.

Los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), descendieron a un ritmo interanual del 2% en abril, lo que supone 3 pp por debajo de las tasas observadas en el primer trimestre. Esta significativa desaceleración fue, sobre todo, el resultado de la disminución en los IVU de los bienes de equipo (-5,9%) y del estancamiento de los precios de los bienes intermedios no energéticos, tras haber aumentado un 3,6% en los primeros meses de 2007. Los bienes de consumo también moderaron el ritmo de crecimiento de sus precios, especialmente los alimentos. Respecto a las exportaciones, el crecimiento de los IVU en abril fue del 2,5%, 1,4 pp menos que en el primer trimestre, desaceleración que viene explicada casi totalmente por el fuerte descenso en los precios de los bienes de equipo. De acuerdo con la estadística del INE, el índice de precios de importación de productos industriales registró en abril una variación nula en términos interanuales, similar a la de los dos meses previos. Por componentes, se observaron comportamientos diferenciados que se compensaron entre sí, siendo destacable la moderación de los precios de los bienes intermedios. Los correspondientes precios de exportación continuaron reflejando un comportamiento más dinámico que los de importación, si bien recortaron su tasa de crecimiento hasta el 1,7%,

frente al 2,1% de marzo. En este caso, los precios de la energía y los de los bienes industriales de consumo siguieron mostrando tasas interanuales negativas, mientras que los relativos a los bienes de equipo permanecieron estancados.

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

El aspecto más notable de los mercados financieros internacionales en junio ha sido el incremento generalizado de los tipos de interés a largo plazo. En Estados Unidos, el tipo de interés a diez años alcanzó a mediados de junio niveles en torno al 5,25%, 55 puntos básicos (pb) por encima del nivel registrado un mes antes, al tiempo que en los mercados se han desvanecido las expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales. A pesar de que en la primera semana de junio, y coincidiendo con el aumento de los tipos a largo, se produjo una ligera corrección en las bolsas y diferenciales soberanos, posteriormente se han registrado ganancias en la mayoría de las bolsas mundiales y reducciones en los diferenciales de crédito corporativos y soberanos, que han vuelto a marcar mínimos históricos. Otro elemento que cabe destacar es la batería de medidas tomadas por las autoridades chinas para frenar el ritmo de crecimiento de ciertas variables financieras. En los mercados cambiarios, el dólar se recuperó ligeramente frente al euro, al tiempo que se mantiene la debilidad del yen. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent registró una elevada volatilidad en el último mes y volvió a alcanzar niveles máximos del año, al superar los 72 dólares por barril durante la tercera semana de junio. Esta volatilidad estuvo condicionada por problemas en el suministro de gasolina en Estados Unidos y por elementos de tensión geopolítica y de carácter climatológico en algunos países productores.

En Estados Unidos, la segunda estimación de la contabilidad nacional revisó a la baja en siete décimas el crecimiento trimestral anualizado en el primer trimestre, hasta el 0,6%, debido a la reestimación a la baja de la acumulación de existencias y de la contribución del sector exterior. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre fueron moderadamente positivos, si bien se mantuvo la incertidumbre en torno a la situación del sector inmobiliario. El consumo mantuvo un ritmo de crecimiento bastante robusto, aunque algo más moderado que el observado en trimestres precedentes, de acuerdo con los datos de ventas al por menor de mayo y el informe de gastos personales de abril. El mercado laboral volvió a mostrar su fortaleza, tras la aparente ralentización de abril, al crearse en mayo 157.000 puestos de trabajo. Los índices de gestores de compras (ISM) mejoraron en mayo, tanto en los servicios como en las manufacturas. La recuperación en este último, junto con el tono favorable de los pedidos en abril, apuntaría al inicio de una fase de reactivación de la producción industrial, pese al dato decepcionante de esta en mayo. Respecto al sector exterior, el saldo deficitario de la balanza comercial se redujo en abril hasta 58,5 mm de dólares, frente 62,4 en marzo, como consecuencia de la caída del volumen de importaciones. El déficit por cuenta corriente del primer trimestre ascendió al 5,7% del PIB, una décima más que el trimestre anterior. Los indicadores del mercado de la vivienda tuvieron un tono mixto: en mayo aumentaron las viviendas iniciadas, pero cayeron los permisos. El índice de precios de la vivienda más empleado (OFHEO, por sus siglas en inglés) mostró una cierta desaceleración, pero siguió mostrando tasas de variación interanual positivas (4,25% en el primer trimestre de 2007); otras medidas de precios registraron caídas interanuales. En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC aumentó del 2,6% al 2,7% en mayo, pero la subyacente disminuyó del 2,3% al 2,2%. Por su parte, el deflactor del gasto en consumo personal se moderó una décima en abril, hasta el 2,2%, mientras que la inflación subyacente también se redujo en una décima, quedando fijada en el 2%.

En Japón, el crecimiento trimestral anualizado del PIB en el primer trimestre fue revisado del 2,4% preliminar al 3,3%, debido principalmente a la inversión privada en maquinaria, cuya variación trimestral anualizada se revisó desde el -3,7% al 1%. Por otra parte, los indicadores más recientes han presentado un tono mixto, con debilidad en el sector industrial y cierto di-

namismo en el consumo privado y en el mercado laboral. Los datos de producción industrial y de pedidos de maquinaria de abril y el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI, según sus siglas en inglés) de mayo confirmaron la moderación en la actividad del sector observada en el primer trimestre. La información relativa al consumo —gasto de los hogares y ventas al por menor en abril y confianza del consumidor en mayo— fue positiva, lo que apunta a una recuperación respecto a marzo. En el mercado laboral, la tasa de paro de abril se recortó en dos décimas, hasta el 3,8%, situándose en niveles mínimos de nueve años. Sin embargo, los salarios de abril profundizaron su caída. Respecto al sector exterior, el superávit por cuenta corriente mejoró notablemente en abril. La tasa de crecimiento de los precios de consumo se acercó a terreno positivo en abril (del -0,1% al 0% interanual) y la inflación subyacente —que en Japón incluye los productos energéticos— aumentó dos décimas, hasta el -0,1%. Por su parte, los precios al por mayor crecieron un 2,2% interanual en mayo, tras el 2,3% del mes previo, muy influidos por las alzas de los precios internacionales de las materias primas. Finalmente, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado (en el 0,50%) en su reunión de junio.

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,7% en el primer trimestre (2,9% interanual) y los indicadores recientes han mantenido registros favorables. Por el lado de la demanda, las encuestas de actividad del comercio y la industria mantuvieron un alto nivel en mayo. Por el lado de la oferta, es destacable el alto nivel de los PMI de mayo, incluso el de manufacturas, con 54,9 puntos. La tasa de paro se mantuvo el 5,5% en marzo, mientras que los salarios se desaceleraron del 4,4% al 4% interanual. En cuanto a los precios, la tasa interanual de inflación se redujo tres décimas en mayo, hasta el 2,5%, mientras que los precios de la vivienda continuaron creciendo a tasas interanuales alrededor del 10%. En su reunión de junio, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 5,5%. En los nuevos miembros de la UE, los datos del primer trimestre confirman un crecimiento robusto de la región. Así, el PIB se aceleró en Polonia hasta el 7,4%, en tasa interanual, y en la República Checa mantuvo un crecimiento del 6,1%. En mayo, la inflación se moderó en los principales países. No obstante, el deterioro de las expectativas de inflación y el fuerte dinamismo de la demanda interna llevaron a algunos países (República Checa, Malta y Letonia) a elevar sus tipos de interés oficiales. En el ámbito fiscal, el nuevo Programa de Convergencia de la República Checa prevé un déficit público del 4% del PIB en 2007 y del 3,5% en 2008, excediendo así el objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por último, las monedas que participan en el ERM II se mantuvieron en el centro de su banda de fluctuación, salvo la corona eslovaca, que continúa apreciada cerca del 5% respecto a su paridad central.

En China, los indicadores de mayo continuaron con la tónica de fuerte dinamismo de la actividad económica. La producción industrial y la inversión en activos fijos mantuvieron un fuerte crecimiento, mientras que las ventas al por menor continuaron su gradual aceleración. En cuanto al sector exterior, el superávit comercial mensual se expandió nuevamente en mayo, al alcanzar los 22,5 mm de dólares, pese a la mayor apreciación del renminbi respecto al dólar (un 0,8% desde finales de abril). En mayo, la inflación repuntó notablemente, hasta el 3,4% interanual, la cifra más elevada de los últimos 27 meses, debido a los precios de los alimentos. Con el fin de moderar el crecimiento de las variables financieras, el banco central volvió a aumentar el coeficiente de reservas en mayo en 50 pb, hasta el 11,5%, y se incrementaron los impuestos sobre las operaciones de valores, lo que provocó una fuerte corrección inicial de la bolsa, que cayó en torno al 15%, movimiento que prácticamente revirtió en jornadas posteriores. Por otro lado, se amplió el límite de inversión en mercados foráneos de los residentes, a través de la banca comercial china, y se dieron los primeros pasos para la inversión activa de una parte de las reservas internacionales. En el resto de Asia, la producción industrial en abril repuntó moderadamente en varias de las principales economías de la región. En mayo, la in-

flación interanual descendió en las mayores economías y los tipos de interés oficiales se mantuvieron prácticamente sin cambios, salvo en Indonesia, donde se redujo nuevamente, en 25 pb, hasta el 8,5%.

En América Latina se publicaron los datos del PIB correspondientes al primer trimestre de 2007. Así, en Chile la actividad se aceleró hasta el 5,8% interanual, frente al 4,3% previo, mientras que en Brasil y Argentina se moderó en alrededor de medio punto porcentual, hasta el 4,3% y el 8%, respectivamente. El crecimiento agregado de la región se situó en el 5,1% en el primer trimestre del año, frente al 5,8% de finales de 2006. La inflación aumentó en mayo una décima, hasta el 4,9%, principalmente debido al crecimiento de los precios en Brasil (3,2%, frente al 3% previo). En el ámbito de la política monetaria, cabe destacar una nueva subida de tipos de interés oficiales en Colombia, que se situaron en el 9%, y la reducción en 50 pb en Brasil, hasta el 12%, que supone una aceleración del ritmo de descenso, probablemente propiciado por la reciente tendencia a la apreciación del real. En el sector externo, se mantuvieron acusadas divergencias entre países, con un deterioro del saldo corriente en México y en Venezuela, mientras que en Brasil y en Chile se ampliaron o mantuvieron los superávits corrientes en el trimestre. Cabe destacar, por su parte, la modificación de la regla de superávit estructural en Chile, del 1% del PIB al 0,5%, a partir de 2008. Tanto en Colombia como en Brasil se aprobaron nuevas medidas en el ámbito de la política cambiaria, destinadas a frenar la apreciación de sus respectivas divisas, así como compensaciones a los sectores exportadores más afectados. Por último, el Congreso de Colombia ratificó el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos.

De acuerdo con la primera estimación de la contabilidad nacional, en el primer trimestre de 2007 el PIB del área del euro creció de forma sólida, un 0,6% intertrimestral. Esta tasa es, no obstante, tres décimas inferior a la del trimestre anterior, debido a la fuerte desaceleración de las exportaciones, que repercutió en una aportación muy negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto (-0,5 pp) y a la atonía del consumo privado, afectado por el aumento del IVA en Alemania en enero de 2007. No obstante, a pesar de la debilidad del consumo, la aportación de la demanda interna (excluyendo la variación de existencias) se mantuvo elevada (en 0,6 pp), como consecuencia, sobre todo, del dinamismo de la formación bruta de capital fijo. Finalmente, la variación de existencias contribuyó adicionalmente a sostener la expansión económica, aportando 0,5 pp al crecimiento intertrimestral del PIB. Con todo, el incremento interanual del PIB en el primer trimestre de 2007 se situó en el 3%, tres décimas inferior al del trimestre previo.

La información disponible para el segundo trimestre del año, aunque es muy incompleta, apunta al mantenimiento de un ritmo de expansión sostenido de la actividad de la zona del euro. Así, en relación con la oferta, los datos más recientes de la encuesta de directores de compras (PMI) mejoraron en junio y son coherentes con un elevado crecimiento del valor añadido, especialmente robusto en el sector servicios. Los índices de confianza de la industria y de los servicios, elaborados por la Comisión Europea, se situaron en abril y mayo en un nivel medio superior al del primer trimestre; y, en abril, la producción industrial retrocedió notablemente, posiblemente afectada por una mala corrección del efecto calendario, mientras que los pedidos industriales incrementaron su avance interanual (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores de demanda, su evolución reciente es, en general, favorable. Así, los índices de confianza procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea referidos al consumo, al comercio minorista y a la valoración de la cartera de pedidos exteriores mejoraron en mayo. Por su parte, las ventas al por menor crecieron a un ritmo muy moderado en abril y las matriculaciones de vehículos corrigieron en mayo el fuerte descenso del mes anterior.



		2007					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	3,3	4,0	4,0	2,8		
	Comercio al por menor (b)	0,9	1,2	2,4	1,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-2,9	-3,7	0,8	-5,8	-0,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-7,0	-5,0	-4,0	-4,0	-1,0	
	Indicador de clima industrial	5,0	5,0	6,0	7,0	6,0	
	IAPC (b)	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	9,8	9,9	10,9	10,4		
	M1	6,6	6,6	7,0	6,2		
	Crédito a los sectores residentes	8,0	7,8	7,7	7,5		
	AAPP	-4,8	-4,1	-4,9	-5,6		
	Otros sectores residentes	11,3	10,7	10,7	10,7		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	8,0	8,1	7,9	7,6		
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,2	12,6	12,4	12,2		
	EONIA	3,56	3,57	3,69	3,82	3,79	3,90
	EURIBOR a tres meses	3,75	3,82	3,89	3,98	4,07	4,14
	EURIBOR a un año	4,06	4,09	4,11	4,25	4,37	4,50
	Rendimiento bonos a diez años	4,10	4,12	3,98	4,25	4,37	4,64
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,70	0,68	0,63	0,50	0,42	0,52
	Tipo de cambio dólar/euro	1,300	1,307	1,324	1,352	1,351	1,340
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,0	0,4	3,4	7,8	11,0	9,9

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

a. Media del mes hasta el día 21 de junio de 2007.

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

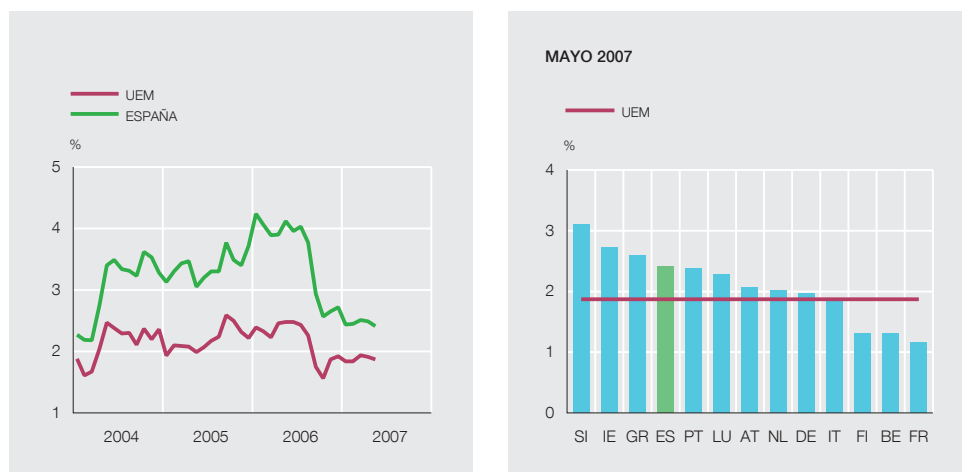
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de junio de 2007.

En cuanto a los precios de consumo, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se mantuvo en mayo en el 1,9%, ya que la ligera aceleración de los precios de los servicios fue compensada por el menor avance de los precios de los alimentos no elaborados, de los bienes industriales no energéticos y de la energía (véase gráfico 5). La inflación subyacente del área del euro, medida por el índice IPSEBENE, también se mantuvo inalterada en mayo (en el 1,9%), por cuarto mes consecutivo. Los precios de producción de la industria redujeron en abril su tasa de variación interanual en cuatro décimas, hasta el 2,4%, debido, principalmente, al abaratamiento de la energía en ese período.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión del 6 de junio aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se estableció en el 4%, el de las facilidades de depósito en el 3%, y el de las facilidades de crédito en el 5% (véase gráfico 6). Esta decisión se apoyó en la constatación de la persistencia de riesgos inflacionistas a medio plazo en el contexto de una valoración muy favorable del momento económico actual. Así, las últimas previsiones del Eurosistema, elaboradas en junio, revisaron al alza crecimiento del PIB esperado para 2007, que se sitúa entre el 2,3% y el 2,9%, y su previsión de inflación para dicho año, hasta un rango esperado de entre el 1,8% y el 2,2%. En el caso de los precios, la revisión obedeció, en buena medida, al reciente encarecimiento del petróleo. Entre los riesgos inflacionistas a medio plazo, la autoridad monetaria destacó los relacionados con crecimientos salariales desligados de la evolución de la productividad, que pueden originarse de la buena situación del mercado laboral y del alto grado de utilización de la capacidad productiva en el área del euro.





FUENTE: Eurostat.

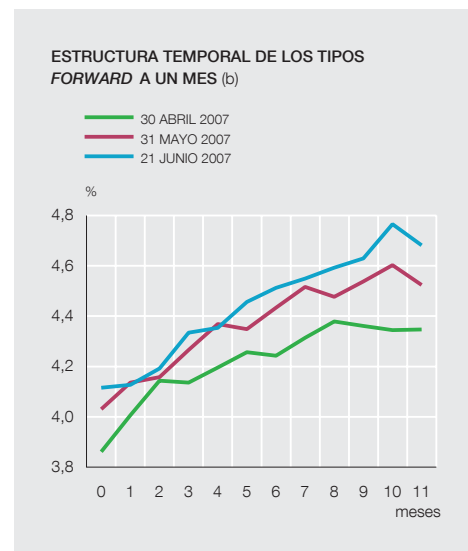
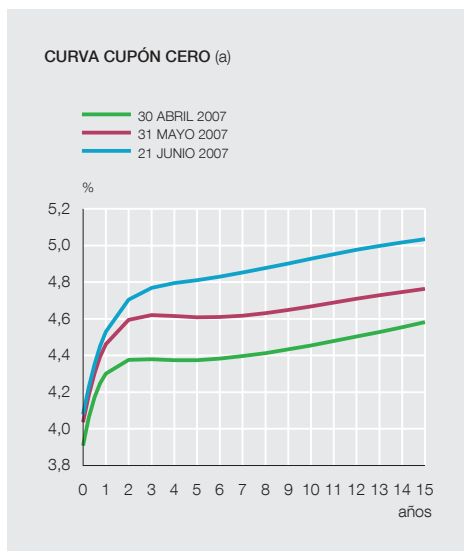
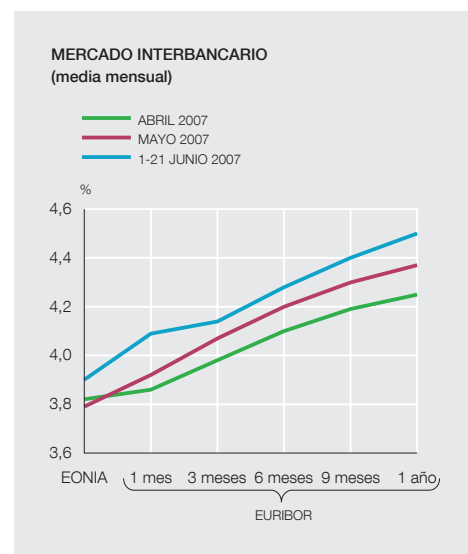
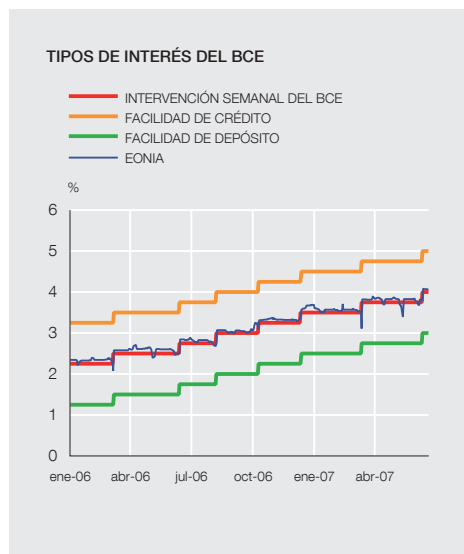
En el mercado interbancario, las rentabilidades negociadas mantuvieron su tendencia alcista en todos los plazos, y desde finales de abril la curva de tipos continuó desplazándose al alza con una pendiente positiva. El tipo de interés del EURIBOR a un mes y a un año se situaba, a fecha de cierre de este artículo, en el 4,1% y 4,5%, respectivamente, en torno a 20 pb por encima de los valores medios de abril. Asimismo, en los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años también siguieron una trayectoria ascendente en el período más reciente, con un aumento en torno al medio punto porcentual desde finales de abril. La rentabilidad de la deuda a diez años en el área del euro superaba el 4,5% a finales de junio, alrededor de unos 60 pb inferior al tipo de interés de la deuda americana, que ha tenido una evolución similar en este período.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones bursátiles siguieron una trayectoria ascendente en mayo, que se interrumpió transitoriamente a principios de junio. Tras este período de inestabilidad, los mercados retomaron la senda alcista y la revalorización anual es cercana al 10% según el índice Dow Jones EURO STOXX amplio. En los mercados de divisas, el euro se ha depreciado alrededor de un 1% desde finales de abril, en términos del tipo de cambio efectivo nominal. En la actualidad, la divisa europea cotiza en torno a 1,33 dólares por euro (véase gráfico 7).

En consonancia con el aumento de los tipos de interés, la expansión de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro se ha moderado ligeramente, aunque continúan mostrando un crecimiento muy robusto. Así, en abril, M3 registró una tasa de variación interanual del 10,4%. Por su parte, el crédito concedido al sector privado mantuvo por tercer mes consecutivo un elevado ritmo de crecimiento interanual (del 10,7%), si bien el componente de préstamos se desaceleró en dos décimas, hasta el 10,3%. En el desglose sectorial de los préstamos, los otorgados tanto a las empresas como a los hogares redujeron ligeramente su dinamismo. En este segundo caso, los préstamos para la adquisición de vivienda y los destinados al consumo moderaron su ritmo de avance hasta el 8,6% y el 6,9%, respectivamente.

### **Evolución financiera en España**

En abril, las entidades de crédito volvieron a elevar los tipos de interés que aplican en las operaciones con su clientela. En este contexto, la deuda de los hogares y de las empresas continuó desacelerándose, aunque siguió creciendo a una tasa elevada. Por su parte, el avance inter-

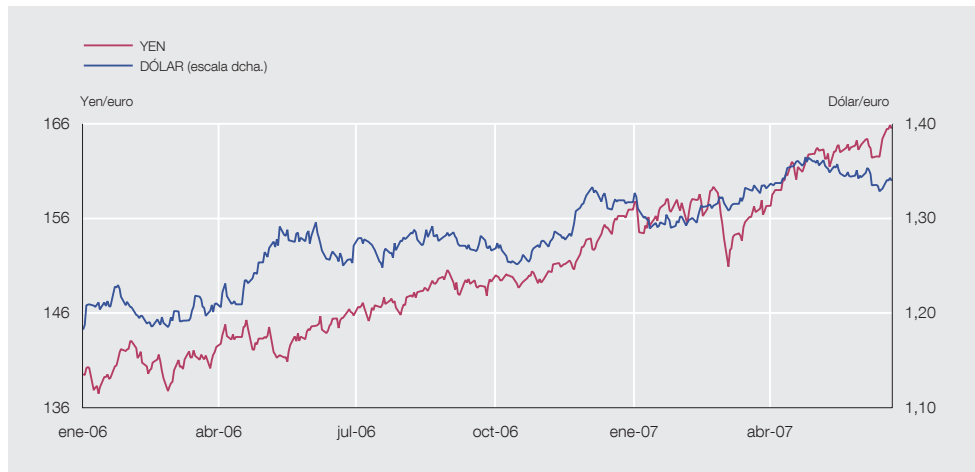


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

anual de los activos financieros más líquidos del sector privado no financiero se redujo ligeramente, tras el repunte registrado en el mes precedente. La información provisional correspondiente a mayo apunta a un nuevo descenso en el ritmo de expansión de la financiación de las familias y a un cierto incremento en el de las empresas.

En los mercados de deuda pública, durante el último mes y medio se mantuvo la trayectoria ascendente de las rentabilidades negociadas, siendo más acusados los aumentos en los plazos más largos. Así, entre el 1 y 19 de junio, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 4,18% y el 4,60%, respectivamente, lo que representó un incremento de 16 pb y de 39 pb en relación con los correspondientes valores de abril (véase cuadro 2). El avance de la referencia española a diez años fue similar al experimentado por la alemana, por lo que el diferencial entre ambas no registró variaciones significativas. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas descendieron ligeramente, hasta alcanzar los niveles más reducidos de los últimos ejercicios.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH	2004	2005	2006	2007				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	4,92	4,98	5,05	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	7,52	7,50	7,71	...	...
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	1,95	2,05	2,13	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	4,97	5,10	5,11	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	3,85	3,89	4,02	4,14	4,18
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,05	3,92	4,15	4,29	4,56
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,11	4,01	4,21	4,34	4,60
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,06	0,06	0,04	0,05	0,04
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,22	0,23	0,22	0,19	0,17
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	1,72	4,34	2,64	8,70	6,30

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 19 de junio de 2007.  
 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.

En los mercados bursátiles continuó la pauta creciente de las cotizaciones a lo largo del mes de mayo. Durante la parte transcurrida de junio se han producido, en cambio, descensos en los precios negociados, evolución que ha venido acompañada de un repunte de su volatilidad. Tras estos movimientos, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba en la fecha de cierre de este artículo una ganancia del 6,3% con respecto a finales de diciembre de 2006, revalorización inferior a la que presentaban el S&P 500 de las bolsas de Estados Unidos (8,1%) y el Euro Stoxx amplio de las de la UEM (10,8%).

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo volvieron a aumentar en abril, en línea con el

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

CUADRO 3

	2007	2005	2006	2007		2007
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.174,2	15,9	19,1	16,9	16,6	17,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.895,2	21,2	24,2	21,5	21,1	20,5
Hogares e ISFLSH	811,4	20,9	19,6	18,7	18,3	17,6
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	598,0	24,3	20,4	19,0	18,6	18,1
– Crédito para consumo y otros fines (c)	212,1	12,5	17,5	17,7	17,5	16,3
Sociedades no financieras	1.083,8	21,4	27,9	23,7	23,3	22,8
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	798,4	25,5	29,9	29,4	29,0	27,9
– Valores de renta fija (d)	32,0	23,7	135,1	61,5	58,9	56,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	279,1	-3,9	-4,8	-5,3	-5,6	-2,2
Valores a corto plazo	30,9	-10,8	-2,2	-5,4	-4,6	-5,1
Valores a largo plazo	299,9	2,7	-0,3	3,0	1,7	2,4
Créditos – depósitos (f)	-51,7	-16,3	-13,3	-23,3	-20,7	-11,6

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.

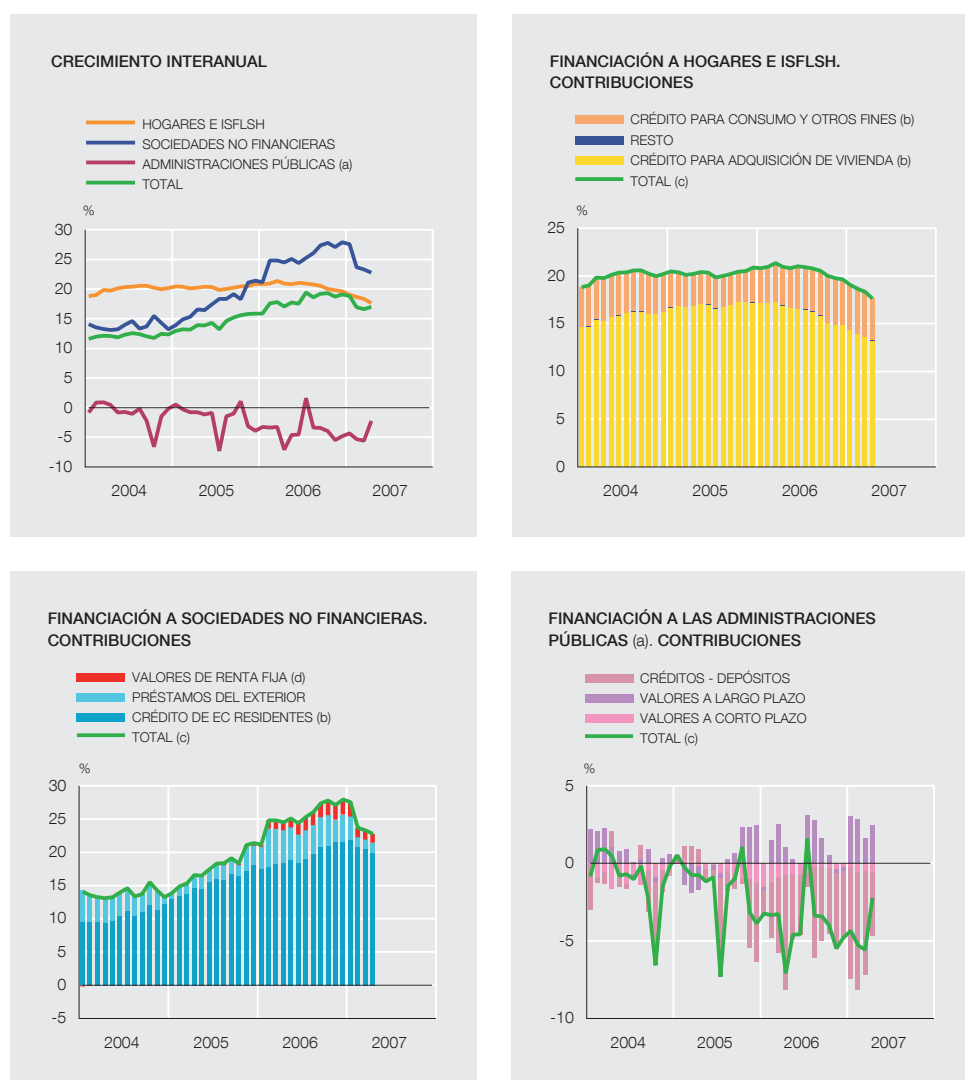
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

ascenso de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario. De este modo, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y el de los destinados al consumo y otros fines se situaron en el 5,05% y el 7,71%, respectivamente, 7 pb y 21 pb por encima del dato de marzo, al tiempo que la remuneración de sus depósitos se incrementó en 8 pb, hasta el 2,13%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras alcanzó el 5,11%, nivel similar al observado en el mes precedente.

El incremento de los fondos recibidos por los sectores residentes no financieros fue en abril ligeramente mayor que en marzo, pero con un comportamiento claramente diferenciado de los distintos agentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, los recursos ajenos captados por los hogares y las empresas volvieron a desacelerarse, aunque continuaron creciendo a ritmos elevados (en torno al 18% y al 23%, respectivamente). En cambio, la deuda neta de las Administraciones Públicas experimentó una menor contracción que la registrada a lo largo del primer trimestre de 2007.

La desagregación por finalidades muestra que la moderación del avance de los pasivos de los hogares en abril se observó tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, situándose las tasas de variación interanual en niveles cercanos al 18% y al 16%, respectivamente. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras resultó, fundamentalmente, de la desaceleración del crédito otorgado por las entidades residentes, que, no obstante, creció en torno al 28% en relación con el mismo período del año anterior. De acuerdo con la información provisional



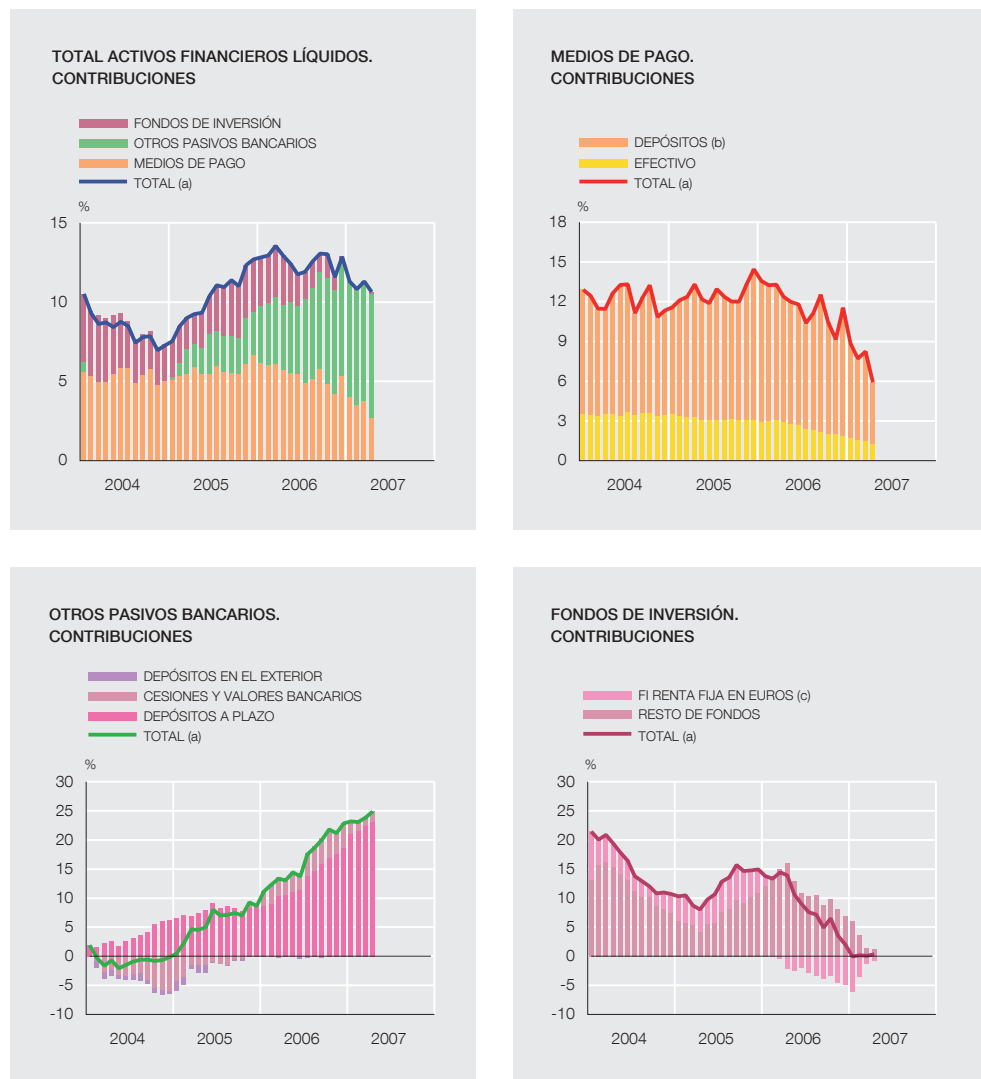
FUENTE: Banco de España.

- 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.

disponible, en mayo la deuda de las familias habría continuado con la misma pauta de los meses precedentes, mientras que se habría producido un ligero repunte en el ritmo de expansión de los recursos ajenos de las empresas.

La tasa de crecimiento interanual de los fondos recibidos por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa, situándose alrededor del -2% en el mes de abril, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada en los primeros meses del año. Por instrumentos, esta evolución resultó, en términos netos acumulados de doce meses, de una disminución del saldo entre créditos y depósitos, de una amortización de valores del mercado monetario y de una emisión de deuda a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se expandieron en abril a una tasa interanual ligeramente inferior a la observada en marzo. Esta desaceleración fue consecuencia del descenso del ritmo de avance de los



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 antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

medios de pago, que no fue compensado por el mayor dinamismo de los otros pasivos bancarios y de las participaciones en fondos de inversión (véase gráfico 9). Según la información provisional correspondiente a mayo, durante dicho mes no se habrían producido cambios significativos en el crecimiento de los activos líquidos mantenidos por el sector privado.

26.6.2007.



### Rasgos básicos<sup>1</sup>

Los datos recopilados por la Central de Balances Trimestral (CBT) correspondientes al primer trimestre de 2007 muestran que las empresas no financieras colaboradoras experimentaron un crecimiento nominal de su VAB del 8,4%, frente al 6,2% en el mismo período del año anterior (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Esta evolución, coherente con la que muestran indicadores alternativos, supone una prolongación del dinamismo experimentado por las empresas de la muestra en el período más reciente y se extiende a, prácticamente, todos los sectores de actividad. Entre ellos cabe destacar la consolidación de la recuperación del sector industrial, muy favorecido por la fortaleza que ha seguido mostrando la inversión en bienes de equipo y por la contribución neta positiva del sector exterior de las empresas de la muestra, en un contexto de mantenimiento del pulso exportador y de ligera desaceleración de las importaciones. Otros sectores, como el comercio y los transportes y comunicaciones, también registraron importantes crecimientos en el primer trimestre de 2007, gracias, principalmente, al buen comportamiento del consumo privado. Por el contrario, el VAB del refino de petróleo cayó un 31,6%, debido tanto a la disminución de los precios del petróleo, iniciada en la segunda mitad de 2006 (después de que se situaran en niveles máximos a mediados de ese año), como a la reducción en los precios aplicados por estas industrias a sus clientes, que está teniendo un positivo impacto en los consumos intermedios de buena parte de los sectores productivos y, por tanto, en su VAB (véase gráfico 2).

Los gastos de personal muestran un aumento del 4,7% en el primer trimestre de 2007, siete décimas por debajo de la registrada un año antes. Esta desaceleración se ha producido tanto por la moderación de las remuneraciones medias (3,2%, frente al 3,6% en 2006) como por la evolución del empleo, que creció a un ritmo ligeramente menor que al de hace un año (1,4%, frente al 1,7% del primer trimestre de 2006). El análisis por sectores confirma que, una vez más, fueron las empresas de comercio y las de otros servicios las que impulsaron el crecimiento agregado del empleo. Los restantes sectores de actividad registraron disminuciones de sus plantillas, principalmente por los factores de cambio estructural que están afectando a los sectores en reorganización (eléctrico, singularmente) y por operaciones especiales de ajuste de plantilla por las que atraviesan algunas grandes empresas de transportes y comunicaciones y de automoción. Si se eliminaran los dos casos más importantes afectados por los mencionados procesos, la tasa de variación del empleo en el primer trimestre de 2007 se elevaría al 2,1% en el total de la muestra, tasa en la práctica coincidente con el 2,2% que registraría la tasa del primer trimestre de 2006, calculada de forma homogénea.

La evolución descrita para la actividad y los gastos de personal permitió que el resultado económico bruto de la explotación creciera hasta un 11,2% en los tres primeros meses de 2007, frente al 6,8% en el mismo período del año anterior. Por otro lado, los gastos financieros registraron un aumento del 37%, como resultado conjunto del crecimiento del coste de la financiación (tipo de interés) y de la mayor apelación a fuentes de financiación ajenas. Por lo que respecta al coste de la financiación, en los tres meses transcurridos de 2007 las subidas de los tipos de interés explican hasta casi 22 puntos del aumento de los gastos financieros. Además, la ratio de intereses por financiación recibida sobre recursos

1. La información que ha servido de base para la elaboración de este artículo es la que proviene de las 703 empresas que hasta el 14 de junio han colaborado con la Central de Balances enviando sus datos trimestrales. El VAB de estas empresas representa el 13,4% sobre el del total del sector Sociedades no financieras.



**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)		
		2004	2005	I a IV 06/ I a IV 05 (a)	I 06/I 05	I 07/I 06
<b>BASES</b>						
Número de empresas		8.984	7.877	801	868	703
Cobertura total nacional		32,4%	28,7%	14,1%	15,2%	13,4%
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	8,3	10,7	10,9	16,6	3,8
<i>De ella:</i>						
— <i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	137,2	8,8	12,0	9,8	17,9	0,9
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	68,4	8,6	13,7	12,9	22,1	1,6
<i>De ellos:</i>						
— <i>Compras netas</i>	40,8	11,9	15,4	13,5	22,7	-1,6
— <i>Otros gastos de explotación</i>	27,6	4,9	12,3	6,6	11,1	6,0
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	31,6	7,5	4,7	7,0	6,2	8,4
3. Gastos de personal	16,5	4,7	5,7	4,9	5,4	4,7
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	15,1	10,8	3,6	8,6	6,8	11,2
4. Ingresos financieros	3,4	14,5	26,4	48,0	0,9	85,1
5. Gastos financieros	2,6	-3,7	9,4	36,5	22,4	37,3
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,0	2,7	-0,1	2,1	4,1	-0,8
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	9,9	23,0	11,2	19,0	2,6	25,1
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	4,4	-31,1	32,7	54,1	69,6	-35,1
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	3,9	-2,3	32,9	-21,0	8,7	-40,7
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	3,1	-16,3	-6,9	67,2	43,4	46,8
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8 – 9]	7,3	18,9	22,8	34,7	13,3	9,5
RESULTADO NETO / VAB (S.4 / S.1)		19,8	23,0	42,3	30,3	31,8
<b>RENTABILIDADES</b>						
	Fórmulas (b)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3+5.1)/AN	8,2	8,7	9,5	6,6	6,6
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	3,6	3,7	4,0	3,7	4,3
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	11,9	12,7	14,8	9,2	8,8
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1–R.2	4,5	4,9	5,5	2,9	2,3

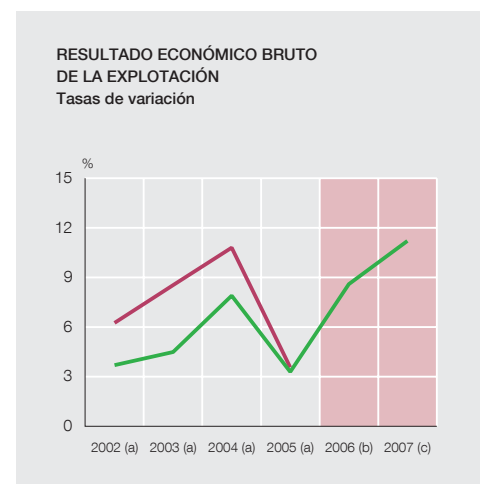
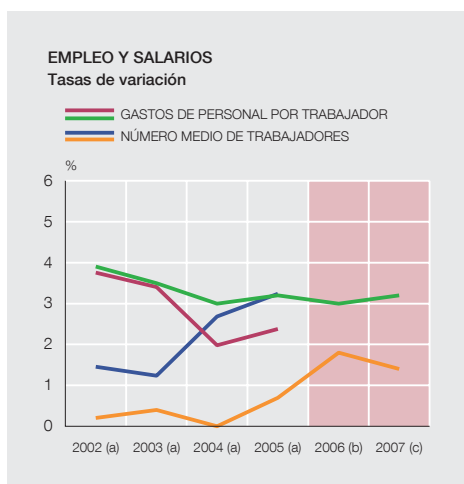
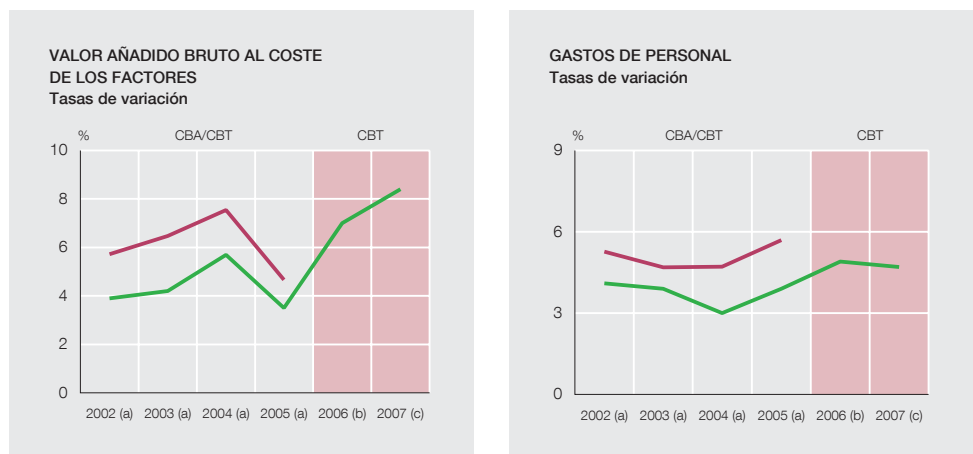
FUENTE: Banco de España.

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

b. 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 las 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 9 se han depurado de movimientos contables internos.

ajenos con coste alcanzó el 4,3%, seis décimas superior a su valor en el primer trimestre de 2006, lo que supone volver a los niveles del año 2001. Por otra parte, la mayor apelación a fuentes de financiación ajenas explica los 15 puntos restantes del crecimiento de los gastos financieros, que derivan de financiación recibida por las empresas a lo largo del año anterior, principalmente al final del ejercicio. Esos recursos se destinaron a la financiación de importantes operaciones de toma de posición y control en otras sociedades, mediante adquisición de acciones. Por su parte, los ingresos financieros también experimentaron durante los tres primeros meses de 2007 un sustancial crecimiento (a una tasa del 85,1%) como resultado de la fuerte entrada de dividendos provenientes de algunas filiales extranjeras, que se repartieron antes que en años anteriores. A pesar de la expansión de los gastos financieros, el fuerte crecimiento del excedente bruto y de los ingresos financieros propició que el resultado ordinario neto (RON) presentara un tono marcadamente expansivo (25,1%), superando ampliamente el incremento registrado un año antes (2,6%). La evolución conjunta del RON y de los gastos financieros (numerador utilizado

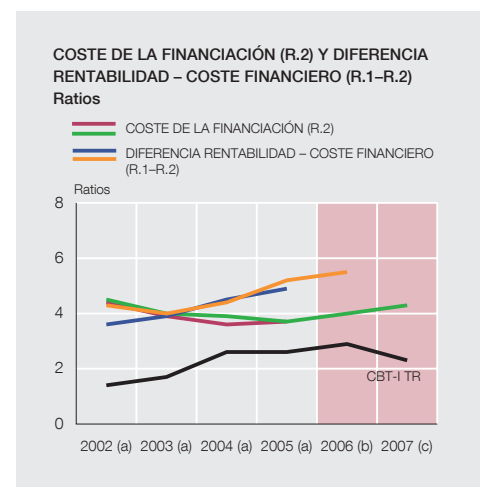
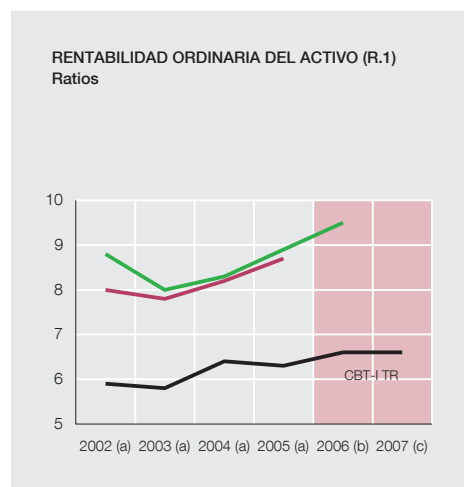
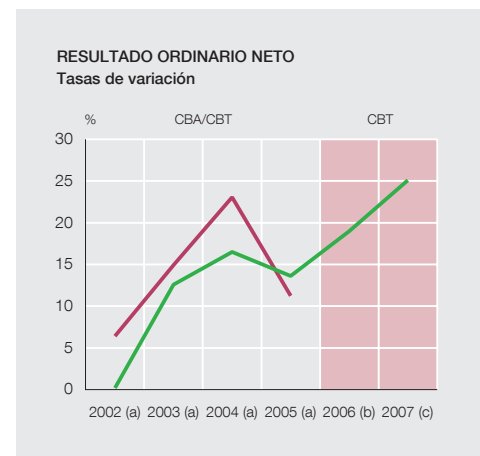
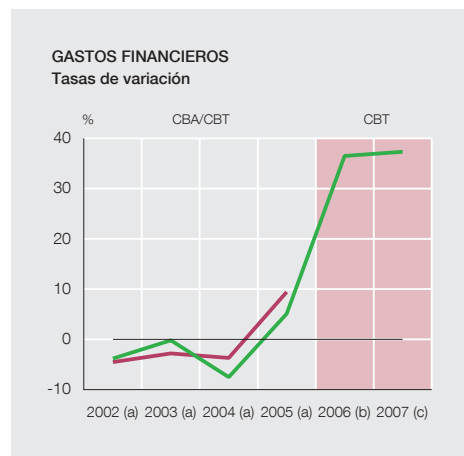


EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de empresas	CBA	8.418	8.834	8.984	7.877	—	—
	CBT	843	832	819	799	801	703
% del PIB del sector sociedades no financieras	CBA	29,5	30,4	32,4	28,7	—	—
	CBT	15,4	14,9	14,8	14,3	14,1	13,4

FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 2002, 2003, 2004 y 2005 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 2006 sobre igual período de 2005.
- c. Datos del primer trimestre de 2007 sobre igual período de 2006.

para el cálculo de la ratio de rentabilidad del activo neto) ha sustentado el mantenimiento de elevados niveles de rentabilidad, al crecer en paralelo estos flujos con los activos en los que se ha materializado el aumento de los recursos ajenos (denominador de la ratio aludida). El aumento del coste de la financiación durante el primer trimestre de 2007 ha reducido ligeramente el diferencial entre rentabilidad y coste, lo que no ha impedido que siga mostrando valores claramente positivos para el período analizado (2,3), que continúa siendo un buen indicador de la fortaleza por la que atraviesan las empresas representadas en la muestra.

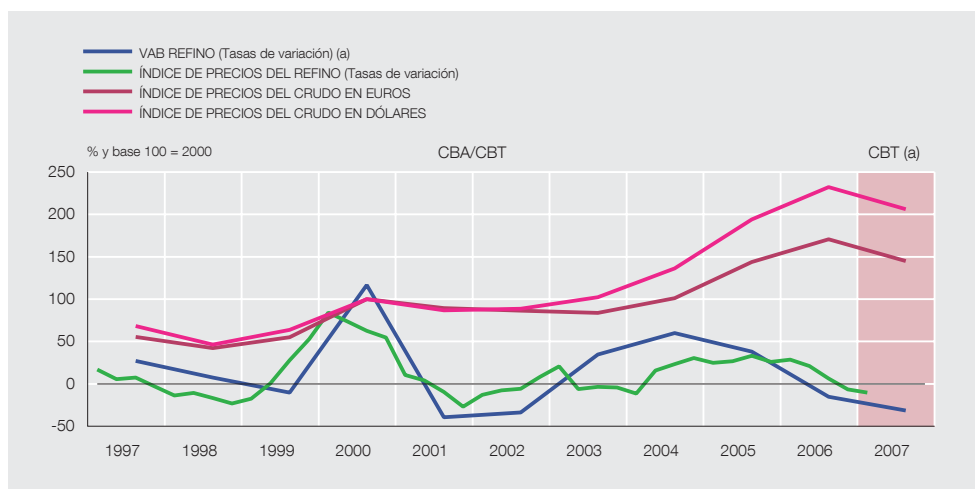


EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de empresas	CBA	8.418	8.834	8.984	7.877	—	—
	CBT	843	832	819	799	801	703
% del PIB del sector sociedades no financieras	CBA	29,5	30,4	32,4	28,7	—	—
	CBT	15,4	14,9	14,8	14,3	14,1	13,4

FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 2002, 2003, 2004 y 2005 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 2006 sobre igual período de 2005.
- c. Datos del primer trimestre de 2007 sobre igual período de 2006.

Respecto a la evolución del resultado neto final que se determina a partir del RON y los resultados extraordinarios, cabe reseñar que se redujeron notablemente las plusvalías y minusvalías, debido a que en el primer trimestre de 2006 se produjeron cuantiosas operaciones de esta naturaleza. Se ha producido, sin embargo, un fuerte incremento del concepto del cuadro 1 denominado «Restantes rúbricas», por la existencia de dotaciones a provisiones extraordinarias de la cartera de valores, contabilizadas por algunas grandes empresas para reflejar el menor valor de mercado de sus inversiones en el exterior. Esto ha mermado la intensidad del crecimiento del resultado neto final, pero no ha impedido que este excedente mantuviera una evolución positiva (9,5%), aunque inferior al mismo período del año anterior



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

a. Los datos de 2005 se refieren a la CBT.

(13,3%), llevándole a registrar, en porcentaje sobre el VAB, niveles máximos en comparación con los alcanzados en los primeros trimestres de la serie trimestral.

En resumen, los datos de la Central de Balances ponen de manifiesto que las empresas no financieras continuaron durante los tres primeros meses de 2007 la tendencia expansiva con que habían terminado el año anterior, gracias a la fortaleza tanto del consumo privado como, especialmente, de la inversión en bienes de equipo, lo que permitió consolidar la recuperación de la actividad industrial. Por su parte, el empleo siguió creciendo, aunque algunos procesos de ajuste de plantillas en grandes empresas mostraron que este aumento fuera menos intenso que en 2006, en un contexto en el que los salarios se mantuvieron en una senda de crecimientos moderados. Por otro lado, la entrada de importantes dividendos ha compensado el fuerte aumento experimentado por los gastos financieros, que se han visto impulsados fundamentalmente por el crecimiento de los tipos de interés y también por los mayores niveles de endeudamiento alcanzados a finales de 2006. La información agregada disponible sobre la muestra de empresas que componen la CBT permite confirmar que las empresas españolas han mantenido un ritmo de generación de excedentes suficiente para rentabilizar sus activos por encima de los crecientes costes financieros, en un escenario en el que el volumen de los activos ha experimentado un notable incremento como consecuencia de las fuertes inversiones financieras acometidas en 2006. La buena marcha de la ratio que muestra la diferencia entre rentabilidad y coste financiero es el mejor signo de la favorable posición en la que se encuentran las empresas no financieras de la muestra.

### Actividad

Las empresas no financieras continuaron durante el primer trimestre de 2007 la tendencia expansiva con que habían terminado 2006. El valor añadido bruto (VAB) creció un 8,4% en el primer trimestre de 2007, frente al 6,2% en el mismo período del año anterior (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Esta evolución ha coincidido con una reducción en las tasas de variación de la producción y los consumos intermedios, debida a la caída en las ventas y compras del sector refino. Si se excluyeran las empresas energéticas (entre las que figuran las de refino), el resto de la muestra de empresas de la CBT aumentaría el valor de la producción en el primer trimestre de 2007 en el 11,2% (3,8% con el sector energético) y los consumos intermedios en el 11,9% (1,6% con el sector energético). El mayor dinamismo de la actividad se ha cimenta-

**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	
	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07
Total	4,7	7,0	6,2	8,4	3,2	1,8	1,7	1,4	5,7	4,9	5,4	4,7	2,4	3,0	3,6	3,2
<b>TAMAÑOS</b>																
Pequeñas	4,3	—	—	—	-0,6	—	—	—	4,1	—	—	—	4,7	—	—	—
Medianas	4,5	6,6	10,8	7,6	2,2	1,4	1,6	2,4	6,1	5,4	6,1	5,9	3,8	3,9	4,4	3,4
Grandes	4,7	7,0	6,0	8,5	3,5	1,8	1,7	1,4	5,7	4,9	5,4	4,6	2,1	3,0	3,6	3,2
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA</b>																
Energía	13,0	8,9	9,4	4,0	-0,7	-1,5	-1,4	-1,6	4,5	3,2	3,8	2,6	5,2	4,8	5,2	4,3
Industria	0,6	8,6	5,6	12,1	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	2,7	2,3	3,1	2,8	3,3	2,9	4,0	3,4
Comercio y reparación	5,3	6,0	7,4	7,4	5,4	3,6	4,5	1,2	7,0	7,0	7,9	2,8	1,5	3,3	3,2	1,6
Transportes y comunicaciones	0,7	4,5	4,3	6,7	0,5	-0,2	-0,2	0,0	4,0	3,9	3,6	3,9	3,5	4,1	3,8	4,0

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 2007	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARÍAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES	
Número de empresas	703	458	245	
<b>GASTOS DE PERSONAL</b>				
Situación inicial I 06 (millones de euros)	6.053,9	3.371,7	2.682,2	
Tasa I 07 / I 06	4,7	9,1	-0,9	
<b>REMUNERACIONES MEDIAS</b>				
Situación inicial I 06 (euros)	10.747,3	9.848,4	12.140,1	
Tasa I 07 / I 06	3,2	3,5	4,0	
<b>NÚMERO DE TRABAJADORES</b>				
Situación inicial I 06 (miles)	563	342	221	
Tasa I 07 / I 06	1,4	5,4	-4,7	
Fijos	Situación inicial I 06 (miles)	472	271	201
	Tasa I 07 / I 06	1,9	6,1	-3,8
No fijos	Situación inicial I 06 (miles)	91	71	20
	Tasa I 07 / I 06	-0,8	2,7	-13,6

FUENTE: Banco de España.

do, por una parte, en el mantenimiento del vigor del consumo privado, que ha permitido que los sectores de comercio y de transporte y comunicaciones siguieran creciendo a tasas elevadas, y, por otra, en el fuerte avance experimentado por la inversión en bienes de equipo, que ha favorecido especialmente al sector industrial. La actividad exterior también mantuvo una tendencia expansiva, en un contexto de mantenimiento de las exportaciones y ligera desaceleración de las importaciones, especialmente en el caso de las realizadas por las empresas industriales, lo que ha propiciado que en el primer trimestre de 2007 la aportación de

**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**  
Estructura y tasas de variación

CUADRO 3

		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)	CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
		2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07
Total empresas		7.877	801	703	703
Empresas que informan sobre procedencia/destino		7.877	767	674	674
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	69,5	79,3	85,2	82,8
	Total exterior	30,5	20,7	14,8	17,2
	<i>Países de la UE</i>	15,3	13,5	10,7	12,4
	<i>Terceros países</i>	15,2	7,2	4,2	4,8
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	86,3	89,1	92,9	92,1
	Total exterior	13,7	10,9	7,1	7,9
	<i>Países de la UE</i>	10,0	8,1	5,0	5,3
	<i>Terceros países</i>	3,7	2,8	2,1	2,6
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	-16,3	-22,2	-10,7	7,1
	Resto de empresas	-37,3	-5,5	-16,8	-1,5

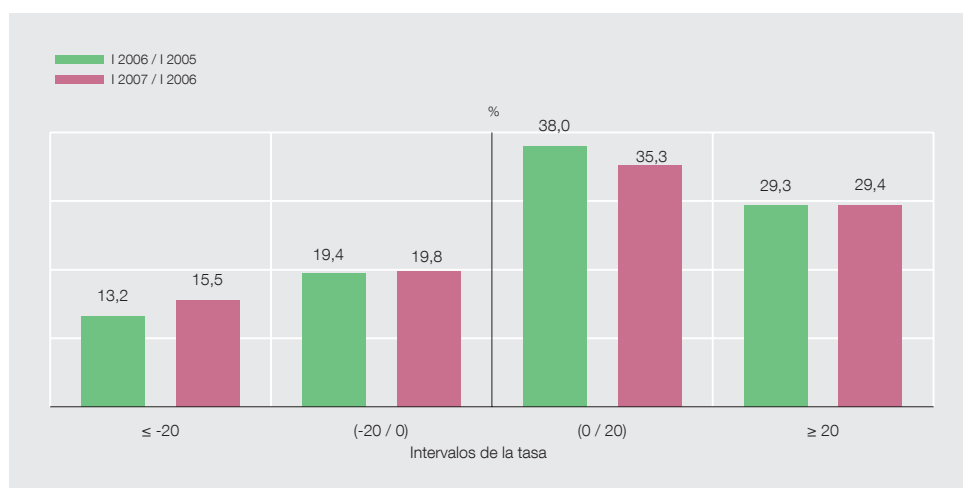
FUENTE: Banco de España.

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

la demanda exterior neta a este sector haya sido positiva (crecimiento de las exportaciones menos las importaciones en un 7,1%).

Por sectores, se observa que el crecimiento de la actividad afectó a casi todos los principales agregados, con la excepción de las empresas energéticas, que fueron las únicas en las que el VAB creció en el primer trimestre de 2007 con menor intensidad que un año antes (4%, frente al 9,4% de 2006), debido a la evolución de las empresas de refino, que vieron cómo su VAB se deterioraba en los primeros meses de 2007 un -31,6%, como consecuencia de la evolución a la baja de los precios del crudo, después de que a mediados de 2006 se situaran en máximos históricos (véase gráfico 2). Por el contrario, las empresas eléctricas (que configuran el otro gran subsector energético) han seguido creciendo a tasas elevadas (su VAB creció el 10,4% en el primer trimestre de 2007), similares a las del primer trimestre de 2006, gracias al buen comportamiento de la demanda eléctrica (que, según datos de Red Eléctrica Española, creció en este período casi un 2%) y a la mayor hidraulicidad, lo que permitió reducir significativamente los costes de producción de esta energía<sup>2</sup>. De entre los restantes sectores destaca el industrial, que en el primer trimestre de 2007 registró un incremento del VAB del 12,1%, más del doble de lo que había aumentado en idéntico período el año anterior (5,6%). Esta evolución se explica, principalmente, por el fuerte impulso experimentado por la inversión en bienes de equipo, en un contexto en el que la actividad exterior también tuvo una contribución positiva, gracias, especialmente, a la desaceleración de las importaciones. El cuadro 3 confirma este extremo, al poner en evidencia que la demanda exterior neta de las empresas industriales (calculada como exportaciones menos importaciones) registró una evolución positiva

2. Durante el primer trimestre de 2007 se produjo un 55,3% más de energía eléctrica que el año anterior a partir de centrales hidroeléctricas, que son las que tienen unos costes más bajos.



FUENTE: Banco de España.

(7,1%). Por último, tanto el sector de comercio como el de transporte y comunicaciones mantuvieron incrementos sustanciales de VAB en el primer trimestre de 2007, que fueron del 7,4% y del 6,7% respectivamente, similares o ligeramente superiores a los alcanzados en el mismo período del año anterior (7,4% para comercio y 4,3% para transporte y comunicaciones), poniendo de manifiesto que el consumo privado ha seguido sustentando buena parte del crecimiento económico.

Finalmente, en el gráfico 3 se puede observar la distribución de las empresas según los incrementos de sus VAB, con independencia del tamaño y de sector de actividad al que pertenecen. Aunque no se aprecian movimientos significativos entre los diferentes segmentos, se percibe un ligero desplazamiento del porcentaje de empresas con incrementos comprendidos entre el 0% y el 20% de VAB hacia segmentos con caídas en este excedente. Esta información pone de manifiesto que el mayor crecimiento registrado por el VAB en el primer trimestre de 2007 se ha sustentado en el mejor comportamiento de las grandes empresas, lo que también se evidencia en el detalle del crecimiento del VAB según el tamaño de las empresas que se recoge en el cuadro 2.a.

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

Durante el primer trimestre de 2007 los gastos de personal aumentaron un 4,7%, siete décimas menos que durante el primer trimestre de 2006. Esta reducción ha sido consecuencia tanto de la mayor moderación con la que crecieron las remuneraciones medias (3,2% en 2007, frente al 3,6% en el primer trimestre del año anterior) como del menor crecimiento experimentado por el empleo, que, aunque siguió aumentando, sufrió una ligera desaceleración en comparación con los incrementos registrados en el primer trimestre de 2006, vinculada a la existencia de operaciones singulares de reestructuración de plantillas.

Los primeros meses de 2007 han evidenciado una aparente ralentización en el ritmo de crecimiento del número medio de empleados, al registrarse una tasa de variación del 1,4%, ligeramente inferior a la obtenida un año antes (1,7%). Esta evolución deriva de la existencia de algunos procesos de ajuste de plantilla en grandes empresas de construcción de vehículos automóviles, eléctricas y de transporte y comunicaciones. De hecho, solo con eliminar el impacto de las dos principales empresas de transportes y comunicaciones, la tasa de variación se elevaría sustancialmente, hasta crecer un 2,1% en el primer trimestre de 2007, evolución prácticamente idéntica a la que se obtendría un año antes (2,2%). Por tipo de empleo (véase

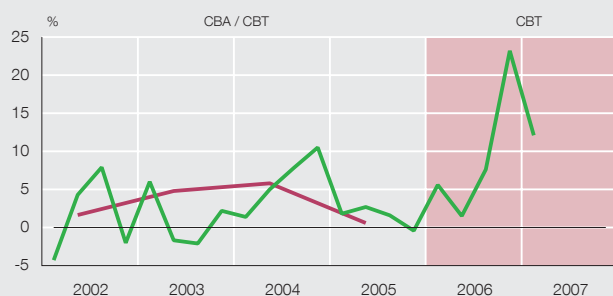
El VAB de las empresas industriales de la CBT creció durante el primer trimestre de 2007 un 12,1%, frente al 5,6% en el primer trimestre del año precedente. La consolidación de esta tendencia iniciada a lo largo del año anterior estuvo fundamentada en el excelente comportamiento de algunos subsectores, entre los que destacan el de «transformación de vidrio, cerámica y metales» (+29,1%) o el de «Industria química» (6%), que se vieron beneficiados por el impulso experimentado por la inversión en bienes de equipo. En el caso de las empresas dedicadas a la «transformación de vidrio, cerámica y metales», también coadyuvó a la evolución de la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones). En cambio, otros subsectores, por la actividad productiva, no pudieron mantener un ritmo de crecimiento similar al de 2006, como fueron los casos de la «industria de material y equipo eléctrico, electrónico y óptico» o el de «Otras industrias manufactureras», ambos con incrementos muy moderados del VAB para el primer trimestre de 2007 (2,8% y 1,1%, respectivamente) y claramente por debajo de los alcanzados en el mismo período del año anterior. Por último, el sector de «fabricación

de material de transporte» también mantuvo una evolución del VAB más contenida (3,7% en el primer trimestre de 2007, frente al 6,1% de 2006), como consecuencia de recortes de producción que han afectado a algunas grandes empresas de este agregado, ante la fuerte competitividad existente en los mercados. Por su parte, los gastos de personal aumentaron en el primer trimestre de 2007 un 2,8%, tres décimas menos que en el mismo período del año anterior, debido a que las remuneraciones medias moderaron su crecimiento hasta el 3,4%, frente al 4% en que lo habían hecho en 2006, en un contexto en el que las empresas de este sector en su conjunto siguieron sin ofrecer incrementos netos de empleo positivos. En este sentido, los datos de número medio de empleados reflejaron una evolución ligeramente negativa en el primer trimestre de 2007 [-0,5% (véase gráfico adjunto)], que se explica en gran parte por la existencia de algunos procesos de ajuste de plantillas, principalmente concentrados en grandes empresas pertenecientes a los subsectores de «industrias químicas» y «tabaco», y sobre todo en el de «fabricación de material de transporte», donde el empleo cayó un

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

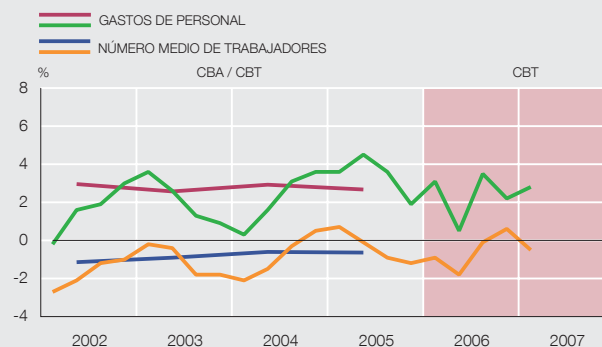
### VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES

Tasas de variación



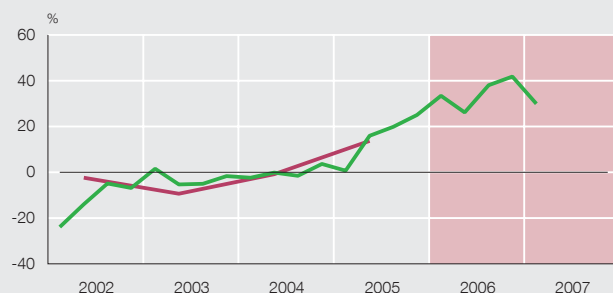
### EMPLEO Y SALARIOS

Tasas de variación



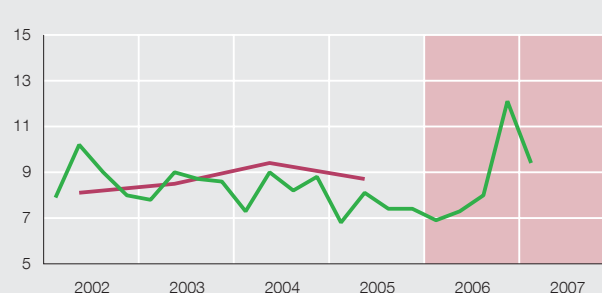
### GASTOS FINANCIEROS

Tasas de variación



### RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO

Ratios



### EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN

		2002				2003				2004				2005				2006				2007			
Número de empresas	CBA	2.715				2.624				2.517				2.153				—				—			
	CBT	391	376	366	354	366	361	353	345	351	341	334	332	319	307	299	291	324	309	290	251	251	—	—	—
% del PIB del subsector sociedades del sector industria	CBA	27,9				28,5				28,6				24,5				—				—			
	CBT	19,7	20,6	18,7	18,5	18,8	19,1	17,1	17,8	19,5	19,7	17,8	19,1	18,9	19,5	16,6	17,6	18,8	18,1	16,1	16,0	14,3	—	—	—

FUENTE: Banco de España.



-2,4%. Este dato, no obstante, supone una cierta mejoría en comparación con la tasa registrada un año antes (-0,9%), si bien evidencia la fragilidad que tienen los procesos de creación de empleo en este agregado de empresas industriales. La positiva evolución de la actividad, junto con la moderada evolución de los gastos de personal, explica que el resultado económico bruto creciera a una tasa del 24,2% en el primer trimestre de 2007. Por su parte, tanto los gastos como los ingresos financieros crecieron de forma notable, de modo similar a lo ocurrido en el total de la muestra, y por causas también idénticas (traslación de las subidas de tipos y aumento del endeudamiento, en el caso de los gastos, y fuertes entradas de dividendos, en el caso de los ingresos), provocando todo ello que el resultado ordinario neto también mantuviera un tono marcadamente expansivo, plasmado en una tasa de variación del 43,3% para los tres pri-

meros meses de 2007. Esta evolución, junto con la de los gastos financieros, que también aumentaron notablemente en este período, tuvo como consecuencia directa un incremento de más de dos puntos en la rentabilidad del activo neto, que se situó en el 9,4% para el primer trimestre de 2007. Por otro lado, la ratio que aproxima el coste financiero se mantuvo en niveles reducidos (3,8%), prácticamente idénticos a los existentes un año antes, lo que permitió que la diferencia entre la rentabilidad y el coste presentara valores claramente positivos (5,6), netamente superiores a los obtenidos un año antes (3,1). Todo ello configura un panorama con rasgos muy positivos para la industria española, manifestados por el dinamismo creciente de su actividad productiva, que se ha traducido en un intenso ritmo de generación de excedentes y elevadas rentabilidades, dentro de un clima de moderación salarial.

cuadro 2.b), la existencia de procesos de conversión de empleo temporal en fijo explica que el aumento de las plantillas se haya concentrado en el de carácter permanente (el empleo fijo creció en el primer trimestre de 2007 un 1,9% y un 0,4% en 2006), a costa de la reducción del empleo no fijo (cayó un 0,8% en los tres primeros meses de 2007). Por otra parte, la evolución del empleo por sectores confirma la existencia de un comportamiento dispar para cada uno de los diferentes agregados. Como es habitual, las empresas de comercio presentan la evolución más positiva, siendo las únicas que registraron incrementos netos de empleo durante el período (+1,2%). En los otros sectores recogidos en el cuadro 2.a no se aprecia aumento de empleo, en cada caso por distintas razones. Así, el sector de energía y agua siguió registrando tasas de variación negativas (-1,6%) para el primer trimestre de 2007, similares a las de trimestres precedentes, derivadas de los procesos de reorganización y adecuación de las empresas eléctricas al funcionamiento de un mercado no regulado. Finalmente, tanto las empresas de transportes y comunicaciones como las industriales presentaron tasas de variación del empleo prácticamente nulas, o ligeramente negativas, a pesar de la expansión que en ambos casos experimentó su actividad productiva. Esta evolución se explica por la fuerte influencia sobre el empleo de los ya aludidos procesos de reestructuración de plantillas, que están acometiendo algunas grandes empresas de estos sectores, distorsionando a la baja el total del agregado. A pesar de ello, en ambos sectores se observa una evolución del empleo menos negativa que la experimentada un año antes, tendencia que se haría más evidente sin la existencia de los casos antes citados. Por último, los datos del cuadro 4 muestran que, mientras que en los tres primeros meses de 2006 un 61,4% de las empresas registró aumentos del número medio de trabajadores, este porcentaje se ha elevado hasta algo más del 65% en los primeros meses del año en curso.

Las remuneraciones medias han continuado en la misma senda de moderación salarial de períodos precedentes, creciendo en el primer trimestre de 2007 un 3,2%, lo que supone, incluso, una ligera reducción en comparación con la tasa de 2006 (3,6%). A esta positiva evolución ha contribuido la mayor contención mostrada por la inflación en los meses transcurridos de 2007, beneficiada por la tendencia a la baja que los precios del crudo. Por sectores, se observa, en primer lugar, cómo la industria ha mantenido un comportamiento similar al del total de la muestra, con una tasa de variación del 3,4%, en la línea de moderación ya comentada. Por su parte, tanto el sector energético como los transportes y comunicaciones presentaron en el primer trimestre de

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL			
	2004	2005	I a IV 05 (a)	I a IV 06 (a)	I 06	I 07
Número de empresas	8.984	7.877	799	801	868	703
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	28,0	26,4	28,9	27,4	23,0	26,8
Se mantienen o suben	72,0	73,6	71,1	72,6	77,0	73,2
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	31,5	30,5	40,7	38,9	38,6	34,9
Se mantienen o suben	68,5	69,5	59,3	61,1	61,4	65,1
GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	44,1	43,0	49,4	48,5	48,6	41,4
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	55,9	57,0	50,6	51,5	51,4	58,6

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.

2007 tasas de variación algo más elevadas (4,3% y 4%, respectivamente), debido, entre otras causas, al incremento de remuneraciones variables y al coste salarial asociado a los procesos de ajuste de plantillas. En sentido contrario, las empresas de comercio registraron un aumento de sus remuneraciones muy moderado y por debajo de la media (1,6%), algo normal en un agregado como este, en el que se suelen producir los aumentos más intensos de empleo. El cuadro 2.b, que presenta por separado las empresas que crean empleo y las que lo destruyen, confirma lo expuesto en el análisis sectorial, de modo que han sido las empresas que han destruido empleo durante el primer trimestre de 2007 las que tuvieron mayores subidas en sus remuneraciones medias (4%), en tanto que en las que mantuvieron, o incrementaron, sus plantillas medias el aumento de las remuneraciones medias fue del 3,5%.

### Resultados, rentabilidades y endeudamiento

La expansión mostrada por la actividad productiva en el primer trimestre de 2007 permitió a las empresas afrontar el crecimiento de los gastos de personal y aumentar al mismo tiempo el resultado económico bruto, que creció un 11,2%, más de cuatro puntos por encima de lo que lo había hecho en el mismo período de 2006 (6,8%). Como en el caso ya comentado de la evolución de la actividad productiva, este incremento afectó a la mayoría de los sectores de la muestra. Tanto los ingresos como los gastos financieros registraron aumentos muy elevados durante los tres primeros meses de 2007, alcanzando tasas de variación del 85,1% y del 37,3%, respectivamente. El crecimiento de los ingresos financieros se explica por la entrada de dividendos generados en el exterior por alguno de los grandes grupos españoles. Por su parte, el incremento de los gastos financieros supone prolongar una tendencia iniciada el año anterior, si bien durante el primer trimestre de 2007 es el coste de la financiación la variable que, en mayor medida, explica esta evolución, lo que constituye una novedad. La intensidad del crecimiento registrado en los gastos financieros en los tres primeros meses de 2007 ha llevado a elevar su importancia relativa dentro del conjunto de gastos e ingresos de las cuentas de resultados de las empresas no financieras de la CBT, pasando de representar un 3,7% sobre el total de la producción en el primer trimestre de 2006 hasta el 4,9% del mismo período del año en curso<sup>3</sup>. El siguiente detalle cuantifica las causas que explican esta evolución:

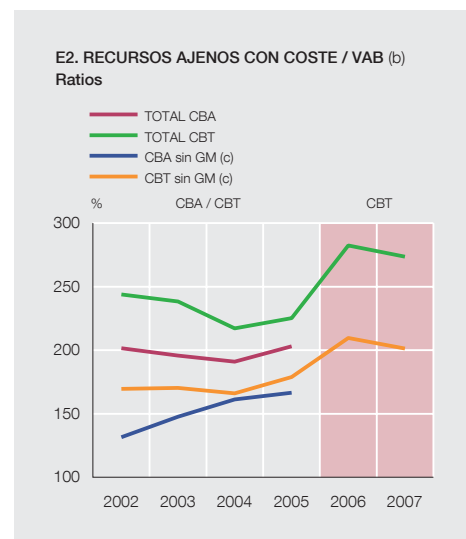
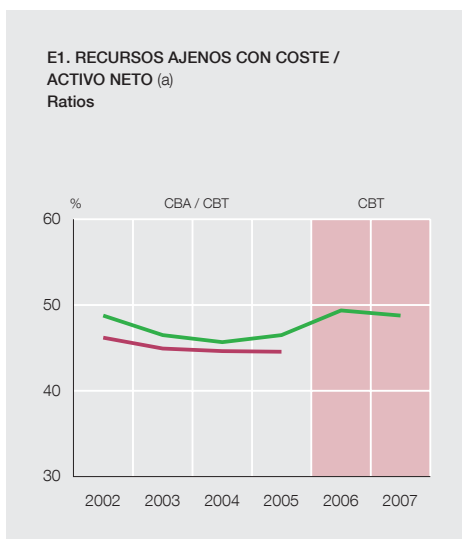
3. Obsérvese (columna 1 del cuadro 1) que estos gastos representaban el 2,6% del total de la producción durante 2005, según la última información disponible de la CBA.

<b>Variación de los gastos financieros</b>	<b>37,3%</b>
A <i>Intereses por financiación recibida (1 + 2)</i>	37,0%
1 Variación debida al coste (tipo de interés)	21,9%
2 Variación debida al endeudamiento con coste financiero	15,1%
B <i>Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	0,3%

Los datos anteriores ponen de manifiesto que, a diferencia de lo que ocurría en 2006, el efecto de los tipos de interés explica más de la mitad del crecimiento de esta rúbrica en la cuenta de resultados. Por su parte, el incremento del endeudamiento se debe, en gran medida, al impacto asociado a las importantes operaciones de adquisición de acciones que tuvieron lugar en los últimos meses de 2006, realizadas por algunas grandes empresas (principalmente, *holdings* del sector construcción), pero que afectan a los gastos financieros devengados en 2007<sup>4</sup>. Esta contribución de la evolución del aumento de los recursos ajenos, entre los primeros trimestres de 2006 y de 2007, a la tasa de variación de los gastos financieros, es compatible con una estabilización de los niveles relativos de endeudamiento en el primer trimestre de 2007, en relación con el período inmediatamente anterior (diciembre de 2006), tal y como confirma la ratio E1 del gráfico 4 (que relaciona los recursos ajenos con coste y el activo neto). Por otra parte, la ratio E2 es un indicador de la posición financiera de las empresas que permite analizar su capacidad de reembolso, relacionando la deuda (consolidada) de las mismas con el valor añadido que generan, y muestra que en 2006 se produjo una sustancial elevación de los niveles de esta ratio, manteniéndose en el primer trimestre de 2007 en valores similares, e incluso ligeramente inferiores, a los que se observaban al cierre del ejercicio anterior.

El aumento de los gastos financieros en el primer trimestre de 2007 se neutralizó por el excepcional crecimiento de los ingresos financieros (tasa de variación del 85,1%, frente al 0,9% en el mismo período del año anterior). Este incremento se explica por la entrada de dividendos provenientes de filiales extranjeras, que han anticipado el momento de su reparto respecto a la práctica seguida el año anterior. La evolución de los gastos e ingresos financieros durante el primer trimestre de 2007 hizo que el RON registrara un crecimiento del 25,1%, superando claramente la tasa de 2006 (2,6%) y poniendo de manifiesto la capacidad de generación de excedentes por parte de las empresas de la muestra trimestral (véase cuadro 5). El incremento del RON y de los gastos financieros permitió a las empresas mantener unos niveles elevados de rentabilidad, tanto del activo neto (que se situó en un 6,6%) como de los recursos propios (que ascendió al 8,8%), alcanzando en ambos casos niveles similares a los del año anterior<sup>5</sup>. Por otro lado, el cuadro 6 refleja la distribución de las empresas, en función de las rentabilidades obtenidas (tanto del activo neto como de los recursos propios). En este trimestre se observa un ligero desplazamiento de la rentabilidad del activo neto hacia segmentos de rentabilidad más altos. Finalmente, el análisis de la ratio R2 (que aproxima el coste de la financiación ajena) confirma la progresiva traslación de las subidas de los tipos de interés a los costes de las empresas, pues alcanzó el 4,3% en el primer trimestre de 2007, frente al 3,7% registrado en 2006. El mantenimiento de elevados niveles de rentabilidad explica que, a pesar

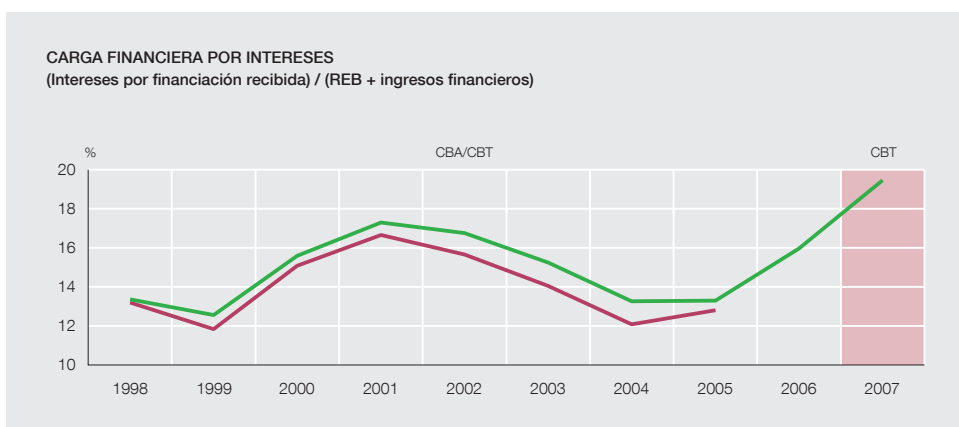
4. Efectivamente, el aumento en los gastos financieros entre I 2006 y I 2007 deriva de la evolución del coste de la financiación y del aumento de la deuda a lo largo del año que media entre ambos. 5. El fuerte aumento en el numerador de la ratio de rentabilidad ordinaria del activo (RON más gastos financieros), queda compensado con el aumento en los activos que forman parte del denominador, entre los que se encuentran las participaciones en sociedades no financieras adquiridas en 2006. En los dos últimos paneles del gráfico 1 se representan la evolución de las ratios que recogen la rentabilidad ordinaria del activo (R.1), el coste de la financiación (R.2) y la diferencia entre ambas, referidas a la evolución de los datos agregados de la CBA por un lado, y de la CBT por otro. Además, ambos paneles recogen la evolución de R.1 y R1 – R2 de la serie enlazada de los primeros trimestres de la CBT. Como puede apreciarse, el nivel de rentabilidad que reflejan los primeros trimestres son considerablemente más bajos que los que se registran a medida que va avanzando el año.



	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CBA	46,2	44,9	44,6	44,5	49,4	48,8
CBT	48,8	46,5	45,7	46,5	49,4	48,8

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CBA	201,5	195,8	190,8	203,1	282,3	273,6
CBT	243,8	238,4	217,1	225,1	282,3	273,6
CBA sin GM	131,5	147,6	161,1	166,5	209,5	201,2
CBT sin GM	169,6	170,2	166,1	178,8	209,5	201,2



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CBA	13,2	11,8	15,1	16,7	15,6	14,0	12,1	12,8	16,0	19,5
CBT	13,4	12,6	15,6	17,3	16,8	15,2	13,3	13,3	16,0	19,5

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**

CUADRO 5

Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

	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	
	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07	2005	I a IV 06 (a)	I 06	I 07
Total	3,6	8,6	6,8	11,2	11,2	19,0	2,6	25,1	8,7	9,5	6,6	6,6	4,9	5,5	2,9	2,3
<b>TAMAÑOS</b>																
Pequeñas	4,6	—	—	—	9,1	—	—	—	6,9	—	—	—	3,2	—	—	—
Medianas	2,4	8,0	17,3	9,7	1,0	17,0	44,2	6,7	7,5	7,7	7,8	7,3	4,0	4,1	4,7	3,5
Grandes	3,6	8,6	6,4	11,2	12,3	19,1	1,4	25,7	8,8	9,6	6,6	6,5	5,1	5,6	2,9	2,2
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA</b>																
Energía	15,8	10,4	10,8	4,4	41,6	7,7	-2,6	5,8	9,8	10,7	8,4	9,0	6,4	7,1	5,0	5,0
Industria	-2,1	17,0	8,9	24,2	2,4	36,7	41,5	43,3	8,7	9,3	6,9	9,4	5,1	5,3	3,1	5,6
Comercio y reparación	2,9	4,7	6,7	13,4	4,1	10,2	7,5	13,8	10,8	8,0	9,7	9,4	7,4	4,2	6,2	4,4
Transportes y comunicaciones	-1,6	4,9	4,8	8,6	0,0	8,4	6,2	14,6	8,5	12,2	10,8	11,6	4,5	8,0	6,8	7,3

FUENTE: Banco de España.

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

de la elevación del coste financiero, la diferencia entre ambas ratios solo se redujera medio punto con respecto al valor obtenido en el primer trimestre de 2006. No obstante, cabe resaltar que esa diferencia se mantuvo en niveles positivos y elevados (2,3%), lo que pone de manifiesto que las empresas han logrado mantener niveles de rentabilidad elevados en el marco de estrategias inversoras con un importante crecimiento de los activos (principalmente, adquisición de acciones y toma de control en otras empresas, acometidas en 2006), con la consiguiente elevación de sus niveles de deuda y, por tanto, de los gastos financieros soportados.

Durante el primer trimestre de 2007 se produjeron fuertes disminuciones tanto de las plusvalías como de las minusvalías, debido a que, a diferencia de lo ocurrido en 2006, en estos períodos no se registraron operaciones significativas de esta naturaleza. Cabe destacar un importante aumento del concepto denominado «restantes rúbricas», derivado de la existencia de cuantiosas dotaciones extraordinarias a las provisiones de cartera, que algunos grandes *holdings* hubieron de registrar como reflejo del menor valor de mercado de sus inversiones en el exterior. Estas dotaciones minoraron el crecimiento del resultado neto final, que, a pesar de ello, creció un 9,5%, ligeramente por debajo del primer trimestre de 2006. Este resultado final supone el 31,8% del VAB del período, que supone un nuevo máximo histórico comparado con los valores obtenidos en los primeros trimestres a lo largo de toda la serie.

A las habituales cautelas que se imponen en la estimación de una variable tan volátil como la inversión en inmovilizado material a partir de los datos de la CBT se unen las derivadas de que, en esta ocasión, los datos se refieren a un único trimestre. Hechas estas precisiones, de la información disponible se deduce una atenuación en el proceso inversor del conjunto de las empresas de la CBT. Así, de la aproximación a la formación bruta de capital fijo en activos materiales deducidos de los datos contables durante el primer trimestre de 2007 se concluye que este agregado creció el 1,3% nominal, por debajo del 2,7% registrado en idéntico trimestre de 2006. Por sectores, se observa que esta evolución se explica por la del sector energético,

**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)	
		I 06	I 07	I 06	I 07
Número de empresas		868	703	868	703
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0%	23,4	24,4	26,7	29,3
	0% < R ≤ 5%	22,5	19,8	15,4	14,0
	5% < R ≤ 10%	15,1	17,4	13,0	10,8
	10% < R ≤ 15%	12,4	12,4	8,5	10,7
	15% < R	26,6	26,1	36,4	35,2
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		6,6	6,6	9,2	8,8

FUENTE: Banco de España.

debido a la menor inversión declarada por las empresas eléctricas en los tres primeros meses de 2007. El resto de agregados sectoriales analizados están reflejando un crecimiento de sus inversiones, superior al experimentado en 2006.

En resumen, las empresas españolas comenzaron 2007 de modo similar a como habían cerrado el año anterior, consolidando, e incluso intensificando, una tendencia claramente expansiva de su actividad productiva. Esta evolución, extensible a prácticamente todos los sectores de actividad, se cimentó en el gran dinamismo de la inversión en bienes de equipo y en el mantenimiento del vigor del consumo privado, en un contexto en el que la demanda exterior neta de las empresas industriales (exportaciones menos importaciones) también contribuyó al crecimiento de la actividad. En línea con la positiva evolución de la actividad, el empleo continuó aumentando, sin que se viera afectado el clima de moderación salarial de los últimos años. La tendencia alcista de los costes financieros, debida tanto a las subidas de los tipos de interés como a los niveles de endeudamiento vigentes desde finales del año 2006, empieza a configurarse como un elemento a seguir, dado su peso en la cuenta de resultados. A pesar de ello, el elevado ritmo de generación de excedentes y las elevadas rentabilidades han compensado la tendencia alcista de los costes financieros y, en suma, han llevado a que los resultados empresariales mostrasen una evolución positiva y se configurase así un panorama de relativo optimismo de cara a los próximos trimestres.

14.6.2007.

# ACTUALIZACIÓN DEL MODELO TRIMESTRAL DEL BANCO DE ESPAÑA

Este artículo ha sido elaborado por Eva Ortega, Eva Ferraz y Samuel Hurtado, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

Una pieza fundamental del análisis de la economía es la realización de ejercicios de previsión. Para ello, es necesario disponer de instrumentos estadísticos y econométricos que describan la economía nacional en su conjunto, de modo que, por un lado, sea posible representar de manera suficientemente fiel su evolución reciente y elaborar una proyección de su trayectoria futura y, por otro, permitan representar los mecanismos de transmisión de las diversas medidas de política económica y de los cambios en las condiciones externas para permitir un buen análisis de qué factores explican la evolución de los principales agregados económicos.

En el caso del Banco de España, esta compleja y necesaria función la desempeña el modelo macroeconómico trimestral (en adelante, MTBE), que se utiliza tanto en la elaboración de proyecciones macroeconómicas a medio plazo (dos-tres años) para la economía española como en la simulación de distintos escenarios. El MTBE permite caracterizar adecuadamente las interrelaciones entre los agregados macroeconómicos y los determinantes de su evolución, de forma coherente con las definiciones de Contabilidad Nacional y con el resto de herramientas de análisis y previsión<sup>1</sup>.

Este artículo resume el reciente trabajo de actualización a que se ha sometido el MTBE, y que se explica en detalle en Ortega et al. (2007). La economía española ha experimentado numerosos cambios en los últimos años, que han podido alterar las relaciones macroeconómicas estimadas en la versión anterior de este modelo [véase Estrada et al. (2004)]. Además, el INE comenzó a publicar desde 2005 los agregados macroeconómicos con un nuevo sistema de Contabilidad Nacional en base 2000 (CNE 2000). Los objetivos de esta actualización son, por tanto, disponer de un modelo similar en estructura y cobertura al anterior, y tratar de mejorar sus propiedades de simulación y previsión.

En los apartados siguientes se describen las características principales del modelo actualizado, que se ilustran después mediante el análisis de los canales de transmisión de algunas perturbaciones a la economía española; finalmente, se discute muy brevemente el papel del modelo en el contexto de las proyecciones macroeconómicas.

### **Principales características del modelo**

En la estimación<sup>2</sup> del modelo actualizado se ha utilizado la base de datos de la CNE 2000, para el período 1986-I TR–2005-IV TR<sup>3</sup>. Dado que es importante caracterizar adecuadamente la dinámica e interrelaciones entre las variables de la economía española, la estimación debe cubrir un período suficientemente largo, pero lo más actualizado posible. Por ese motivo, para la reespecificación del modelo se han desechado los datos anteriores a la entrada de

---

1. Véase Estrada y Vallés (2005). 2. El método de estimación es de máxima verosimilitud con información completa en dos etapas. En una primera etapa se estiman relaciones de cointegración en niveles, y en una segunda etapa se estiman relaciones entre las tasas de crecimiento intertrimestral de las series, incluyendo las relaciones estimadas en la primera etapa como términos de corrección del error. Se han impuesto restricciones teóricas sobre algunas ecuaciones para que el modelo tenga sentido a medio y largo plazo, pero, aparte de estas restricciones necesarias, se ha optado por las especificaciones que permitan unas mejores propiedades de estimación. 3. Los datos de Contabilidad Nacional Trimestral están disponibles en base 2000 solo desde 1995, por lo que han sido enlazados hacia atrás utilizando las tasas de las series en base 1995. Los datos de las Cuentas Anuales de los sectores institucionales, que están disponibles en la nueva base solo desde el año 1999, han sido enlazados hacia atrás del mismo modo. Estas series han sido trimestralizadas con el uso de indicadores y ajustadas de estacionalidad con el programa TRAMO–SEATS.



España en la Unión Europea, que reflejan una economía con características estructurales muy distintas de las actuales. Igualmente, aunque se dispone de datos macroeconómicos para 2006, estos podrían aún ser revisados, por lo que se ha considerado más adecuada su exclusión de la muestra.

En líneas generales, la estructura del modelo es muy similar a la versión previa<sup>4</sup>. El equilibrio de largo plazo está determinado por las condiciones de oferta de la economía, mientras que a corto plazo las variables de demanda son las que guían la evolución del producto. El ajuste de precios y cantidades hacia el equilibrio de largo plazo se produce de forma gradual. El modelo describe una economía pequeña y abierta que pertenece a la Unión Económica y Monetaria, de forma que, desde el punto de vista de la economía española, los tipos de interés, el tipo de cambio del euro y la evolución de la economía mundial son exógenos y se determinan fuera del modelo.

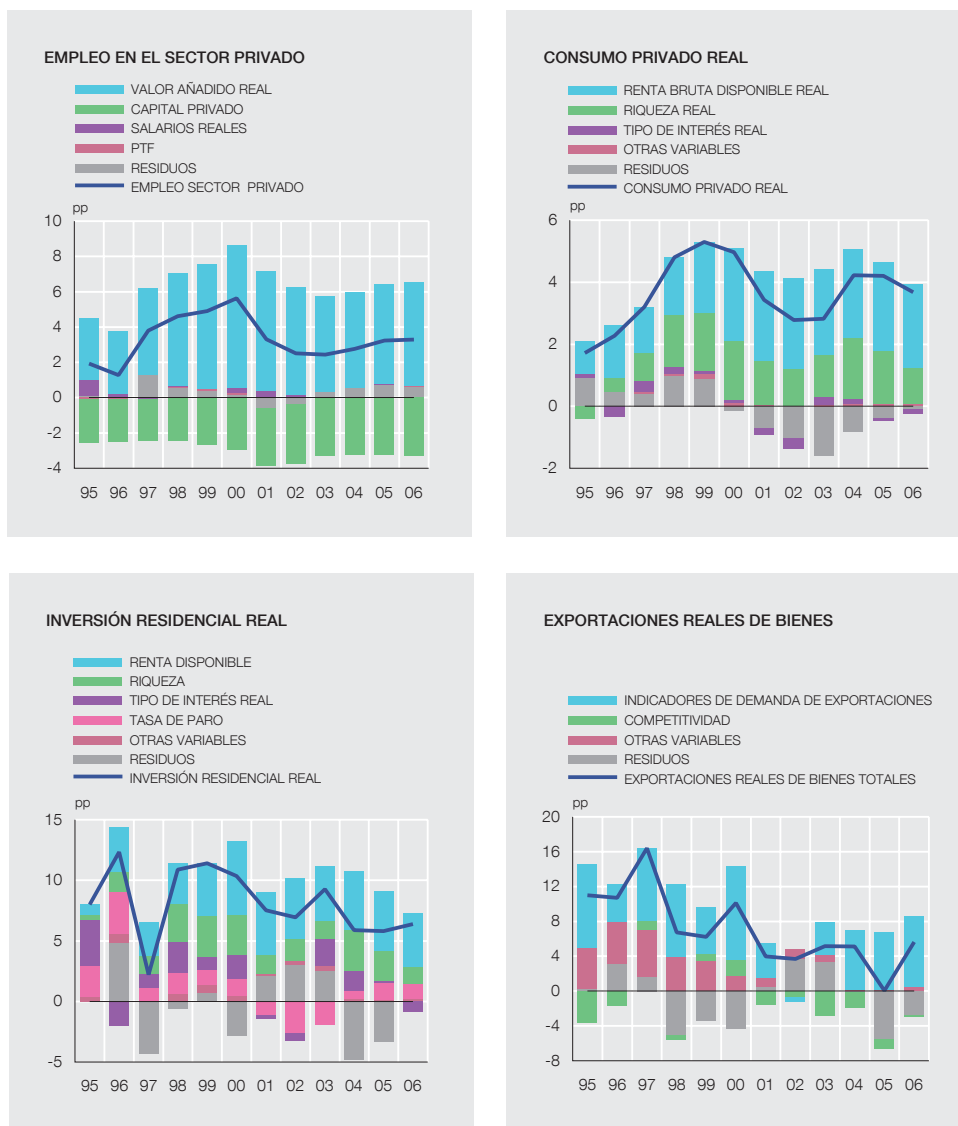
Por otra parte, el MTBE caracteriza principalmente el comportamiento del sector privado de la economía, lo que se realiza a través de una serie de bloques de ecuaciones. A grandes rasgos, el bloque de oferta incluye la producción, la oferta de trabajo y la formación de precios y salarios; el bloque de demanda de los hogares caracteriza la demanda de consumo e inversión residencial, y, por último, el bloque del sector exterior describe el comportamiento de los componentes de la balanza comercial. Se modelizan también algunos aspectos del sector público, aunque muchas de sus variables sean exógenas. Finalmente, el modelo incluye un gran número de identidades y definiciones, con el fin de determinar las cuentas de renta de hogares, empresas y Administraciones Públicas, así como la balanza por cuenta corriente y la capacidad o necesidad de financiación de la nación<sup>5</sup>. El detalle de las ecuaciones estimadas se puede encontrar en Ortega et al. (2007).

En el bloque de oferta se determinan las condiciones de equilibrio de largo plazo para las demandas de factores a partir del supuesto de que una empresa representativa maximiza sus beneficios, dada una demanda de bienes y servicios, en un entorno de competencia imperfecta. Además, esta empresa representativa determina el precio de producción de la economía (medido por el deflactor del valor añadido) como un margen sobre los costes marginales laborales. A su vez, los márgenes dependen del precio de los competidores de los productos españoles. Se ha encontrado que es importante tener en cuenta, además, el creciente peso de los sectores de construcción y servicios en los últimos años a la hora de explicar la evolución reciente de los márgenes en España, pues en estos sectores tienden a ser más elevados que en el resto de la economía.

Se supone una función de producción de tipo Cobb-Douglas, con rendimientos constantes a escala en capital y empleo, y con una tasa de crecimiento exógena de la productividad total de los factores, cuyo valor estimado es inferior al de la versión anterior del modelo. A modo de ilustración, el gráfico 1 representa las contribuciones al crecimiento observado en algunas variables según la relación que mantienen con sus factores determinantes, tal y como recogen las ecuaciones del modelo. En el caso del empleo, que se deriva a partir de la función de producción, se pone de manifiesto su elevada dependencia respecto de la evolución de la actividad, como era de esperar, así como la pérdida de

---

4. También es similar a los modelos de los que disponen muchos de los bancos centrales del Eurosistema para generar sus previsiones macroeconómicas, así como al modelo Multicountry desarrollado para los mismos fines por el Banco Central Europeo. Un resumen de todos ellos se puede encontrar en el volumen editado por G. Fagan y J. Morgan (2005). 5. El MTBE supone que las empresas, que son las que realizan la inversión productiva, son propiedad de los hogares, y a ellos revierten por tanto la renta y el ahorro de las empresas; la deuda pública y los activos exteriores netos (que se definen como la acumulación de la balanza por cuenta corriente) también son propiedad de los hogares.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

relevancia del crecimiento de la productividad total de los factores como variable explicativa.

Con todo, el cambio principal que ha supuesto la actualización del modelo respecto de las ecuaciones que se refieren al mercado laboral es la elevada sensibilidad de la oferta de trabajo a las condiciones demográficas. El cuadro 1 muestra la elevada elasticidad estimada de la población activa a los cambios poblacionales, que es casi unitaria al cabo de tres años. Además, probablemente como consecuencia de la mayor tasa de temporalidad en el período más reciente, el empleo se ajusta más rápidamente a los cambios en el salario, y este, a su vez, responde algo más deprisa a la evolución de la productividad. Los determinantes del comportamiento de los salarios se obtienen, como en la versión anterior del MTBE, de un proceso de negociación entre los sindicatos, que maximizan el bienestar de sus miembros, y las empresas, que, una vez fijado el salario, deciden su demanda de empleo.

Además de los salarios y del deflactor del valor añadido, se estima un bloque de ecuaciones de comportamiento para otros deflactores e índices de precios, que se definen como una media

		Impacto	Tres años	Diez años
CONSUMO PRIVADO	Riqueza financiera real	0,06	0,07	0,04
	Riqueza no financiera real	0,15	0,14	0,07
	Renta disponible real	0,13	0,62	0,81
	Tipo de interés real	-1,12	-0,24	-0,08
INVERSIÓN RESIDENCIAL	Riqueza financiera real	0,10	0,08	0,06
	Riqueza no financiera real	0,36	0,16	0,11
	Renta disponible real	0,13	1,31	1,39
	Tipo de interés real	-0,95	-0,92	-0,90
	Paro	-1,56	-0,31	0,00
INVERSIÓN PRODUCTIVA	Coste de uso real	-0,01	-0,34	-0,55
	PIB real	1,38	1,85	1,12
IMPORTACIONES	Demanda (euro)	2,98	1,03	1,00
	Demanda (no euro)	2,66	1,00	1,00
	Competitividad (euro)	-0,58	-0,38	-0,38
	Competitividad (no euro)	-0,20	-0,21	-0,21
EXPORTACIONES	Demanda (euro)	0,63	0,99	1,00
	Demanda (no euro)	—	1,00	1,00
	Competitividad (euro)	-0,37	-0,43	-0,44
	Competitividad (no euro)	-0,50	-0,91	-0,91
SALARIOS	Productividad	0,44	1,02	1,00
	Paro	-0,32	-0,25	-0,20
	Precios interiores	0,21	0,58	0,57
EMPLERO PRIVADO	Salario real	-0,21	-0,11	-0,01
	PIB real	0,49	1,40	1,67
POBLACIÓN ACTIVA	Población	0,69	0,98	1,00
	Paro	-0,28	-0,44	-0,47
DEFLACTOR VALOR AÑADIDO	Salario real	0,23	0,78	0,88
	Productividad	—	0,52	0,64
	Precios exteriores	0,05	0,12	0,12
DEFLACTOR CONSUMO	Precios interiores	0,37	1,05	0,94
	Precios exteriores	0,14	0,08	0,06

FUENTE: Banco de España.

a. Respuesta proporcional de la variable correspondiente, de impacto o al cabo de 3 o 10 años, ante un cambio en uno de sus determinantes.

ponderada de los precios nacionales y de importación. Así, cualquier variación en un precio se acaba trasladando a todo el sistema de precios y salarios. El cuadro 1 muestra cómo las elasticidades de los deflatores a los precios exteriores son reducidas, y son, además, inferiores a las de la versión previa del modelo.

La inversión productiva privada se obtiene, junto con la demanda de capital, como factor de producción. Es de destacar la sensibilidad de esta variable a la actividad, a través de un efecto acelerador aún más acusado que en versiones previas del modelo. Como muestra el cuadro 1, la elasticidad estimada respecto del PIB alcanza un valor de 1,85 en un horizonte de tres años, muy por encima del estimado en la versión anterior.

Por su parte, la especificación de las ecuaciones de demanda de los hogares se obtiene de acuerdo con la teoría del ciclo vital. Así, tanto la demanda de bienes de consumo como la de-

manda de inversión residencial dependen de la renta permanente y del tipo de interés real que gobierna la elección entre gasto presente y futuro. La decisión de gasto en inversión residencial depende, además, del coste de financiación de las viviendas. En el modelo, la renta permanente se aproxima por una media ponderada de la renta bruta disponible real y la riqueza real.

Uno de los cambios principales que la estimación del MTBE actualizado pone de manifiesto es que las variables financieras han ido ganando importancia como factor determinante en las decisiones de gasto de los hogares. Como reflejan las elasticidades del cuadro 1, las demandas de consumo e inversión residencial de los hogares españoles son muy sensibles al tipo de interés y a la riqueza, tanto financiera como no financiera, esta última fundamentalmente inmobiliaria. Las elasticidades respecto de la riqueza y del tipo de interés son mayores que en versiones previas del modelo, relativas a períodos anteriores, mientras que se ha reducido la elasticidad de corto plazo del gasto de los hogares a la renta disponible. También ha disminuido la sensibilidad a otras medidas del ciclo, que, en cualquier caso, siguen siendo significativas a la hora de explicar la dinámica de corto plazo, como el paro en el caso de la inversión residencial. En el gráfico 1 se representa la evolución en el tiempo de las aportaciones al crecimiento de estas dos importantes variables de demanda. Se puede percibir, por ejemplo, cómo la riqueza ha ido ganando peso desde finales de los años noventa como factor explicativo de la evolución de las demandas de consumo y de inversión residencial.

El sector exterior se trata de forma desagregada, distinguiendo entre exportaciones e importaciones de bienes —separadas entre área del euro y resto del mundo— y de servicios. Las ecuaciones de demanda de importaciones y exportaciones reales son bastante estándar: dependen de una variable de escala que recoge el nivel de la demanda y de unos precios relativos que recogen el efecto de la competitividad.

Lo más reseñable de la estimación actualizada del sector exterior es la menor sensibilidad observada a la competitividad-precio, especialmente en el medio y largo plazo<sup>6</sup>. Una posible explicación de este cambio puede ser, en el caso de las exportaciones, su mayor grado de diferenciación, que les permite competir de forma creciente por mecanismos distintos al precio. En cualquier caso, como pone de manifiesto el gráfico 1, el abaratamiento relativo de los productos de los competidores ha contribuido negativamente en los últimos años al crecimiento de las exportaciones de bienes (agregando las que se destinan al área del euro y al resto del mundo). Además, se aprecia que las importaciones reaccionan más que en períodos anteriores a cambios en la demanda final, debido a que así sucede también con la inversión, que tiene un gran peso en la demanda total de importaciones.

Los deflatores de las variables de comercio exterior se modelizan como una combinación de precios exteriores e interiores. En general, el peso de los precios exteriores es muy superior, pero las elasticidades relativas a los precios interiores han aumentado respecto de períodos anteriores, especialmente para los deflatores de las importaciones.

Finalmente, el comportamiento de las Administraciones Públicas se encuentra representado en el modelo con un conjunto de definiciones contables y un número reducido ecuaciones estimadas<sup>7</sup>.

---

6. Así, la elasticidad a tres años de las importaciones de bienes del área del euro (de fuera del área del euro) respecto de su precio relativo frente a los precios interiores ha pasado de ser  $-0,54$  ( $-0,47$ ) en la versión anterior del modelo a  $-0,38$  ( $-0,21$ ) en la estimación actual presentada en el cuadro 1. En el caso de las exportaciones al área del euro (a fuera del área del euro), la elasticidad respecto su precio relativo frente al de los competidores ha pasado de ser  $-0,86$  ( $-1,08$ ) en la versión anterior del modelo a  $-0,43$  ( $-0,91$ ) en la estimación actual. 7. Estas son las de los deflatores del consumo, inversión y valor añadido públicos, y la de los salarios públicos. Además, en los casos en que se utiliza el modelo para ejercicios de simulación a horizontes muy extendidos, se añade una regla fiscal. Dicha regla modifica el tipo efectivo de los impuestos sobre los hogares para que la proporción de la deuda pública o del déficit público sobre el PIB se mantenga inalterada en el largo plazo.

Sin embargo, aunque en su mayor parte es exógeno, la evolución del sector público no es independiente del resto de la economía. Esto es así porque las cantidades recaudadas o transferidas se calculan a partir de unas bases que dependen de la evolución del sector privado en el modelo, relacionadas con el valor añadido, con la renta o con el desempleo. Sobre dichas bases se aplican unos tipos impositivos —que se consideran exógenos— para distintas categorías de imposición directa, imposición indirecta, cotización a la Seguridad Social y prestaciones sociales.

Cabe destacar que la reestimación del modelo ha permitido reducir considerablemente el tamaño de los residuos que se venían observando en algunas de las ecuaciones en los últimos años. Esta mejora se aprecia especialmente en el caso de las variables del mercado de trabajo (población activa, empleo y salarios), de la inversión residencial y de la mayor parte de los precios. En otros casos, como, por ejemplo, las exportaciones o la inversión productiva, las propiedades de estimación mejoran respecto de la versión anterior del modelo, pero caben refinamientos adicionales, que se podrán realizar dentro del proceso de mejora continua que requiere una herramienta de este tipo.

### **Los mecanismos de transmisión de perturbaciones**

La realización de ejercicios de simulación es uno de los dos usos principales del MTBE, junto con la contribución a la elaboración de las proyecciones macroeconómicas. Estos ejercicios tienen la finalidad de cuantificar el efecto que puede tener sobre la economía española una determinada medida de política económica o una evolución distinta de la prevista para una o varias variables. A continuación se presentan dos ejemplos de ejercicios de simulación, que permiten ilustrar los principales mecanismos de transmisión de perturbaciones en el modelo.

El cuadro 2 resume las reacciones de las principales variables macroeconómicas en cada caso. El horizonte de simulación es de seis años, período en que muy probablemente las medidas de política económica ya han desplegado todos sus efectos y se han materializado casi todos los ajustes tras una perturbación. Se observará que, aunque en el MTBE la evolución de la economía en el largo plazo viene determinada por las variables de oferta, los mecanismos de ajuste, tanto en el corto como en el medio plazo, descansan fundamentalmente sobre los precios y las variables de demanda.

El primer análisis es el de una perturbación a los tipos de interés. Se supone un aumento de los tipos a corto plazo de un punto porcentual, que se mantiene en ese nivel durante seis años. El incremento de los tipos de interés a corto plazo se ve acompañado de un aumento proporcional de los tipos a largo plazo<sup>8</sup>.

La respuesta de las variables macroeconómicas a esta elevación de los tipos de interés es relativamente estándar. El aumento en los tipos de interés implica un mayor coste de financiación, por lo que tanto las empresas como los hogares reducen sus demandas de gasto, con lo que caen la inversión productiva, la inversión residencial y el consumo. Ante la menor demanda agregada, las empresas inician un proceso de ajuste de la producción que supone un descenso en la demanda de capital y de empleo. Por otra parte, los precios también se ven afectados por la contracción de la demanda. Además, la corrección a la baja de la demanda de trabajo por parte de las empresas provoca un descenso en los salarios que, a su vez, se acaba trasladando al resto de precios.

---

8. En los ejercicios de simulación, los tipos de interés a largo plazo se calculan en cada momento, según la estructura temporal de los tipos de interés, como la media de los tipos a corto de los próximos diez años. En los ejercicios de previsión son exógenos y su valor se toma de la senda de tipos a largo prevista por el mercado.

Diferencias porcentuales entre los niveles de las variables en la simulación y en el escenario base

		Tipos de interés (a)			Mercados mundiales (b)		
		Año 1	Año 3	Año 6	Año 1	Año 3	Año 6
1 PRECIOS Y COSTES	1.1 IAPC	0,00	-0,23	-0,40	-0,01	-0,18	-0,32
	1.2 Deflactor del PIB	-0,02	-0,37	-0,43	-0,02	-0,22	-0,34
	1.3 Remuneración por asalariado	-0,04	-0,43	-0,66	-0,06	-0,24	-0,33
	1.4 Deflactor de exportaciones (bienes área del euro)	0,00	-0,08	-0,15	0,00	-0,06	-0,12
2 ACTIVIDAD	2.1 PIB	-0,11	-0,76	-0,80	-0,14	-0,35	-0,38
	2.2 Consumo privado	-0,15	-0,62	-0,58	-0,02	-0,16	-0,23
	2.3 Formación bruta de capital fijo	-0,32	-2,86	-2,96	-0,12	-0,66	-0,66
	2.3.1 Inversión productiva privada	-0,47	-3,49	-4,35	-0,21	-0,84	-0,91
	2.3.2 Inversión residencial	-0,23	-3,01	-1,97	-0,05	-0,63	-0,53
	2.4 Exportaciones de bienes y servicios	0,00	0,06	0,13	-0,90	-1,00	-0,90
	2.5 Importaciones de bienes y servicios	-0,23	-1,39	-1,14	-0,45	-0,66	-0,63
	2.6 Aportación al PIB: sector exterior	0,08	0,49	0,44	-0,09	-0,05	-0,03
2.7 Cap./nec. de financiación (% del PIB) (c)	0,07	0,41	0,39	-0,11	-0,12	-0,15	
3 HOGARES	3.1 Renta disponible real de hogares	-0,11	-0,67	-0,47	-0,12	-0,28	-0,24
	3.2 Tasa de ahorro (% de la renta disponible) (c)	0,04	-0,04	0,10	-0,09	-0,11	0,00
4 MERCADO DE TRABAJO	4.1 Tasa de desempleo (%) (c)	0,03	0,41	0,43	0,05	0,23	0,30
	4.2 Ocupados	-0,04	-0,67	-0,67	-0,07	-0,36	-0,46
	4.3 Productividad aparente del trabajo	-0,07	-0,11	-0,17	-0,08	0,02	0,09

FUENTE: Banco de España.

a. Aumento de un punto porcentual de los tipos de interés a corto plazo, acompañado del incremento proporcional en los tipos de interés a largo plazo.

b. Reducción permanente, de un punto porcentual, en la demanda de importaciones de los socios comerciales de España.

c. Diferencia de porcentajes.

Los efectos de segunda vuelta sobre el consumo y la inversión refuerzan el impacto inicial de la reducción de la demanda. La menor renta reduce el consumo, mientras que la caída de la demanda activa el efecto acelerador de la inversión productiva. Por otro lado, el consumo y la inversión se ven afectados también por el mayor coste de uso real provocado por la menor inflación. Sin embargo, la mejora en la contribución del sector exterior al crecimiento de la economía, vinculada principalmente a la reducción de las importaciones, mitiga el efecto contractivo de esta perturbación.

Al final del período de simulación, el efecto de esta subida de tipos sobre el PIB es de aproximadamente  $-0,80$  puntos porcentuales (pp) respecto de su nivel en el escenario base previo a la perturbación, lo cual supone una reducción de algo más de una décima en la tasa media anual de crecimiento del PIB. El efecto máximo se alcanza tras el cuarto año, momento en el que la mayoría de variables comienzan a retornar hacia sus valores de equilibrio. Entre las variables de demanda, la inversión productiva es la que experimenta una mayor desaceleración. En cuanto al mercado de trabajo, el desempleo aumenta a un ritmo anual de  $0,07$  pp. Por otro lado, la desaceleración de los salarios no es del todo trasladada a los precios, que se reducen en menos de medio punto porcentual al cabo de los seis años de simulación.

De forma complementaria se presentan los resultados de una segunda perturbación, que consiste en una disminución permanente (de un punto porcentual) en las demandas de importaciones de todos nuestros socios comerciales.

Las exportaciones españolas reaccionan ante esta perturbación de forma bastante rápida<sup>9</sup>, reduciéndose en aproximadamente un punto porcentual tras el primer año (véase cuadro 2). Esta caída de las exportaciones implica una reducción de la demanda agregada, que desencadena un proceso como el descrito en la perturbación anterior, en que las empresas demandan menos inversión y empleo, traduciéndose esto en un menor crecimiento de salarios y precios.

En este caso, la contracción acumulada sobre el PIB es de 0,38 pp respecto de su nivel previo a la perturbación. Aunque la caída de las exportaciones es máxima en el primer año, la del PIB no lo es hasta pasados cuatro años, debido a que el efecto indirecto sobre la demanda interna hace que la desaceleración de la economía se intensifique posteriormente. Por otra parte, la disminución de precios y salarios es bastante homogénea, reduciéndose el crecimiento acumulado de ambos, al final de los seis años, en torno a un tercio de punto porcentual. La contribución del sector exterior al crecimiento del PIB es de -0,09 pp el primer año, como resultado de la caída en las exportaciones, pero esta contribución negativa se hace paulatinamente menor a lo largo del horizonte de simulación, a medida que la reducción de la actividad —y, especialmente, de la inversión— hace que disminuyan también las importaciones.

### **Proyecciones**

Las proyecciones de la economía española en los trimestres más inmediatos se sustentan principalmente en herramientas de previsión e indicadores de corto plazo. En horizontes más prolongados, un modelo —como el MTBE— que recoja adecuadamente las interrelaciones entre los agregados macroeconómicos y los determinantes de su evolución, de forma coherente con las definiciones de Contabilidad Nacional y con el resto de herramientas de análisis y previsión, es fundamental. En este contexto, el MTBE desempeña una doble función:

De una parte, permite validar el escenario central de proyección, que se obtiene de la combinación de la información que proporcionan distintos procedimientos de previsión, sobre todo de corto plazo. El MTBE actúa como mecanismo de contraste, indicando en qué medida algunas de las pautas de este escenario no resultan coherentes con la evolución de las variables exógenas o de otros agregados macroeconómicos. Sobre la base de este escenario central, se analizan los residuos de las ecuaciones, esto es, la parte de la evolución de las variables que no vendría explicada por los determinantes que se incluyen en las ecuaciones respectivas. Esto se realiza a través de cuadros de aportaciones como los que se presentan en el gráfico 1, ampliados al horizonte de proyección. La experiencia acumulada hasta el momento es que el MTBE tiende a validar las proyecciones macroeconómicas, en cuya elaboración se tiene en cuenta más información que la que incluyen las ecuaciones del MTBE. Sin embargo, tiende también a predecir ajustes algo más bruscos que los incorporados en el escenario central ante cambios en algunas variables exógenas.

De otra parte, aporta información para realizar el análisis de riesgos de las proyecciones. Para ello se realizan ejercicios de simulación con el modelo, como los presentados en el epígrafe anterior, cuantificando los efectos sobre el escenario central de previsión de un cambio en los supuestos sobre los que este se sustenta, o de un cambio en la senda prevista de cualquier variable cuya evolución se perciba con particular incertidumbre.

### **Conclusiones**

En este artículo se presentan los resultados de la actualización del modelo trimestral del Banco de España (MTBE), recogiendo así los numerosos cambios que ha experimentado la eco-

---

9. La rapidez de la reacción de las exportaciones se debe a que en el largo plazo se impone una elasticidad unitaria respecto de la demanda mundial, y a que en el corto plazo se ha estimado una convergencia rápida hacia los valores de largo plazo. Dicha condición de largo plazo es necesaria para garantizar la no explosividad de la balanza comercial ante cualquier perturbación que afecte de modo distinto a la economía nacional frente a la mundial. A diferencia de versiones anteriores del modelo, esta restricción de largo plazo es aceptada en la estimación con los datos actualizados.

nomía española en los últimos años, además de la información que proporciona la nueva Contabilidad Nacional en base 2000.

El MTBE sigue siendo fundamentalmente un modelo de demanda, como muestran los ejercicios de simulación presentados. Los mecanismos de transmisión de las perturbaciones, así como los valores estimados para las principales elasticidades del modelo, muestran una economía que responde con intensidad a cambios en las condiciones financieras y en la riqueza de los hogares. Cabe subrayar, también, el importante papel acelerador de la actividad que desempeña la inversión, así como la elevada sensibilidad de la oferta de trabajo a los cambios demográficos. Respecto del sector exterior, es reseñable la menor sensibilidad tanto de las exportaciones como de las importaciones a cambios en la competitividad-precio. Estos resultados muestran que, frente a versiones anteriores, el modelo actualizado otorga mayor peso a los desarrollos más recientes de la economía, como son los procesos de apertura y liberalización de la economía y del sistema financiero, el crecimiento del endeudamiento de hogares y empresas, y el aumento de la población activa, tanto por la mayor incorporación de la mujer al mercado de trabajo como por la inmigración.

En todo caso, el MTBE es una representación estilizada de la realidad económica, con lo que debe ser considerado como una herramienta importante, pero no como la única fuente de información en la elaboración de las proyecciones macroeconómicas o en el análisis del efecto que puedan tener las distintas perturbaciones sobre la economía española.

18.6.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ESTRADA, Á., J. L. FERNÁNDEZ, E. MORAL y A. V. REGIL (2004). *A Quarterly Macroeconometric Model of the Spanish Economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0413, Banco de España.
- ESTRADA, Á., y J. VALLÉS (2005). «Los instrumentos de previsión y modelización económica», en Servicio de Estudios del Banco de España, *El análisis de la economía española*, cap. 5, Alianza Editorial.
- FAGAN, G., y J. MORGAN (2005). *Econometric Models of the Euro-area Central Banks*, Ed. Edward Elgar.
- ORTEGA, E., P. BURRIEL, J. L. FERNÁNDEZ, E. FERRAZ y S. HURTADO (2007). *Actualización del modelo trimestral del Banco de España*, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.



# UN ANÁLISIS DE LOS DETERMINANTES DEL TURISMO NO RESIDENTE EN ESPAÑA

## Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España

Este artículo ha sido elaborado por Javier Álvarez, Coral García y Esther Gordo, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

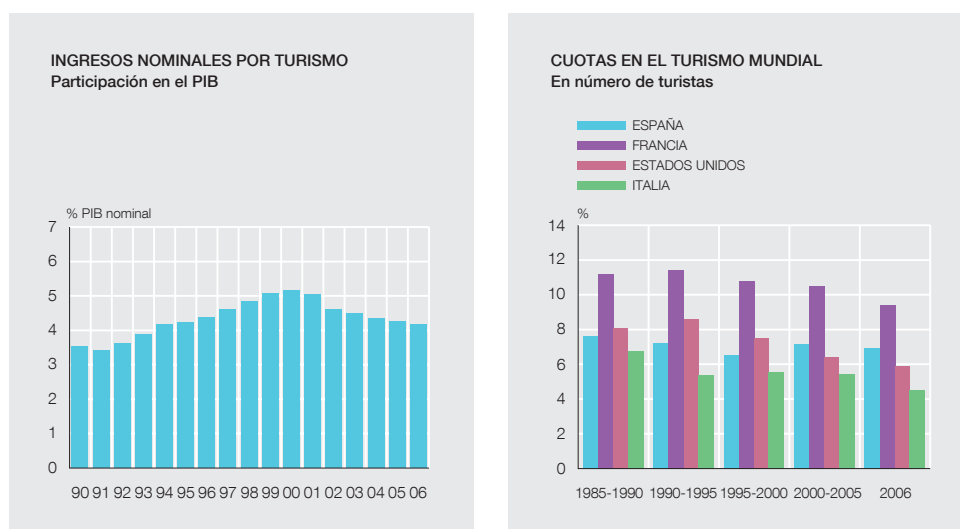
### Introducción

La influencia del turismo en la economía española es de sobra conocida. Aparte de su incidencia sobre la distribución espacial de la renta y sobre el desarrollo urbanístico y medioambiental de algunas regiones, la aportación del turismo receptor ascendió a un 4,9% del PIB en 2005, según las cifras de la Cuenta Satélite del Turismo; desde la perspectiva de las relaciones con el exterior, desde 1970 el superávit de la rúbrica de Turismo y viajes de la Balanza de Pagos ha compensado más del 70% del déficit de la balanza de mercancías, aunque este porcentaje es inferior al 50% en el promedio del período 2003-2006. En el año 2006 llegaron a España 58,5 millones de turistas, lo que representa una cuota del 7% del turismo internacional, muy superior a la participación de la economía española en el producto mundial. En la actualidad, España es el segundo país del mundo tanto en términos de ingresos de turismo como de visitantes internacionales, y, lo que es más importante, en los años recientes ha ido afianzando esta posición, a pesar de que el auge de nuevos destinos competidores, como Turquía, China o Croacia, ha provocado un descenso de la cuota de otros mercados turísticos tradicionales (véase gráfico 1).

Los factores anteriores justifican la importancia de disponer de herramientas que permitan analizar y comprender la evolución de los ingresos por turismo desde la perspectiva de sus determinantes estructurales y obtener proyecciones sobre su evolución a corto y medio plazo. Los cambios que ha experimentado el sector turístico en los años recientes hacen que merezca la pena replantearse la estimación de una ecuación de ingresos por turismo. Dentro de esos cambios, cabe destacar la reducción de los costes de transporte que se deriva del desarrollo de las tecnologías de la información y las comunicaciones, de la liberalización del sector de transporte y del auge de las compañías de costes y precios bajos, lo que, junto con la agilización de los procesos de contratación y, por tanto, la mayor competencia en el sector, está posibilitando el acceso a los viajes internacionales de un porcentaje creciente de la población mundial. Al mismo tiempo, estos factores propician cambios en el comportamiento de los turistas, que, en general, tienden a realizar un mayor número de viajes a lo largo del año, de duración más reducida, con el consiguiente descenso de la estancia y del gasto medio por turista que se aprecia a nivel internacional. En el caso de la economía española, estos cambios se han simultaneado con otros de carácter más específico, como el aumento de la demanda de segundas residencias por parte de extranjeros, que se refleja en la importancia creciente de los turistas alojados en viviendas en propiedad, o en casas de familiares y amigos, que, en general, presentan un perfil de gasto distinto del turismo más tradicional alojado en establecimientos hoteleros.

Además de los retos que plantean todas estas transformaciones en la elaboración de las estadísticas<sup>1</sup>, resulta de interés analizar cómo en este entorno cambiante la evolución de los ingresos por turismo puede ser explicada por sus determinantes fundamentales y, en particular, por la renta exterior y los precios relativos. Con el propósito de responder a esta pregunta, en este artículo se presentan los resultados que se obtienen al modelizar los ingresos por turismo de no residentes para la economía española mediante un modelo de corrección del

1. En el *Boletín Económico* del mes de abril se describen con detalle los cambios en el procedimiento de estimación de la rúbrica de ingresos por Turismo y viajes de la Balanza de Pagos que ha introducido recientemente el Banco de España [véase Álvarez, Camacho, Pérez-Quirós y Tello (2007)].



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Organización Mundial del Turismo y Banco de España.

error con datos trimestrales para el período 1992-2006. En la siguiente sección se describen los determinantes teóricos de esta variable, así como las aproximaciones empleadas para cuantificarlos. A continuación, se presentan las elasticidades estimadas del modelo y se comparan con las obtenidas en otros estudios internacionales y nacionales. En la penúltima sección se analizan el comportamiento de los ingresos por turismo y las contribuciones de cada uno de sus determinantes a esa evolución. El trabajo finaliza con un resumen de las conclusiones más relevantes.

### **La ecuación de ingresos por turismo**

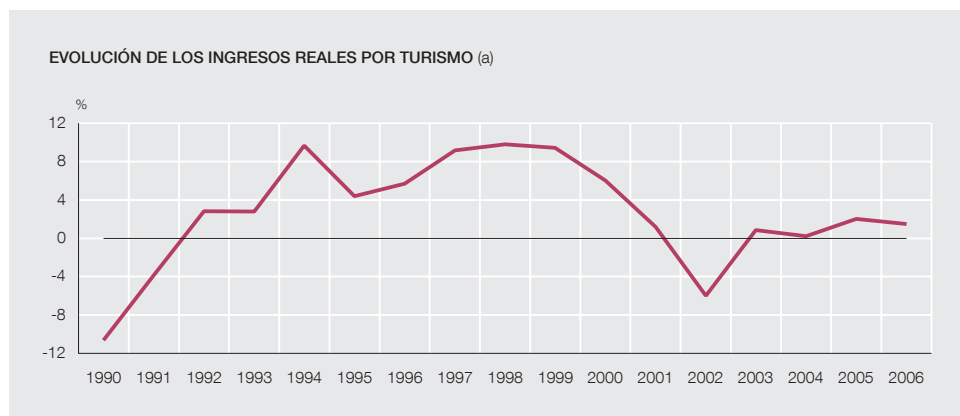
ESPECIFICACIÓN Y  
ELABORACIÓN DE VARIABLES

La mayoría de los trabajos que tratan de modelizar los ingresos por turismo de una economía lo hace a partir de un modelo basado en la teoría clásica de la demanda. En ese marco, la determinación del gasto turístico constituye una decisión más en el proceso de asignación de recursos entre los distintos componentes del gasto. Además, se supone que la elasticidad de oferta de servicios turísticos es infinita, de modo que la demanda puede estimarse de manera aislada sin incurrir en sesgos de estimación. En consecuencia, la demanda turística aproximada mediante los ingresos por turismo reales (ITUR) depende positivamente de la renta real de los turistas no residentes ( $Y^*$ ) y negativamente de los precios relativos ( $P/P^*$ ):

$$\text{ITUR} = F(Y^*, P/P^*) \quad [1]$$

Aunque esta especificación suele ofrecer resultados satisfactorios como herramienta de previsión y análisis de la evolución de los ingresos por turismo<sup>2</sup>, los supuestos sobre los que descansa pueden resultar poco apropiados en algunos contextos. En particular, el supuesto de elasticidad de oferta infinita podría resultar muy restrictivo para destinos en fase de desarrollo o expansión, pero no tanto para un destino maduro como el español, con abundante oferta de alojamientos turísticos e infraestructuras de transporte. Por otra parte, esta aproximación no considera otros múltiples factores que potencialmente pueden influir en los resultados del sector turístico, entre los que destaca la diversidad de los distintos destinos en cuanto a condiciones climáticas, culturales o la existencia de riesgos políticos.

2. Véase Li, Song y Witt (2005) para un resumen de los estudios recientes sobre los determinantes de la demanda turística.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación de los ingresos nominales de Balanza de Pagos deflactados por un índice de precios turísticos de no residentes.

En consecuencia, en este trabajo se parte de un modelo que incorpora la renta exterior y los precios relativos como determinantes fundamentales de los ingresos por turismo, y, sobre esta base, se trata de contrastar la influencia de otras variables explicativas relacionadas con la oferta o con los cambios en las preferencias de los consumidores comentados en la introducción.

A continuación se resumen las variables que se emplean en la estimación y en el anejo 1 se describen la metodología y las fuentes estadísticas que se utilizan para calcularlas.

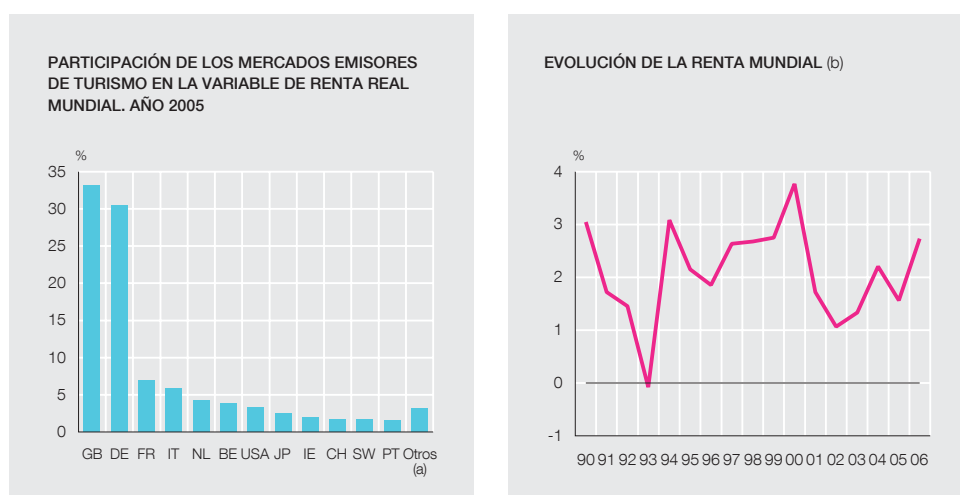
#### Demanda turística

En este trabajo la demanda turística se aproxima mediante los ingresos de la rúbrica de Turismo y viajes de la Balanza de Pagos, variable que recoge el valor de los bienes y servicios adquiridos en una economía para su propio uso o para regalo por no residentes<sup>3</sup> durante sus visitas hechas a la misma<sup>4</sup>, excluyendo de aquel el gasto asociado al transporte internacional de los no residentes en sus visitas a otras economías<sup>5</sup>. Esta serie nominal se deflacta usando un índice de precios representativo del consumo de los turistas no residentes (véase anejo 1). Una alternativa que se ha empleado en muchos otros trabajos consiste en utilizar como variable dependiente el número de turistas<sup>6</sup> que visitan el país en un período determinado. Sin embargo, a pesar de las dificultades que conlleva su medición, común a otros países, los ingresos de turismo constituyen una aproximación más completa de la incidencia en el sector turístico del turismo receptor, ya que su evolución resume no solo la afluencia de turistas, sino también la duración de su estancia y su gasto medio diario. En el gráfico 2 se presenta la evolución de los ingresos reales por turismo durante el período 1990-2006, apreciándose dos etapas muy diferenciadas en su comportamiento, ya que, tras registrar una notable expansión hasta el año 2000, durante los años recientes han mostrado un avance moderado.

#### Renta real

De acuerdo con la literatura empírica, la renta de los turistas constituye el principal determinante de los ingresos por turismo de una economía. Para aproximar esa variable se utiliza un

3. Dentro del grupo de visitantes no residentes se pueden distinguir aquellas personas que realizan visitas a otros países por motivo de negocio o por motivo personal (otro motivo distinto de negocios, como vacaciones, participación en actividades recreativas y culturales, visitas a amigos o parientes, peregrinación o visitas relacionadas con un motivo de educación o salud). 4. Véase Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional [versión preliminar FMI (2007), pág. 10.74]. 5. El transporte internacional de viajeros aparecería incluida en Servicios de transporte de pasajeros en Balanza de Pagos. 6. En este artículo, mientras no se indique lo contrario, se utilizarán indistintamente los términos «visitante» y «turista», aunque los primeros incluyen también a los excursionistas.



FUENTES: OCDE, Fondo Monetario Internacional e Instituto Nacional de Estadística.

a. Dinamarca, Austria, Luxemburgo, Finlandia y Grecia.

b. PIB real de nuestros principales mercados emisores de turismo ponderados por su importancia en el turismo español de no residentes.

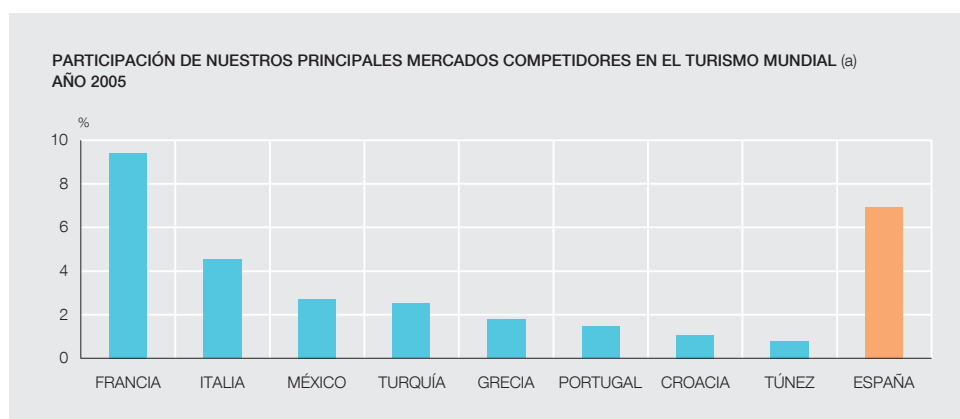
indicador de la renta real de los principales mercados de origen de los turistas que visitan España. Como se puede apreciar en el gráfico 3, en el caso de la economía española la mayor parte de los turistas procede de Europa y, de ellos, los británicos y alemanes representan más de la mitad de los turistas que llegan a España, de modo que el indicador de renta real viene determinado, en buena medida, por la situación económica de estos dos países.

La teoría económica considera que el gasto turístico constituye un bien «superior» o de lujo y, en consecuencia, cabe esperar que su elasticidad respecto a la renta sea superior a la unidad. No obstante, la mayor propensión a viajar de la población mundial, asociada, como se ha dicho, a la reducción de los costes de transporte, y el aumento de la competencia en el sector, ligado al desarrollo de nuevas tecnologías, que ha favorecido la aparición del denominado «turismo de masas», podrían haber modificado esa característica.

#### Competitividad-precio

El segundo determinante de los ingresos por turismo es la competitividad o precio relativo del país como destino turístico. En la práctica, resulta extraordinariamente complejo elaborar un indicador que aproxime este concepto [véase Bravo (2004)]. En primer lugar, la demanda turística no se refiere a un único producto, sino que engloba un conjunto de bienes y servicios que forman parte de la cesta de consumo típica de un turista, entre los que destacan los servicios de hostelería y restauración, los de transporte y los de las agencias de viajes. Ante las dificultades para obtener información de precios desagregada, suficientemente homogénea para todos los países considerados en el índice, en este trabajo se ha optado por emplear el IPC general como indicador de precios del turismo. En segundo lugar, la competitividad-precio de un destino turístico, como la de cualquier otro bien, debe medir la evolución de los precios de ese destino no solo frente a los mercados de origen de los turistas, sino también frente a otros destinos alternativos.

Teniendo en cuenta dichas consideraciones, en este trabajo se han elaborado diversos índices de competitividad-precio que se introducen alternativamente en la ecuación estimada, seleccionando aquel que presenta una mayor capacidad explicativa. El primero de ellos es un índice que mide la evolución de los precios relativos de España frente a los países de procedencia de los visitantes (o países clientes), considerando como tales los mismos países que se han tenido en cuenta para calcular el indicador de renta exterior.



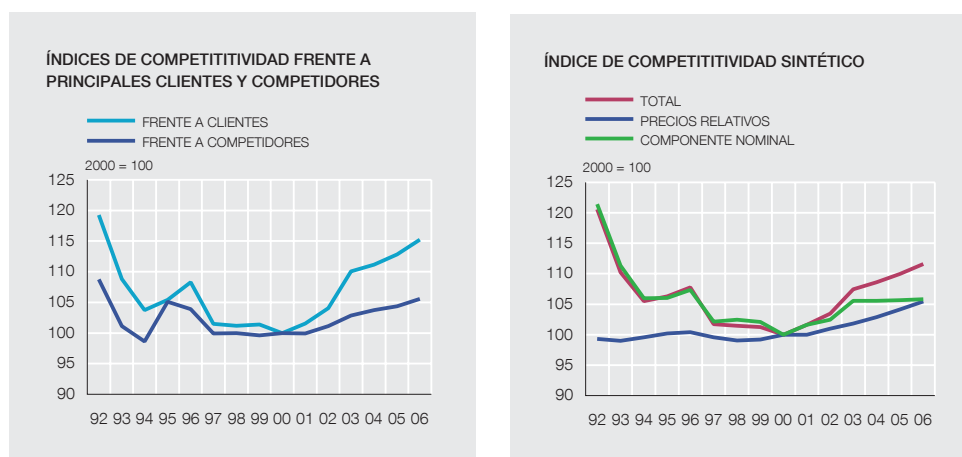
FUENTE: Organización Mundial del Turismo.

a. Calculada a partir del número de turistas.

En segundo lugar, se elabora un índice de precios relativos que trata de medir la competitividad de España frente a otros destinos turísticos alternativos (competitividad frente a competidores). Para seleccionar los países competidores se han tenido en cuenta aquellos que tienen mayor relevancia como destino turístico internacional y que ofrecen un producto turístico sustitutivo del español y, por tanto, se encuentran especializados en el segmento de «sol y playa». En concreto, estos países son Francia, Grecia, Italia, Portugal y México. También se incluyen Croacia, Túnez y Turquía, que en los años recientes han mostrado un enorme potencial de expansión, aunque todavía tienen una participación reducida en el turismo mundial (véase gráfico 4).

Aunque en los años recientes las pérdidas de competitividad-precio frente a los países clientes han sido mayores que las registradas frente a los países competidores, existe una elevada correlación entre ambas series (véase gráfico 5). Este resultado justifica que la mayoría de los trabajos empíricos incorporen exclusivamente una de estas medidas de competitividad, renunciando a la información adicional que proporciona la otra. En este trabajo, en cambio, se calcula un índice sintético de competitividad frente a clientes y competidores, aplicando el sistema de doble ponderación habitual de los índices de competitividad elaborados con precios de exportación [véase Maycas (1988), para una descripción del sistema de doble ponderación]. Según este procedimiento, cada país considerado en el índice de precios relativos recibe una ponderación basada no solo en su importancia como cliente, sino también como competidor o mercado de destino de turistas de nacionalidades relevantes en la estructura del turismo de España. En el gráfico 5 se presenta también la evolución de este indicador sintético, desglosando el mismo en sus componentes de tipo de cambio y de precios relativos. Como se puede apreciar, hasta el año 2000 el índice de competitividad-precio experimenta una paulatina mejora asociada a la tendencia a la depreciación del tipo de cambio de la peseta y del euro, en tanto que el componente de precios relativos permanece prácticamente estabilizado. En cambio, a partir de ese año se aprecia un deterioro de la competitividad-precio, que refleja tanto la apreciación del euro como el mayor crecimiento de los precios españoles en relación con los países clientes y competidores del sector turístico español.

En general, la evidencia empírica disponible señala que la sensibilidad de la demanda internacional de turismo a los precios relativos varía en función del grado de desarrollo de un destino turístico [véase Syriopoulos y Synclair (1993)]. En este sentido, dado el estadio de madurez alcanzado por la mayoría de los destinos turísticos españoles, cabría esperar que la sensibilidad de la demanda a los cambios en los precios relativos fuera en los últimos años inferior a la registrada en el pasado.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, OCDE, Organización Mundial del Turismo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad-precio, y viceversa.

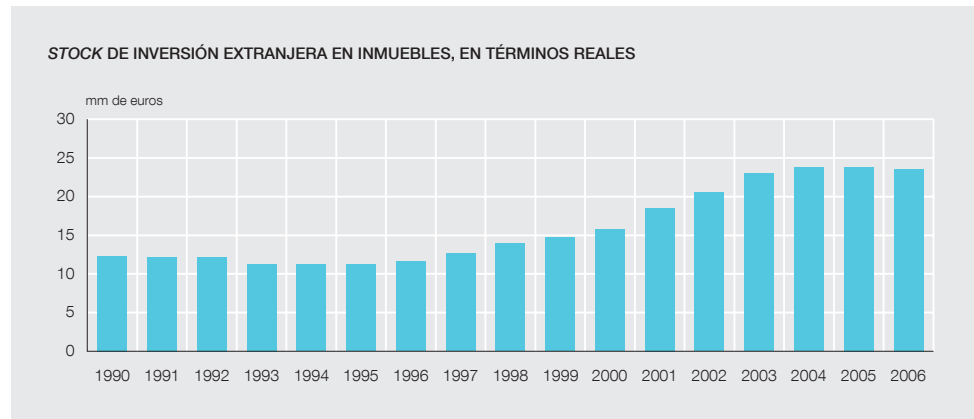
Adicionalmente, la importancia que está adquiriendo en la economía española el denominado turismo no residente residencial, alojado en viviendas en propiedad, podría estar incrementando la fidelidad hacia España como destino turístico, reduciendo en los últimos años la sensibilidad a los precios relativos. Este hecho puede resultar favorable en un contexto de aparición de nuevos competidores con niveles de precios y costes inferiores a los de España.

Otras variables relevantes

*Costes de transporte.* Aunque en la elaboración de los precios relativos descrita anteriormente se tienen en cuenta los precios del transporte, al constituir un componente del IPC general, no es aventurado suponer que esta variable diste mucho de aproximar el coste de transporte relevante en el proceso de decisión de los turistas. En consecuencia, en la literatura empírica es frecuente incorporar en las estimaciones una variable representativa de los costes de transporte internacional, que se aproxima a través del precio relativo del petróleo. Por supuesto, con esta variable no se trata de estimar el coste de transporte a un destino frente a otros alternativos, sino el impacto que puede tener el aumento de los precios del petróleo sobre la demanda turística global.

Además de las variables anteriores, numerosos estudios empíricos consideran otros factores determinantes de los ingresos de turismo, entre los que destacan los gastos en promoción de los destinos turísticos o la inversión en infraestructuras [véase Buisán y Gordo (1997)]. También es frecuente el empleo de tendencias determinísticas o estocásticas que tratan de recoger mejoras en la calidad de la oferta turística o cambios en las preferencias de los consumidores [véanse González y Moral (1995) y Espasa, Gómez-Churrua y Jareño (1990)]. En este trabajo se ha considerado relevante la incorporación del *stock* de capital público como variable que aproxima la calidad y la capacidad de la oferta turística.

También se ha incorporado la inversión extranjera en inmuebles (véase gráfico 6) para tratar de reflejar el posible impacto sobre el total de los ingresos derivado del reciente auge del turismo residencial. Como ya se ha comentado con anterioridad, este es un tipo de turismo con mayor fidelidad hacia el destino turístico elegido, de modo que, en principio, podría reducir la estacionalidad y la sensibilidad de los ingresos frente a las variaciones de los precios relativos. Pero también su gasto se orienta hacia algunos bienes y servicios que resultan difíciles de medir y, por tanto, de incluir con toda su intensidad en la variable ingresos por turismo usada en este trabajo para aproximar la demanda turística de no residentes en España, lo que afec-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

tará, sin duda, a la elasticidad-renta estimada. Además, es conveniente destacar que el signo esperado para esta variable en relación con los ingresos por turismo es ambiguo, ya que, en principio, cabe suponer que el turismo residencial representa un flujo de turistas adicional al alojado en establecimientos reglados, pero también podría tratarse de turistas que previamente se alojaban en hoteles. En este último caso, el impacto sobre los ingresos por turismo podría ser negativo, no tanto porque este tipo de turistas tenga menores niveles de gasto, sino porque, como se ha dicho, una buena parte de su gasto resulta difícil de medir en las estadísticas actuales. En cualquier caso, Sastre (2002) encuentra que la incorporación de la inversión extranjera en inmuebles como variable explicativa de los ingresos por turismo mejora la capacidad explicativa de las especificaciones tradicionales.

Finalmente, también se han probado variables adicionales que tratan de reflejar el cambio en el comportamiento de las preferencias de los consumidores y su posible incidencia sobre las elasticidades estimadas, como el porcentaje de turistas alojados en viviendas en propiedad o una aproximación al porcentaje de turistas que utilizan compañías de bajo coste. Estas variables, al igual que el stock de inversión extranjera en inmuebles, se han introducido en las estimaciones por sí mismas, o interaccionando con las variables de renta exterior o los precios relativos.

PRINCIPALES RESULTADOS

Una vez definidas las principales variables que se consideran determinantes de los ingresos de turismo, se estima un modelo uniecuacional de mecanismo de corrección de error<sup>7</sup> para el logaritmo de los ingresos reales de turismo de no residentes con datos trimestrales para el período 1992-2006. A continuación, se presenta la ecuación estimada, junto con algunos estadísticos y contrastes para los residuos del modelo, los cuales señalan que estos verifican los contrastes de normalidad y ausencia de correlación:

$$\begin{aligned} \Delta ITUR = & 7,92 - 0,81 \Delta PREL - 0,55 \left( ITUR_{-1} - 1,87 \text{ PIB}_{-1}^* + -1,65 \text{ PREL}_{-1} \right) \\ & (5,94) \quad (-2,91) \quad (-5,76) \quad (-21,13) \quad (9,03) \\ & + 0,11 D923 - 0,08 D951 - 0,04 D11S \\ & (4,02) \quad (-3,42) \quad (-2,45) \\ & + 0,09 S1 - 0,43 S2 - 0,65 S3 \\ & (1,83) \quad (7,11) \quad (18,54) \end{aligned}$$

[2]

$$R^2 = 0,993, \quad \text{Desv. típica} = 0,028, \quad \text{Durbin - Watson} = 2,27$$

7. En el anejo 2 se exponen los resultados del contraste de cointegración llevado a cabo según la metodología multivariante de Johansen, basado en la estimación de un modelo VAR con mecanismo de corrección del error para las variables consideradas.



Como se puede apreciar, en el largo plazo los ingresos reales de turismo (*ITUR*) dependen positivamente de la renta real en los países emisores de turismo hacia España<sup>8</sup> (*PIB\**), y negativamente de los precios relativos (*PREL*). En el corto plazo, en cambio, la única variable significativa son los cambios en los precios relativos, además de las variables estacionales trimestrales y de otras variables determinísticas que posteriormente se detallan. En este sentido, de todos los indicadores de competitividad elaborados, el índice que permite alcanzar mejores resultados en cuanto a capacidad explicativa de la ecuación es el indicador que sintetiza los precios relativos frente a países clientes y competidores.

En cuanto a los coeficientes estimados, la elasticidad-renta de largo plazo es elevada (casi 1,9), lo que sustentaría la hipótesis de que el turismo hacia España sigue constituyendo un bien superior<sup>9</sup>. Aun cuando la comparación con los resultados de otros trabajos debe realizarse con ciertas reservas, teniendo en cuenta la distinta definición de algunas variables explicativas, así como el diferente período muestral considerado, el valor estimado es idéntico al obtenido recientemente en Izquierdo y Pereira (2006) para el período muestral 1990-2005. Por el contrario, resulta inferior al valor de 2,7 estimado en el trabajo de Buisán y Gordo (1997), donde se empleaban datos anuales para el período 1967-1995, y al valor medio obtenido en otros estudios internacionales [que se sitúa, en promedio, en torno al 2,4, según se desprende de la revisión de la literatura llevada a cabo en Witt y Witt (1995)].

Por lo que se refiere a la sensibilidad de los ingresos por turismo frente a los precios relativos, la elasticidad estimada a largo plazo para esta variable es de -1,65, superior a la obtenida en Izquierdo y Pereira (2006), si bien en este último caso se incorporan dos índices de precios relativos frente a clientes y competidores, estimando unas elasticidades de -0,8 y -0,4, respectivamente. Buisán y Gordo (1997) estimaban una elasticidad superior respecto a la variable de competitividad (-2,7), aunque el período temporal considerado en ese trabajo, que comprendía los años iniciales de apertura de España como destino turístico, podría justificar la diferencia.

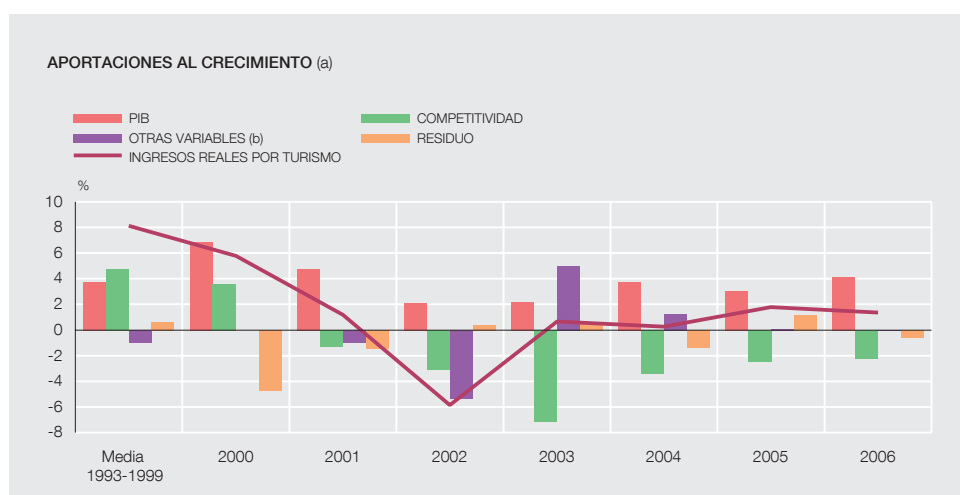
En el corto plazo, la variable de renta no resulta significativa<sup>10</sup>. Los resultados de otros estudios internacionales tienden a refrendar la menor sensibilidad de los ingresos por turismo respecto a las variaciones de la renta a corto plazo, que pueden tener un naturaleza transitoria, frente a los cambios en la renta permanentes o de largo plazo [véase Li, Song y Witt (2005)]. La importancia creciente del turismo residencial podría haber contribuido a este resultado.

El coeficiente del mecanismo de corrección del error (0,55) es significativo [teniendo en cuenta los valores críticos de Banerjee, Dolado y Mestre (1993)], y similar al obtenido en el trabajo de Izquierdo y Pereira (2006) (0,57).

En la ecuación también se incluyen algunas variables determinísticas para corregir el efecto de datos atípicos. En particular, se incorpora una variable artificial, denominada D923, que toma el valor 1 en el tercer trimestre de 1992 y 0 en el resto de la muestra, que recoge el impacto extraordinario de las Olimpiadas de Barcelona y de la Exposición Universal de Sevilla sobre los ingresos por turismo. Por su parte, la variable denominada D951 toma el valor 1 en el

---

8. Además del PIB real de los países de origen del turismo, para aproximar la variable de renta se consideró también la introducción del PIB y del consumo per cápita de esos países o, alternativamente, del PIB y de la población por separado, sin que los resultados se viesen modificados. 9. En sentido contrario, se puede mencionar algunos estudios que señalan que la renta desempeña un papel marginal en la determinación de los ingresos por turismo de la economía española frente a las variaciones de los precios relativos [González y Moral (1995)]. 10. Este resultado se confirma cuando se utilizan otras aproximaciones para la variable de renta, como las mencionadas anteriormente en la nota 8 o el PIB de la UE 15.



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas logarítmicas

b. Variables *dummies*.

primer trimestre de 1995 y 0 en el resto, y recoge un valor anormalmente bajo de los ingresos por turismo en ese trimestre. Finalmente, la *dummy* denominada D11S toma el valor 1 desde el cuarto trimestre de 2001 hasta el cuarto de 2002 y refleja el comportamiento anormalmente moderado que mostraron los ingresos por turismo tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, que se prolongó durante todo el año 2002. Por otra parte, se incluyen variables artificiales (S1, S2 y S3) para capturar la fuerte estacionalidad de los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos. Los coeficientes de estas variables tienen los signos esperados, con un valor superior para la variable estacional asociada a los segundos y terceros trimestres.

Finalmente, conviene mencionar que ninguna de las variables introducidas para intentar captar la posible influencia sobre los ingresos por turismo, como el aumento de infraestructuras públicas y los cambios en el perfil del turista asociados al aumento del turismo residencial o a la mayor afluencia de viajeros en compañías de precios y costes bajos, resultó significativa, aunque quizá la dificultad innata a la medición de estas variables contribuye a explicar este resultado.

### **La evolución reciente de los ingresos por turismo y sus determinantes**

A partir de la estimación de la ecuación anterior, es posible calcular la contribución de cada uno de los factores determinantes a la evolución de los ingresos por Turismo y viajes de la Balanza de Pagos en términos reales. Como se puede apreciar en el gráfico 7, durante los primeros años considerados en la estimación (1993-1999) los ingresos turísticos mostraron un tono muy favorable —después de los resultados extraordinarios de 1992—, superando el período de crisis que habían mostrado en la segunda mitad de los años ochenta y los primeros noventa. Las ganancias de competitividad derivadas de las depreciaciones de la peseta de 1992 y 1993 contribuyeron muy positivamente a la recuperación de los ingresos turísticos en el bienio 1993-1994, aunque posteriormente estos retomaron una senda de crecimiento moderado, a medida que el diferencial de inflación frente a los países desarrollados contrarrestaba las ganancias derivadas de las devaluaciones cambiarias. Con todo, entre 1997 y 1999 los ingresos por turismo mostraron un dinamismo renovado, favorecido por la importante apreciación que registraron algunas divisas, como el dólar y muy especialmente la libra esterlina —dada la elevada afluencia de turistas británicos—, así como por la convergencia de nuestra tasa de inflación con la de nuestros principales socios comerciales.

A partir del año 2000, se inicia un segundo período marcado por la desaceleración económica mundial de los primeros años de la década y los atentados del 11-S, que retrajeron de forma notable el turismo internacional. Estos dos factores se encuentran detrás de la fuerte desaceleración que experimentaron los ingresos por turismo en 2001 y de la posterior caída observada en 2002. En los dos años siguientes (2003-2004), el avance de los ingresos por turismo real fue próximo a cero, en un contexto de moderado crecimiento de la demanda, de persistencia de diferenciales de inflación positivos frente a los principales clientes y competidores y de apreciación del euro, que fue especialmente significativa en 2003. La aportación de la competitividad-precio continuó siendo negativa en 2005 y 2006, aunque con una trayectoria decreciente. A pesar de ello, los ingresos por turismo mostraron cierta mejoría gracias a la recuperación de la demanda de nuestros principales clientes de la zona del euro, que se reflejó en una contribución más positiva de la variable de renta exterior.

## Conclusiones

En este trabajo se analizan los determinantes de los ingresos por turismo reales, mediante la estimación de un modelo uniecuacional de mecanismo de corrección de error con datos trimestrales para el período 1992-2006. Las principales conclusiones que se obtienen en el trabajo son las siguientes:

- La ecuación estimada aproxima de manera satisfactoria la evolución de los ingresos por turismo no residente, recogiendo adecuadamente las transformaciones que ha experimentado esta actividad durante el período considerado. Por tanto, puede ser una herramienta útil para evaluar si la trayectoria observada de los ingresos por turismo se corresponde con sus determinantes.
- La elasticidad de largo plazo de los ingresos reales por turismo respecto a la renta de los países clientes es significativa y superior a la unidad, lo que confirma el carácter del gasto en turismo como un bien de lujo.
- La elasticidad de largo plazo de los ingresos reales de turismo respecto de la variable de competitividad es superior a la unidad, estimándose también una elasticidad a corto plazo contemporánea, aunque inferior a la de largo plazo. Este hecho refleja que la respuesta de esta variable a las variaciones de los diferenciales de inflación y del tipo de cambio continúa siendo elevada. Por otra parte, aunque la introducción del euro ha supuesto la desaparición de una fuente importante de incertidumbre frente a nuestros principales socios comerciales, la relevancia de los viajeros procedentes del Reino Unido provoca que los movimientos del tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina tengan una incidencia nada despreciable.
- La comparación de las elasticidades estimadas en este trabajo con los resultados obtenidos en otro realizado para un período histórico más dilatado [Buisán y Gordo (1997)] permite extraer ciertas conclusiones acerca de los posibles efectos de los cambios en las preferencias de los visitantes no residentes y de la oferta turística sobre los ingresos reales de turismo. En este sentido, la disminución que se observa tanto en la elasticidad-renta como en la elasticidad-precio podría estar relacionada con la importancia creciente del turismo residencial, ya que cabe esperar que este tipo de turismo presente una mayor fidelidad hacia el lugar donde se sitúa su segunda residencia, y, por lo tanto, se muestra menos sensible a las variaciones que experimenten la renta y los precios relativos, al menos a corto y medio plazo.

20.6.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, J., M. CAMACHO, G. PÉREZ-QUIRÓS y P. TELLO (2007). «Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes de la Balanza de Pagos», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- BANERJEE, A., J. J. DOLADO y J. MESTRE (1993). *On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity*, Documentos de Trabajo, n.º 9302, Banco de España.
- BRAVO, M. S. (2004). «La competitividad del sector turístico», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- BUISÁN, A., y E. GORDO (1997). *El sector exterior en España*, Colección de Estudios Económicos, n.º 66, Banco de España.
- ESPASA, A., R. GÓMEZ-CHURRUCA y J. JAREÑO (1990). *Un análisis econométrico de los ingresos por turismo de la economía española*, Documentos de Trabajo, n.º 9002, Banco de España.
- ESTRADA, Á., J. L. FERNÁNDEZ, E. MORAL y A. V. REGIL (2004). *A quarterly macroeconomic model of the Spanish economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0413, Banco de España.
- FMI (2007). *Balance of Payments and International Investment Position*, Preliminary draft, marzo.
- GONZÁLEZ, P., y P. MORAL (1995). «An analysis of the international tourism demand in Spain», *International Journal of Forecasting*, 11, pp. 233-251.
- IZQUIERDO, J. F., y E. PEREIRA (2006). «Determinantes de los ingresos y pagos por turismo», *Situación Económica de España*, BBVA.
- LI, G., H. SONG y S. WITT (2005). «Recent developments in Econometric Modelling and Forecasting», *Journal of Travel Research*, vol. 44, pp. 82-99.
- MAYCAS, J. (1988). «Índices de tipo de cambio efectivo: aspectos metodológicos e índices comparados de la peseta», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- SASTRE, L. (2002). «Simultaneidad e interdependencia entre los flujos de ingresos por turismo e inversión extranjera en inmuebles en España», *Información Comercial Española*, 802, octubre.
- SYRIOPOULOS, T., y T. SYNCLAIR (1993). «An econometric study of tourism demand: the AIDS model of US and European tourism in Mediterranean countries», *Applied Economics*, 25, pp. 1541-1552.
- WITT, S., y C. WITT (1995). «Forecasting tourism demand: a review of empirical research», *International Journal of Forecasting*, 11, pp. 447-475.

### ANEJO 1 Variables empleadas en la estimación

*Ingresos por turismo a precios constantes:* Como se comentó en el texto principal, en este trabajo la variable dependiente son los ingresos de la rúbrica de Turismo y viajes de la Balanza de Pagos, deflactada por un índice de precios representativo del consumo de los turistas no residentes. Este índice de precios se elabora a partir de los grupos COICOP del índice de precios de consumo, agregándolos como una media ponderada cuyas ponderaciones tienen en cuenta las estructuras de gasto de los turistas no residentes en España que se desprenden de la Cuenta Satélite del Turismo que elabora el Instituto Nacional de Estadística.

*Renta real:* Este indicador se elabora como una media geométrica del PIB real de cada país de la UE 15, además de Suiza, Canadá, Estados Unidos, México y Japón, donde las ponderaciones se calculan de acuerdo con la importancia de los turistas procedentes de cada país en el total de turistas, según las cifras de la Encuesta de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR)<sup>11</sup>. Las series proceden de las bases de datos de la OCDE. No se aplica la corrección por paridad de poder de compra (PPC) habitual en otros trabajos, ya que, por un lado, la estimación de las PPC se encuentra sujeta a mucha incertidumbre, pero, sobre todo, porque, al tratarse de series a precios constantes, esta corrección únicamente provocaría un cambio en el nivel de la serie que no afectaría a la estimación de los parámetros fundamentales del modelo.

*Precios relativos:* Todos estos indicadores se elaboran empleando la fórmula habitual de los tipos de cambio efectivos reales. Los precios se aproximan por los índices de precios de consumo (para los países de la UE se utiliza el índice armonizado)<sup>12</sup>. La cobertura geográfica y las ponderaciones cambian, dependiendo del índice elaborado. En particular, se elaboran tres indicadores:

- Frente a clientes: La cobertura geográfica de este índice es la misma que la de la variable de renta exterior. La ponderación de cada país se basa en la estructura

<sup>11</sup> Las ponderaciones son ponderaciones móviles, calculadas teniendo en cuenta el número de turistas en el año anterior. <sup>12</sup> También se elaboró un índice de competitividad frente a países clientes, que, en lugar del IPC general, emplea el IPC de turismo y hostelería como indicador de precios, en línea con el trabajo de Izquierdo y Pereira (2006). Estas series solo se encuentran disponibles para los países de la UE desde enero de 1995, de modo que su construcción limitaba la cobertura geográfica del indicador de competitividad, obligando a completar el período muestral de estimación con el IPC general.

geográfica de las pernoctaciones realizadas por los viajeros extranjeros en los hoteles españoles, según la Encuesta de Ocupación Hotelera del INE. Las ponderaciones son variables, utilizando para calcularlas la información del año inmediatamente anterior. También se elaboró un indicador con ponderaciones calculadas a partir de la estructura geográfica de los turistas de FRONTUR, sin que los resultados se vieran modificados.

- Frente a competidores: Los países considerados en este índice son Francia, Grecia, Italia, Portugal, México, Croacia, Túnez y Turquía. La ponderación que recibe cada país se basa en su importancia como receptor de turistas internacionales, calculada a partir de las cifras de la Organización Mundial del Turismo. Las ponderaciones son también variables y se derivan de la información del año anterior.
- Frente a clientes y competidores: Los países considerados son la suma de los clientes y competidores. Para obtener las ponderaciones se emplea la información desagregada de flujos de turistas bilaterales de la Organización Mundial del Turismo. En este caso, las ponderaciones son fijas y se calculan a partir de la matriz de flujos de turismo internacional del año 2003.

*Costes de transporte:* Es el cociente entre el precio del petróleo Brent y el IPC de los países de procedencia de los turistas (esto es, el denominador del índice de competitividad frente a países clientes). En algunos trabajos esta aproximación es más elaborada, al emplear información sobre la estructura de los turistas según medio de transporte y los precios de la gasolina y de las tarifas aéreas. Con todo, resulta muy complejo obtener una medida precisa de los costes efectivos de transporte (por ejemplo, por la aplicación de descuentos que hacen que el coste difiera de las tarifas publicadas) y, en consecuencia, resulta habitual aproximar esta variable por el precio relativo del petróleo, al constituir este un determinante esencial de los costes de transporte. El coste de transporte afecta a la elección del destino final, pero, una vez tomada la decisión de visitar un país, el coste de desplazarse no forma parte de los ingresos de turismo de Balanza de Pagos.

*Stock de capital público:* Se utiliza el *stock* de capital anual de la base de datos de AMECO (Eurostat), trimestralizado sin indicador<sup>13</sup>.

*Stock de inversión extranjera en inmuebles:* Se utiliza la información de la Balanza de Pagos alargada con el Registro de Caja del Banco de España hasta 1970. A partir de una condición inicial, seleccionada de tal forma que, si tiene en cuenta la tasa de depreciación del *stock* de capital, el nivel del *stock* resultante se vea poco afectado por el nivel inicial, se acumulan los flujos netos de inversión deflactados por el deflactor de la inversión residencial trimestral elaborado en Estrada et al. (2004).

*Porcentaje de turistas alojados en viviendas en propiedad, o en casas de familiares o amigos:* Se utiliza la información procedente de la encuesta de EGATUR del Instituto de Estudios Turísticos.

*Porcentaje de turistas que utilizan compañías de bajo coste:* La estadística de turistas que utilizan compañías de bajo coste en sus desplazamientos es muy reciente y, en consecuencia, no se dispone de datos históricos. Por ello, esta variable se aproxima a partir de las cifras de viajeros en vuelos internacionales del Ministerio de Fomento, calculando el porcentaje que representan los viajeros que entran o salen de los cuatro aeropuertos más importantes para las compañías de bajo coste sobre el total de pasajeros en vuelos internacionales.

---

13. Se tiene en cuenta la evolución interanual, aplicándose interpolación lineal para llevar a cabo la asignación trimestral.

CONTRASTE	VALOR DEL CONTRASTE (p-valor)
Contraste de la traza: hipótesis nula de cero relaciones de cointegración frente a una relación	35,03 (0,01)
Contraste de la traza: hipótesis nula de una relación de cointegración frente a dos relaciones	6,04 (0,69)
Contraste del máximo valor propio: hipótesis nula de cero relaciones frente a la alternativa de una relación	29,0 (0,003)
Contraste del máximo valor propio: hipótesis nula de una relación frente a la alternativa de dos relaciones	5,08 (0,73)
Contraste de normalidad Jarque Bera	0,42 (0,81)
Contraste de correlación residual ecuación de ingresos Q(12)	10,6 (0,56)
Contraste de exogenidad variable renta (p-valor)	0,04 (0,85)
Contraste de exogenidad variable competitividad (p-valor)	8,60 (0,003)

FUENTE: Banco de España.

VECTOR DE COINTEGRACIÓN. METODOLOGÍA JOHANSEN

VARIABLE	COEFICIENTE
ITUR	1
PREL	-1,85 (-9,7)
PIB*	1,94 (21,3)

FUENTE: Banco de España.

**ANEJO 2**  
**Análisis y estimación de la relación de cointegración entre las variables**

En este anejo se presentan los resultados de un contraste de existencia de relaciones de cointegración entre el logaritmo de los ingresos reales de turismo, el logaritmo del PIB medio real de países clientes, y el logaritmo del índice sintético de competitividad que tiene en cuenta la evolución conjunta de los precios en países clientes y competidores. En primer lugar, los contrastes de raíces unitarias realizados para las tres variables (contrastos de Dickey-Fuller ampliado) permitían aceptar la existencia de una raíz unitaria.

En segundo lugar, se contrasta la existencia de relaciones de cointegración entre las variables en niveles mediante la metodología multivariante de Johansen. Para ello, se estima un modelo VAR con mecanismo de corrección del error, incluyendo dos retardos de las variables<sup>14</sup>, y donde además se incluyen variables determinísticas<sup>15</sup>. Los resultados del contraste apuntan a la existencia de un vector de cointegración entre las variables consideradas. Los contrastes de la traza y del máximo valor propio no rechazan la hipótesis de que existe una relación de cointegración, pero sí que rechazan la hipótesis de dos relaciones de cointegración (véase cuadro A.2.1). La elasticidad estimada de largo plazo para la variable renta (véase cuadro A.2.2)

14. El número de retardos se seleccionó teniendo en cuenta los criterios de Schwartz y Akaike. 15. Como variables determinísticas se consideran variables artificiales estacionales y otras variables que pretenden capturar efectos atípicos. En particular, se incorpora una variable D923, que toma el valor 1 en el tercer trimestre de 1992 y que pretende recoger el impacto extraordinario de las Olimpiadas de Barcelona y de la Exposición Universal de Sevilla sobre los ingresos por turismo. También se incorpora una variable que toma el valor 1 en el primer trimestre de 1995 y que recoge un valor anormalmente bajo de los ingresos por turismo en ese trimestre, y otra que toma el valor 1 desde el cuarto trimestre de 2001 hasta el cuarto de 2002 y que refleja un comportamiento anormalmente moderado de los ingresos por turismo tras los atentados del 11 de septiembre de 2001.

es 1,94 y la elasticidad con respecto a la variable de competitividad toma un valor de  $-1,85$ . El contraste de exogenidad débil de la variable de renta y el índice de competitividad en la relación estimada no rechazan la hipótesis de exogenidad en el caso de la variable de renta, pero sí en el caso de la variable de competitividad<sup>16</sup>. Aunque el resultado del contraste sugeriría modelizar conjuntamente las variables, optamos por presentar la especificación uniecuacional. En primer lugar, comprobamos que el contraste de exogenidad es sensible a la elección del período de estimación. Por otra parte, estimamos el modelo uniecuacional por variables instrumentales para controlar la posible endogenidad de las primeras diferencias del índice de competitividad y realizamos un contraste de Hausman, que parece no rechazar la validez de la estimación OLS de dicho modelo.

---

16. El contraste de exogenidad se define como un contraste del multiplicador de Lagrange de la hipótesis nula de que el coeficiente con el que entra el mecanismo de corrección del error en la ecuación de la variable es igual a 0.

LOS PROBLEMAS METODOLÓGICOS DE LOS SALDOS AJUSTADOS DE CICLO:  
EL CASO DE LA UEM



Este artículo ha sido elaborado por José M. González Mínguez y Camilo A. Ulloa Ariza, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El análisis de los resultados de la política fiscal se enfrenta habitualmente a la dificultad de diferenciar elementos permanentes —ligados a la acción discrecional de las autoridades— de otros de carácter transitorio que resulta conveniente aislar. Para ello se hace uso de indicadores tales como los saldos ajustados de ciclo (SAC), cuyo objeto es corregir los saldos observados por los efectos de las fluctuaciones del ciclo económico, y los denominados saldos estructurales, que además tratan de eliminar el impacto de las medidas discrecionales de naturaleza temporal que no tienen un impacto duradero sobre las finanzas públicas. El nivel de estos indicadores proporciona una medida de la posición subyacente de las finanzas públicas, en tanto que sus variaciones entre dos períodos permiten valorar el carácter expansivo o contractivo de la política fiscal.

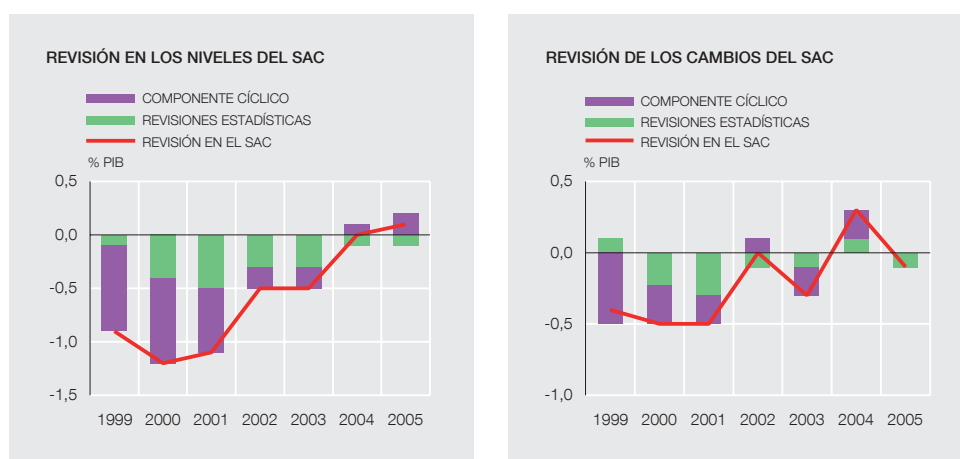
A pesar de su utilidad, los indicadores empleados están sometidos a notables problemas de medición, sobre todo en tiempo real. Las imperfecciones en los cálculos de los SAC, en particular, se deben a dos características concretas de los procedimientos de elaboración<sup>1</sup>. Por un lado, el valor del SAC obtenido en tiempo real es dependiente del uso en los cálculos de una estimación del producto potencial, una variable no observable cuyo cálculo está sometido a mucha incertidumbre. Asimismo, en la mayor parte de los casos, el impacto del ciclo económico sobre las cuentas públicas se considera constante a lo largo del tiempo, supuesto que, al no verificarse en la realidad, puede conducir a imprecisiones notables.

La comprensión y cuantificación de las inexactitudes que subyacen a los cálculos de estos indicadores resultan relevantes para la adecuada ejecución de la política presupuestaria. En particular, una valoración injustificadamente positiva de la posición fiscal subyacente (aproximada por el nivel del SAC) puede invitar a las autoridades fiscales de un Estado miembro a estimar erróneamente que existe un margen de maniobra presupuestario suficiente para introducir rebajas impositivas no compensadas con reducciones del gasto. En determinados casos, ello podría llegar a contribuir a que, en años posteriores, el país pueda registrar déficits elevados.

En este artículo se abordan los problemas metodológicos que rodean los cálculos de los saldos ajustados de ciclo en la UEM, así como sus posibles consecuencias. En la sección segunda se describen con mayor detalle los principales aspectos de los procedimientos de ajuste, así como los dos problemas metodológicos enunciados y su posible impacto sobre las estimaciones del SAC en tiempo real. Tomando como referencia el episodio de comienzos de la presente década y su comparación con la situación actual, en la sección tercera se ilustra cómo estas inexactitudes en los cálculos pueden conducir a decisiones erróneas de política económica, y con ello, a un deterioro de las cuentas públicas. Finalmente, en la sección cuarta se resumen las principales conclusiones del artículo.

---

1. En lo sucesivo, este artículo se refiere exclusivamente al SAC, ignorando los efectos temporales sobre los saldos observados, cuya corrección da lugar a los saldos estructurales. Debido a la menor disponibilidad de datos, tampoco se considera el hecho de que los gastos por intereses constituyen un capítulo presupuestario que, en gran medida, es exógeno tanto a las decisiones discrecionales de las autoridades como al ciclo económico, lo que podría justificar que el análisis se realizara en términos del saldo primario observado y del saldo primario ajustado de ciclo. Finalmente, a lo largo del artículo, el agregado del área del euro excluye a Eslovenia.



FUENTE: Comisión Europea.

a. Para cada año t se representa la revisión entre las estimaciones del ejercicio de primavera de 2007 y el ejercicio de primavera de t+1.

**El indicador del saldo ajustado de ciclo de la Comisión Europea y sus problemas metodológicos**

El interés que reviste, desde un punto de vista de política económica, el análisis del impacto del ciclo económico sobre el saldo presupuestario —que se observaría si, en cada momento, el ciclo ejerciera una influencia neutral sobre las cuentas públicas— ha motivado que los distintos organismos internacionales hayan desarrollado metodologías propias para abordar la cuestión. De entre todas ellas, el presente artículo se centra en el método de la Comisión Europea, dado que es este el empleado en el marco de vigilancia presupuestaria de la UE<sup>2</sup>.

Como en otras metodologías, las estimaciones del SAC elaboradas por la Comisión se obtienen de descontar, del saldo presupuestario observado, su componente cíclico, que es el resultado de multiplicar una medida de la posición de la economía dentro del ciclo —el *output gap*, o brecha entre el producto observado y el potencial— por una medida del impacto del ciclo sobre el saldo observado. Para el cómputo de este segundo factor se calculan las elasticidades de las distintas rúbricas de ingresos y gastos frente a sus respectivas bases y de las propias bases frente al *output gap*. En lo que a los ingresos se refiere, el ajuste se realiza para cuatro grandes categorías impositivas: los impuestos sobre la renta de las familias, sobre sociedades e indirectos y las cotizaciones sociales. En la vertiente del gasto, el ajuste se ciñe a las prestaciones por desempleo, al juzgarse que los demás capítulos son independientes de la posición cíclica de la economía<sup>3</sup>. La agregación de esas elasticidades, ponderadas por los pesos respectivos de cada rúbrica dentro del conjunto de ingresos y gastos, proporciona la sensibilidad total del saldo presupuestario frente al ciclo económico, parámetro fijo en el tiempo que, para los países del área del euro, se estima que toma valores en torno a 0,5.

Además de los problemas derivados de la estimación de elementos no observables, los cálculos del SAC realizados en tiempo real están también afectados por la revisión de los valores de las variables observables que intervienen en su cómputo, esto es, los saldos observados y el PIB. Así, existen modificaciones debidas a la reclasificación estadística de algunas partidas presupuestarias. Además, los datos iniciales de contabilidad nacional son, en ocasiones, provisionales, por lo que pueden verse sometidos a cambios posteriores. En el gráfico 1 se representan las

2. En realidad, la metodología fue desarrollada conjuntamente por la Comisión Europea y la OCDE. Para una descripción detallada de la misma, véase Girouard y André (2005). 3. El resto del artículo se ocupa exclusivamente del ajuste en la vertiente de los ingresos, ignorándose el correspondiente al gasto.

revisiones en los niveles y en los cambios en los SAC del conjunto del área del euro, una vez cerrado el ejercicio fiscal. Como se puede apreciar, las modificaciones habidas en los propios datos observados explican una parte importante de las revisiones en las estimaciones de los niveles de los SAC. Sin embargo, su contribución a los cambios en los SAC es mucho más modesta, debido a que una revisión en los datos observables suele afectar a la totalidad de la serie temporal expresada en niveles<sup>4</sup>.

#### LOS ERRORES DE ESTIMACIÓN DE LOS *OUTPUT GAPS*

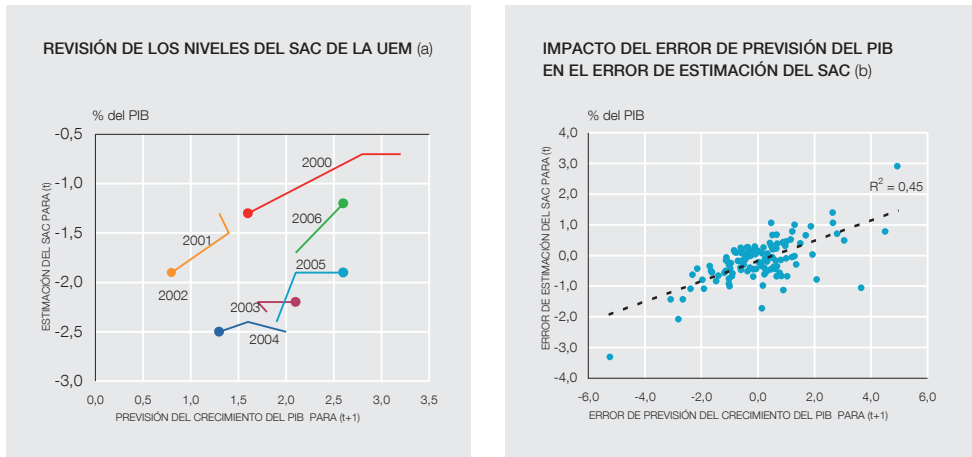
Por lo que concierne a la evaluación de la posición de la economía dentro del ciclo, los problemas se centran en el hecho de que el nivel del *output gap* calculado en tiempo real depende de la valoración realizada acerca de las perspectivas económicas futuras<sup>5</sup>. Los errores de previsión cometidos conducen a sucesivas revisiones posteriores del *output gap*, de modo que la incertidumbre acerca de la posición presupuestaria subyacente no se despeja hasta que, varios años más tarde, se dispone de un valor relativamente definitivo del nivel de aquella variable.

En concreto, en la obtención de algunos de los cálculos intermedios del producto potencial interviene el filtro de Hodrick-Prescott, procedimiento que calcula el componente tendencial de una serie temporal como una media móvil simétrica de sus valores observados. En tiempo real, y para los períodos más recientes, la inexistencia de las realizaciones futuras de la variable en el cómputo de la media móvil es suplida con previsiones de la misma, con lo cual el nivel del producto potencial calculado para los últimos períodos está condicionado al cumplimiento de tales previsiones. Si, por ejemplo, las perspectivas de crecimiento económico futuro formuladas en un determinado período *t* se revelan posteriormente como demasiado optimistas, el resultado será una revisión a la baja del nivel del producto potencial de ese año *t* y, por tanto, al alza del *output gap*. Una porción de los ingresos presupuestarios que en tiempo real se juzgaba como estructural será considerada retrospectivamente como cíclica y, por tanto, la posición subyacente de las finanzas públicas de ese año será menos sólida de lo que se pensaba entonces.

La construcción del SAC para un año dado a partir de la información disponible en diversos períodos sucesivos permite evaluar la fiabilidad de los cálculos realizados en tiempo real. En la parte izquierda del gráfico 2 se representan, para cada ejercicio desde el inicio de la Unión Monetaria, las estimaciones del SAC realizadas por la Comisión Europea en el otoño del año corriente y en la primavera y otoño del siguiente, así como las previsiones de crecimiento del PIB en este último período efectuadas en cada uno de esos tres momentos del tiempo. El primero de esos tres ejercicios de previsión se realizó en torno a noviembre —esto es, cuando prácticamente se encontraba ya cerrado el ejercicio presupuestario—, con lo cual los cambios en las estimaciones del SAC mostrados en el gráfico no deberían estar motivados por la adopción de medidas discrecionales. Como se puede observar, durante el período 2000-2002 las sucesivas revisiones a la baja de las perspectivas de evolución del PIB a corto plazo condujeron a una revisión del mismo signo de la estimación del SAC (de una magnitud aproximada de medio punto porcentual en cada uno de esos años). En la parte derecha del gráfico se muestran, para el conjunto de países de la UEM y el período 1995-2004, los errores cometidos en otoño de cada año en la previsión del crecimiento del PIB del ejercicio posterior, frente a la parte de los errores en la estimación de los SAC no debida a revisiones en los saldos observados. Como se puede apreciar, la correlación es muy elevada.

---

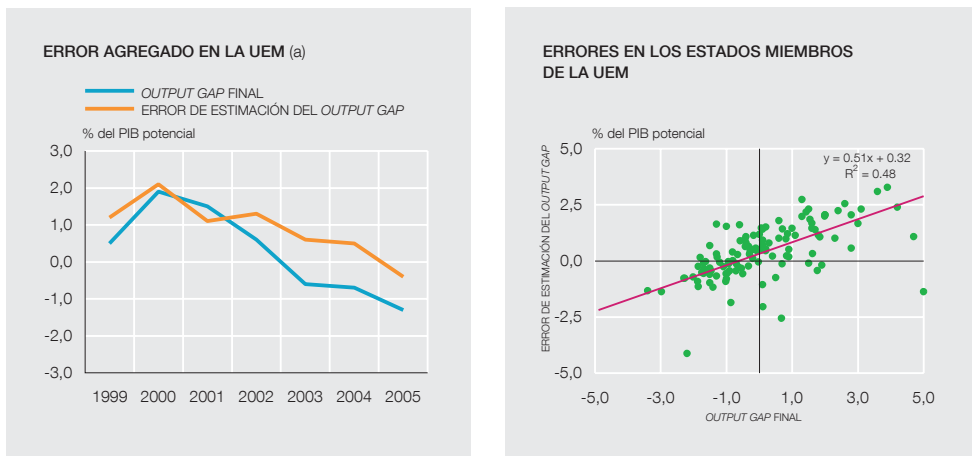
4. Una fuente adicional de error de medida en el cálculo de los SAC, no abordada en este artículo, proviene del hecho de que esta variable se exprese en porcentaje del PIB observado, en lugar del potencial. En ausencia de medidas discrecionales, una expansión del PIB por encima de su tasa potencial estaría induciendo un comportamiento contracíclico de la ratio entre el saldo ajustado de ciclo nominal y el PIB nominal [Alberola et al. (2003)]. 5. Para un análisis detallado de la falta de fiabilidad de distintas formas alternativas de estimar de los *output gaps* formuladas en tiempo real, véase Orphanides y van Norden (2002).



FUENTE: Comisión Europea.

- a. Para cada año t se representan tres ejercicios de previsión: otoño de t, primavera de t+1 y otoño de t+1. El punto indica los datos correspondientes a este último ejercicio.
- b. En el eje de ordenadas se representa la parte de la revisión de los SAC que no se debe a revisiones en los saldos observados.

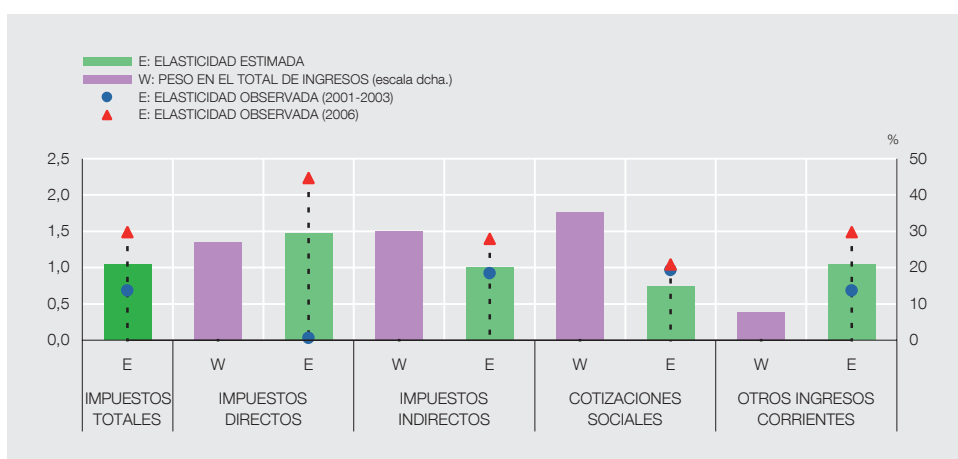
ERRORES EN LAS ESTIMACIONES EN TIEMPO REAL DEL OUTPUT GAP DE LA UEM



FUENTE: Comisión Europea.

- a. Para cada período t y cada país, el error de estimación del *output gap* se calcula como la diferencia entre las estimaciones finales y las estimaciones en tiempo real de esa variable.

Obviamente, una parte de los errores es puramente aleatoria y, por tanto, inevitable, en la medida en que obedece a perturbaciones desconocidas en el momento en que se formularon las previsiones. Sin embargo, cabe plantearse en qué medida los errores contienen un componente que responda a la evolución contemporánea de la economía. En el gráfico 3 se representan, para el período 2000-2006 y los distintos países del área del euro, los errores de estimación del *output gap* (medidos como la diferencia entre la estimación final y la realizada en tiempo real), junto con los niveles finales de esta variable. Como se puede observar, existe una relación positiva entre ambas series, lo que indica que los errores de estimación del *output gap* tienen un comportamiento procíclico, de modo que, en la fase alta del ciclo el nivel del *output gap* tiende a ser infraestimado en tiempo real.



FUENTES: Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

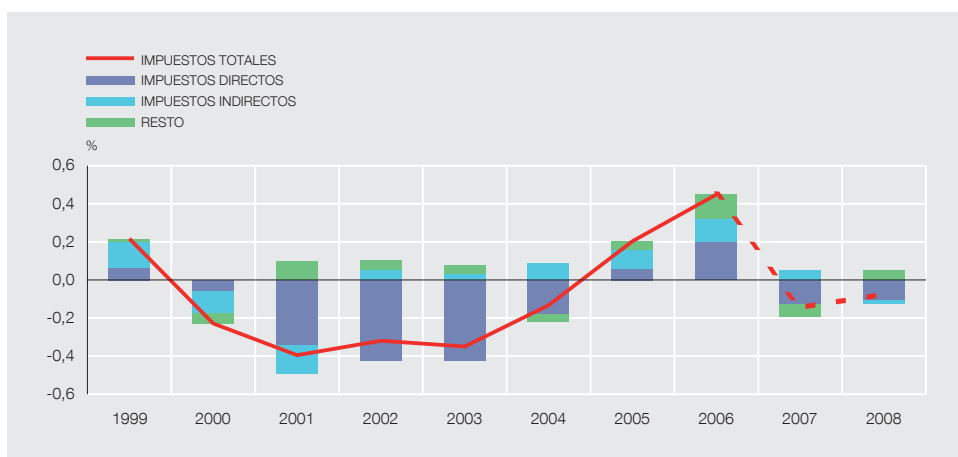
a. La elasticidad observada se aproxima como el ratio entre la variación porcentual de cada uno de los capítulos de ingresos y la variación porcentual del PIB nominal.

LOS ERRORES DE ESTIMACIÓN DE LAS ELASTICIDADES IMPOSITIVAS

El problema de la medición de la sensibilidad cíclica de las cuentas públicas tiene una naturaleza distinta, pues se debe al hecho de que las metodologías existentes realizan una simplificación de la relación entre las variables fiscales y el ciclo económico, que ignora algunas complejidades presentes en el mundo real. La respuesta cíclica del saldo es, como se ha indicado, una media ponderada de las elasticidades de cada capítulo presupuestario frente al PIB, siendo, a su vez, cada una de ellas el producto de las elasticidades de la categoría impositiva correspondiente frente a su respectiva base y de esta frente al PIB. Las distintas elasticidades se consideran constantes en el tiempo, de modo que también lo es la sensibilidad global, salvo por el hecho de que se permite que las ponderaciones de cada categoría presupuestaria en el total sean las correspondientes a cada período.

En la práctica, sin embargo, las elasticidades observadas, calculadas como el cociente entre la variación interanual de la recaudación y la del PIB nominal, distan de ser constantes. En el gráfico 4 se representan las elasticidades frente al PIB estimadas para el conjunto del área del euro para las tres grandes categorías impositivas: impuestos directos (1,5), impuestos indirectos (1) y cotizaciones sociales (0,7). Dados sus pesos respectivos en el conjunto de ingresos, resulta una elasticidad total de esta vertiente presupuestaria ligeramente superior a la unidad. Frente a estos valores constantes, en el gráfico se representan las elasticidades medias observadas en el período 2001-2003 y en el año 2006. Como se puede apreciar, aunque la elasticidad observada de las cotizaciones sociales permaneció aproximadamente invariable entre ambos momentos del tiempo (siendo, en todo caso, algo mayor que la elasticidad estimada), la de los impuestos indirectos y, en especial, la de los directos fueron muy superiores en el segundo período<sup>6</sup>. En el gráfico 5 se representan las contribuciones de las distintas categorías de ingresos a la diferencia total entre las elasticidades observada y estimada. Como puede apreciarse, las oscilaciones de la elasticidad total —relativamente intensas en el corto plazo— vienen explicadas en su mayor parte por los cambios en la elasticidad observada de los impuestos directos.

6. Obviamente, una parte de las fluctuaciones en las elasticidades observadas viene explicada por cambios discrecionales en las normas impositivas. Sin embargo, el cálculo de la elasticidad observada para un año dado a partir de los datos de los ejercicios de previsión de la Comisión del otoño de ese ejercicio y de la primavera del siguiente permite constatar que esa no es la causa de la totalidad de las oscilaciones.



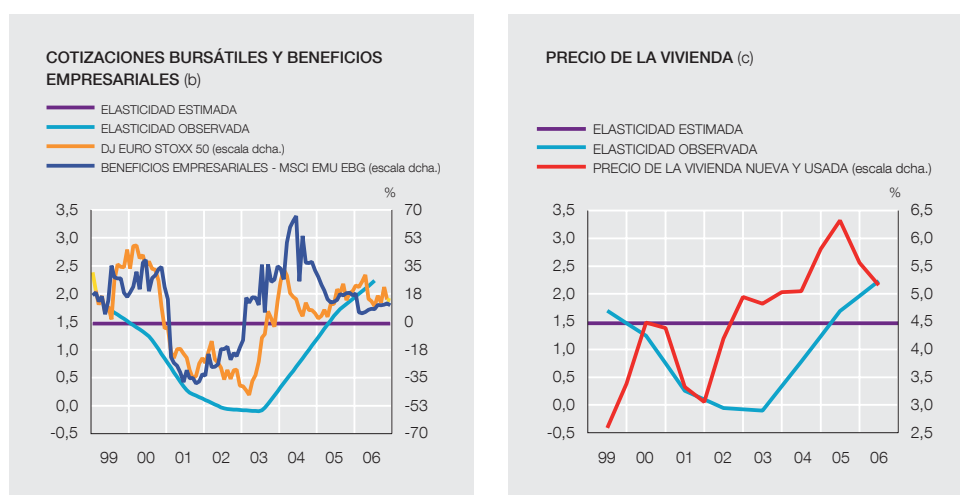
FUENTES: Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

a. Media ponderada de las diferencias entre las elasticidades observadas y estimadas de cada capítulo de ingresos para cada año. Las ponderaciones reflejan los pesos de cada apartado en el conjunto de ingresos.

Dos son las causas que subyacen a la variabilidad de las elasticidades en el corto plazo. En primer lugar, las bases impositivas utilizadas en el cálculo de las elasticidades constituyen una aproximación deficiente de las verdaderas, que generalmente son más amplias. En el caso de los impuestos sobre sociedades, por ejemplo, la base empleada es el excedente bruto de explotación, cuya relación con los beneficios sometidos a tributación dista de ser perfecta. En cuanto a los impuestos directos que recaen sobre las familias, la base usada tiene solamente en cuenta las rentas laborales (a través de la remuneración de asalariados), ignorando las procedentes del capital, tales como las rentas por intereses y alquileres o las pérdidas y ganancias patrimoniales realizadas. En particular, las fluctuaciones en los precios de los activos financieros y reales pueden afectar significativamente a la base real de este impuesto, a través de las ganancias patrimoniales y de los distintos tributos que gravan la compraventa de inmuebles, cuya recaudación sí está incluida dentro del conjunto de impuestos sobre la renta de las familias.

Varios trabajos empíricos han explorado las implicaciones que conllevan tales fluctuaciones en los precios de los activos sobre la medición de los SAC. Girouard y Price (2004) y Morris y Schuknecht (2007) calculan la sensibilidad presupuestaria ante cambios en los precios de los activos y ajustan los SAC en consecuencia. Los resultados de ambos trabajos muestran cómo los movimientos en estos precios contribuyen a explicar una parte relevante de los cambios en los SAC no justificados por el ciclo económico. En el gráfico 6 se puede observar la correlación existente (con un cierto desfase) entre los beneficios empresariales y los precios de los activos bursátiles e inmobiliarios, por un lado, y la elasticidad observada del conjunto de los impuestos directos que recaen sobre familias y empresas, por otro lado, de donde parece deducirse que una definición más amplia de las correspondientes bases contribuiría a mejorar la medición de las elasticidades.

En segundo lugar, incluso aunque las bases impositivas pudieran ser consideradas como correctas, existen claros indicios de que algunas características concretas de los sistemas tributarios pueden explicar parte de la variabilidad de las elasticidades impositivas en el corto plazo. Las fluctuaciones de la respuesta de la recaudación por impuestos indirectos ante variaciones en su base impositiva, por ejemplo, pueden explicarse por los efectos del ciclo económico sobre la



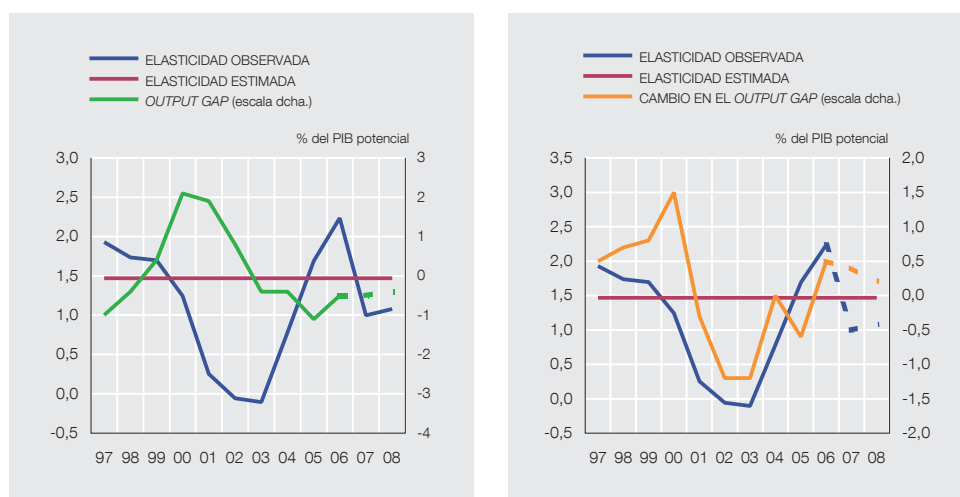
FUENTES: Comisión Europea, Banco Central Europeo, OCDE y Thomson Financial Datastream.

- a. La elasticidad observada se aproxima como la ratio entre la variación porcentual de los impuestos directos y la variación porcentual del PIB nominal.
- b. Índice bursátil y beneficios empresariales deflactados con el deflactor del PIB nominal y expresados en tasas de variación interanual.
- c. Precio de la vivienda nueva y usada deflactado con el deflactor del PIB nominal y expresado en tasas de variación interanual.

composición del consumo privado, en la medida en que en las fases altas del ciclo aumenta el peso de los bienes de lujo, gravados a tipos más elevados, dentro del consumo total. Además, la variabilidad de la elasticidad de los impuestos indirectos ha podido estar influida por las notables fluctuaciones experimentadas por el precio del petróleo (variable no necesariamente correlacionada con el ciclo económico). Por otro lado, en el caso del impuesto de sociedades, existe la posibilidad de que las empresas deduzcan de la base las pérdidas de ejercicios pasados, lo que justificaría que, tras un período desfavorable de evolución de la actividad, la recaudación correspondiente a esta figura impositiva tarde algunos períodos en reaccionar a la recuperación posterior de la economía. Así, como se observa en la parte izquierda del gráfico 6, los beneficios agregados de las empresas del área del euro crecieron a tasas negativas en 2001 y 2002, por lo que es muy probable que, en comparación con otras etapas, una proporción muy elevada de empresas registrara pérdidas en este período. Como consecuencia, aunque en 2003 se produjo una fuerte recuperación de los beneficios de las empresas del área, ello se reflejó con un retraso de uno o dos años en la elasticidad observada de los impuestos directos.

Finalmente, existe la posibilidad de que las fluctuaciones de la elasticidad de los ingresos frente al PIB estén motivadas por la variabilidad de la relación entre este último y las bases impositivas, lo que se debe a la composición cambiante de las fuentes del crecimiento económico (tanto por el lado de la demanda como por el lado de las rentas). Así, típicamente, las etapas en las que la expansión del producto se basa en las exportaciones vienen acompañadas de una menor recaudación impositiva, dado que las ventas al exterior no están, a diferencia del consumo privado, sometidas al IVA. Asimismo, para una tasa de crecimiento dada del PIB, el reparto de la renta entre la remuneración de los factores productivos puede afectar a la recaudación impositiva, en la medida en que es probable que el excedente bruto de explotación tienda a estar menos gravado que la remuneración de asalariados<sup>7</sup>.

7. A diferencia del método de ajuste cíclico de la Comisión Europea, el desarrollado por el SEBC sí considera los efectos composición del crecimiento del PIB [Bouthevillain et al. (2001)].



FUENTE: Comisión Europea.

a. La elasticidad observada se aproxima como la ratio entre la variación porcentual de los impuestos directos y la variación porcentual del PIB nominal.

SAC CALCULADOS CON ELASTICIDADES ESTIMADAS Y OBSERVADAS EN DISTINTAS SITUACIONES CÍCLICAS (a) (b)

CUADRO 1

Saldo observado (1)	Sensibilidad cíclica (2)	<i>Output gap</i> = 2.0 (3)		<i>Output gap</i> = -2.0 (3)	
		Componente cíclico (4) = (1) * (3)	SAC (5) = (1) - (4)	Componente cíclico (4) = (1) * (3)	SAC (5) = (1) - (4)
1,0	0,5 (estimada)	1,0	0,0	-1,0	2,0
1,0	0,2 (observada)	0,4	0,6	-0,4	1,4
1,0	0,8 (observada)	1,6	-0,6	-1,6	2,6

FUENTE: Banco de España.

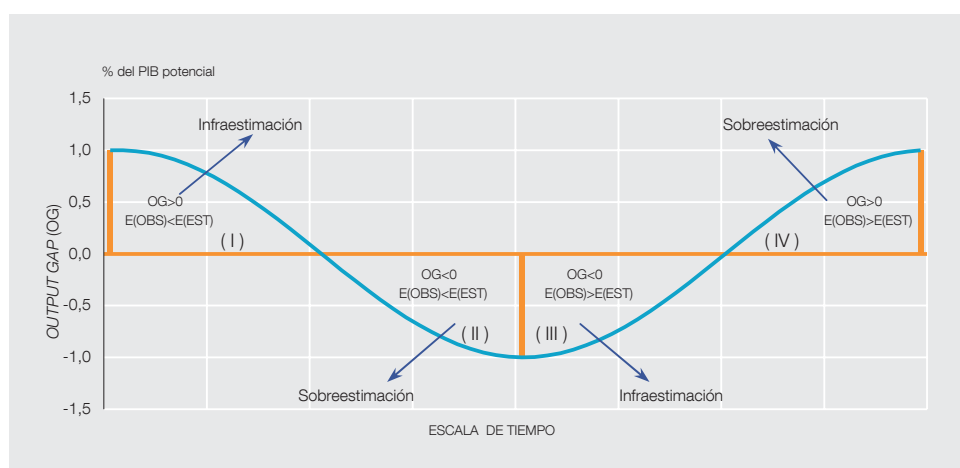
a. (1), (4) y (5) expresados en porcentaje del PIB observado, y (3) en porcentaje del PIB potencial.

b. La sensibilidad cíclica de los saldos observados se calcula como la media ponderada de las elasticidades de los ingresos y gastos frente a la posición cíclica de la economía. Las ponderaciones reflejan el peso de cada rúbrica en el conjunto de ingresos y gastos.

Algunos de los argumentos anteriores sugieren que las elasticidades impositivas puedan tener un comportamiento procíclico. Esa relación positiva entre las elasticidades y el *output gap* final no se establece en términos de los niveles de esta última variable, sino de sus cambios entre dos períodos de tiempo (véase gráfico 7). En otras palabras, las etapas de elasticidad impositiva grande no son aquellas en las que el *output gap* es positivo y elevado, sino los períodos en que el PIB crece más rápidamente que su tasa potencial, esto es, los comprendidos entre los puntos de giro del ciclo (entre el mínimo del *output gap* y el máximo posterior).

Ahora bien, es preciso tener en cuenta que el impacto de la variabilidad de las elasticidades sobre la descomposición de un saldo observado dado entre el SAC y el componente cíclico sí depende del signo del *output gap*. Este hecho se puede ilustrar mediante el ejemplo ficticio del cuadro 1, donde se representa un país que, en un período determinado, muestra un superávit del 1% del PIB, existiendo dos situaciones hipotéticas alternativas para el nivel del



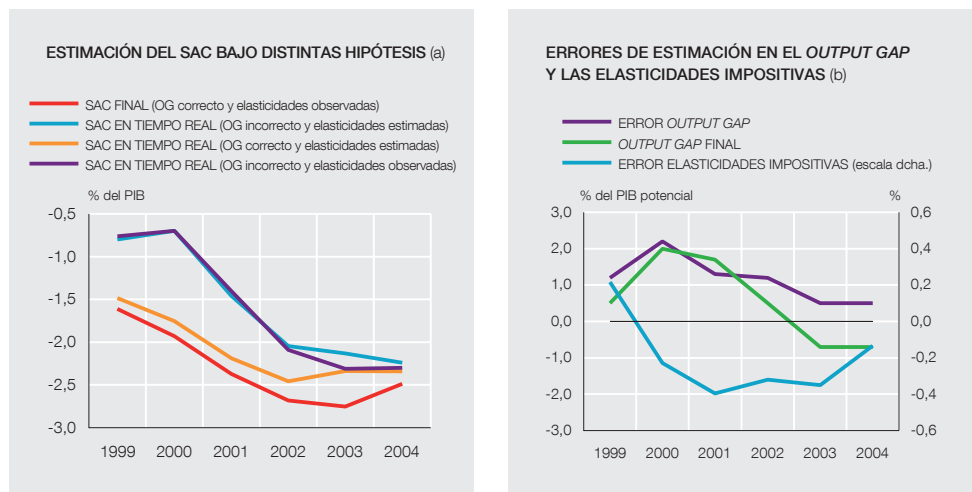


FUENTE: Banco de España.

a.  $E(EST)$  y  $E(OBS)$  denotan, respectivamente, las elasticidades impositivas estimadas y las observadas.

*output gap* caracterizadas por el mismo valor absoluto, pero distinto signo (2% y -2%). De acuerdo con el procedimiento de descomposición del saldo observado, la parte cíclica del mismo se obtiene como el producto de la sensibilidad cíclica estimada (0,5 en este caso) y el nivel del *output gap* (fila 1 del cuadro), en tanto que el SAC es la diferencia entre el saldo observado y este componente cíclico. En el ejemplo, ello resulta, en el caso de *output gap* del 2%, en un componente cíclico y un SAC del 1% y 0% del PIB, respectivamente. Ahora bien, si la sensibilidad observada es menor (0,2 en el ejemplo, fila 2), el componente cíclico «verdadero» es menor que el estimado (0,4 en lugar de 1), y el SAC «verdadero», mayor (0,6 en vez de 0). De este modo, en períodos con *output gap* positivo, si la elasticidad impositiva observada es baja (lo que tiende a ocurrir en etapas de disminución del *output gap* —desaceleración del PIB—), el método de ajuste conduce a interpretar que la situación subyacente de las finanzas públicas es menos sólida de lo que es en realidad, mientras que, si la elasticidad es elevada (como acontece en fases de aceleración cíclica), sucede a la inversa. Lo interesante es que, en períodos con *output gap* negativo, el ajuste realizado con las elasticidades impositivas constantes conduce, en períodos de elasticidad estimada elevada, a una infravaloración del SAC, y viceversa. En el gráfico 8 se caracteriza de forma estilizada, a lo largo del ciclo, el error de medida del SAC que resulta de la utilización de elasticidades constantes.

Una posible vía para la mejora del cálculo de las elasticidades sería su modelización como función de las variables conjeturadas como determinantes. El problema en este caso sería la separación de la parte de los cambios en las elasticidades debida a medidas discrecionales de la que obedece a la evolución de esos factores determinantes. Por otro lado, los métodos desagregados para el cálculo de los SAC no suponen una panacea para la resolución de los problemas relacionados con las elasticidades, aunque pueden constituir un complemento útil al método de la Comisión Europea. Este último se fundamenta en el uso de una función de producción que sirve de base para el cómputo del producto potencial y, por tanto, de la posición cíclica de la economía. Los métodos desagregados plantean el inconveniente de que es preciso calcular la posición cíclica de cada una de las bases impositivas, lo que agrava, si cabe, el problema de las revisiones ex-post.



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

- a. Para cada período  $t$ , se representa un SAC final hipotético computado a partir de las elasticidades observadas y el *output gap* (OG) final. Junto a este se representan las estimaciones en tiempo real del SAC de la UEM bajo tres supuestos diferentes: (i) utilizando las elasticidades constantes (incorrectas) y el OG inicial (también incorrecto); (ii) utilizando las elasticidades constantes (incorrectas) y el OG final (correcto), y (iii) utilizando las elasticidades observadas (correctas) y el OG inicial (incorrecto).
- b. Los errores de estimación del *output gap* se calculan como la diferencia entre los valores finalmente observados y los valores estimados en tiempo real. Los errores de estimación de las elasticidades impositivas vienen dados por la diferencia entre las elasticidades observadas y las estimadas.

EL IMPACTO RESPECTIVO DE LOS ERRORES DE ESTIMACIÓN DE LOS *OUTPUT GAPS* Y LAS ELASTICIDADES IMPOSITIVAS

Podría considerarse que la estimación correcta del SAC de un determinado período —en adelante, SAC final corregido— sería aquella que resultara de utilizar en su cálculo, por un lado, las elasticidades observadas y, por otro, los valores del *output gap* obtenidos varios años después, cuando la estimación de esta variable no se viera alterada apenas por la disponibilidad de observaciones efectivas adicionales del PIB. Por el contrario, el SAC estimado en tiempo real hace uso de las elasticidades constantes estimadas y del *output gap* disponible en ese momento. Una cuestión de interés, a efectos de las posibles mejoras en la estimación de la situación fiscal subyacente y de la orientación de la política fiscal en tiempo real, sería la descomposición del error cometido en ese instante (esto es, la diferencia entre el SAC final corregido y el de tiempo real) entre las contribuciones respectivas de los errores incurridos en la medición de las elasticidades y del *output gap*. Sin embargo, en la práctica, resulta complicado aislar ambos impactos, aunque sí es posible tratar de controlar alternativamente por uno y otro factor.

En el panel izquierdo del gráfico 9, la línea roja representa el SAC final corregido, en tanto que la línea azul es el SAC estimado en tiempo real, de forma que la diferencia entre ambas refleja el doble impacto del uso de elasticidades constantes (que en realidad varían) y de una posición cíclica provisional incorrecta (además de posibles revisiones en los saldos observados)<sup>8</sup>. Por su parte, la línea naranja es el SAC hipotético que se habría obtenido en tiempo real de haber podido disponer entonces del *output gap* final, lo que habría permitido eliminar una importante fuente de sobreestimación del SAC. En particular, entre 2000 y 2002 el *output gap* final fue positivo, teniendo este mismo signo los errores cometidos frente a la estimación en tiempo

8. Los SAC final corregido y de tiempo real se definen, respectivamente, como los calculados en los ejercicios de previsión de la Comisión Europea de la primavera de 2007 y del otoño del año correspondiente. En el gráfico se representa solamente hasta el año 2004, ya que en los períodos posteriores el *output gap* disponible no se puede considerar como definitivo.

real, de modo que, en su momento, se estaba infraestimando el componente cíclico del saldo observado (y, por tanto, sobreestimando el SAC). Al compás de la disminución del *output gap* final, con el paso del tiempo fue disminuyendo el error en su estimación, aunque este siguió siendo positivo incluso después de que el *output gap* cambiara de signo. Finalmente, la línea morada es otro SAC hipotético, en cuyo cálculo se hace uso del *output gap* disponible en tiempo real y de la elasticidad observada, en lugar de la estimada. La diferencia con la línea azul indica, por tanto, el impacto resultante de ignorar que la elasticidad no es constante. En particular, entre 2002 y 2004 el decrecimiento del *output gap* (negativo) vino asociado a una disminución de la elasticidad observada por debajo de la estimada y, por tanto, a una sobreestimación del SAC. Ello resulta coherente con la permanencia de la economía del área dentro de la región II del gráfico 8, si bien en 2004 estaba iniciando la transición hacia la zona III.

La experiencia del período 1999-2004 señala cómo, en esa etapa, fue mayor el impacto del error de medida procedente de la mala medición del *output gap* en tiempo real que el de las elasticidades. No obstante, es preciso tener en cuenta que esta última fuente de error es más visible en tiempo real, lo que la dota de relevancia desde un punto de vista de política económica. Desde una perspectiva más general, la magnitud relativa de los efectos que se observa en esta muestra, que abarca un ciclo incompleto, puede no ser plenamente extrapolable a otros períodos.

### **El episodio de comienzos de esta década y su comparación con la situación actual**

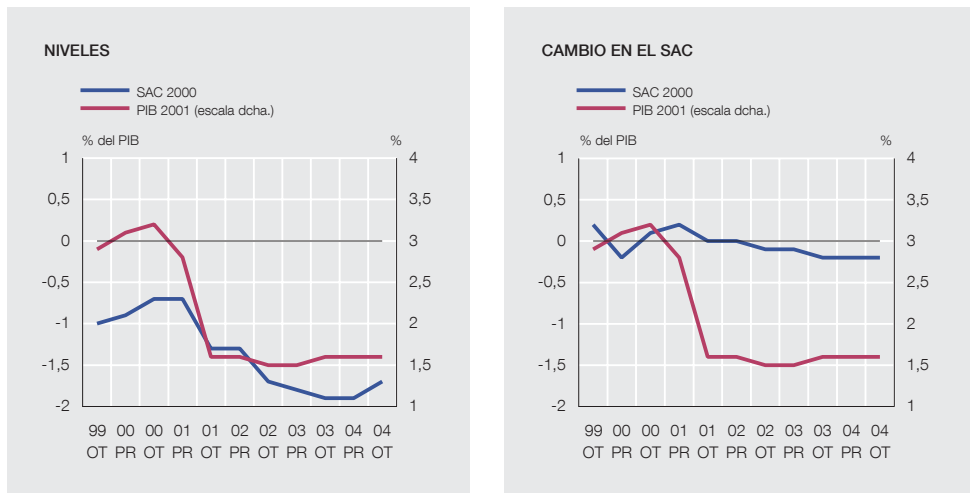
El episodio de comienzos de esta década resulta útil para valorar las posibles implicaciones de los errores de medida de los SAC sobre las decisiones de política económica y el posterior desempeño de las cuentas públicas. Al comienzo de la Unión Monetaria, el uso de elasticidades constantes y, sobre todo, la falta de fiabilidad de las estimaciones del *output gap* en tiempo real se conjugaron para proporcionar una visión excesivamente optimista de la situación fiscal subyacente, lo que pudo contribuir al empeoramiento de las cuentas públicas del área del euro en el período inmediatamente posterior (2001-2003).

El año 1999 se caracterizó por un elevado crecimiento económico, que se tradujo en un *output gap* positivo y creciente, y también por una elasticidad impositiva total por encima de la estimada (dado el carácter procíclico —en términos de la variación del *output gap*— de la diferencia entre ambas elasticidades). En el año 2000 el dinamismo de la actividad se acrecentó, volviéndose a producir una ampliación del *output gap*. La elasticidad observada total continuó estando por encima de la estimada, si bien la correspondiente a los impuestos directos cayó por debajo del valor estimado, probablemente como consecuencia del pinchazo de la burbuja tecnológica. En consecuencia, una parte de los ingresos cíclicos estaba siendo considerada como mejoras estructurales de la recaudación y el SAC tendía a estar sobreestimado. En este contexto, varios gobiernos del área pudieron interpretar que los aumentos de ingresos que habían tenido lugar en esos años eran de carácter permanente y, por consiguiente, que la situación subyacente de las finanzas públicas era suficientemente sólida como para permitir la reducción de impuestos que acometieron. A partir de 2001, sin embargo, sobrevino una desaceleración de la actividad, de carácter intenso e inesperado —y que, además, se prolongó durante varios años—. Dado el método de cálculo de los *output gaps*, ello produjo sucesivas revisiones a la baja del SAC del año 2000, de modo que la estimación actual del nivel de esta variable arroja una cifra inferior en 1,2 puntos porcentuales (pp) a la disponible en el otoño de aquel ejercicio, si bien las revisiones son apenas perceptibles en términos de los cambios en el SAC (véase gráfico 10)<sup>9</sup>. La intensidad de las revisiones en los niveles del SAC del año 2000 fue particularmente pronunciada en países

9. González Mínguez, Hernández de Cos y del Río (2003) realizan un análisis de sensibilidad de los niveles y los cambios en los SAC ante diversas sendas del PIB observado (frente al esperado), en el que muestran que, para errores de previsión de un tamaño plausible, el impacto sobre el cambio en el SAC es muy reducido.

**EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL SALDO AJUSTADO DEL CICLO PARA 2000 Y EL PIB PARA 2001 DEL ÁREA DEL EURO (a)**

GRÁFICO 10

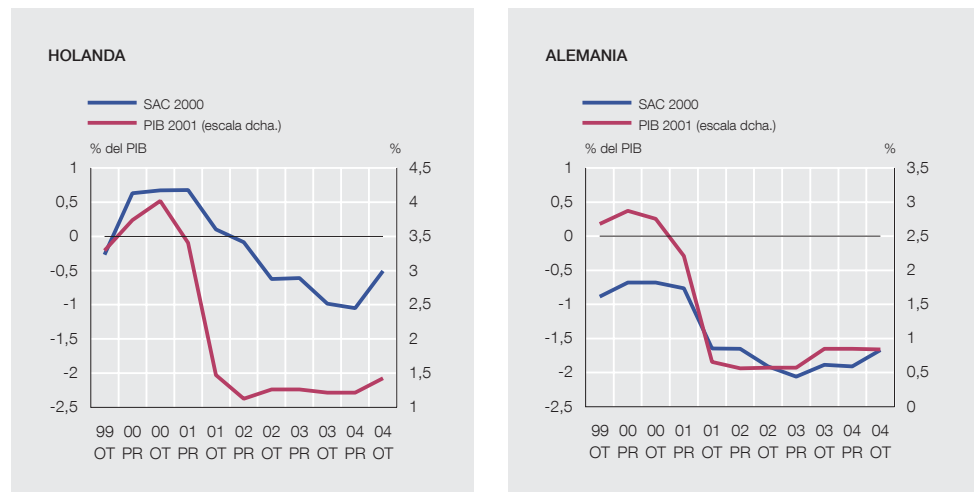


FUENTE: Comisión Europea.

a. PR y OT denotan, respectivamente, los ejercicios de previsión de primavera y otoño.

**ESTIMACIONES DEL SALDO AJUSTADO DEL CICLO PARA 2000 Y EL PIB PARA 2001 EN HOLANDA Y ALEMANIA (a)**

GRÁFICO 11



FUENTE: Comisión Europea.

a. PR y OT denotan, respectivamente, los ejercicios de previsión de primavera y otoño.

como Alemania y, sobre todo, Holanda, debido a que en estos casos la revisión del crecimiento de 2001 y años sucesivos fue mayor (véase gráfico 11).

Estos resultados sugieren, retrospectivamente, que la situación subyacente de las finanzas públicas no era la más apropiada para poner en marcha rebajas impositivas a principios de la década. El carácter transitorio de una parte de los ingresos públicos recaudados, junto con la prolongada desaceleración económica posterior, favoreció el surgimiento de desequilibrios presupuestarios, que condujeron a varios países a la situación de déficit excesivo.

La situación actual de las finanzas públicas del área presenta algunas similitudes con la experimentada al principio de la década. Así, por un lado, el SAC se situó en el pasado año, de

acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2007, en el -1,2% del PIB, reduciéndose en 0,6 pp en comparación con 2005. A este respecto, resulta llamativo que, en sus previsiones de otoño de 2006, la Comisión estimara que el SAC de ese ejercicio sería medio punto porcentual más bajo, esto es, el -1,7% del PIB (con una mejora de solo 0,2 pp frente a 2005). Esta revisión resulta difícilmente atribuible a hipotéticas acciones discrecionales de las autoridades, pues la previsión de otoño está fechada en noviembre de 2006, con el ejercicio fiscal prácticamente ya concluido. Por el contrario, la revisión está relacionada con la mejora de las perspectivas económicas para 2007 y 2008, que ha dado lugar a una reducción del *output gap* estimado en 2006 y, por tanto, a una disminución del componente cíclico del saldo (y una mejor estimación del SAC).

Por otro lado, en 2006 se produjo una marcada mejora del saldo observado, hasta situarse en el -1,6% del PIB, nueve décimas por encima del año anterior. Esta corrección del déficit vino impulsada, en gran parte, por un marcado aumento de la elasticidad impositiva observada, en consonancia con el aumento del *output gap*. Como este continúa siendo negativo, el uso de las elasticidades constantes está induciendo una posible infraestimación del SAC (región III del gráfico 8). No obstante, el signo final del *output gap* de 2006 es incierto, lo que introduce un elemento adicional de complejidad en la valoración de la situación presente. Sin embargo, como se ha mostrado, al menos en el pasado reciente, el efecto de la variabilidad de las elasticidades ha constituido un problema de segundo orden de magnitud en comparación con el que se deriva de las revisiones del *output gap* estimado en tiempo real.

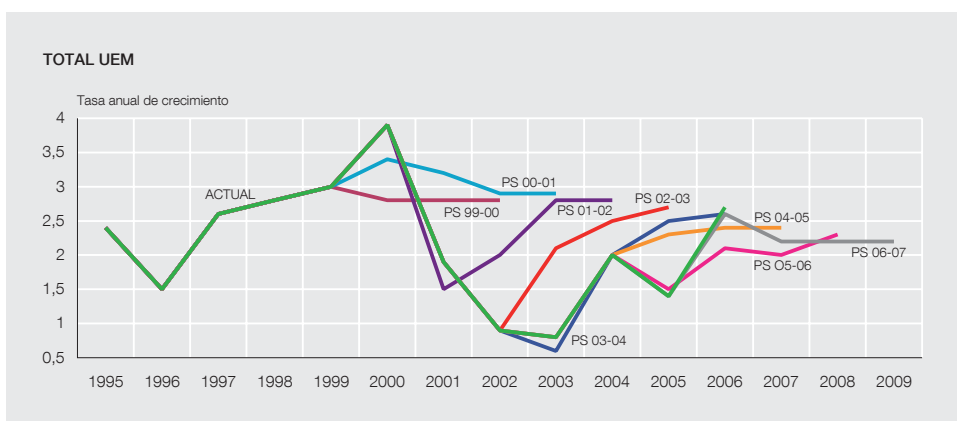
En todo caso, la situación actual comporta riesgos, en la medida en que una hipotética desaceleración de la economía conduciría a una revisión al alza del *output gap* y del componente cíclico del saldo y a la baja del SAC. Además, si el *output gap* pasara, retrospectivamente, a ser positivo, como ocurrió a principios de la década, la economía se encontraría en la región IV del gráfico 8 y, en consecuencia, el uso de elasticidades impositivas constantes pasaría también a inducir una sobreestimación del SAC. Esta posibilidad aconseja cautela en el diseño de la política fiscal en los próximos ejercicios fiscales.

No obstante, es preciso reconocer que existen elementos que apuntan a un menor riesgo en este sentido en comparación con el año 2000. En particular, resulta alentador comprobar cómo en las generaciones más recientes de programas de estabilidad de los países del área del euro las previsiones de crecimiento del PIB hacia el final del horizonte temporal contemplado en los mismos han tendido a hacerse más prudentes, situándose en la actualidad, para el conjunto de la UEM, en torno al 2,2%, frente a casi el 3% al inicio de la década (véase gráfico 12). Esta evolución resulta coherente con el cumplimiento de la prescripción del denominado *código de conducta* relativo al contenido y formato de los Programas de Estabilidad y Convergencia, en el que se establece que «los Programas de Estabilidad y Convergencia deberían basarse en previsiones macroeconómicas realistas y cautas»<sup>10</sup>.

## Conclusiones

Una valoración correcta de la posición subyacente de las finanzas públicas y de la orientación de la política fiscal requiere realizar una distinción entre los impactos respectivos sobre los saldos observados de las acciones discrecionales de las autoridades, por un lado, y del ciclo económico (y otros factores transitorios), por otro. Sin embargo, aunque los SAC constituyen una herramienta útil a tales efectos, es preciso tener en cuenta que sobre el cálculo de los mismos pesan varias fuentes de incertidumbre, por lo que deben ser interpretados con las debidas cautelas.

10. Comisión Europea (2005).



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

En particular, los cálculos de los SAC formulados en tiempo real están sometidos, a causa de la imperfección de las estimaciones iniciales del *output gap*, a revisiones que pueden tener un tamaño notable. Además, el supuesto de que la sensibilidad de las cuentas públicas es constante en el tiempo no se verifica en la realidad. Ambas fuentes de imprecisión tienen un comportamiento cíclico. Por un lado, la magnitud del *output gap* tiende a ser infraestimada cuando este es positivo. Por otro lado, la sensibilidad cíclica de los ingresos es infravalorada en las fases de aceleración de la actividad. La consecuencia es que, en las etapas en que el *output gap* es positivo y creciente, el componente cíclico estimado de los saldos es demasiado pequeño y la posición subyacente de las finanzas públicas es juzgada como más favorable de lo que es en realidad.

Esta sobreestimación de la fortaleza presupuestaria en la fase alta del ciclo conlleva implicaciones relevantes para la política económica, al comportar dos tipos de riesgos. Por un lado, reviste una gran importancia que las fluctuaciones transitorias de los ingresos impositivos sean reconocidas como tales, pues en caso contrario la sobrevaloración de la situación estructural puede conducir a los gobiernos a introducir medidas expansivas que comprometan la ejecución presupuestaria en los años posteriores. Por otro lado, al sobrevenir una desaceleración de la actividad, el súbito empeoramiento de la posición presupuestaria resultante puede conducir, en el marco de reglas fiscales de la UEM, a la necesidad de medidas correctivas, al objeto de evitar que el déficit sobrepase el 3% del PIB. La consecuencia, en uno y otro caso, es una política fiscal procíclica.

Estas consideraciones son aplicables al contexto actual, pues este presenta algunas analogías con la situación vivida al inicio de la década. Las enseñanzas de ese período aconsejan que las autoridades fiscales de la UEM actúen con prudencia en el diseño de la política fiscal para el próximo año, destinando, en particular, los mayores ingresos obtenidos en la actualidad a la mejora de los saldos presupuestarios observados, en lugar de proceder a expansiones del gasto o rebajas impositivas.

13.6.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., J. GONZÁLEZ MÍNGUEZ, P. HERNÁNDEZ DE COS y J. M. MARQUÉS (2003). «How cyclical do cyclically-adjusted balances remain? An EU study», *Hacienda Pública Española*, 166, pp. 151-181.
- BOUTHEVILLAIN, C., PH. COUR-THIRMAN, G. VAN DEN DOOL, P. HERNÁNDEZ DE COS, G. LANGENUS, M. MOHR, S. MOMIGLIANO y M. TUJULA (2001). *Cyclically adjusted budget balances*, Working Paper, n.º 77, Banco Central Europeo.

- COMISIÓN EUROPEA (2005). *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes*, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/about/activities/sgp/codeofconduct\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/about/activities/sgp/codeofconduct_en.pdf).
- GIROUARD, N., y CH. ANDRÉ (2005). *Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries*, Working Paper, n.º 434, OECD Economics Department.
- GIROUARD, N., y R. PRICE (2004). *Asset price cycles, "one-off" factors and structural budget balances*, Working Paper, n.º 391, OECD Economics Department.
- GONZÁLEZ MÍNGUEZ, J., P. HERNÁNDEZ DE COS y A. DEL RÍO (2003). *An analysis of the impact of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS)*, Documentos Ocasionales, n.º 0309, Banco de España.
- MORRIS, R., y L. SCHUKNECHT (2007). *Structural balances and revenue windfalls. The role of asset prices revisited*, Working Paper, n.º 737, Banco Central Europeo.
- ORPHANIDES, A., y S. VAN NORDEN (2002). «The unreliability of output-gap estimates in real time», *The Review of Economics and Statistics*, vol. LXXXIV, n.º 4.

## EL EFECTO DE LAS REMESAS SOBRE EL TIPO DE CAMBIO REAL



## El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real

Este artículo ha sido elaborado por Luis Molina, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

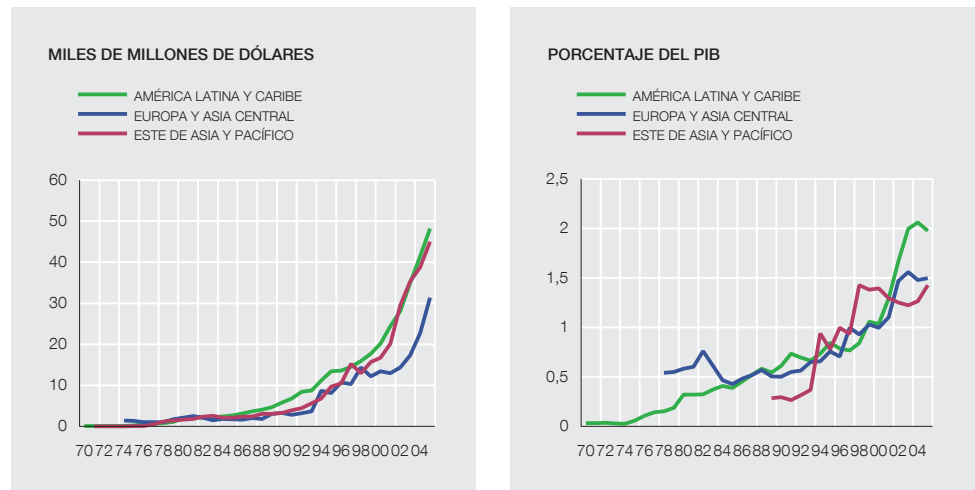
Desde la década de los ochenta, los flujos migratorios han aumentado sustancialmente a escala global. A partir de mediados de los noventa se ha observado también un ascenso de los flujos de remesas enviados a los países de origen, facilitado por la mejora de las telecomunicaciones. Como se aprecia en el gráfico 1, a partir de 1994 la cuantía de las entradas de remesas ha crecido exponencialmente en la mayoría de regiones emergentes, acercándose a los 48.000 millones de dólares en los países latinoamericanos, 45.000 millones en los situados en el este de Asia y en el Pacífico, y 32.000 millones en Europa y Asia central. En el año 2006, el flujo anual de remesas representó alrededor del 0,6% del PIB mundial, cerca del 2% en América Latina y el 1,5% en las otras dos regiones representadas. En determinados países, las cifras son mucho más elevadas (véase cuadro 1), destacando los países caribeños, donde el volumen de remesas recibidas oscila entre el 20% y el 50% del PIB, y algunos de Centroamérica y del Cono Sur, como El Salvador, Colombia o Ecuador. De este modo, los ingresos por remesas han superado en importancia a otras entradas del exterior con un impacto potencial sobre el desarrollo que reciben estas economías, como la inversión exterior directa o la ayuda al desarrollo, y que también han crecido de manera notable desde comienzos de los noventa.

Las remesas constituyen recursos del exterior para los países receptores, que no suponen aumento del endeudamiento, al contrario que los flujos financieros, y que se caracterizan por su mayor estabilidad frente a los flujos de cartera o, incluso, la inversión directa. Además, al contrario de lo que ocurre con la ayuda oficial al desarrollo, se trata de transferencias entre agentes privados, lo que puede favorecer la efectividad en el uso de los recursos, frente otros procesos sujetos a intermediación.

Numerosos estudios concluyen que, en general, las remesas tienen un impacto muy positivo sobre los países que las reciben. Reducen las tasas de pobreza, mejoran algunos indicadores de bienestar —como el acceso a servicios de salud, educación y vivienda—, favorecen el mayor crecimiento de la actividad y la menor volatilidad del ciclo económico, y elevan las posibilidades de inversión, ampliando los recursos internos de la economía (aumento del ahorro) y los externos (reducción de la vulnerabilidad externa y, con ello, de los costes de financiación en mercados internacionales). Por todo ello, las remesas son consideradas como un importante instrumento para el crecimiento y el desarrollo de las economías emergentes<sup>2</sup>.

Sin embargo, la aparición y el incremento de las remesas también pueden llevar aparejada una serie de costes y desafíos para los países receptores. No debe olvidarse que las remesas son la consecuencia de la emigración, con los costes personales, sociales y económicos que ello conlleva —la desestructuración familiar, pérdida inicial de ingresos para los familiares que permanecen en el país de origen y pérdida de capital humano, entre otros—. En este sentido, las remesas podrían considerarse una compensación por la salida de trabajadores educados, que muchas veces son los mejor formados (una situación de «fuga de cerebros»). Las remesas pueden compensar total o parcialmente esta salida, según superen el coste de formación del emigrante; sin embargo, si los emigrantes tienen educación media o alta (que suele ser lo

1. Este artículo resume el World Bank Policy Research Working Paper 4213, *Remittances and the real exchange rate*, de Humberto López (Banco Mundial), Luis Molina (Banco de España) y Maurizio Bussolo (Banco Mundial). Para una explicación más detallada y extensa de la metodología utilizada y del análisis econométrico, puede consultarse este documento. 2. Estos resultados pueden consultarse en Fajnzylber y López, (2007), *Close to home: the development impact of remittances in Latin America*, Banco Mundial.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco Mundial.

habitual), para que los ingresos por remesas compensen la pérdida de capital humano estos deben ser suficientemente elevados<sup>3</sup>.

Al margen los efectos vinculados a la emigración, las remesas, por sí mismas, pueden tener un impacto económico desfavorable, que tienda a compensar los efectos positivos mencionados anteriormente. En primer lugar, los receptores de remesas pueden convertirse en rentistas, esto es, sus incentivos a participar en el mercado laboral se reducen al recibir unos ingresos seguros del exterior, que además suelen ser más elevados que los que obtendrían en el caso de trabajar (aumenta su salario de reserva). Por ejemplo, en México la remesa media recibida por las familias equivale aproximadamente al 130% del salario medio en el sector manufacturero, en El Salvador al 191%, en la República Dominicana al 215% y en Jamaica al 104%, por citar los casos más destacados.

En segundo lugar, la entrada masiva de flujos de remesas puede dar lugar a una apreciación del tipo de cambio real, que, a su vez, tenga efectos contractivos sobre los sectores más abiertos a la competencia exterior y provoque distorsiones en el aparato productivo. Este es el objeto de análisis de este artículo.

En la siguiente sección se discute brevemente el impacto teórico que la entrada de remesas puede tener sobre el tipo de cambio efectivo real, y en la sección tercera se estima un modelo empírico para medir cuantitativamente ese impacto, con especial atención a América Latina. En la sección cuarta se derivan algunas implicaciones de política económica y la sección quinta presenta las conclusiones.

### ***El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real***

El impacto de las remesas sobre el tipo de cambio real se materializa a través de dos canales principales: la acumulación de activos netos frente al exterior a que da lugar y el diferente impacto sectorial que se deriva de la mayor demanda de bienes y servicios que induce.

3. Las estimaciones realizadas para los casos de Estados Unidos y España respaldan empíricamente estas afirmaciones (véanse Hatton et al. y Casado et al.). Las excepciones se suelen dar en los países fronterizos con otros más desarrollados, como los emigrantes mexicanos a Estados Unidos o los marroquíes a España, que tienen un nivel educativo menor. El trabajador mejor formado en origen puede afrontar el coste inicial del viaje y tiene mayores probabilidades de conseguir un trabajo con un salario más elevado en destino, aunque este requiera una menor cualificación que la que posee.

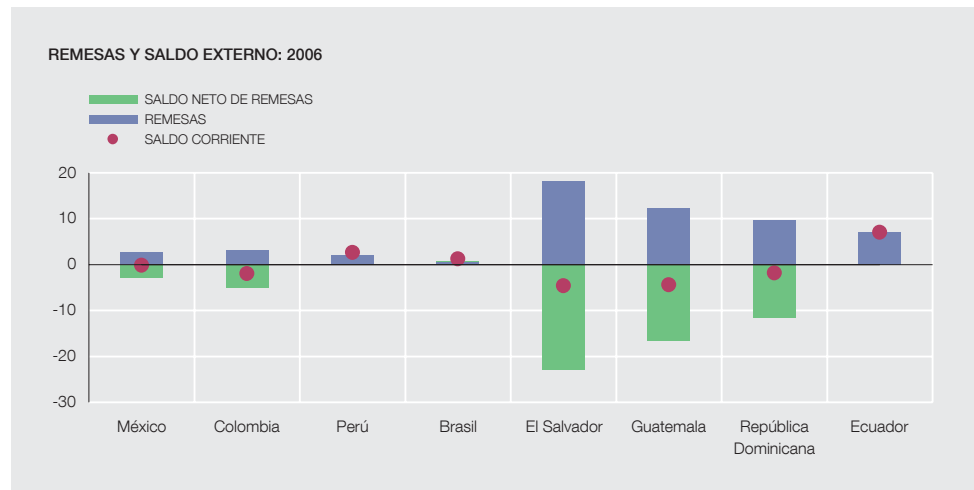
País	Remesas (miles de dólares) 2006	Variación 1996-2006 (%)	Ratios para el año 2006		
			Per cápita (dólares)	Remesas % PIB	Remesas % IED
México	23.054	18,5	143	2,7	122
India	24.284	14,3	22	2,8	317
Pakistán	5.209	17,3	34	4,0	359
Colombia	3.956	16,9	84	3,1	58
Perú	1.825	11,3	64	2,0	53
Brasil	4.999	5,8	27	0,5	27
El Salvador	3.316	11,2	474	18,2	323
Guatemala	3.610	27,1	256	12,2	1.649
República Dominicana	2.766	12,1	320	9,7	237
Ecuador	2.868	20,5	214	6,9	158
Haití (a)	1.101	27,1	132	25,7	727
Jamaica	1.861	10,1	696	17,5	270
Bangladesh	4.909	13,9	32	7,8	529
China	7.407	40,2	6	0,3	8
Egipto	5.320	5,8	74	5,2	267
Jordania	2.590	5,7	460	18,1	369
Libano	2.920	1,8	789	13,1	109
Marruecos	4.910	9,9	161	8,6	156
Polonia	3.050	16,0	80	0,9	34
Turquía	1.250	-2,8	17	0,3	9
Sri Lanka	2.322	10,2	117	8,9	683
Filipinas	10.246	7,6	119	8,8	862

FUENTES: Bancos Centrales Nacionales y Banco Mundial.

a. 2005.

Para analizar el primer canal se parte de los modelos intertemporales de balanza de pagos. Estos modelos se fundamentan en la relación de equilibrio entre el tipo de cambio real y la acumulación sostenible de activos netos frente al exterior. La evolución de los activos netos frente al exterior viene determinada por el saldo de balanza corriente; a su vez, la balanza por cuenta corriente depende del tipo de cambio real, que influye sobre la balanza comercial. Una posición exterior insostenible estaría caracterizada por una acumulación excesiva de pasivos externos y un incremento de los pagos por intereses sobre estos pasivos, que llevaría a un deterioro progresivo de la balanza por cuenta corriente. Para restablecer el equilibrio, el tipo de cambio real actúa como variable de ajuste: una depreciación provoca una mejora de la balanza comercial y permite frenar el deterioro de la posición exterior. En el caso de que el desequilibrio se materialice en una acumulación excesiva de activos frente al exterior, el tipo de cambio real se apreciará.

Las remesas son transferencias que constituyen un componente fundamental de la balanza por cuenta corriente en muchos países emergentes que permite mejorar la posición exterior del país. En el gráfico 2 se presentan la balanza por cuenta corriente de los principales receptores de remesas en América Latina y el saldo de dicha balanza, descontando el efecto de la entrada de remesas. Destaca la importancia de las remesas en casos como la República Dominicana, El Salvador o Colombia. Las remesas repercuten directamente en un aumento del ritmo de acumulación de activos frente al exterior. Por otro lado, este impacto de las remesas es diferente al de los flujos financieros, como la inversión exterior directa, dado que las remesas no suponen un endeudamiento frente al exterior y, por tanto, no implican pagos futuros en intereses, dividendos o repatriación de beneficios para el país. Por ello, el



FUENTES: Estadísticas nacionales.

incremento en el flujo de remesas tiende a traducirse en una apreciación del tipo de cambio real.

El segundo canal por el que las remesas pueden afectar al tipo de cambio real es a través de su impacto sobre la absorción nacional y, en consecuencia, sobre los precios relativos de los distintos sectores productivos de la economía. El proceso es similar al que pueden experimentar los países exportadores de materias primas cuando sus precios se elevan fuertemente, llevando a una apreciación del tipo de cambio: lo que se ha denominado la «enfermedad holandesa»<sup>4</sup>.

La entrada de remesas da lugar a un aumento de la demanda por parte de los residentes, amplificado por la elevada propensión a consumir que suelen tener las familias receptoras, tanto de bienes comerciables (básicamente, manufacturas) como de no comerciables (servicios)<sup>5</sup>. El aumento de la demanda ejerce una presión al alza sobre los precios relativos del sector no comerciable frente al comerciable, que está sometido a la competencia exterior. Además, al aumentar la rentabilidad relativa de la inversión en el sector no comerciable, parte de los recursos se desvía hacia este sector y, dependiendo del grado de flexibilidad de los mercados de factores, los salarios y la retribución al capital son presionados al alza en el conjunto de la economía. De este modo, se reduce la competitividad del sector comerciable frente al exterior. El deterioro de la competitividad y el aumento de la demanda interna se traducen en un empeoramiento de la balanza comercial, que modera el impacto inicial positivo de las remesas sobre la balanza por cuenta corriente. Si, además, las familias que reciben las remesas reducen su participación en el mercado de trabajo, los efectos descritos anteriormente se exacerban.

4. El término «enfermedad holandesa» fue acuñado por *The Economist* en 1977 para describir la recesión en el sector manufacturero holandés tras el descubrimiento en la década de los sesenta de grandes reservas de gas en el Mar del Norte. Esta definición se aplica tradicionalmente al efecto sobre el sector exportador de un país tras el descubrimiento de recursos naturales con una gran demanda mundial, que genera una entrada de divisas por exportaciones que aprecia el tipo de cambio real, un desplazamiento de recursos hacia dicho sector y elimina a medio plazo la competitividad del resto de los sectores. 5. La propensión a consumir y el tipo de bien demandado dependen, a su vez, de quién reciba estas remesas. Por ejemplo, se puede presuponer una mayor propensión a consumir bienes de consumo extranjeros a las clases bajas o altas, mientras que las clases medias demandarían en mayor medida servicios. En el caso de América Latina, y exceptuando México, la distribución de las remesas está sesgada hacia las rentas más altas [véase Fajnzylber y López (2007)].

ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS DE UNA VARIACIÓN DE LAS REMESAS  
SOBRE EL TIPO DE CAMBIO REAL (a)

CUADRO 2

	Variación del tipo de cambio real	
	Estimación con efectos fijos	Variables instrumentales
Variación de las remesas	2,42 ***	18,04 ***
<i>Efecto en América Latina</i>	2,81	15,28
Tipo de interés real mundial	0,01	0,02
Relación de intercambio	0,70 **	0,24
Gasto público	0,69 *	1,31
Crecimiento del PIB	0,10	-0,03

FUENTE: Cálculos propios.

a. \*, \*\* y \*\*\* denotan que el coeficiente es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Para el caso de América Latina, indican si ese coeficiente es significativamente distinto del coeficiente para el conjunto de la muestra.

En cualquier caso, el precio relativo de los bienes no comerciables se incrementa respecto a los comerciables y se produce una apreciación del tipo de cambio real, bien a través de una inflación relativamente más elevada que en el resto de países, bien a través de una apreciación del tipo de cambio nominal.

En definitiva, las remesas tienden a generar una apreciación del tipo de cambio real a través de las dos vías descritas. Si la entrada de remesas es estable y no registra ciclos de ascenso y caída, como otros ingresos comerciales o financieros, el nuevo equilibrio de la economía implicará un tipo de cambio real más apreciado. Pero esto no quiere decir que el proceso de transición hacia el nuevo equilibrio sea necesariamente suave. Por el contrario, pueden producirse sobrerreacciones del tipo de cambio real que provoquen distorsiones y efectos negativos sobre la economía. En ese caso, o en caso de que la perturbación sea temporal, lo cual es poco probable, existiría un margen de intervención para las autoridades. Sería interesante, por ello, examinar no solo el efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real observado, sino también en relación con alguna estimación del tipo de cambio real de equilibrio. Este es el objetivo del análisis empírico que sigue.

**Estimación del impacto de las remesas**

El modelo empírico incluye como variable independiente la variación del tipo de cambio real; y como regresores, las remesas y otros determinantes habituales del tipo de cambio real: la relación real de intercambio, el crecimiento del PIB per cápita, el gasto del sector público como porcentaje del PIB y los tipos de interés reales en Estados Unidos, como aproximación, respectivamente, a perturbaciones en los precios externos, variaciones en la productividad, el efecto del sector público y las condiciones financieras globales. Además, se calcula un posible efecto diferencial de las remesas sobre el tipo de cambio para los países latinoamericanos. Este efecto diferencial puede responder, bien a diferentes patrones de emigración, bien a diferentes preferencias entre consumo y ahorro en América Latina respecto al resto de los países incluidos en la muestra. Se incluyen 155 países emergentes, 33 de los cuales pertenecen a América Latina y el Caribe, con datos para siete quinquenios comprendidos entre 1979 y 2003; en total se dispone de cerca de 250 observaciones para cada regresión. Los resultados aparecen el cuadro 2.

Como se puede observar en la primera columna del cuadro, en el caso de la estimación con efectos fijos, un aumento de las remesas de un punto porcentual a nivel agregado (esto es, pasar del 2% del PIB al 3%) apreciaría el tipo de cambio real un 2,5%, aproximadamente. En

el caso de América Latina, el impacto es ligeramente superior (aumentar dos puntos las remesas como porcentaje del PIB llevaría a una apreciación del tipo de cambio real del 6% aproximadamente), aunque estadísticamente no es distinto del impacto calculado para el conjunto de la muestra utilizada. En cualquier caso, las remesas son, de todas las variables de la estimación, las que tienen mayor impacto sobre la variable dependiente.

El ejercicio presentado podría estar sesgado por problemas de causalidad inversa, esto es, porque la causalidad vaya del tipo de cambio a las remesas y no al revés, que es el supuesto realizado anteriormente. Existe cierta evidencia parcial de que los emigrantes envían más remesas cuando el tipo de cambio se está depreciando, dado que en ese caso las familias en origen obtienen más moneda local por la misma cantidad de divisas enviada<sup>6</sup>. Para mitigar los problemas que esto supone desde el punto de vista econométrico, se ha repetido el ejercicio utilizando variables instrumentales, esto es, buscando una variable altamente correlacionada con las remesas, pero exógena al tipo de cambio real<sup>7</sup>. Los resultados, que se recogen en la segunda columna del cuadro 2, difieren notablemente respecto a los presentados anteriormente, dado que la apreciación estimada sería mayor (18% para el conjunto de la muestra), si bien el coeficiente estimado para América Latina sería, de nuevo, estadísticamente igual al del resto de los países incluidos en el ejercicio (15%)<sup>8</sup>.

El resto de variables incluidas en la estimación presenta los signos esperados en todos los casos, esto es, una tendencia a la apreciación ante una mejora de la relación real de intercambio y un aumento de los tipos de interés reales estadounidenses, un signo positivo para el gasto público (razonable en la medida en que el sector público tenga una mayor propensión a gastar en servicios, como los sueldos de sus funcionarios, que en bienes comerciables), y un coeficiente reducido y no significativo para el crecimiento económico, que se explica porque un mayor crecimiento eleva, por un lado, la demanda de bienes y servicios, pero, por otro lado, reduce los activos netos frente al exterior en proporción del PIB.

En el cuadro 3 se presentan los resultados de la regresión para la desviación o desalineamiento del tipo de cambio observado respecto a una aproximación básica al tipo de cambio de equilibrio, con el fin de determinar en qué medida el tipo de cambio real se aprecia más allá de dicho nivel estimado, o, en otras palabras, sobrerreacciona ante un incremento de las remesas<sup>9</sup>. Para el conjunto de la muestra, se observa que doblar las remesas como porcentaje del PIB respecto a su nivel actual llevaría a un incremento de la sobrevaloración del 2,62%, mientras que en el caso de los países latinoamericanos el porcentaje es muy similar (2,58%), e igual estadísticamente, de nuevo, al del conjunto de la muestra. En otras palabras, alrededor del 50% del efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real se debería a un efecto sobre el tipo de cambio de equilibrio, y el otro 50% se debería a una sobrerreacción en la transición hacia el nuevo equilibrio. En el modelo con variables instrumentales, el efec-

---

6. Véase, por ejemplo, Dean Yang, *International Migration, Human Capital, and Entrepreneurship: Evidence from Philippine Migrants Exchange Rate Shock*, University of Michigan, Ford School of Public Policy Working Paper No. 02-011.

7. La variable utilizada en este ejercicio ha sido el PIB per cápita de los países destino de los emigrantes, ponderado por la distancia entre el país de origen y el de destino o por el número de emigrantes enviados a cada destino.

8. El modelo de variables instrumentales sería, en principio, más fiable desde el punto de vista estadístico que el de efectos fijos. En términos laxos, podría decirse que aquel captura el efecto puro del incremento de las remesas, al dejar a un lado todas las variables exógenas y al otro todas las endógenas del modelo, mientras que el de efectos fijos apuntaría hacia el suelo del efecto de las remesas, esto es, aun considerando posibles efectos de causalidad inversa, al menos el tipo de cambio se apreciaría un 2,5%. No obstante, la precisión de los resultados depende de la bondad de los instrumentos. En este sentido, el PIB per cápita en el país de destino del emigrante no necesariamente tiene una elevada correlación con la evolución de las remesas. Por ejemplo, en el caso de México, las remesas llegadas a dicho país están más correlacionadas con la variación de la inversión residencial en Estados Unidos que con el PIB per cápita estadounidense.

9. El tipo de equilibrio se ha calculado siguiendo a Dollar (1992), esto es, mediante un filtro de Hodrick-Prescott sobre el dato observado con parámetro lambda 100.

	Variación del desalineamiento del tipo de cambio real	
	Estimación con efectos fijos	Variables instrumentales
Variación de las remesas	1,31 **	11,14 **
<i>Efecto en América Latina</i>	1,29	6,39
Tipo de interés real mundial	0,02 **	0,02 *
Relación de intercambio	0,26 ***	0,24 ***
Gasto público	0,26	0,64
Crecimiento del PIB	-0,05	-0,13

FUENTE: Banco de España.

a. \*, \*\* y \*\*\* denotan que el coeficiente es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Para el caso de América Latina, indican si ese coeficiente es significativamente distinto del coeficiente para el conjunto de la muestra.

to sobre la desalineación del tipo de cambio es más elevado (alrededor de dos tercios del movimiento observado sería sobrerreacción), y por tanto el impacto sobre el tipo de cambio de equilibrio sería inferior.

### Opciones de política económica

El ejercicio empírico presentado muestra que parte del efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real observado se debe a modificaciones en el tipo de cambio real de equilibrio, pero hay una parte importante (entre la mitad y dos tercios) de los movimientos que pueden considerarse sobrerreacciones del tipo de cambio. Esta sobrerreacción puede tener un impacto negativo sobre los sectores exportadores, debido a la pérdida de competitividad que supone. Los daños derivados de esta pérdida de competitividad transitoria pueden ser permanentes si algunas de las empresas que desaparecen no vuelven a reaparecer cuando el tipo de cambio corrija la sobreapreciación (esto puede suceder, por ejemplo, en el caso de que los sectores exportadores no tengan acceso a los mercados de crédito para asegurar sus ingresos en el período de transición). En este caso es posible plantearse algunas opciones de política económica por parte de las autoridades<sup>10</sup>.

La primera opción sería favorecer el incremento de la productividad de los sectores que pierden competitividad o sufren presiones salariales más elevadas, mediante la inversión en educación, la flexibilización de mercados, los incentivos al aumento de la oferta laboral, etc., aunque sus efectos se dejarían notar solo a medio plazo.

En segundo lugar, se podría reducir o contener el gasto público, contrapesando de este modo la presión generada por la mayor demanda privada. No obstante, de las estimaciones presentadas anteriormente se deduce que el efecto de este gasto sobre el tipo de cambio real es sustancialmente menor que el que tienen las remesas. Además, la evolución reciente del gasto primario en muchos de estos países — cuyo incremento está acompañando los mayores ingresos derivados de la actividad económica o de las exportaciones de materias primas — sugiere la existencia de problemas de economía política para lograr este objetivo.

10. Finalmente, aunque no es lo más frecuente, los flujos de remesas podrían dirigirse hacia la bolsa o el sector inmobiliario, impulsando la aparición de burbujas en los mismos, lo cual justificaría, de nuevo, la intervención de las autoridades.

Otra opción se deriva de la posible analogía entre las consecuencias de las entradas de remesas y los casos de enfermedad holandesa, o incremento acusado de los ingresos por la exportación de recursos naturales. Numerosos países utilizan parte de estos recursos —bien por ser directamente ingresos públicos, o bien a través de un gravamen— para generar fondos de estabilización, similares al que existe en Chile para el cobre. Esta alternativa, sin embargo, no parece apropiada en el caso de las remesas, que pueden ser consideradas un flujo permanente —buena parte de la razón de ser de estos fondos es ahorrar en los buenos tiempos para afrontar los momentos de caída de los flujos—. Además, un gravamen incentivaría los envíos a través de canales informales y reduciría el envío de remesas.

Otro tipo de política, que tiene un notable protagonismo en la actualidad, es el fomento de la bancarización de las remesas. La canalización a través del sistema bancario de una mayor proporción de las remesas tiende a reducir el coste los envíos, incrementándolos, y favorece el auge del ahorro<sup>11</sup>, lo cual es particularmente beneficioso para algunas economías emergentes, como las de América Latina, donde las tasas de ahorro son reducidas. Ahora bien, no es evidente que una mayor bancarización de las remesas tienda a mitigar su impacto sobre el tipo de cambio o la competitividad. De hecho, el aumento de las remesas y de los fondos prestables para el sistema financiero resultantes de la bancarización podría exacerbar este y otros problemas, como la presión al alza sobre el precio de las viviendas a través de un mercado hipotecario más amplio. Sin embargo, el incremento del ahorro también podría traducirse en mayor inversión en los sectores de mayor demanda, mejorando la productividad y la competitividad de los sectores afectados por la apreciación cambiaria en el medio y largo plazo.

Una última alternativa, examinada en detalle en el trabajo de referencia, es la instrumentación de una política fiscal neutra en términos de ingresos totales, que consiste en reducir los impuestos que recaen sobre el uso de trabajo en los procesos productivos a cambio de elevar las tarifas de los impuestos sobre las ventas. Esto, por un lado, reduciría los efectos sobre el sector comerciable del drenaje de recursos por parte del sector no comerciable y, además, disminuiría el efecto desincentivador sobre la oferta laboral de la recepción de remesas. No obstante, esta combinación de políticas tendría efectos redistributivos muy importantes, dado que los impuestos sobre las ventas recaen proporcionalmente en mayor cuantía sobre los segmentos más desfavorecidos de la sociedad. Por ello, sería necesario instrumentar en paralelo una redistribución del gasto a favor de estos sectores.

Para examinar los efectos de esta política, se simuló su impacto en el caso de Jamaica, país para el que se dispone de un modelo de equilibrio general calibrado, que permite la realización de estos ejercicios, y que, además, presenta características interesantes, pues sus tasas de participación han aumentado muy poco desde los años noventa, especialmente en el caso de las mujeres, al tiempo que los salarios reales y las remesas han aumentado (del 2,2% del PIB en 1980 al 20% en 2003). El ejercicio consistió en simular el impacto conjunto de un aumento de las remesas del 10% y una reducción de los impuestos sobre el trabajo del 25%. El resultado final es que las remesas siguen llevando a una apreciación del tipo de cambio, si bien la merma de la oferta laboral queda reducida a la mitad respecto al escenario en el que solo aumentan las remesas.

## Conclusiones

Las entradas de remesas en las economías en desarrollo —considerada por muchos analistas como una de las vías más efectivas para reducir la pobreza y mejorar las oportunidades en

---

11. Véase Alberola y Salvado (2006).



estos países— han aumentado fuertemente en los últimos años. De hecho, al menos en América Latina, se puede comprobar que los indicadores sociales han mejorado más en aquellos países que han recibido en mayor medida estos flujos, y que han permitido un mayor crecimiento económico, una menor volatilidad cíclica y han generado un mayor potencial de inversión. Sin embargo, no hay que desdeñar los posibles efectos negativos que la entrada masiva de remesas puede generar.

En este artículo se ha examinado uno de esos efectos: la posible apreciación del tipo de cambio real derivada de la entrada de remesas. Según las estimaciones presentadas, las remesas tendrían un impacto significativo sobre el tipo de cambio real tanto en el corto como en el largo plazo. No obstante, al estar las estimaciones calculadas en términos del porcentaje de las remesas sobre el PIB, este resultado quedaría matizado, dado que, por ejemplo, aumentar las remesas un punto de PIB ha llevado cerca de quince años en el este de Asia, o cinco años en el caso de América Latina. Además, se estima que al menos la mitad del efecto de las remesas sobre el tipo de cambio se debe a sobrereacciones en el ajuste hacia el nuevo nivel de equilibrio, más apreciado, del tipo de cambio real. Este hecho abre cierto margen para la intervención por parte del sector público, con objeto de suavizar la transición y evitar efectos no deseados sobre el sector exportador o las variables financieras.

De entre las opciones consideradas, la menos controvertida y la que conseguiría, al menos, mitigar los efectos secundarios de reducción de la participación laboral sería la sustitución de impuestos al uso de trabajo en el proceso de producción por impuestos sobre las ventas. Otras medidas, como las que pudieran favorecer la bancarización de las remesas, son deseables en sí mismas, pero pueden no tener el impacto deseado sobre la contención de la demanda y la apreciación del tipo de cambio real.

20.6.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., S. G. CERVERO, H. LÓPEZ y A. UBIDE (2002). «Quo vadis euro?», *European Journal of Finance*, 8 (4), pp. 352–370.
- ALBEROLA, E., y R. C. SALVADO (2006). *Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model*, Documentos de Trabajo, n.º 0621, Banco de España.
- CASADO, M., M. GONZÁLEZ, L. MOLINA y J. OYARZUN (2005). *Análisis económico de la emigración en España. Una propuesta*.
- FAJNZYLBER, P., y H. LÓPEZ (2007). *Close to home: the development impact of remittances in Latin America*, Banco Mundial.
- HATTON, T., y J. G. WILLIAMSON (2002). *Where do US immigrants come from and why?*, NBER Working Paper 8998.
- LÓPEZ, H., L. MOLINA y M. BUSSOLO (2007). *Remittances and the real exchange rate*, World Bank Policy Research Working Paper 4213. De próxima publicación como Documento de Trabajo del Banco de España.

LAS ENTIDADES DE TASACIÓN. ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2006

## Introducción

La valoración de bienes inmuebles constituye la actividad nuclear de las entidades de tasación (ET), que es requerida, en gran medida, por la normativa hipotecaria aplicable a entidades de crédito (EC) y por las aplicables a sociedades de inversión colectiva inmobiliaria, a fondos de pensiones y a entidades de seguros<sup>1</sup>. Las ET, en tanto en cuanto son las encargadas de valorar las garantías reales aceptadas por las entidades financieras, pueden contribuir a su solvencia, lo que exige que sus valoraciones se realicen de forma prudente y sostenible en el tiempo, con respeto a las directrices de prudencia que emanan de la regulación específica del sector<sup>2</sup>. Las funciones de homologación, autorización, inscripción en el Registro y supervisión de las ET están legalmente asignadas al Banco de España.

La evolución de esta actividad tasadora está absolutamente ligada a la de los mercados y actividades hipotecarias, por lo que en los últimos años ha crecido con gran dinamismo, si bien en 2006 se presentaron síntomas de desaceleración. En este artículo se da cuenta de dicha evolución reciente, presentándose en el apéndice estadístico la información anual agregada de las ET<sup>3</sup> activas en cada uno de los cuatro últimos años<sup>4</sup>.

## Actividad de las entidades de tasación

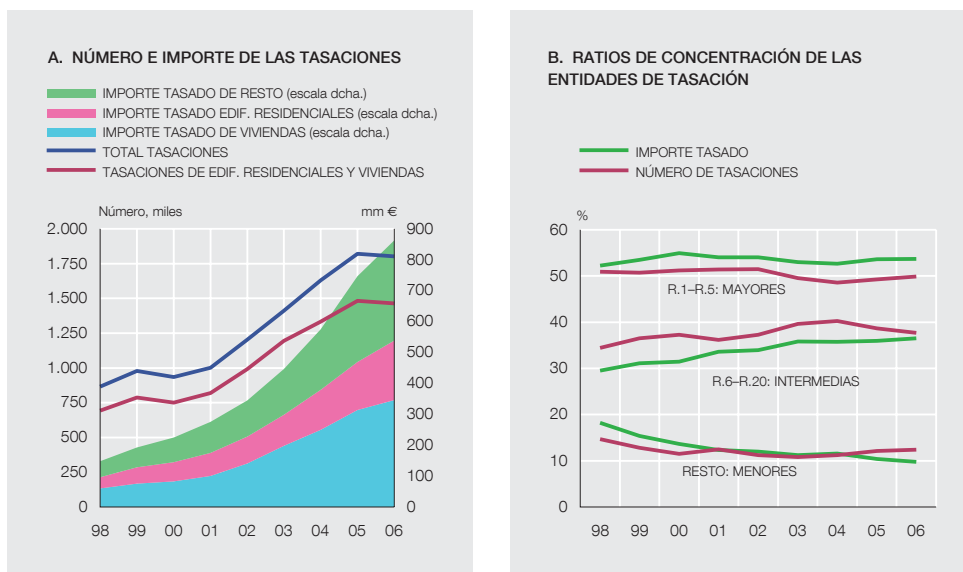
En 2006, las 60 ET activas realizaron casi el mismo número de tasaciones que el año anterior, más de 1,8 millones de tasaciones (-1%), por un importe total de 862 mm de euros, con un crecimiento del 15,4%, muy inferior al 30% del año precedente (véanse gráfico 1.A y cuadro A.1). Esta desaceleración afectó prácticamente a toda la tipología de bienes tasados, con la excepción más relevante de la de los edificios completos de uso residencial.

Los importes de las tasaciones no inmobiliarias crecieron también con fuerza (30%), pero manteniendo su escasa importancia en la actividad del sector: el 1% de los importes y 0,4% del número de valoraciones realizadas. La parte sustancial del negocio del sector está centrada en la valoración de bienes de uso residencial, bien sean edificios o viviendas individuales, que representaron el 81% del número y el 63% del valor de todo lo tasado, mientras que los terrenos representaron el 4,7% del número y el 19,5% del importe total.

El número de viviendas individuales tasadas en 2006 fue ligeramente inferior al del año anterior, pero siguió representando más del 78% de todas las realizadas, mientras que el importe de su valoración alcanzó los 345,8 mm de euros, con un crecimiento del 10%, muy inferior al 26% del ejercicio anterior, lo que originó una pérdida de peso de hasta el 40% del importe total. Esta desaceleración afectó de forma muy similar a la actividad tasadora de sus dos componentes: las viviendas situadas en edificios y las unifamiliares (véase cuadro A.1).

En 2006, el 96% de las viviendas tasadas lo fue por el método de comparación. El «valor hipotecario» resultante se ajustó reduciéndolo en el 9,5%, en prevención de una hipotética

1. Regulación básica: Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario, y RD 775/1997, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación. 2. La valoración de bienes inmuebles, y los informes y certificados que la acrediten, están regulados por la OM ECO 805/2003, de 27 de marzo. La información que se ha de rendir al Banco de España por las ET figura en la CBE 3/1998 (adaptada por la CBE 5/2003). 3. El sector lo forman las sociedades tasadoras (ST) y tres pequeños servicios de tasación de otras tantas EC, autorizados para valorar, exclusivamente, bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen. 4. Véase *Boletín Estadístico*, capítulo 9: Instituciones Financieras no Monetarias, subsector «auxiliares financieros», agente sociedades de tasación. <http://www.bde.es/infoest/htmls/capit09.htm>.



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

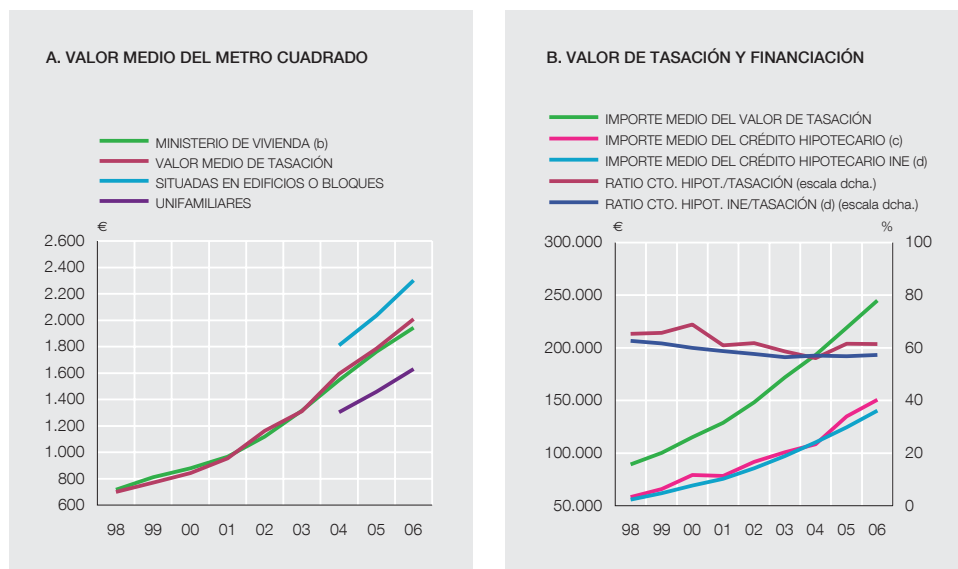
a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

caída significativa y duradera del precio del inmueble tasado tan solo en el 0,3% de los casos (0,4% del importe de las valoraciones), cifras todas ellas casi idénticas a las del ejercicio anterior<sup>5</sup>.

El valor medio de las viviendas individuales tasadas situadas en edificios, el renglón más importante de la actividad tasadora, se situó en 218.500 euros, con un crecimiento del 12%<sup>6</sup>. Dicho aumento del valor medio fue, básicamente, resultado de la evolución del valor medio del metro cuadrado, que creció el 13,1%, hasta 2.303 euros (véase cuadro A.2), mientras que la superficie media caía un metro cuadrado, hasta los 95 m<sup>2</sup>.

En el gráfico 2.A se han representado los valores medios del metro cuadrado de las viviendas situadas en edificios, de las unifamiliares y el promedio de ambas. También se representa, a efectos comparativos, el «precio medio del metro cuadrado de la vivienda libre tasada» publicado por el Banco de España de acuerdo con la información del Ministerio de Vivienda<sup>7</sup>. Así pues, las viviendas unifamiliares y adosadas, con más del doble de superficie media utilizable que los pisos (193 m<sup>2</sup>), fueron valoradas según un valor implícito medio del metro cuadrado inferior en un 29% (1.630 euros, frente a 2.303 euros), resultando un valor medio por vivienda unifamiliar tasada de 314.600 euros, casi un 50% superior al valor medio de los pisos, que conforman el grueso de las viviendas tasadas (72,4% del número y 64,4% del importe).

5. Las tasaciones deben atenerse a unos parámetros técnicos ligados a los diferentes métodos de valoración, sobre los que no se informa aquí por su complejidad y volumen. Quizás el de mayor relieve sea el utilizado para obtener el «valor hipotecario» como una tasación prudente de la posibilidad futura de comerciar con el inmueble, considerando los aspectos duraderos a largo plazo, los usos alternativos, los factores especulativos y en condiciones normales de los mercados. Los posibles ajustes de este valor afectan a los casos en los que el tasador considera que existe una probabilidad elevada de que se produzca una reducción significativa del precio del inmueble, en relación con el valor de tasación, en un período de tres años. 6. Téngase en cuenta, una vez más, que los comentarios están basados en la información sobre tasación de inmuebles facilitada por las tasadoras según su actividad. La información agregada no se ha sometido a tratamiento alguno de depuración o ajuste estadístico para su aproximación a los precios de mercado y, por tanto, en todos los casos se trata de los valores medios resultantes de la agregación de la información estadística sobre las tasaciones realizadas según la tipología que aparece en los cuadros A.1 y A.2 del apéndice estadístico. 7. Véase *Boletín Estadístico* del Banco de España, cuadro 25.7, columna 8, y sus notas.



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Vivienda e Instituto Nacional de Estadística.  
Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. La serie de precios utilizada es la media aritmética simple de la serie trimestral de precios del metro cuadrado de la vivienda libre 1995 a 2006, base 2005, del Ministerio de Vivienda.

c. El crédito hipotecario refleja el importe medio de las nuevas operaciones realizadas en cada ejercicio por las EC, según la información remitida al Banco de España.

d. Basada en las inscripciones registrales de la financiación hipotecaria que publica el INE.

El préstamo medio otorgado por las entidades de crédito para la adquisición de vivienda por particulares vino a representar en torno al 60% del valor medio de las viviendas tasadas en 2006 (*loan to value*). Considerando las ratios en relación con los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda facilitados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) y por el Banco de España y los valores medios de tasación, se observa que en ambos casos la evolución es coincidente y muestra su estabilización al nivel señalado (véase gráfico 2.B)<sup>8</sup>.

El segundo epígrafe en importancia por el valor total de los bienes tasados fue el de los edificios completos destinados a uso residencial, ya que los 52.600 edificios valorados casi alcanzaron los 193 mm de euros de valoración, con un crecimiento del 24%. Este fuerte crecimiento del importe de tasación se debió al aumento del número de los edificios tasados (10%) y del importe medio de valoración (13%), resultado este de un incremento de su tamaño medio y, en mayor medida (9%), del valor medio del metro cuadrado, que se situó en 1.675 euros. La mayoría de los edificios residenciales se consideran destinados a primera residencia, o vivienda habitual, mientras que los de segunda, o de residencia temporal, solo representaron algo menos del 7% del número y del 9% del importe de todos ellos, con un tamaño medio y un valor implícito del metro cuadrado superiores al de los primeros.

La actividad de tasación de suelo urbano y urbanizable<sup>9</sup> se vio notablemente moderada en relación con el fuerte crecimiento de los años anteriores, pero, aun así, aumentó con fuerza (14% en número, 12% en superficie y 18% en importe), representando el 17% de la actividad según el valor de lo tasado (148 mm de euros). El valor medio del metro cuadrado de suelo tasado (179 euros) aumentó el 5,6% en 2006, mientras que el tamaño medio de los solares se redujo ligeramente (-2%).

8. Esta aproximación al porcentaje del valor de la vivienda financiado por las EC (*loan to value*) se basa en la hipótesis de que la media de todo lo tasado en el año debe aproximar correctamente la valoración de las tasaciones correspondientes a las que realmente concluyeron en una financiación hipotecaria facilitada por una entidad de crédito. 9. Se trata de suelo de nivel I, según se define en el artículo 4 de la OM ECO 805/2003.

Las tasaciones de edificios de uso terciario se mantuvieron en cifras modestas, representando el 2,1% del importe total, en especial los destinados a oficinas. Los destinados a usos comerciales también cayeron en cuanto al número de las tasaciones realizadas, pero crecieron casi el 18% en tamaño medio y el 15% en valor unitario estimado del metro cuadrado, que alcanzó 1.641 euros, nivel inferior al de los dedicados a oficinas. Las valoraciones medias del metro cuadrado en las oficinas y locales comerciales, como elementos de edificios, se situaron un 9% y un 19%, respectivamente, por encima de la de los edificios completos destinados a dichos usos.

Finalmente, la actualización de tasaciones<sup>10</sup> continuó con su auge en relación con las tasaciones ordinarias realizadas cada ejercicio, en cuyo total no se incluyen, figurando en los cuadros del apéndice de forma separada como «Pro memoria». Esta actividad adicional representó en 2006, aproximadamente, el 6% de las tasaciones ordinarias y el 17% de su importe.

### ***Distribución según demandante, finalidad y localización de las tasaciones***

La información que figura en el cuadro A.3, sobre la distribución de las tasaciones realizadas según el peticionario o demandante y según la finalidad de los servicios de tasación, confirma la dedicación prioritaria de estas entidades a tasar inmuebles para facilitar las operaciones con garantía hipotecaria que ampara la Ley 2/1981 (95% en número y 86% en importe), requeridas a su vez mayoritariamente por las EC. Los distintos clientes y finalidades participaron de la desaceleración de la actividad tasadora en 2006, con la única excepción, de menor importancia, de seguros e instituciones y fondos de inversión colectiva.

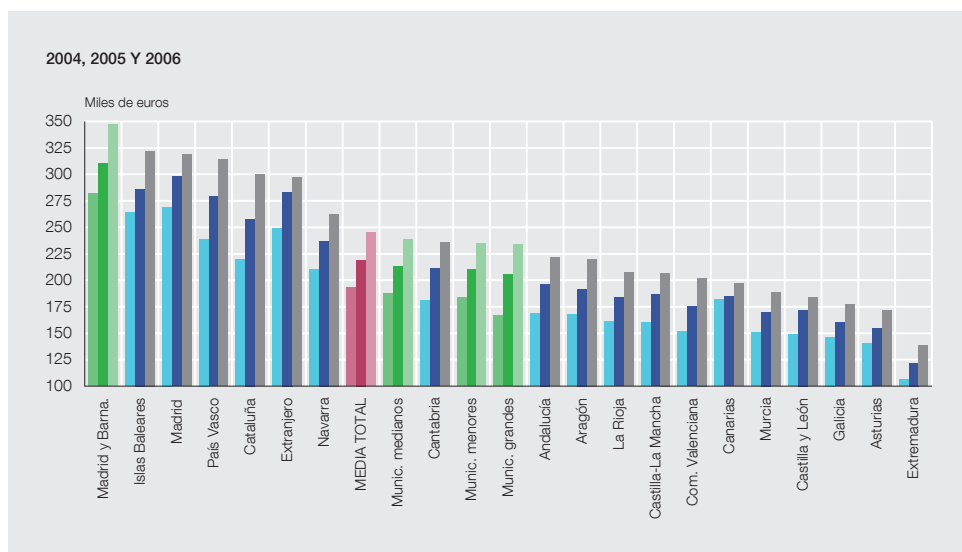
La distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por CCAA puso de manifiesto que el peso de la actividad en las cuatro más pobladas —Andalucía, Cataluña, Madrid y Comunidad Valenciana suponen el 58% de la población— representó conjuntamente más de dos tercios de todas las tasaciones de bienes inmuebles realizadas (64,9% del número y 67% del importe). En esas cuatro CCAA se realizaron menos tasaciones que en 2005, pero, en cuanto al importe de las mismas, solo la madrileña perdió importancia relativa, con un pequeño avance en valores absolutos. No obstante, las tres restantes desaceleraron fuertemente el crecimiento del importe de sus valoraciones de inmuebles, situándose la de Andalucía en la media del sector (15%), con una caída de 15 puntos porcentuales (pp), y la catalana y la valenciana por encima (19% y 21,5%, respectivamente).

La ralentización de la actividad tasadora se extendió de forma bastante generalizada por todos los territorios y núcleos de población, con las excepciones, en cuanto al importe de los inmuebles tasados, de Aragón, Murcia y País Vasco, que crecieron por encima del año anterior y de la media del ejercicio. Las tasaciones inmobiliarias realizadas en las ciudades de Madrid y Barcelona representaron, conjuntamente, más de la cuarta parte del número de las realizadas en ambas CCAA y algo menos de un tercio en importe, si bien su peso en ambos conceptos volvió a disminuir en el último año.

En el gráfico 3 se representa el valor medio de todas las viviendas individuales tasadas distribuidas por CCAA y por grupos de ciudades agrupadas según su tamaño, poniéndose de manifiesto los distintos patrones territoriales de valoración, tanto en niveles como en variaciones absolutas y relativas, mientras que el valor medio según el tamaño de los mu-

---

<sup>10</sup>. Es toda revisión de una tasación anterior, emitida por la misma entidad tasadora antes de transcurrir dos años desde su fecha de emisión, en la que, con referencia a la tasación anterior, se modifiquen las advertencias, los condicionantes o cualquiera de los valores que figuren en ella. Este plazo será de tres años en las realizadas para reservas técnicas de seguros. Véase artículo 4 de la OM ECO 805/2003.



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Los grupos de municipios de los que se dispone de información son: Madrid y Barcelona; municipios grandes, con más de 500.000 habitantes (Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga); municipios intermedios, entre 100.000 y 500.000 habitantes; y municipios menores, por debajo de 100.000 habitantes.

nicipios mostró una mayor homogeneidad, todos muy próximos a la media, excepto las dos grandes ciudades que lideraron el *ranking*, con un valor de tasación de 347.000 euros, el 142% del valor medio total, pero con un crecimiento relativo del 12%, por debajo de la media del conjunto.

Las viviendas tasadas sitas en las CCAA con valores medios más altos crecieron, además, por encima de la media (10%) —Islas Baleares, País Vasco y, significativamente, Cataluña (16,5%)—, con las excepciones de Madrid (7%) y Navarra. Destacó también el crecimiento relativo del valor medio de las viviendas tasadas en las grandes ciudades —Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga, con el 14% de aumento y 234.200 euros de valoración media—, de forma similar a la evolución de las correspondientes CCAA —Valencia y Aragón, el 15%; y Andalucía, el 13%—.

### **Estructura y concentración del sector y de los clientes**

El número de las entidades de tasación se volvió a reducir en 2006, con lo que el sector cerró el ejercicio con 56 sociedades de tasación (ST), y, además, los tres servicios de tasación de otras tantas entidades de depósito. En el último año se produjeron tres bajas, la última a finales del ejercicio, y ninguna alta, ya que la última incorporación de una nueva sociedad tasadora tuvo lugar en 2004.

25 ET operan en todo el territorio nacional, grupo en el que se incluyen las más grandes, mientras que 20 tienen carácter local o regional, pues concentran más del 90% de su actividad en una comunidad autónoma, mientras que las 14 restantes tienen una implantación amplia, pero no total, y casi todas ellas concentraron más de la mitad de sus operaciones en la comunidad autónoma de su residencia.

La concentración del sector es elevada y creciente, ya que las cinco mayores representan la mitad de la actividad del sector en número (50%) y más de la mitad en importe (54%). Como pone de manifiesto la evolución de dichos parámetros, este grupo de las tasadoras de mayor tamaño concentra, además, las tasaciones de mayor cuantía, ya que el importe medio de sus

tasaciones está claramente por encima de la media del sector, dado que el peso de los importes siguió siendo superior al del número de operaciones (véase gráfico 1.B).

Las ET intermedias, con un volumen individual del importe tasado que osciló entre el 1% y el 5% del sector, representaron casi el 38% de las tasaciones y el 36,5% del importe. Obsérvese que las 39 entidades menores restantes siguieron siendo pequeñas empresas, que representan conjuntamente casi el 10% del importe, mientras que en número de operaciones superaron el 12%. Estas entidades menores crecieron en número de las tasaciones realizadas a costa de las intermedias, pero el importe medio de sus tasaciones continuó disminuyendo.

Las entidades relacionadas con EC por razones de propiedad son las filiales de cajas de ahorros (6) y de bancos (2), los servicios internos de tasación de EC (3) y las participadas significativamente por una o varias EC (5). Estas 16 ET representaron algo menos de la mitad del sector: 43% del número de tasaciones, 47% del importe tasado y casi el 48% de los ingresos obtenidos por el sector (véase cuadro A.5). La mitad de todos los ingresos conjuntos de este grupo de ST relacionadas con EC procedieron de su cliente principal y de los clientes con un peso de al menos el 15% de sus ingresos, porcentaje que sería muy superior si se contabilizara también la demanda de todos sus respectivos accionistas.

Un grupo numeroso de ST (20), no relacionadas con EC por razones de propiedad, pero relativamente pequeño por su peso en los ingresos totales (8,4%), muestra una elevada dependencia de sus clientes significativos (69%). En las restantes agrupaciones presentadas en el cuadro A.5 con clientes significativos, el peso de estos se ha reducido ligeramente en 2006. En el total de ET, la dependencia de los clientes principales y significativos (= o > 15%) fue del 41% de sus ingresos, con una caída de casi 2 pp.

### ***Balance y resultados de las sociedades de tasación***

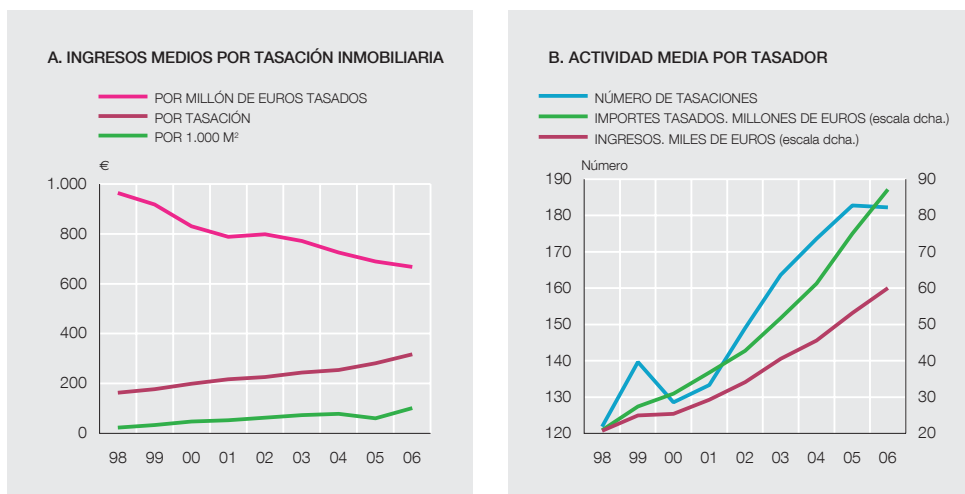
Las ST ralentizaron el ritmo de crecimiento de su balance y el de sus resultados en 2006, situándose los activos totales en más de 276 millones de euros (m€) y el resultado contable después de impuestos en los 61,7 m€ (véase cuadro A.6).

Los ingresos totales superaron los 598,4 m€, con un crecimiento del 12,4%, muy por debajo del año anterior y del crecimiento del importe de las tasaciones. Más del 95% de los ingresos procedieron de la realización de las tasaciones inmobiliarias, mayoritariamente ligadas a la financiación con garantía hipotecaria. Los ingresos por prestación de otros servicios, incluidos los de tasaciones de bienes no inmuebles, crecieron con mayor fuerza (20%), pero manteniendo su carácter marginal, con el 4,2% del total.

Los ingresos medios por operación de tasación realizada han venido avanzando a lo largo de los años a una tasa media ligeramente inferior al 10%, hasta situarse en 318 euros por tasación, mientras que continuaron reduciéndose en relación con el importe de los bienes inmuebles valorados, situándose en casi 0,7 euros por cada 1.000 euros tasados en 2006 (véase gráfico 4.A).

Los gastos totales de estas ST crecieron al mismo ritmo que los ingresos (+12,4%), de los que consumieron de nuevo el 84%. En su evolución incidió el que su principal componente, el gasto en tasadores contratados, creció el 10,3%, mientras que su número disminuyó de forma similar al de las tasaciones realizadas (1%). En los últimos cinco años, la productividad por tasador utilizado ha mejorado: el 7% por el número de las tasaciones realizadas, el 27% por el importe tasado y el 21% por los ingresos obtenidos (véanse cuadro A.6 y gráfico 4.B).





FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

a. Datos del conjunto de las ST existentes a fin de cada año.

La evolución de ingresos y gastos significó una desaceleración significativa del crecimiento de los resultados, que, no obstante, continuaron mejorando, tanto en términos absolutos como relativos, a un ritmo del 12,7% los resultados ordinarios, y del 11,4% los resultados antes del pago de impuestos. El menor crecimiento de los impuestos permitió que los resultados contables mejoraran el 13,5%, alcanzando los 61,7 m€, que supusieron el 87% de los fondos propios medios del ejercicio.

19.6.2007.

## APÉNDICE

Cuadros:

- A.1 Distribución de las tasaciones según el objeto: número, superficie e importe.
- A.2 Medias de importes, superficies y valores resultantes del metro cuadrado medios de los bienes inmuebles tasados.
- A.3 Distribución de las tasaciones según peticionario, y de bienes inmuebles por finalidades.
- A.4 Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por comunidades autónomas y tamaño de los municipios.
- A.5 Dependencia de las entidades de tasación respecto de sus clientes.
- A.6 Balance y resultados de las sociedades de tasación e información complementaria.

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, millones de euros y %

A. NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>TOTAL</b>	<b>1.411,5</b>	<b>1.629,7</b>	<b>1.819,6</b>	<b>1.802,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>17,3</b>	<b>15,5</b>	<b>11,7</b>	<b>-1,0</b>
BIENES INMUEBLES	1.401,2	1.622,4	1.813,9	1.795,0	99,3	99,6	99,7	99,6	17,7	15,8	11,8	-1,0
Terrenos total	51,6	66,0	76,1	84,3	3,7	4,0	4,2	4,7	16,0	27,9	15,4	10,7
Suelo urbano	31,9	42,5	54,6	62,3	2,3	2,6	3,0	3,5	22,1	33,3	28,4	14,1
Fincas rústicas	19,7	20,2	20,0	20,3	1,4	1,2	1,1	1,1	7,3	2,6	-1,1	1,8
Suelo no urbanizable (b)	...	3,3	1,5	1,6	...	0,2	—	—	...	...	-52,5	6,1
Edificios completos (c)	83,1	77,7	89,5	93,3	5,9	4,8	4,9	5,2	11,6	-6,5	15,2	4,3
De uso residencial	43,0	42,1	47,7	52,6	3,0	2,6	2,6	2,9	8,2	-2,0	13,1	10,4
— De primera residencia	...	38,9	44,4	49,3	...	2,4	2,4	2,7	...	...	14,4	11,0
— De segunda residencia	...	3,3	3,2	3,3	...	0,2	0,2	0,2	...	...	-1,4	2,3
De uso terciario	4,6	4,7	5,8	5,0	0,3	0,3	0,3	0,3	46,1	0,5	24,3	-14,2
— De oficinas	...	1,3	1,5	1,5	...	...	—	—	...	...	19,2	-0,8
— De uso comercial	...	3,4	4,3	3,4	...	0,2	0,2	0,2	...	...	26,2	-19,0
Industriales	28,9	24,6	25,8	25,8	2,1	1,5	1,4	1,4	16,1	-15,2	4,9	0,2
Otros	6,5	6,4	10,3	9,9	0,5	0,4	0,6	0,6	-1,6	-2,5	6,7	-3,3
Elementos de edificios	1.260,3	1.468,2	1.636,3	1.606,2	89,3	90,1	89,9	89,1	18,4	16,5	11,5	-1,8
Viviendas	1.151,3	1.289,6	1.433,6	1.411,2	81,6	79,1	78,8	78,3	20,8	12,0	11,2	-1,6
— Situadas en edificios o bloques	...	939,3	1.037,9	1.021,0	...	57,6	57,0	56,7	...	...	10,5	-1,6
— Unifamiliares	...	350,3	395,7	390,2	...	21,5	21,7	21,7	...	...	12,9	-1,4
Oficinas	7,3	8,5	9,7	10,1	0,5	0,5	0,5	0,6	-23,3	16,2	14,0	4,3
Locales comerciales	69,4	76,3	90,0	77,5	4,9	4,7	4,9	4,3	7,7	10,0	17,9	-13,9
Otros	32,4	93,7	103,1	107,4	2,3	5,8	5,7	6,0	-13,2	89,5	10,0	4,2
Explotación económica (d)	5,5	5,3	5,6	6,0	0,4	0,3	0,3	0,3	2,2	-3,1	5,8	6,5
Otros bienes inmuebles (e)	0,8	5,3	6,3	5,3	—	0,3	0,3	0,3	-63,5	76,2	19,2	-16,4
TASACIONES NO INMOBILIARIAS (f)	10,2	7,3	5,7	7,1	0,7	0,4	0,3	0,4	-14,3	-29,2	-21,2	24,2
PRO MEMORIA:												
Otras valoraciones	167,2	215,7	255,8	290,8	11,9	13,2	14,1	16,2	13,9	29,0	18,6	31,9
Actualizaciones (g)	34,9	62,7	87,3	107,3	2,5	3,8	4,8	6,0	25,9	79,4	39,2	23,0
Valoraciones intermedias (i)	132,3	153,0	168,5	183,5	9,4	9,4	9,3	10,2	11,1	15,6	10,2	8,9
Patrimonios (h)	1,7	3,1	9,0	2,3	0,1	0,2	0,5	0,1	-24,4	85,9	87,1	-74,0
B. SUPERFICIE	Miles de metros cuadrados				Estructura				Variación anual			
TOTAL BIENES INMUEBLES	465.894	526.248	841.257	563.785	100,0	100,0	100,0	100,0	-9,7	13,0	59,9	-33,0
Terrenos total	428.853	476.793	786.769	498.723	92,0	90,6	93,5	87,8	-11,7	11,2	65,0	-37,1
Suelo urbano	39.890	45.165	73.850	82.557	8,6	8,6	8,8	14,6	49,7	13,2	63,5	11,8
Fincas rústicas	388.963	423.593	704.968	408.113	83,5	80,5	83,8	71,7	-15,2	8,9	66,4	-42,7
Suelo no urbanizable (b)	...	8.036	7.951	8.053	...	1,5	0,9	1,4	...	...	-1,1	1,3
Edificios completos (c)	15.636	15.585	19.286	24.617	3,4	3,0	2,3	4,4	13,5	-0,3	23,8	27,6
De uso residencial	8.431	9.371	10.082	11.508	1,8	1,8	1,2	2,0	10,0	11,2	7,6	14,2
— De primera residencia	...	8.418	9.203	10.575	...	1,6	1,1	1,9	...	...	9,3	14,9
— De segunda residencia	...	953	879	933	...	0,2	0,1	0,2	...	...	-7,8	6,3
De uso terciario	1.416	894	999	937	0,3	0,2	0,1	0,2	26,6	-36,9	11,8	-6,2
— De oficinas	...	470	535	497	...	—	—	—	...	...	13,7	-7,1
— De uso comercial	...	423	464	440	...	—	—	—	...	...	9,7	-5,2
Industriales	4.359	3.932	4.852	5.760	0,9	0,7	0,6	1,0	6,0	-9,8	23,4	18,7
Otros	1.430	1.388	3.353	6.411	0,3	0,3	0,4	1,1	61,9	-3,0	41,6	91,2
Elementos de edificios	16.912	18.290	20.849	20.137	3,6	3,5	2,5	3,6	21,6	8,2	14,0	-3,4
Viviendas	15.199	15.669	17.593	17.216	3,3	3,0	2,1	3,1	25,1	3,1	12,3	-2,1
— Situadas en edificios o bloques	...	8.944	9.931	9.686	...	1,7	1,2	1,7	...	...	11,0	-2,5
— Unifamiliares	...	6.726	7.663	7.531	...	1,3	0,9	1,3	...	...	13,9	-1,7
Oficinas	188	180	185	197	...	—	—	—	-5,4	-4,5	3,1	6,0
Locales comerciales	1.260	1.353	1.622	1.299	0,3	0,3	0,2	0,2	4,4	7,4	19,9	-19,9
Otros	264	1.088	1.448	1.425	...	0,2	0,2	0,3	-25,6	11,6	33,1	-1,6
Explotación económica (d)	4.392	15.580	14.352	24.259	0,9	3,0	1,7	4,3	62,5	54,8	-7,9	69,0

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, millones de euros y %

C. IMPORTE	Millones de euros				Estructura				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>TOTAL</b>	<b>445.973</b>	<b>574.815</b>	<b>747.021</b>	<b>862.337</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>29,4</b>	<b>28,9</b>	<b>30,0</b>	<b>15,4</b>
BIENES INMUEBLES	444.032	567.820	740.438	853.763	99,6	98,8	99,1	99,0	30,3	27,9	30,4	15,3
Terrenos total	54.597	88.460	139.967	168.037	12,2	15,4	18,7	19,5	48,4	62,0	58,2	20,1
Suelo urbano	45.605	74.441	125.246	147.855	10,2	13,0	16,8	17,1	51,2	63,2	68,2	18,1
Fincas rústicas	8.992	7.854	10.079	13.353	2,0	1,4	1,3	1,5	35,9	-12,7	28,3	32,5
Suelo no urbanizable (b)	...	6.165	4.642	6.809	...	1,1	0,6	0,8	...	...	-24,7	46,7
Edificios completos (c)	151.001	180.905	223.623	272.477	33,9	31,5	29,9	31,6	20,8	19,8	23,6	21,8
De uso residencial	100.348	129.879	155.060	192.770	22,5	22,6	20,8	22,4	16,5	29,4	19,4	24,3
— De primera residencia	...	115.136	140.021	176.220	...	20,0	18,7	20,4	...	...	21,6	25,7
— De segunda residencia	...	14.743	15.039	16.550	...	2,6	2,0	1,9	...	...	2,0	11,8
De uso terciario	17.464	14.287	18.274	18.389	3,9	2,5	2,4	2,1	23,2	-18,2	27,9	0,7
— De oficinas	...	9.054	11.670	11.170	...	1,6	1,6	1,3	...	...	28,9	-4,3
— De uso comercial	...	5.233	6.604	7.220	...	0,9	0,9	0,8	...	...	26,2	9,4
Industriales	20.392	21.187	25.405	29.412	4,6	3,7	3,4	3,4	17,0	3,9	19,9	15,8
Otros	12.797	15.552	24.885	31.906	2,9	2,7	3,3	3,7	76,6	21,5	60,0	28,2
Elementos de edificios	220.016	279.716	353.865	385.892	49,3	48,7	47,4	44,7	35,8	27,1	26,5	9,1
Viviendas	198.111	249.383	313.983	345.829	44,4	43,4	42,0	40,1	40,2	25,9	25,9	10,1
— Situadas en edificios o bloques	...	161.789	202.228	223.071	...	28,1	27,1	25,9	...	...	25,0	10,3
— Unifamiliares	...	87.594	111.755	122.757	...	15,2	15,0	14,2	...	...	27,6	9,8
Oficinas	3.134	3.449	4.253	4.809	0,7	0,6	0,6	0,6	-3,2	10,0	23,3	13,1
Locales comerciales	17.042	21.118	28.908	25.319	3,8	3,7	3,9	2,9	11,8	23,9	36,9	-12,4
Otros	1.730	5.767	6.721	9.935	0,4	1,0	0,9	1,2	-22,5	33,4	16,5	47,8
Explotación económica (d)	18.056	15.740	21.061	25.308	4,0	2,7	2,8	2,9	12,6	-12,8	33,8	20,2
Otros bienes inmuebles (e)	363	2.999	1.922	2.075	—	0,5	0,3	0,2	-62,8	26,6	-35,9	8,0
TASACIONES NO INMOBILIARIAS (f)	1.941	6.995	6.583	8.574	0,4	1,2	0,9	1,0	-50,7	60,4	-5,9	30,3
PRO MEMORIA:												
Actualizaciones (g)	37.300	71.723	95.934	144.271	8,4	12,5	12,8	16,7	24,2	92,3	33,8	50,4
Patrimonios (h)	2.418	4.938	16.715	10.688	0,5	0,9	2,2	1,2	-57,4	4,2	38,5	-36,1

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Se trata de los terrenos no urbanizables, excluidos los ligados a una explotación económica permitida por la legislación vigente y los incluidos en fincas rústicas. Véase nota d.

c. Los edificios se clasifican según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uso. Incluye los edificios en construcción por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias se presentan, exclusivamente, en el epígrafe correspondiente de la pro memoria.

d. Se trata de todo edificio o elemento de edificio vinculado a una actividad o explotación económica: hoteles, residencias, hospitales, instalaciones fabriles, centros de transporte, equipamientos sociales, instalaciones agropecuarias, etc.

e. Incluye obras de urbanización, etc. Hasta 2003 incluye suelo no urbanizable.

f. Activos inmateriales, empresas, maquinaria, instalaciones, otros bienes corporales, fondos de comercio, opciones, derechos y otros.

g. Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones. Hasta 1997, inclusive, se incluían con las valoraciones intermedias.

h. Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluya en los correspondientes apartados.

i. Las valoraciones intermedias deben recoger los incrementos netos de valores de los certificados emitidos, con posterioridad a la tasación inicial, durante la construcción o rehabilitación de elementos o edificios.

**MEDIAS DE IMPORTES, SUPERFICIES Y VALORES RESULTANTES DEL METRO CUADRADO DE BIENES INMUEBLES TASADOS (a)**

CUADRO A.2

Datos del ejercicio

	Miles de euros				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>A. IMPORTES MEDIOS</b>								
Suelo urbano	1.429,9	1.750,9	2.293,8	2.372,7	23,8	22,5	31,0	3,4
Fincas rústicas	456,7	388,7	504,4	657,5	26,7	-14,9	29,8	30,4
Edificios completos	1.817,7	2.328,7	2.499,1	2.919,2	8,3	28,1	7,3	16,8
<i>De uso residencial</i>	2.335,1	3.083,5	3.253,7	3.663,7	7,7	32,0	5,5	12,6
— <i>De primera residencia</i>	...	2.962,8	3.150,7	3.568,9	...	...	6,3	13,3
— <i>De segunda residencia</i>	...	4.522,3	4.679,1	5.076,2	...	...	3,5	8,5
<i>De uso terciario</i>	3.770,4	3.069,2	3.159,3	3.704,0	-15,7	-18,6	2,9	17,2
— <i>De oficinas</i>	...	7.034,6	7.607,3	7.339,3	...	...	8,1	-3,5
— <i>De uso comercial</i>	...	1.553,9	1.553,9	2.097,4	...	...	—	35
<i>Industriales</i>	704,4	862,9	986,1	1.139,6	0,7	22,5	14,3	15,6
Elementos de edificios (b)	177,8	199,3	226,4	250,8	14,3	12,1	13,6	10,8
<i>Viviendas</i>	172,1	193,4	219,0	245,1	16,1	12,4	13,3	11,9
— <i>Situadas en edificios o bloques</i>	...	172,2	194,8	218,5	...	...	13,1	12,1
— <i>Unifamiliares</i>	...	250,0	282,4	314,6	...	...	13,0	11,4
<i>Oficinas</i>	429,7	407,0	440,2	477,4	26,2	-5,3	8,2	8,5
<i>Locales comerciales</i>	245,6	276,7	321,2	326,7	3,8	12,7	16,1	1,7
<b>B. SUPERFICIES MEDIAS</b>								
Suelo urbano	12.507	10.623	13.525	13.249	22,5	-15,1	27,3	-2,0
Fincas rústicas	197.563	209.627	352.819	200.665	-21,0	6,1	68,3	-43,1
Edificios completos	1.882	2.006	2.185	2.214	1,7	6,6	8,9	2,7
<i>De uso residencial</i>	1.962	2.225	2.115	2.187	1,7	13,4	-4,9	3,4
— <i>De primera residencia</i>	...	2.166	2.070	2.145	...	...	-4,4	3,6
— <i>De segunda residencia</i>	...	2.923	2.737	2.819	...	...	-6,3	3,1
<i>De uso terciario</i>	3.057	1.920	1.723	1.886	-13,3	-37,2	-10,2	9,2
— <i>De oficinas</i>	...	3.654	3.486	3.263	...	...	-4,6	-6,4
— <i>De uso comercial</i>	...	1.257	1.087	1.278	...	...	-13,5	17
<i>Industriales</i>	1.506	1.602	1.988	2.232	-8,7	6,4	24,1	18,5
Elementos de edificios (b)	136	125	127	125	2,7	-7,7	1,1	-1,3
<i>Viviendas</i>	132	122	123	122	3,6	-8,0	1,0	-0,6
— <i>Situadas en edificios o bloques</i>	...	95	96	95	...	...	0,5	-0,9
— <i>Unifamiliares</i>	...	192	194	193	...	...	0,9	-0,3
<i>Oficinas</i>	258	212	192	195	23,4	-17,8	-9,6	1,7
<i>Locales comerciales</i>	182	177	180	168	-3,1	-2,4	1,7	-7,0
<b>C. VALORES MEDIOS DEL M<sup>2</sup></b>								
Suelo urbano	114	165	170	179	1,0	44,2	2,9	5,6
Fincas rústicas	2	2	1	3	60,3	-19,7	-22,9	131,1
Edificios completos	966	1.161	1.159	1.318	6,4	20,2	-0,1	13,7
<i>De uso residencial</i>	1.190	1.386	1.538	1.675	5,9	16,4	11,0	8,9
— <i>De primera residencia</i>	...	1.368	1.521	1.664	...	...	11,2	9,4
— <i>De segunda residencia</i>	...	1.547	1.712	1.801	...	...	10,6	5,2
<i>De uso terciario</i>	1.233	1.599	1.829	1.963	-2,7	29,6	14,4	7,4
— <i>De oficinas</i>	...	1.925	2.182	2.250	...	...	13,4	3,1
— <i>De uso comercial</i>	...	1.236	1.422	1.641	...	...	15,0	15,4
<i>Industriales</i>	468	539	524	511	10,3	15,2	-2,8	-2,5
Elementos de edificios (b)	1.311	1.593	1.789	2.009	11,2	21,5	12,4	12,3
<i>Viviendas</i>	1.303	1.592	1.785	2.009	12,0	22,1	12,1	12,6
— <i>Situadas en edificios o bloques</i>	...	1.809	2.036	2.303	...	...	12,6	13,1
— <i>Unifamiliares</i>	...	1.302	1.458	1.630	...	...	12,0	11,8
<i>Oficinas</i>	1.663	1.916	2.293	2.445	2,3	15,2	19,7	6,7
<i>Locales comerciales</i>	1.353	1.561	1.782	1.949	7,1	15,4	14,2	9,4

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Se han seleccionado los objetos inmobiliarios cuyos valores medios son de mayor significación e interés. La información completa disponible para la obtención de los valores medios se presenta en el cuadro A.1 (véanse las notas al mismo).

Datos del ejercicio (millones de euros y %)

	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
NÚMERO TOTAL	1.411,5	1.629,1	1.819,5	1.802,1	100,0	100,0	100,0	100,0	17,3	15,4	11,7	-1,0
Entidades de crédito	1.291,2	1.472,9	1.637,4	1.608,8	91,5	90,4	90,0	89,3	21,8	14,1	11,2	-1,7
<i>Bancos (b)</i>	487,3	548,1	554,9	526,4	34,5	33,6	30,5	29,2	19,9	12,5	1,2	-5,1
<i>Cajas de ahorros</i>	682,4	770,2	905,8	915,5	48,3	47,3	49,8	50,8	21,4	12,9	17,6	1,1
<i>Cooperativas de crédito</i>	83,4	102,8	110,2	108,1	5,9	6,3	6,1	6,0	49,2	23,3	7,1	-1,8
<i>EFC</i>	38,1	51,8	66,6	58,8	2,7	3,2	3,7	3,3	6,6	36,0	28,4	-11,7
Otros peticionarios	120,3	156,2	182,1	193,3	8,5	9,6	10,0	10,7	-15,7	29,9	16,6	6,1
<i>Seguros, IIC y FF</i>	4,4	5,3	7,0	6,9	0,3	0,3	0,4	0,4	-9,5	21,2	31,4	-0,8
<i>Organismos públicos (c)</i>	26,5	23,1	16,4	17,7	1,9	1,4	0,9	1,0	20,9	-12,8	-28,9	7,7
<i>Otros (d)</i>	89,4	127,8	158,7	168,7	6,3	7,8	8,7	9,4	-22,9	43,0	24,2	6,3
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
NÚMERO TOTAL	1.401,2	1.623,0	1.813,8	1.795,0	100,0	100,0	100,0	100,0	17,7	15,8	11,8	-1,0
Constituir garantías hipotecarias (e)	1.321,2	1.537,8	1.718,9	1.712,9	94,3	94,8	94,8	95,4	19,0	16,4	11,8	-0,3
<i>De las que: Por Ley 2/81 (f)</i>	1.299,0	1.515,3	1.704,1	1.709,9	92,7	93,4	94,0	95,3	22,9	16,6	12,5	0,3
Exigidas a EC (g)	3,4	3,0	13,4	1,8	0,2	0,2	0,7	—	-22,7	-13,2	53,1	-86,9
Seguros, IIC y FF (h)	1,6	1,4	2,1	3,1	0,1	—	0,1	0,2	2,2	-15,0	48,3	48,8
Otros fines	75,0	80,8	79,4	77,3	5,4	5,0	4,4	4,3	0,9	7,8	-1,7	-2,7
<b>Importe</b>												
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
IMPORTE TOTAL	445.973	574.181	746.967	862.337	100,0	100,0	100,0	100,0	29,4	28,7	30,1	15,4
Entidades de crédito	367.569	464.172	585.930	661.780	82,4	80,8	78,4	76,7	34,0	26,3	26,2	12,9
<i>Bancos (b)</i>	133.457	166.885	193.741	215.811	29,9	29,1	25,9	25,0	28,2	25,0	16,1	11,4
<i>Cajas de ahorros</i>	209.662	264.313	346.972	398.850	47,0	46,0	46,5	46,3	36,8	26,1	31,3	15,0
<i>Cooperativas de crédito</i>	19.375	25.322	34.187	35.612	4,3	4,4	4,6	4,1	55,0	30,7	35,0	4,2
<i>EFC</i>	5.075	7.653	11.030	11.506	1,1	1,3	1,5	1,3	10,5	50,8	44,1	4,3
Otros peticionarios	78.405	110.009	161.037	200.557	17,6	19,2	21,6	23,3	11,5	40,3	46,4	24,5
<i>Seguros, IIC y FF</i>	5.734	4.997	5.796	9.777	1,3	0,9	0,8	1,1	36,9	-12,9	16,0	68,7
<i>Organismos públicos (c)</i>	6.312	5.667	14.188	5.488	1,4	1,0	1,9	0,6	-4,7	-10,2	50,4	-61,3
<i>Otros (d)</i>	66.359	99.345	141.053	185.292	14,9	17,3	18,9	21,5	11,5	49,7	42,0	31,4
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
IMPORTE TOTAL	444.032	568.310	740.384	853.762	100,0	100,0	100,0	100,0	30,3	28,0	30,3	15,3
Constituir garantías hipotecarias (e)	388.509	505.676	634.637	747.005	87,5	89,0	85,7	87,5	32,8	30,2	25,5	17,7
<i>De las que: Por Ley 2/81 (f)</i>	360.164	470.014	602.041	737.811	81,1	82,7	81,3	86,4	38,5	30,5	28,1	22,6
Exigidas a EC (g)	579	459	10.993	1.007	0,1	—	1,5	0,1	-25,2	-20,7	95,4	-90,8
Seguros, IIC y FF (h)	5.000	3.971	4.176	9.000	1,1	0,7	0,6	1,1	34,3	-20,6	5,2	15,5
Otros fines	49.944	58.204	90.578	96.750	11,2	10,2	12,2	11,3	14,2	16,5	55,6	6,8

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

- Datos del conjunto de las ET activas en cada año.
- Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).
- Incluye la Administración Central, las Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, entidades gestoras de la Seguridad Social y organismos autónomos administrativos, comerciales o industriales.
- Incluye otras personas físicas y jurídicas, entre ellas las empresas públicas.
- Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no.
- Préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y en la Orden de 30 de noviembre de 1994, de desarrollo de la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario.
- Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.
- Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de IIC inmobiliarias y el de fondos de pensiones.

**DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES DE BIENES INMUEBLES POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y TAMAÑO DE LOS MUNICIPIOS (a)**

CUADRO A.4

Datos del ejercicio (millones de euros y %)

NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
TOTAL	1401,2	1623,0	1813,8	1795,0	100,0	100,0	100,0	100,0	17,7	15,8	11,8	-1,0
Andalucía (b)	250,5	302,5	345,6	340,4	17,9	18,6	19,1	19,0	25,5	20,7	14,3	-1,5
Aragón	29,9	35,8	39,9	41,5	2,1	2,2	2,2	2,3	13,1	19,7	11,6	3,8
Asturias	23,3	27,3	30,5	30,7	1,7	1,7	1,7	1,7	13,2	17,0	11,9	0,6
Baleares	40,2	45,1	50,8	51,3	2,9	2,8	2,8	2,9	11,2	12,2	12,6	0,9
Canarias	61,2	74,7	85,3	89,5	4,4	4,6	4,7	5,0	25,3	22,0	14,2	4,9
Cantabria	17,6	19,2	21,6	20,1	1,3	1,2	1,2	1,1	11,5	8,7	12,7	-6,8
Castilla-La Mancha	50,1	59,5	71,0	77,2	3,6	3,7	3,9	4,3	29,7	18,8	19,2	8,8
Castilla y León	56,0	65,3	70,4	70,5	4,0	4,0	3,9	3,9	14,2	16,7	7,8	—
Cataluña	290,3	322,8	365,8	349,7	20,7	19,9	20,2	19,5	14,6	11,2	13,3	-4,4
Comunidad Valenciana	183,8	225,7	261,8	260,8	13,1	13,9	14,4	14,5	17,7	22,8	16,0	-0,4
Extremadura	20,7	24,5	26,9	27,8	1,5	1,5	1,5	1,5	15,6	18,4	9,9	3,3
Galicia	49,3	59,6	66,1	65,9	3,5	3,7	3,6	3,7	16,6	20,8	11,0	-0,3
La Rioja	8,8	9,0	10,3	11,0	0,6	0,6	0,6	0,6	37,9	2,3	14,1	7,0
Madrid	199,4	213,0	220,7	214,3	14,2	13,1	12,2	11,9	13,8	6,8	3,6	-2,9
Murcia	48,8	58,7	66,7	67,1	3,5	3,6	3,7	3,7	27,2	20,2	13,6	0,5
Navarra	15,9	19,7	19,9	21,8	1,1	1,2	1,1	1,2	13,8	23,8	0,7	9,8
País Vasco	53,5	58,7	58,9	54,1	3,8	3,6	3,2	3,0	9,8	9,8	0,2	-8,2
Extranjero	1,8	1,8	1,5	1,4	0,1	0,1	—	—	-48,7	2,0	-18,4	-4,3
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	...	151,6	149,2	143,5	...	9,3	8,2	8,0	...	...	-1,5	-3,8
Otros de más de 500.000 hab.	...	97,2	125,3	118,4	...	6,0	6,9	6,6	...	...	28,8	-5,5
Otros de más de 100.000 hab.	...	388,2	425,5	415,1	...	23,9	23,5	23,1	...	...	9,6	-2,5
Resto de municipios	...	984,2	1112,3	1116,6	...	60,6	61,3	62,2	...	...	13,0	0,4
IMPORTE												
	Millones de euros				Estructura				Variación anual			
TOTAL	444.032	568.310	740.384	853.762	100,0	100,0	100,0	100,0	30,3	28,0	30,3	15,3
Andalucía (b)	78.915	107.650	140.287	161.321	17,8	18,9	18,9	18,9	49,9	36,4	30,3	15,0
Aragón	9.011	11.526	15.330	22.605	2,0	2,0	2,1	2,6	-11,1	27,9	33,0	47,5
Asturias	5.833	7.029	8.309	9.705	1,3	1,2	1,1	1,1	19,0	20,5	18,2	16,8
Baleares	14.293	17.855	22.652	26.243	3,2	3,1	3,1	3,1	13,2	24,9	26,9	15,9
Canarias	20.867	25.113	30.029	34.347	4,7	4,4	4,1	4,0	22,6	20,3	19,6	14,4
Cantabria	5.163	6.091	8.324	9.718	1,2	1,1	1,1	1,1	16,2	18,0	36,7	16,7
Castilla-La Mancha	13.199	20.077	30.844	37.903	3,0	3,5	4,2	4,4	58,6	52,1	53,6	22,9
Castilla y León	16.471	19.898	25.239	29.592	3,7	3,5	3,4	3,5	24,4	20,8	26,8	17,2
Cataluña	88.283	107.273	141.773	168.916	19,9	18,9	19,1	19,8	29,5	21,5	32,2	19,1
Comunidad Valenciana	47.363	62.464	84.531	102.748	10,7	11,0	11,4	12,0	38,2	31,9	35,3	21,5
Extremadura	3.698	4.924	6.506	7.977	0,8	0,9	0,9	0,9	9,8	33,2	32,1	22,6
Galicia	12.046	15.299	21.465	24.355	2,7	2,7	2,9	2,9	24,7	27,0	40,3	13,5
La Rioja	3.205	3.370	4.588	5.203	0,7	0,6	0,6	0,6	69,6	5,2	36,1	13,4
Madrid	93.213	111.153	139.006	139.525	21,0	19,6	18,8	16,3	27,4	19,2	25,1	0,4
Murcia	11.934	19.935	25.894	34.300	2,7	3,5	3,5	4,0	50,5	67,0	29,9	32,5
Navarra	3.630	7.569	11.260	9.179	0,8	1,3	1,5	1,1	-15,9	8,5	48,8	-18,5
País Vasco	16.121	20.043	22.833	27.190	3,6	3,5	3,1	3,2	14,5	24,3	13,9	19,1
Extranjero	789	1.042	—	—	0,2	0,2	—	—	29,8	32,1	—	—
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	...	78.996	98.343	98.157	...	13,9	13,3	11,5	...	...	24,5	-0,2
Otros de más de 500.000 hab.	...	28.233	46.652	54.830	...	5,0	6,3	6,4	...	...	65,2	17,5
Otros de más de 100.000 hab.	...	127.657	162.471	181.423	...	22,5	21,9	21,2	...	...	27,3	11,7
Resto de municipios	...	332.383	431.405	516.418	...	58,5	58,3	60,5	...	...	29,8	19,7

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

- a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.  
 b. Incluye Ceuta y Melilla.

Número y % Agrupaciones según aportación del cliente principal a los ingresos ordinarios (b)	Número de ET				Ingresos ordinarios, en %				Peso del primer cliente y de los que suponen, al menos, el 15%			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
	TOTAL ET	69	61	63	60	100,0	100,0	100,0	100,0	40,0	42,3	42,9
Filiales y participadas por EC (c)	15	15	15	16	47,0	46,2	47,8	51,3	43,9	49,8	50,4	50,4
Cliente principal => 50%	26	24	24	20	9,5	10,4	13,9	8,4	70,0	65,6	65,8	68,8
Cliente principal => 25% y < 50%	12	8	9	9	29,1	24,3	19,3	18,7	40,5	38,6	34,4	34,0
Cliente principal => 15% y <25%	3	7	8	7	5,0	10,8	13,8	14,3	18,0	19,8	18,1	17,5
Resto	13	7	7	8	9,3	8,3	5,2	7,3	...	10,8	10,0	10,2

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Se han clasificado según la importancia relativa del cliente principal, si bien hay entidades con otros clientes, distintos del principal, que superan el 15% de los ingresos ordinarios. Hasta 2003, inclusive, las ET no estaban obligadas a informar sobre el peso de su cliente principal cuando este representaba menos del 15% de sus ingresos, lo que impide la comparación con la información de 2004, año en el que se amplió dicha obligación a todos los clientes principales, con independencia de su peso.

c. Se incluyen las filiales y las participadas por EC y los tres servicios de tasación, que solo tasan para el propio grupo. En todos los casos, el socio mayoritario es, al mismo tiempo, el cliente principal.

Datos a fin de ejercicio y resultados del ejercicio (miles de euros y %)

BALANCE	Miles de euros				Estructura				Variación anual			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
ACTIVO TOTAL = PASIVO TOTAL	172.143	207.473	243.839	276.415	100,0	100,0	100,0	100,0	29,2	20,5	17,5	13,4
Circulante	116.316	138.627	164.976	189.035	67,6	66,8	67,7	68,4	31,0	19,2	19,0	14,6
Inmovilizado	48.624	55.781	65.654	75.903	28,2	26,9	26,9	27,5	12,3	14,7	17,7	15,6
Fondos propios	62.271	65.249	71.254	83.886	36,2	31,4	29,2	30,3	37,3	4,8	9,2	17,7
Acreeedores	74.648	98.213	114.426	128.223	43,4	47,3	46,9	46,4	26,4	31,6	16,5	12,1
Resultados	30.707	41.383	54.357	61.669	17,8	19,9	22,3	22,3	-1,8	34,8	31,4	13,5
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS												
1 Ingresos	352.335	431.719	532.254	598.369	100,0	100,0	100,0	100,0	26,7	22,5	23,3	12,4
Por tasación de inmuebles	342.586	412.007	510.049	570.172	97,2	95,4	95,8	95,3	27,4	20,3	23,8	11,8
Constituir garantías hipotecarias (b)	311.219	374.070	477.077	528.445	88,3	86,6	89,6	88,3	26,0	20,2	27,5	10,8
Exigidas a EC (c)	437	354	1.028	411	0,1	—	0,2	0,1	-63,2	-19,0	190,4	-60,0
Seguros, IIC y FF (d)	2.010	1.154	1.451	2.216	0,6	0,3	0,3	0,4	67,8	-42,6	25,7	52,7
Otros fines (e)	28.920	36.429	30.493	39.100	8,4	8,8	6,1	6,5	45,7	25,9	-10,5	19,9
Por otros servicios	7.266	16.220	18.826	22.980	2,1	3,8	3,5	3,8	11,1	123,2	16,1	22,1
Financieros	1.525	2.463	2.029	3.477	0,4	0,6	0,4	0,6	-11,2	61,5	-15,0	71,3
Otros	957	1.024	1.349	1.742	0,3	0,2	0,2	0,3	15,3	7,0	27,7	29,1
2 Gastos	-303.945	-366.609	-448.033	-503.415	-86,3	-84,9	-84,2	-84,1	24,3	20,6	22,2	12,4
De personal	-39.276	-47.443	-57.240	-68.040	-11,1	-11,0	-10,8	-11,4	20,3	20,8	20,7	18,9
Por servicios profesionales	-214.268	-265.155	-325.370	-365.156	-60,8	-61,4	-61,1	-61,0	23,6	23,7	22,7	12,2
De los que: Tasadores	-185.139	-221.348	-269.944	-297.632	-52,5	-51,3	-50,7	-49,7	23,4	19,6	22,0	10,3
Otros generales	-40.070	-46.177	-55.167	-61.063	-11,4	-10,7	-10,4	-10,2	24,1	15,2	19,5	10,7
Financieros	-638	-667	-826	-1.062	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-14,9	4,5	18,4	28,6
Amortización y provisiones	-9.693	-7.167	-9.430	-8.094	-2,8	-1,7	-1,8	-1,4	79,8	-26,1	31,6	-14,2
3 Resultados ordinarios	48.390	65.110	84.221	94.954	13,7	15,1	15,8	15,9	43,9	34,6	29,4	12,7
4 Resultados extraordinarios	-5.900	-2.526	-1.182	-2.422	-1,7	-0,6	-0,2	-0,4	—	-57,2	-50,2	104,9
5 Resultados antes de impuestos	42.490	62.584	83.039	92.532	12,1	14,5	15,6	15,5	2,5	47,3	32,7	11,4
6 Impuestos	-11.925	-21.592	-28.673	-30.864	-3,4	-5,0	-5,4	-5,2	17,0	81,1	32,8	7,6
7 Resultado contable	30.707	40.987	54.357	61.669	8,7	9,5	10,2	10,3	-1,8	33,5	32,6	13,5
INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA												
	Número				Variación anual							
Sociedades de tasación	67	61	59	56	3,1	-9,0	-3,3	-5,1				
Filiales de EC (f)	8	8	8	9	—	—	—	12,5				
Participadas por EC (g)	4	4	4	4	—	—	—	—				
Otras	55	48	45	43	0,0	-12,7	-6,3	-4,4				
Inactivas	—	1	2	—	—	—	—	—				
Empleados en plantilla de ST	1.393	1.645	1.786	2.016	14,2	18,1	8,6	12,9				
Tasadores de ET	8.627	9.389	9.958	9.888	6,9	8,8	6,1	-0,7				
Vinculados	554	523	526	555	10,6	-5,6	0,6	5,5				
No vinculados	8.073	8.866	9.432	9.333	6,7	9,8	6,4	-1,0				
Sucursales o delegaciones de ST	286	306	293	334	3,6	7,0	-4,2	14,0				

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 15 de junio de 2007.

- Datos del conjunto de las ST existentes a fin de cada año.
- Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no. Básicamente, préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y en la Orden de 30 de noviembre de 1994.
- Requeridas por las normas contables que rigen a las entidades de crédito.
- Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de fondos de pensiones.
- Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños y otros no incluidos en los epígrafes, por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores mercantiles, de auditores, etc.; además, contiene pequeñas discrepancias, debidas a que la información de detalle se recoge en un impreso distinto.
- Sociedades en las que una EC es accionista mayoritario.



## 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 15 y a la zona del euro 64\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65\*

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

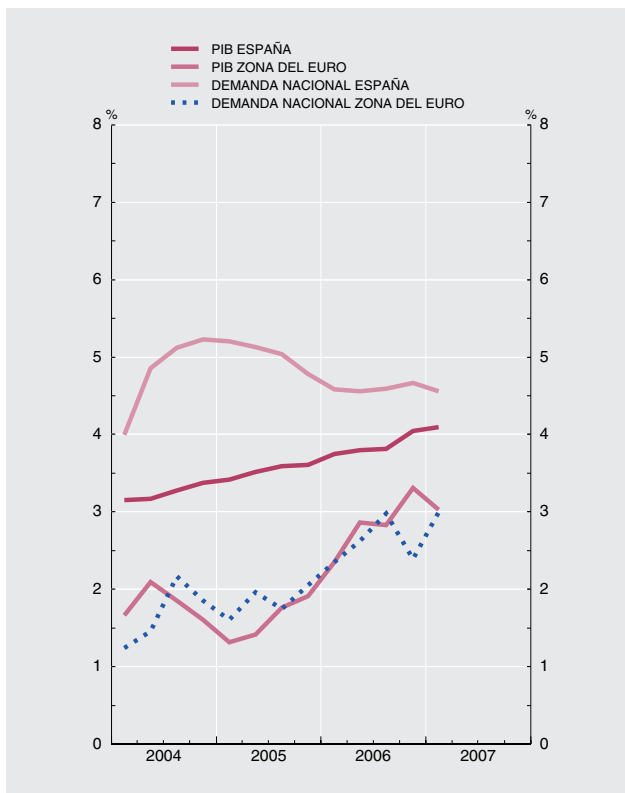
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

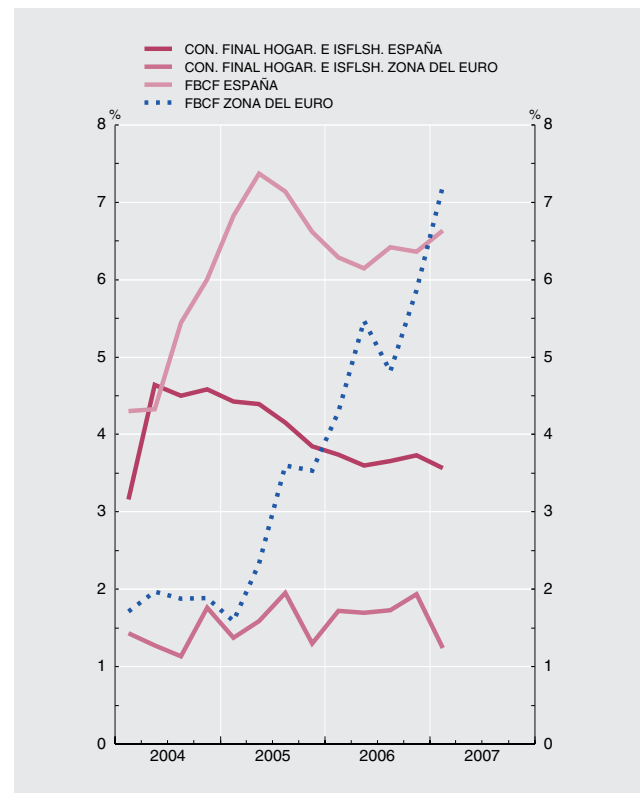
Tasas de variación interanual

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

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

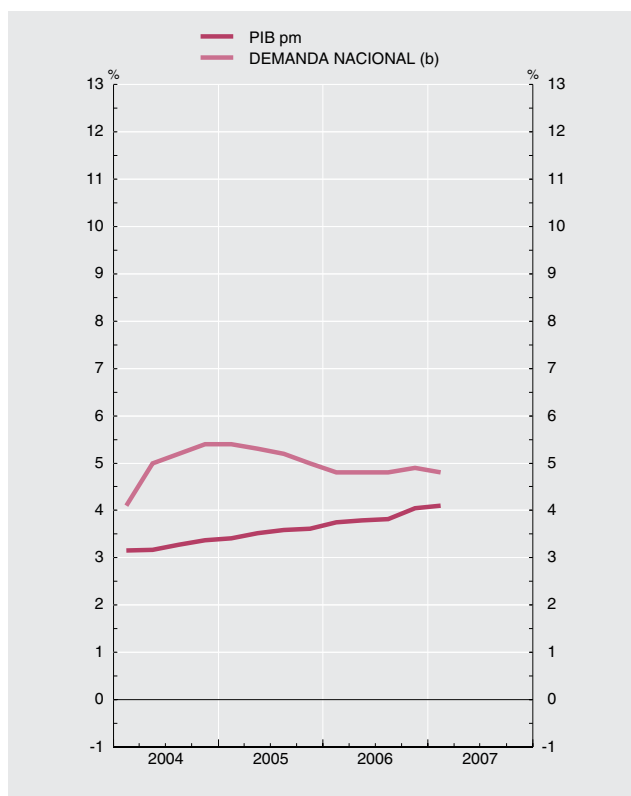
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

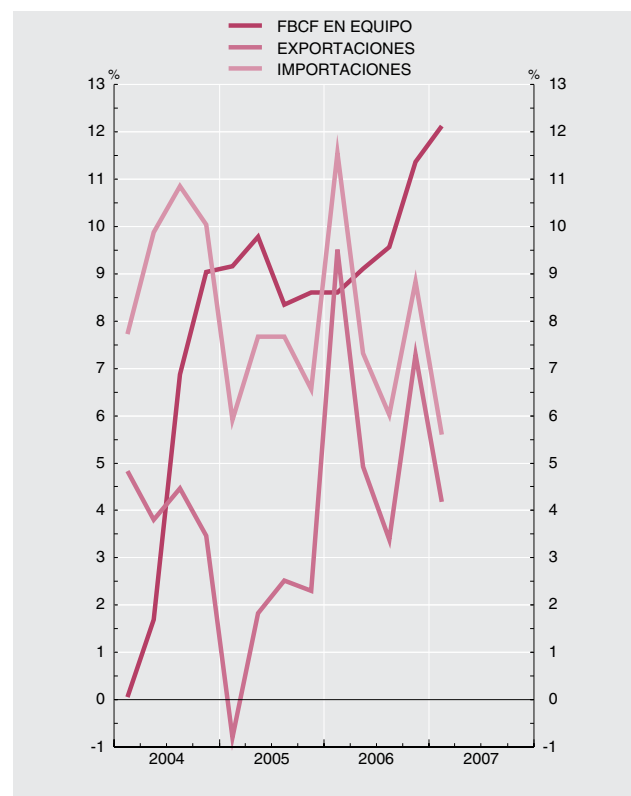
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

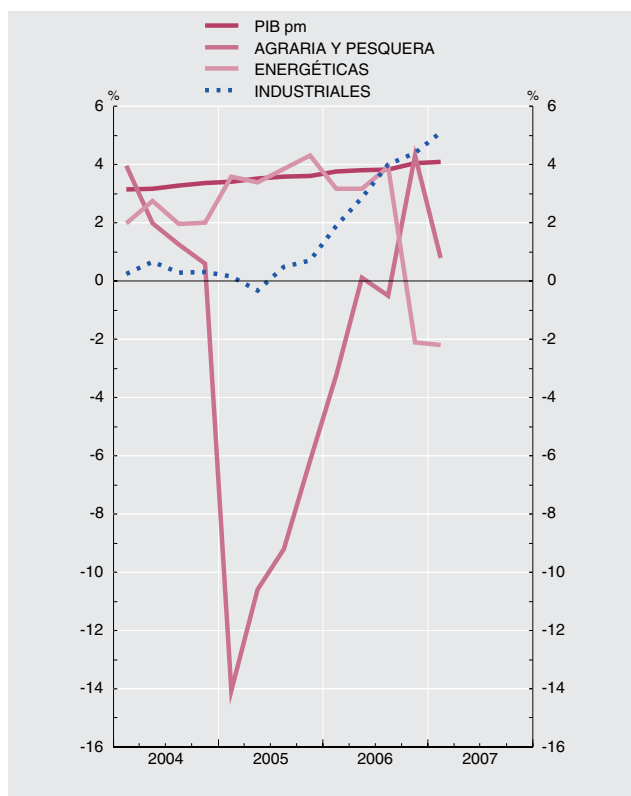
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

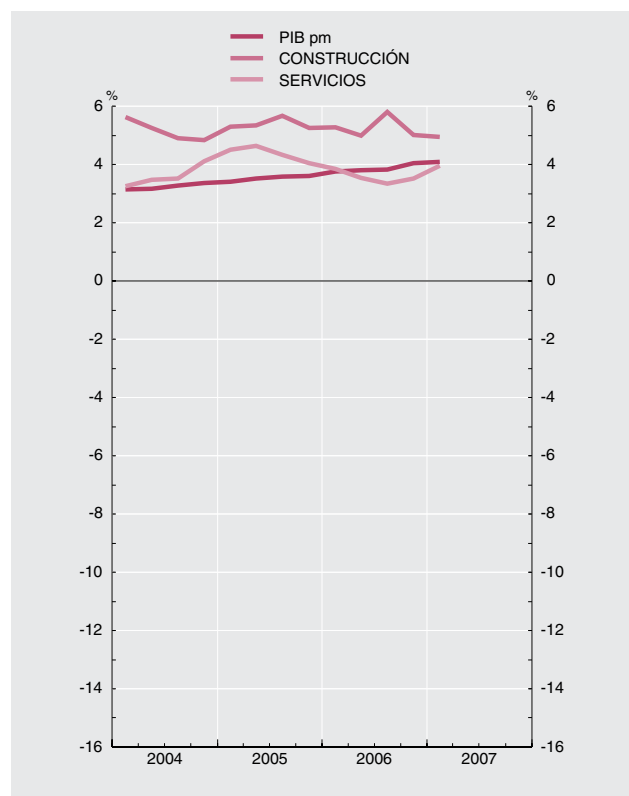
Tasas de variación interanual

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

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

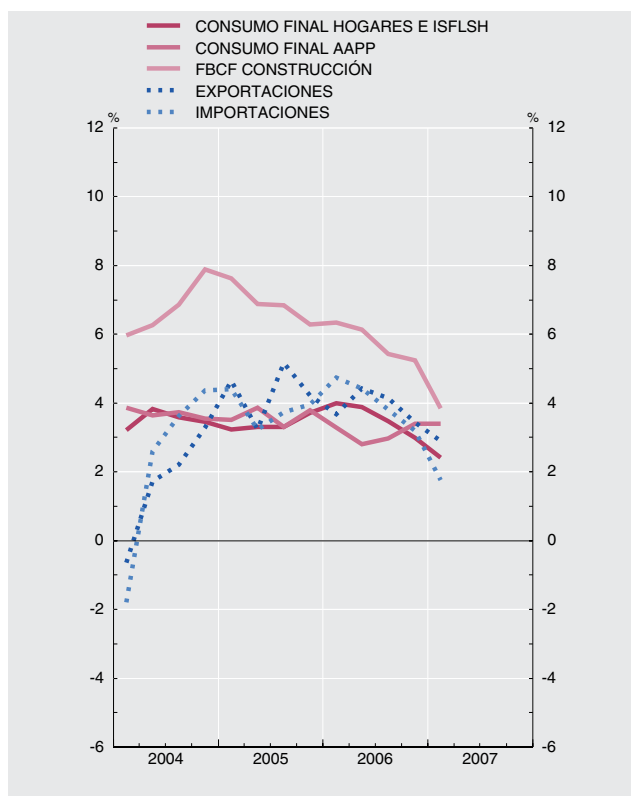
## 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

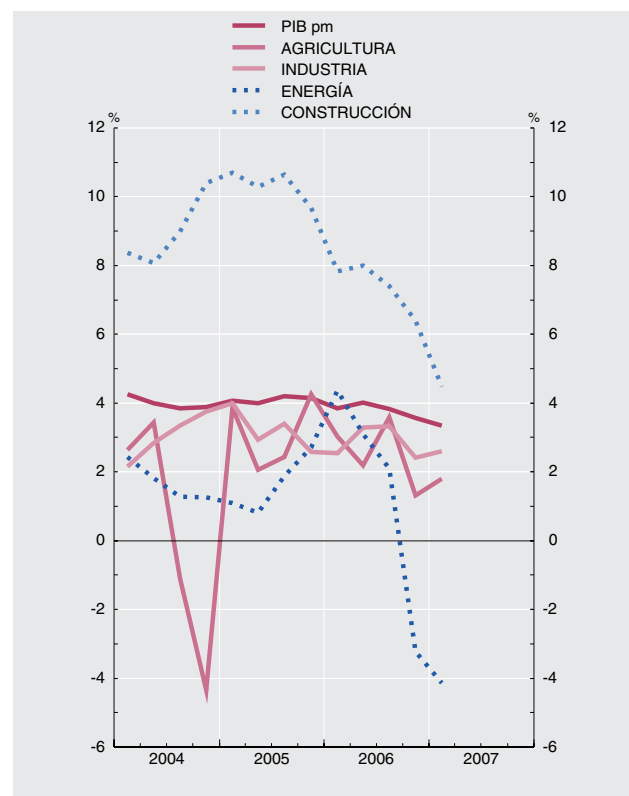
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes	Construcción	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>04</b>	P	3,5	3,7	2,2	6,8	5,9	1,6	2,2	4,0	0,1	1,7	3,0	9,0	3,4	3,3
<b>05</b>	P	3,4	3,6	2,0	6,9	4,4	4,3	3,8	4,1	3,1	1,6	3,2	10,3	3,1	3,0
<b>06</b>	P	3,6	3,1	2,6	5,8	4,5	3,9	4,0	3,8	2,5	1,6	2,9	7,4	3,1	3,0
<b>04</b>	P	3,8	3,6	2,6	6,3	6,5	1,7	2,6	4,0	3,4	1,8	2,8	8,1	3,3	3,2
<b>04</b>	III	3,6	3,7	2,4	6,9	6,3	2,2	3,6	3,8	-1,1	1,3	3,3	9,0	3,2	3,0
<b>04</b>	IV	3,5	3,5	1,9	7,9	5,2	3,3	4,4	3,9	-4,3	1,3	3,7	10,4	3,2	3,1
<b>05</b>	I	3,3	3,5	2,3	7,6	4,8	4,6	4,4	4,1	3,9	1,1	4,0	10,7	3,1	2,9
<b>05</b>	II	3,4	3,9	1,8	6,9	4,4	3,2	3,2	4,0	2,1	0,8	2,9	10,3	3,1	2,9
<b>05</b>	III	3,4	3,3	1,7	6,8	4,2	5,2	3,7	4,2	2,4	1,9	3,4	10,6	3,2	3,1
<b>05</b>	IV	3,7	3,8	2,2	6,3	4,4	4,2	4,0	4,1	4,2	2,7	2,6	9,7	3,1	2,9
<b>06</b>	I	4,0	3,3	2,4	6,3	4,5	3,7	4,7	3,9	3,0	4,4	2,5	7,8	3,0	2,9
<b>06</b>	II	3,9	2,8	2,5	6,1	4,6	4,4	4,4	4,0	2,2	3,1	3,3	8,0	3,1	3,1
<b>06</b>	III	3,5	3,0	2,6	5,4	4,6	4,1	3,8	3,8	3,6	2,1	3,3	7,4	3,3	3,3
<b>06</b>	IV	3,0	3,4	2,8	5,2	4,5	3,4	3,2	3,6	1,3	-3,2	2,4	6,4	2,9	2,8
<b>07</b>	I	2,4	3,4	2,9	3,9	3,7	2,9	1,8	3,3	1,8	-4,1	2,6	4,5	3,4	3,3

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



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

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

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



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

■ Serie representada gráficamente.

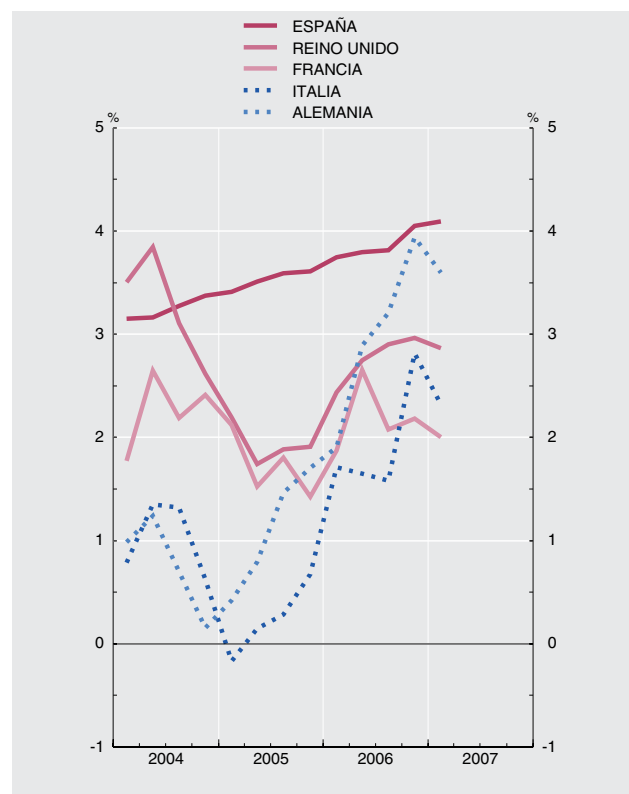
Tasas de variación interanual

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

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.

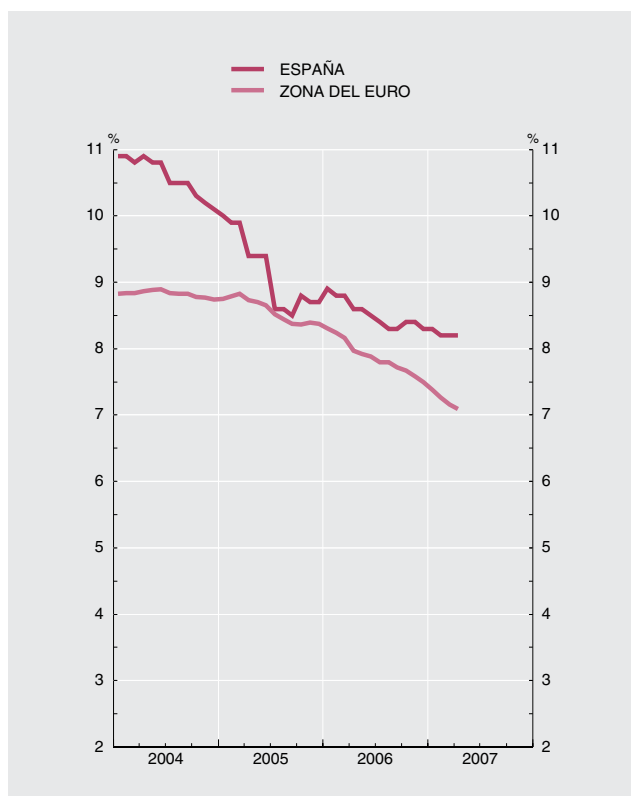
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

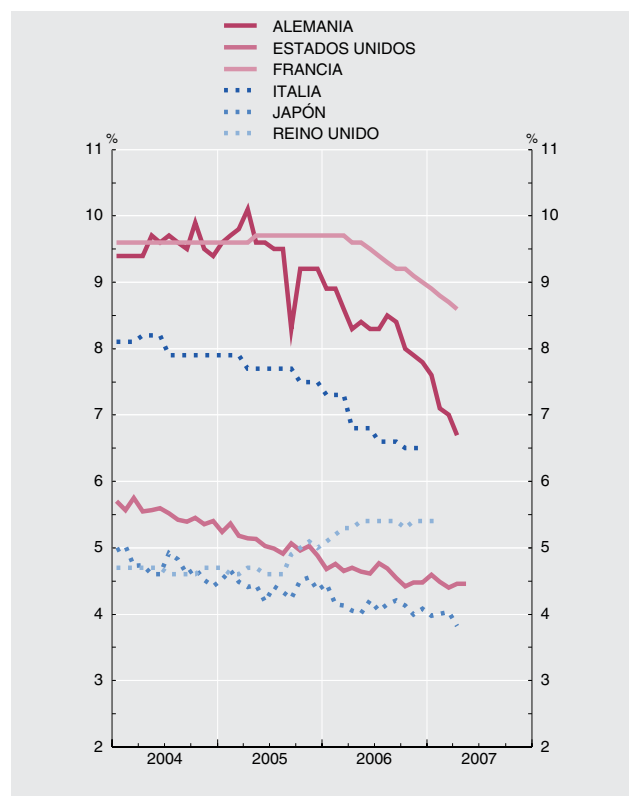
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

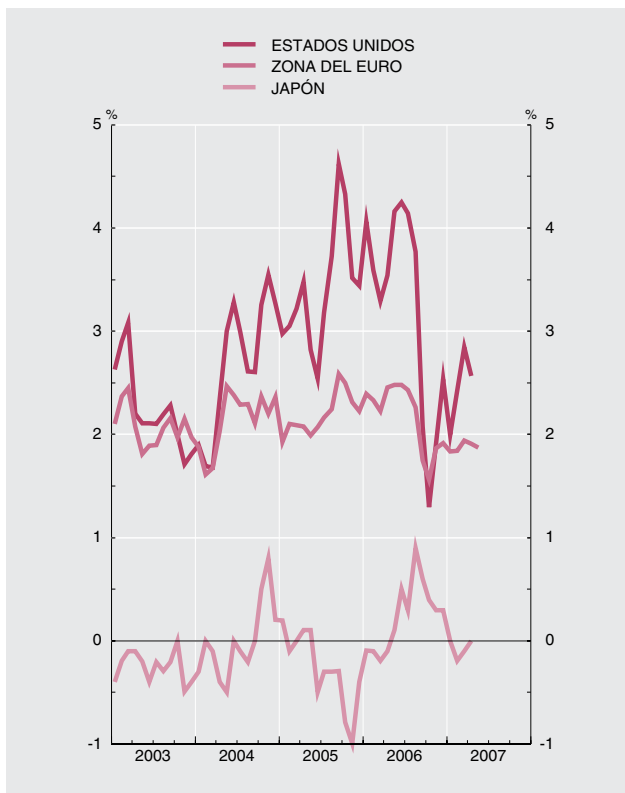
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

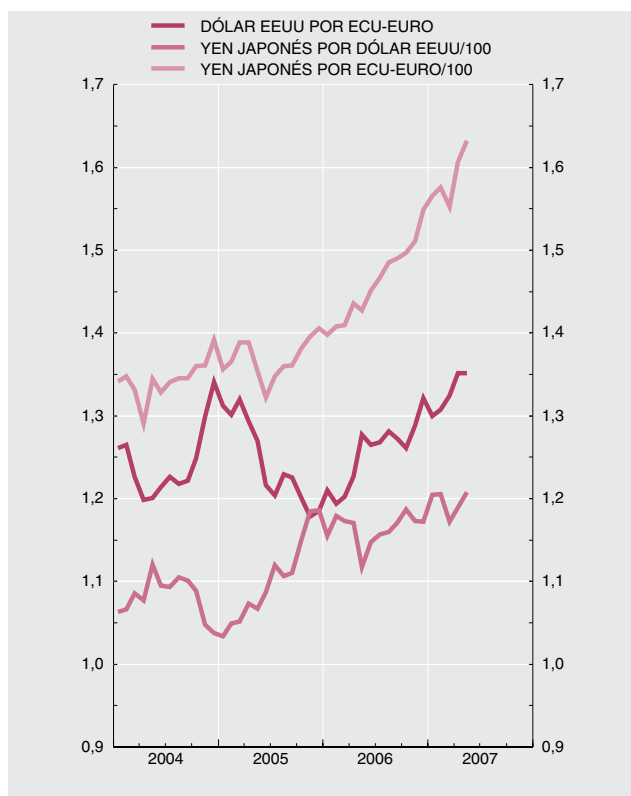
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

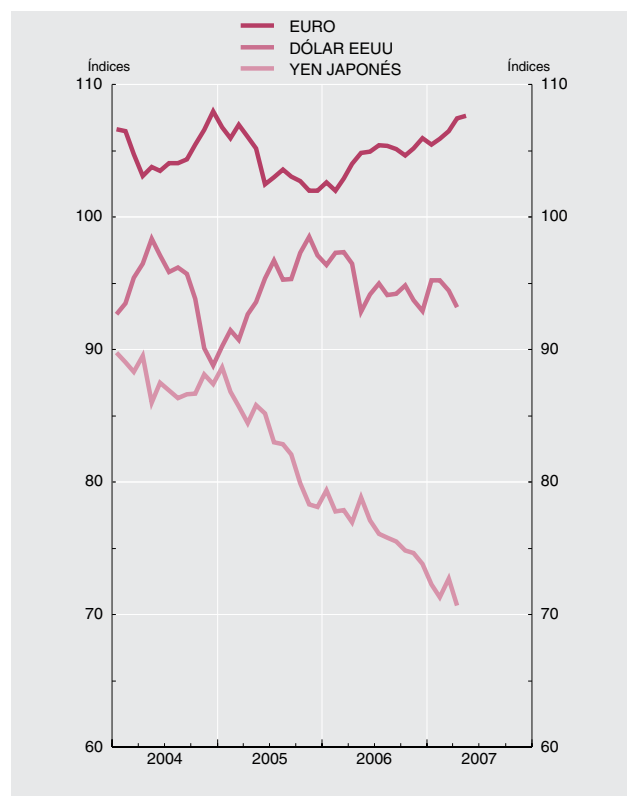
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
<b>05</b>	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,1	94,5	83,4	102,5	96,3	83,5
<b>06</b>	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,4	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
<b>06 E-M</b>	1,2226	141,57	115,85	102,4	88,1	95,3	103,3	96,0	78,2	101,7	97,7	79,3
<b>07 E-M</b>	1,3271	158,67	119,57	106,2	85,5	88,9	106,6	94,5	71,8	105,5	95,0	73,9
<b>06 Mar</b>	1,2020	140,96	117,27	101,9	89,4	95,0	102,9	97,3	77,9	101,4	98,9	79,0
<b>06 Abr</b>	1,2271	143,59	117,03	103,0	88,3	94,3	104,0	96,5	76,9	102,4	98,2	78,0
<b>06 May</b>	1,2770	142,70	111,76	104,0	84,8	96,7	104,9	92,8	78,8	103,3	94,7	80,0
<b>06 Jun</b>	1,2650	145,11	114,72	104,2	85,8	94,7	104,9	94,1	77,1	103,3	96,5	77,9
<b>06 Jul</b>	1,2684	146,70	115,66	104,5	86,2	93,9	105,4	95,0	76,1	103,8	95,9	77,6
<b>06 Ago</b>	1,2811	148,53	115,94	104,6	85,6	93,1	105,4	94,1	75,8	103,7	95,4	77,1
<b>06 Sep</b>	1,2727	148,99	117,07	104,4	86,0	92,4	105,2	94,2	75,5	103,4	94,7	77,7
<b>06 Oct</b>	1,2611	149,65	118,67	103,9	86,9	91,6	104,6	94,8	74,9	103,4	95,3	77,0
<b>06 Nov</b>	1,2881	151,11	117,31	104,5	86,0	91,8	105,2	93,7	74,7	103,9	94,6	76,9
<b>06 Dic</b>	1,3213	154,82	117,18	105,5	85,3	90,8	106,0	92,9	73,8	104,9	93,8	75,9
<b>07 Ene</b>	1,2999	156,56	120,45	104,9	87,0	89,0	105,5	95,2	72,3	104,4	95,3	74,3
<b>07 Feb</b>	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	88,8	105,9	95,2	71,3	104,8	95,4	73,6
<b>07 Mar</b>	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,5	94,5	72,7	105,3	95,0	74,8
<b>07 Abr</b>	1,3516	160,68	118,88	107,1	84,4	88,6	107,5	93,2	70,7	106,4	94,2	72,8
<b>07 May</b>	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,9	87,1	107,6	...	...	106,6	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (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.

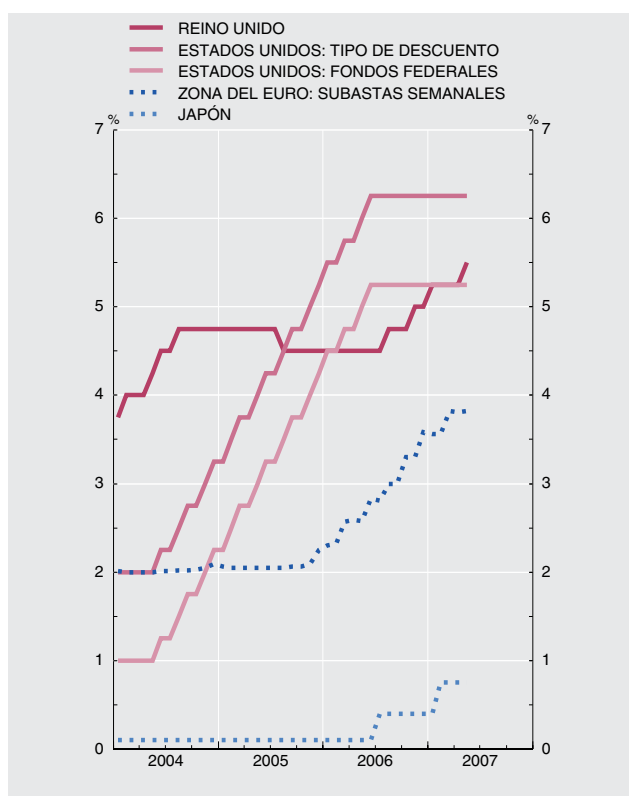
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

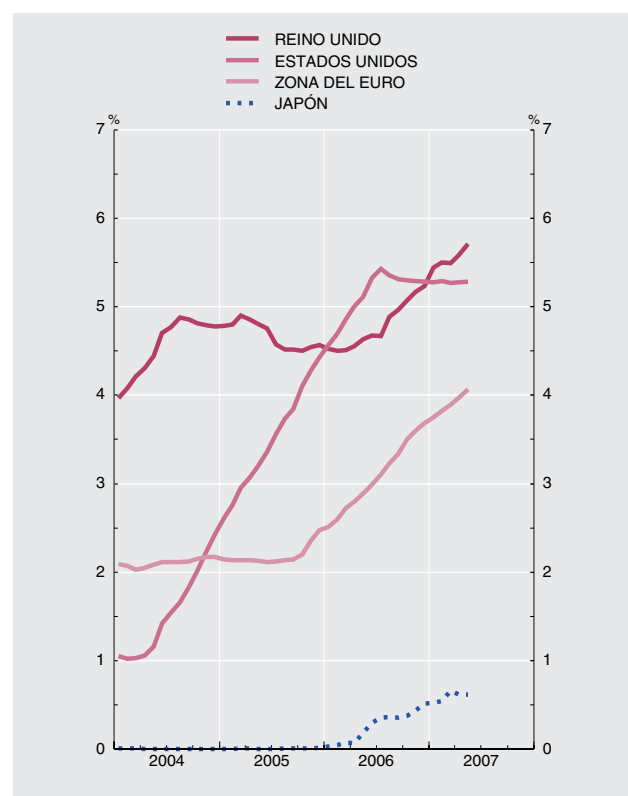
Porcentajes

	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>04</b>	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
<b>05</b>	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
<b>06</b>	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
<b>05 Dic</b>	2,25	5,25	4,25	0,10	4,50	3,05	2,77	2,47	-	-	4,43	-	-	0,01	4,57
<b>06 Ene</b>	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,12	2,80	2,51	-	-	4,57	-	-	0,03	4,52
<b>Feb</b>	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,21	2,87	2,60	-	-	4,70	-	-	0,04	4,50
<b>Mar</b>	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,32	2,98	2,72	-	-	4,86	-	-	0,07	4,51
<b>Abr</b>	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,41	3,05	2,79	-	-	5,00	-	-	0,06	4,55
<b>May</b>	2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
<b>Jun</b>	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
<b>Jul</b>	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
<b>Ago</b>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
<b>Sep</b>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
<b>Oct</b>	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
<b>Nov</b>	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
<b>Dic</b>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
<b>07 Ene</b>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
<b>Feb</b>	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
<b>Mar</b>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
<b>Abr</b>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
<b>May</b>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71

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>04</b>	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93
<b>05</b>	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
<b>06</b>	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
<b>05 Dic</b>	3,66	3,54	3,41	3,37	3,37	4,52	3,38	3,56	1,54	4,25
<b>06 Ene</b>	3,60	3,50	3,39	3,34	3,33	4,45	3,34	3,55	1,47	4,12
<i>Feb</i>	3,74	3,64	3,55	3,49	3,48	4,61	3,51	3,70	1,57	4,21
<i>Mar</i>	3,89	3,81	3,73	3,66	3,65	4,78	3,68	3,87	1,70	4,36
<i>Abr</i>	4,15	4,08	4,01	3,91	3,92	5,04	3,95	4,23	1,91	4,56
<i>May</i>	4,24	4,15	4,06	3,99	3,99	5,18	4,01	4,29	1,91	4,70
<i>Jun</i>	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70
<i>Jul</i>	4,25	4,18	4,10	4,02	4,02	5,16	4,03	4,31	1,91	4,70
<i>Ago</i>	4,10	4,08	3,97	3,90	3,89	4,95	3,90	4,18	1,81	4,71
<i>Sep</i>	3,95	3,95	3,84	3,76	3,76	4,78	3,77	4,04	1,68	4,60
<i>Oct</i>	3,98	3,99	3,88	3,80	3,81	4,78	3,81	4,07	1,76	4,67
<i>Nov</i>	3,89	3,91	3,80	3,73	3,75	4,66	3,74	3,97	1,70	4,60
<i>Dic</i>	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	4,02	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86
<i>Abr</i>	4,11	4,36	4,24	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

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

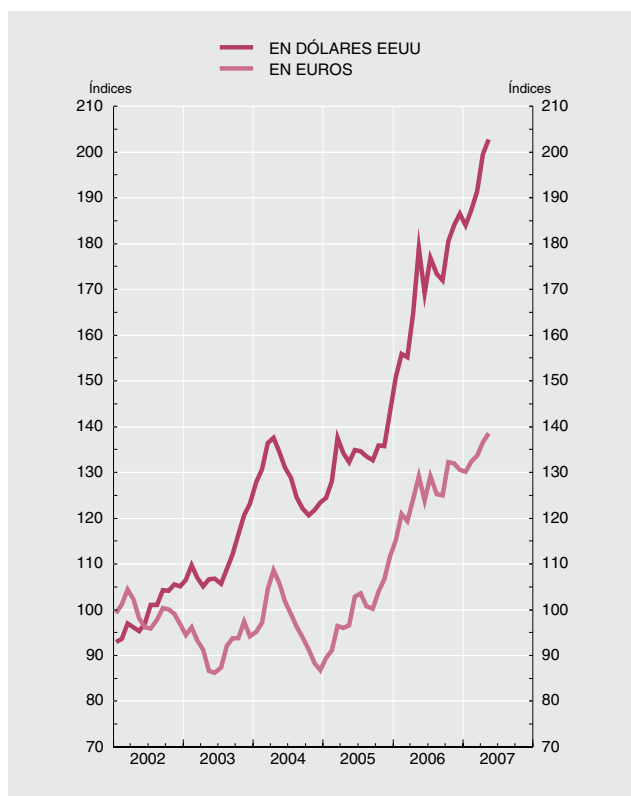
## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

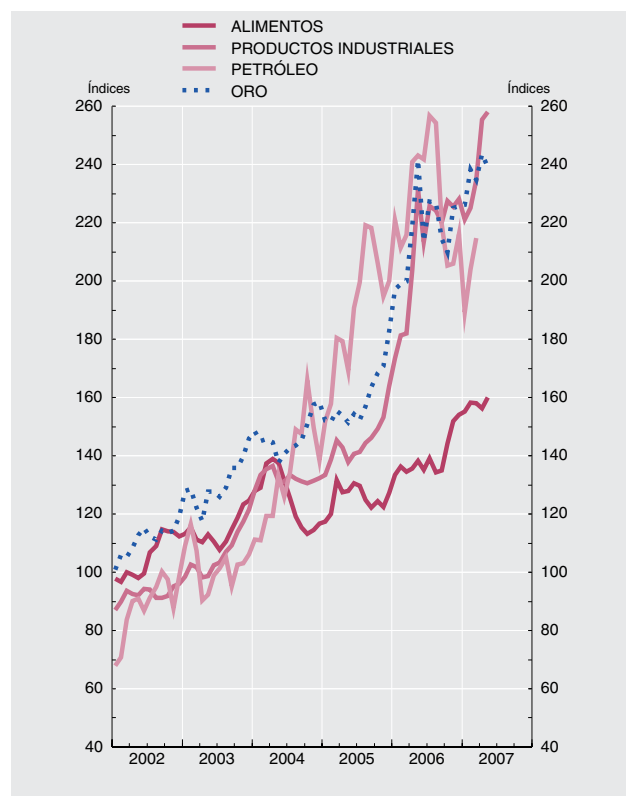
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
<b>02</b>	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
<b>03</b>	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,9	10,33
<b>04</b>	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
<b>05</b>	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
<b>06</b>	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
<b>06 E-M</b>	121,8	161,2	135,6	194,6	149,2	219,0	226,6	64,8	211,4	589,8	15,47
<b>07 E-M</b>	134,3	193,0	157,5	239,0	156,0	284,3	...	61,8	236,3	659,2	15,82
<b>06 Abr</b>	124,2	164,7	135,6	203,8	149,0	232,3	240,8	70,3	218,9	610,7	15,99
<i>May</i>	129,2	178,9	138,2	231,5	156,3	272,5	243,0	69,4	241,6	673,9	16,96
<i>Jun</i>	123,8	169,2	135,1	213,4	162,1	241,3	241,9	68,1	213,7	596,1	15,12
<i>Jul</i>	129,2	176,9	139,1	225,7	158,0	262,6	256,8	73,5	227,2	633,7	16,06
<i>Ago</i>	125,3	173,4	134,3	224,1	150,4	264,0	254,3	72,9	226,8	632,6	15,85
<i>Sep</i>	125,0	172,0	134,9	219,9	139,1	264,0	219,5	61,2	214,4	598,2	15,12
<i>Oct</i>	132,2	180,5	144,2	227,5	137,4	276,6	205,2	57,3	210,0	585,8	14,93
<i>Nov</i>	132,0	184,1	152,0	225,6	135,0	274,9	205,9	58,5	225,1	627,8	15,66
<i>Dic</i>	130,6	186,6	154,1	228,2	139,9	276,9	216,1	62,8	225,8	629,9	15,32
<b>07 Ene</b>	130,2	183,9	155,2	221,2	150,9	259,7	189,1	53,6	226,2	631,2	15,62
<i>Feb</i>	132,3	187,3	158,2	225,1	156,2	262,6	203,9	57,6	238,3	664,7	16,34
<i>Mar</i>	133,7	191,5	158,0	234,7	154,3	278,6	214,6	62,3	234,8	654,9	15,90
<i>Abr</i>	136,6	199,5	156,4	255,3	158,6	308,0	...	67,8	243,5	679,4	16,15
<i>May</i>	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	...	67,4	239,2	667,2	15,16

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

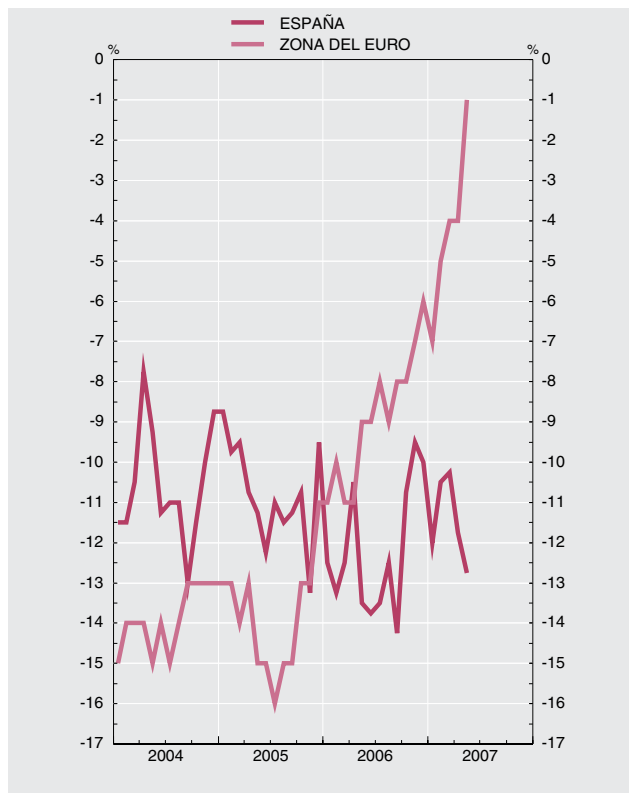
### 3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

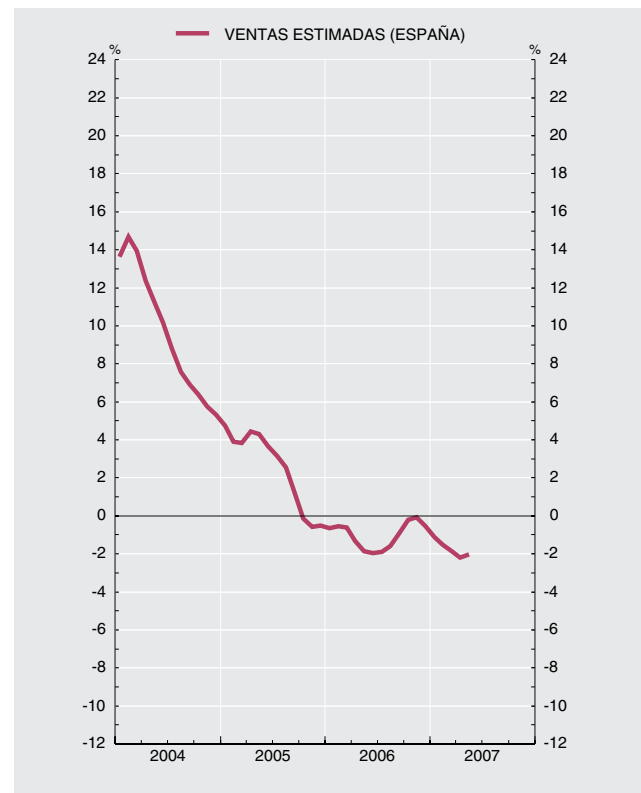
Tasas de variación interanual

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

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



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



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

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

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

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



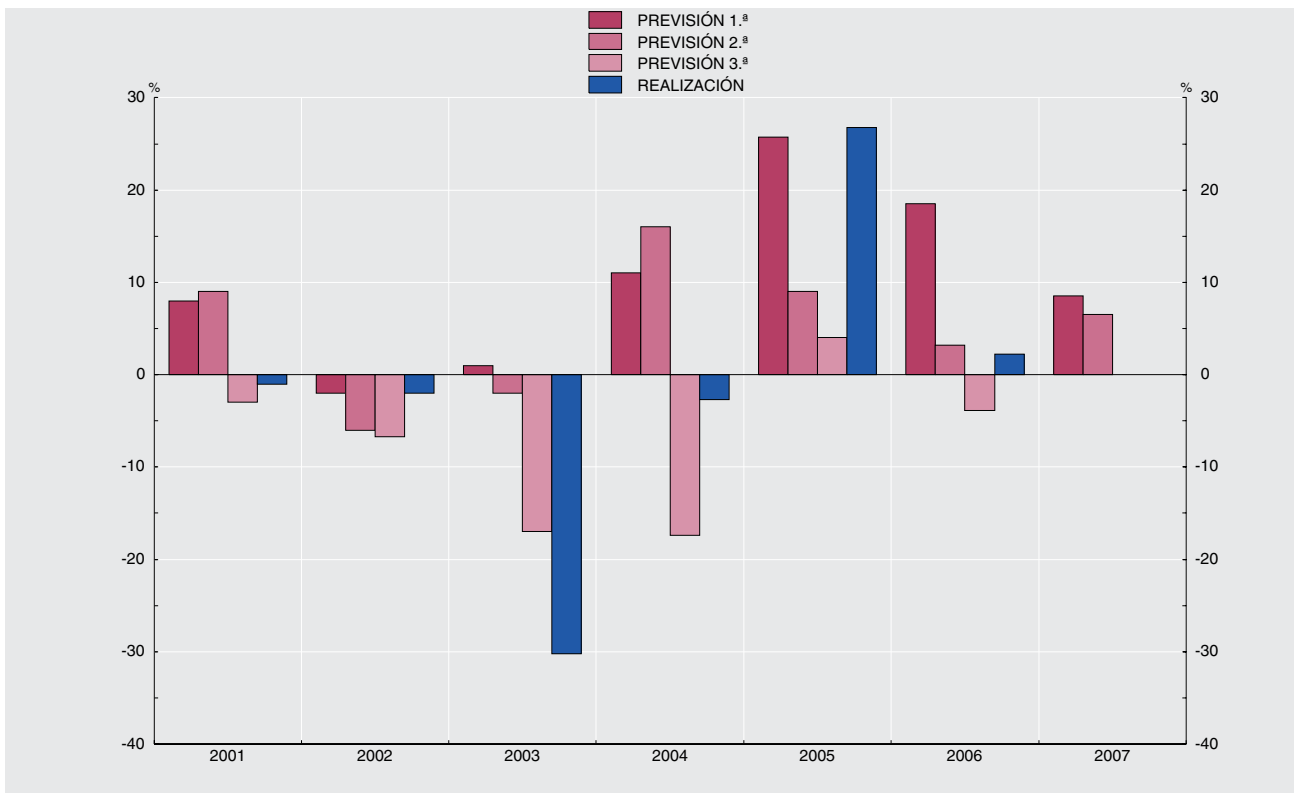
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

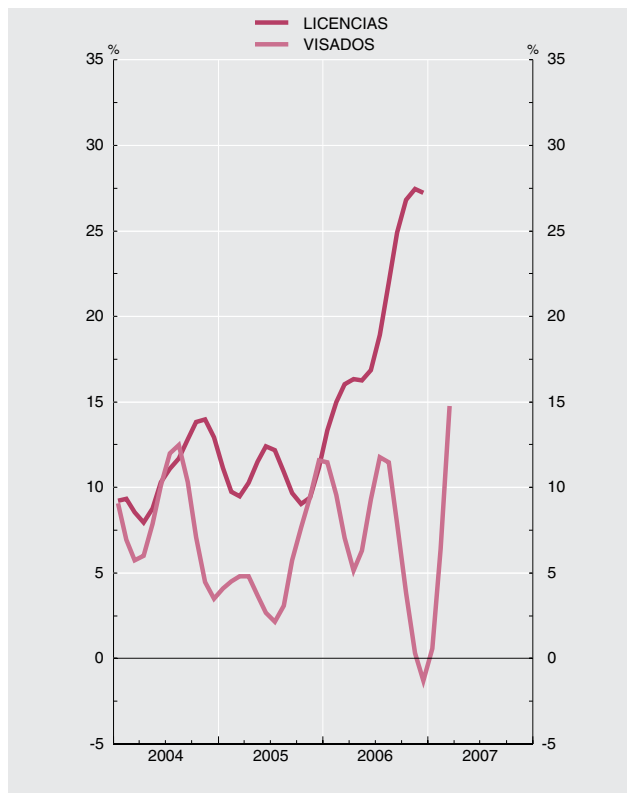
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

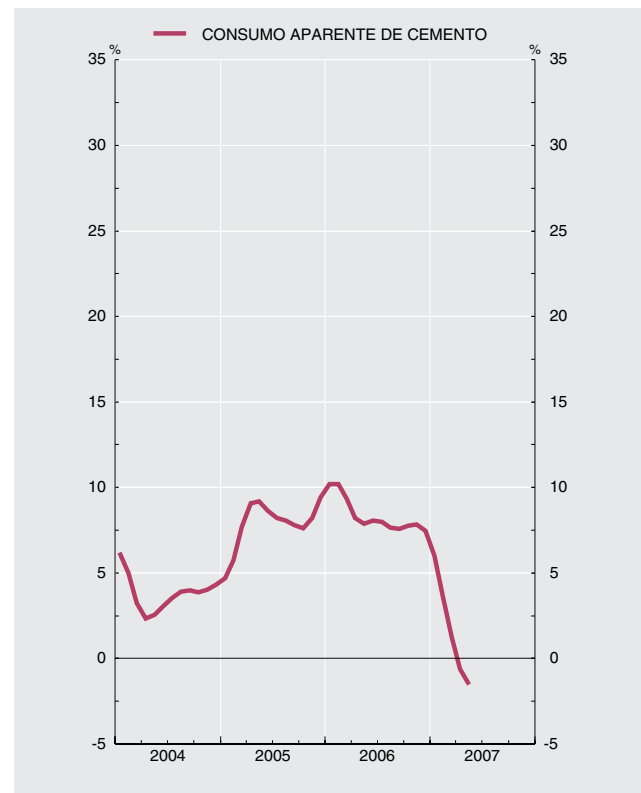
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual				No residencial
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>04</b>		12,8	13,7	14,5	8,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,9
<b>05</b>	P	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
<b>06</b>	P	22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,4	31,4	27,0	61,8	57,3	15,9	33,3	8,6
<b>06 E-M</b>	P	19,1	14,9	15,1	41,8	7,3	8,3	28,6	28,6	47,8	110,4	149,7	28,8	21,0	9,7
<b>07 E-M</b>	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,7
<b>06 Feb</b>	P	14,4	16,6	15,9	3,6	5,7	4,6	8,6	14,9	16,9	132,3	156,4	-5,3	4,1	12,9
<b>Mar</b>	P	26,8	21,3	21,5	58,4	15,5	18,3	15,2	15,1	26,2	62,8	279,8	11,3	9,9	22,0
<b>Abr</b>	P	12,6	2,8	5,1	61,8	-16,0	-13,8	25,9	17,8	38,7	-28,8	6,2	58,9	20,2	-8,9
<b>May</b>	P	16,1	8,1	7,3	63,0	11,2	15,3	68,9	28,6	46,5	203,4	144,8	15,9	78,7	9,9
<b>Jun</b>	P	1,6	4,6	3,9	-11,9	12,3	15,2	11,0	25,4	4,8	54,5	5,8	-3,4	14,8	10,8
<b>Jul</b>	P	9,9	10,2	10,3	8,7	13,5	20,6	0,7	21,3	-13,2	-47,7	4,5	7,3	8,7	9,4
<b>Ago</b>	P	28,3	22,5	24,4	65,7	34,1	36,8	31,1	22,9	44,2	18,5	44,5	58,2	26,9	6,3
<b>Sep</b>	P	28,7	30,4	31,0	19,5	83,9	93,7	25,3	23,1	70,1	184,8	179,7	41,0	10,9	1,7
<b>Oct</b>	P	46,3	42,5	42,7	67,5	18,3	20,1	58,0	26,7	37,3	164,2	32,5	10,2	66,7	13,1
<b>Nov</b>	P	36,1	31,4	32,0	63,0	-7,6	-8,5	45,1	28,4	-12,3	-19,5	-27,1	-10,4	100,2	7,1
<b>Dic</b>	P	20,6	23,0	23,7	9,9	-14,6	-16,4	61,3	31,4	26,0	120,4	21,3	-5,3	76,2	6,4
<b>07 Ene</b>	P	...	...	...	...	-1,4	-2,7	4,9	4,9	-17,1	-68,4	-16,2	32,7	15,8	13,4
<b>Feb</b>	P	...	...	...	...	-5,4	-5,3	56,5	21,3	95,4	2,6	22,5	139,1	32,4	2,3
<b>Mar</b>	P	...	...	...	...	23,8	27,8	3,0	14,1	10,1	-20,1	-23,9	28,1	-1,0	-2,1
<b>Abr</b>	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,0
<b>May</b>	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-2,6

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



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



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

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

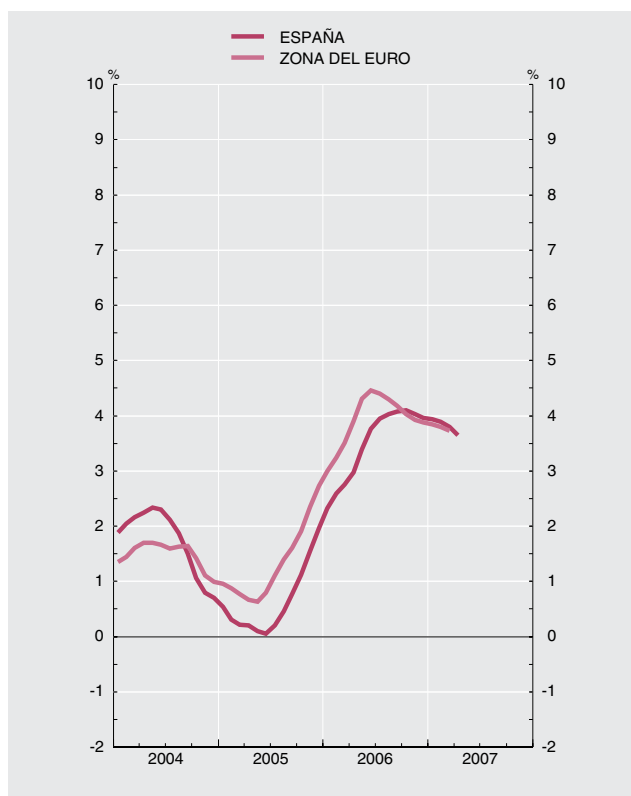
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

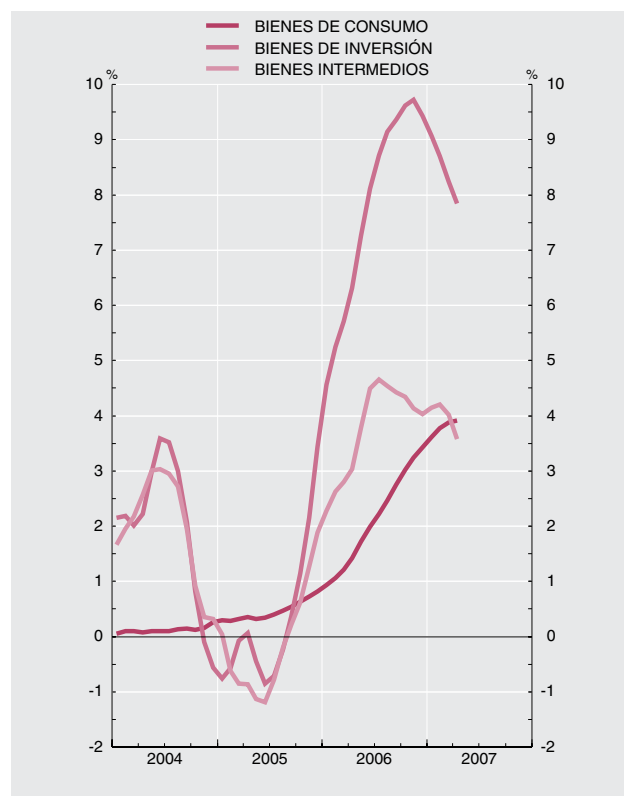
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y 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
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,1	2,1	0,5	3,3	2,3
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,9
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,3	2,4	5,9	5,0
06 E-A	MP	104,5	2,2	0,1	5,7	2,1	1,9	5,0	2,3	0,6	3,1	3,0	1,7	4,7	2,9
07 E-A	MP	109,6	4,9	5,4	8,9	5,0	-1,9	-4,6	5,7	-0,8	3,5	5,2	3,1	6,8	5,6
06 Ene	P	102,0	5,4	3,0	12,0	4,9	3,8	0,8	5,6	4,5	3,1	2,4	1,0	4,3	2,2
Feb	P	102,8	2,7	1,7	4,6	2,6	2,9	7,3	2,9	1,4	3,1	3,2	2,7	5,9	1,9
Mar	P	116,5	11,0	9,0	18,1	11,7	3,6	16,7	12,1	0,8	4,3	5,2	2,8	5,8	4,8
Abr	P	96,7	-9,8	-12,5	-10,0	-9,8	-3,6	-4,8	-10,5	-5,1	2,0	1,0	0,2	2,9	2,7
May	P	115,6	8,1	7,6	13,2	7,4	3,2	4,5	8,7	3,7	5,9	6,7	4,8	8,6	7,2
Jun	P	115,8	5,2	2,6	8,7	6,2	3,0	1,2	5,6	2,7	5,0	5,4	2,9	5,7	7,3
Jul	P	110,8	4,2	1,2	7,1	5,1	4,1	-7,3	3,9	7,2	3,6	3,9	1,4	4,4	5,3
Ago	P	79,8	5,0	2,0	14,0	5,2	3,3	-1,5	5,4	3,8	5,6	6,1	2,3	7,7	7,9
Sep	P	109,1	1,1	-0,5	3,4	1,5	0,1	-2,8	1,0	2,6	3,5	3,8	1,5	5,4	4,7
Oct	P	112,3	7,3	7,5	12,2	7,1	0,4	11,6	7,8	2,0	4,1	4,7	3,1	6,0	5,4
Nov	P	115,1	4,1	4,0	12,6	3,9	-6,8	1,0	5,5	-6,7	3,0	4,0	2,5	6,5	3,5
Dic	P	97,4	0,6	-0,8	6,6	0,5	-3,1	3,8	1,2	-3,0	4,8	6,0	3,8	7,8	7,3
07 Ene	P	109,6	7,5	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,3	5,3	3,8	7,1	5,4
Feb	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	3,9	5,8	2,5	7,5	7,1
Mar	P	119,2	2,3	3,5	4,0	3,0	-4,2	-8,4	3,0	-2,0	4,0	5,6	3,8	6,9	6,3
Abr	P	103,0	6,5	6,7	8,7	5,3	6,9	0,1	6,6	8,2	2,8	4,0	2,4	5,7	3,7

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

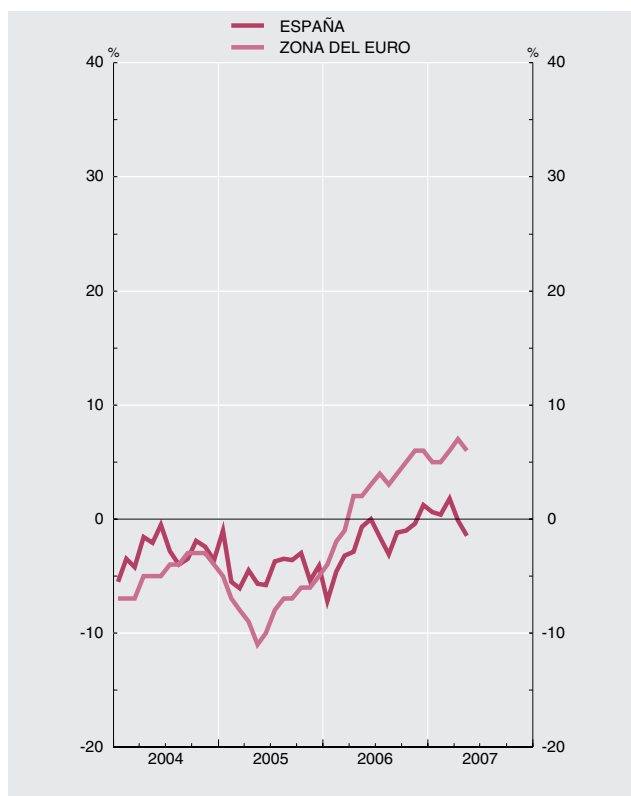
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Con-su-mo (a)	Equi-po (a)	In-ter-medios (a)	O-tros sec-tores (a)				Producción	Con-tracción	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
<b>04</b>	M	-3	4	10	-8	-17	11	-4	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-12
<b>05</b>	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
<b>06</b>	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-	0
<b>06 E-M</b>	M	-4	2	5	-4	-14	12	-4	-1	-5	-1	15	24	25	35	16	-1	-6	-2
<b>07 E-M</b>	M	0	6	7	4	-7	10	-2	4	-0	-2	15	21	15	30	23	6	8	0
<b>06 Feb</b>		-5	1	3	-6	-16	11	-4	0	-8	-2	7	-2	21	27	2	-2	-10	-4
<b>Mar</b>		-3	2	6	-2	-13	14	-3	-1	-5	-1	20	15	31	19	21	-1	-6	-2
<b>Abr</b>		-3	7	4	-3	-12	10	-4	0	-4	-2	15	49	19	41	-1	2	-1	-2
<b>May</b>		-1	2	9	1	-8	12	-5	5	-1	-3	14	31	18	47	25	2	-2	-2
<b>Jun</b>		-	10	10	1	-7	11	-2	1	0	-2	19	51	22	34	9	3	2	-1
<b>Jul</b>		-2	11	8	-2	-9	11	-2	-1	-1	-2	26	39	37	22	16	4	3	2
<b>Ago</b>		-3	12	3	-	-9	12	-5	-6	-0	1	3	38	-1	7	3	3	3	2
<b>Sep</b>		-1	9	10	-1	-11	13	-1	3	-3	-0	15	51	21	21	5	4	4	4
<b>Oct</b>		-1	10	7	1	-9	11	-5	6	-2	-3	7	10	13	12	3	5	5	3
<b>Nov</b>		-0	10	8	3	-10	12	-0	2	-1	-1	14	13	18	2	30	6	6	3
<b>Dic</b>		1	12	7	6	-9	9	-1	6	1	-2	17	9	32	7	38	6	8	2
<b>07 Ene</b>		1	3	8	6	-10	12	2	2	0	-1	10	19	9	28	8	5	6	1
<b>Feb</b>		0	5	8	4	-7	11	-1	4	0	-2	12	15	14	18	24	5	7	-
<b>Mar</b>		2	7	8	6	-8	8	-3	7	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-
<b>Abr</b>		-0	9	4	5	-5	9	-3	3	1	-2	21	27	24	27	20	7	9	1
<b>May</b>		-2	9	6	1	-7	11	-3	4	-3	-1	17	39	19	26	17	6	8	-

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

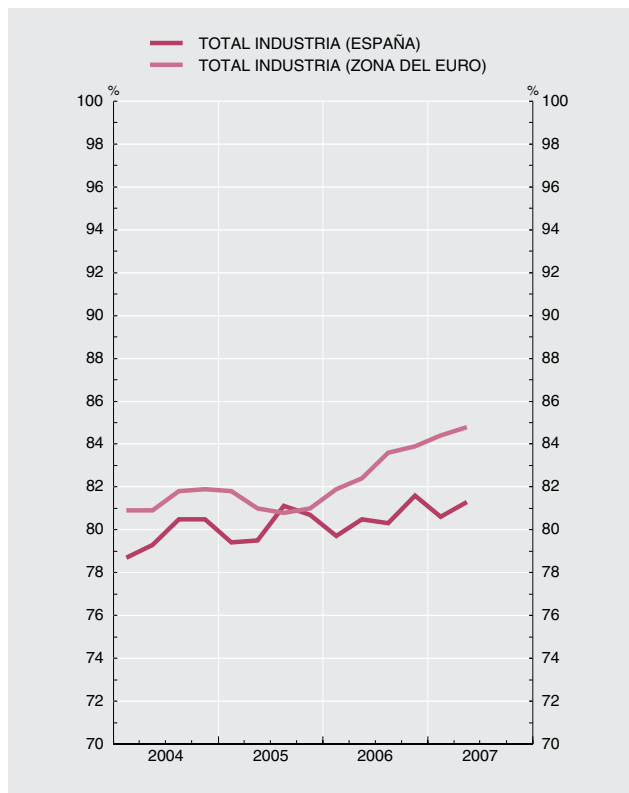
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

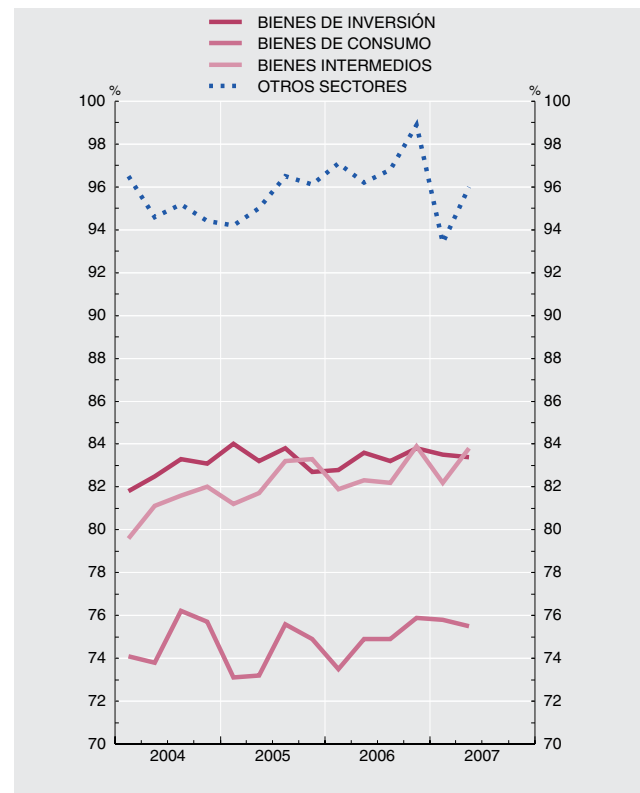
Porcentajes y saldos

	Total industria		Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)	
	Utilización de la capacidad productiva instalada		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>04</b>	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,4
<b>05</b>	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
<b>06</b>	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
<b>06 I-II</b>	80,1	81,4	7	74,2	76,7	6	83,2	83,4	10	82,1	83,2	7	96,7	97,0	-	82,2
<b>07 I-II</b>	81,0	82,3	3	75,7	77,7	5	83,5	83,9	1	83,0	84,3	2	94,7	95,6	-	84,6
<b>04 IV</b>	80,5	81,3	2	75,7	76,8	2	83,1	84,0	2	82,0	82,6	1	94,4	94,1	6	81,9
<b>05 I</b>	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	81,8
<b>05 II</b>	79,5	81,7	5	73,2	76,3	6	83,2	85,1	3	81,7	83,4	5	95,0	96,6	-	81,0
<b>05 III</b>	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,8
<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	-	84,4
<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	-	84,8

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

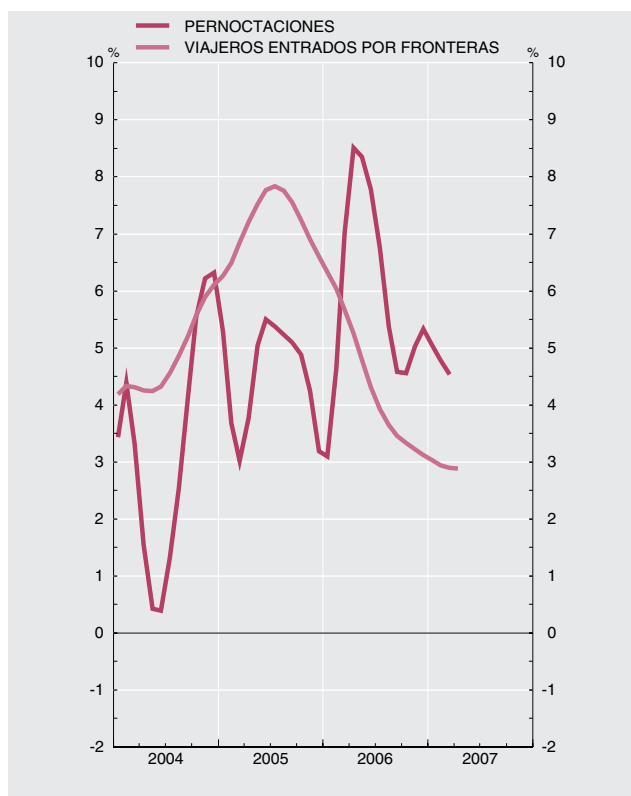
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

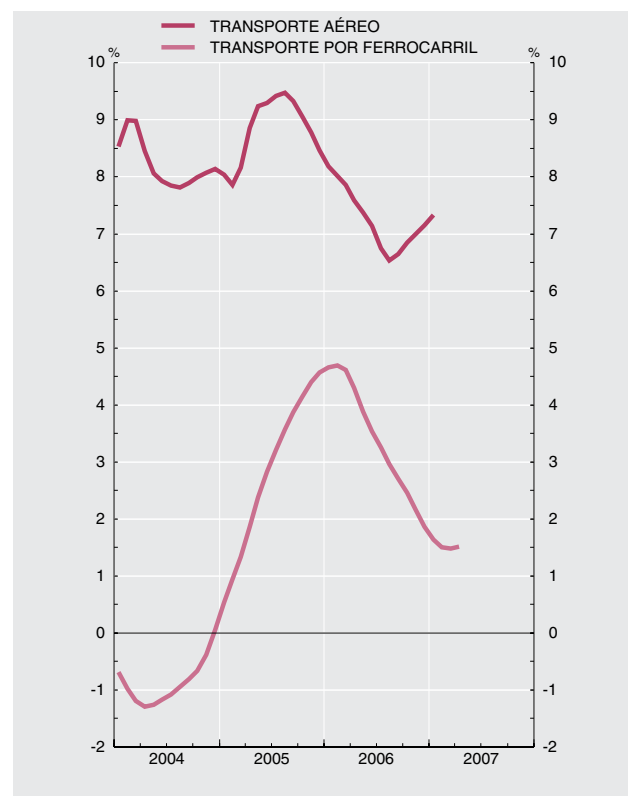
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04	6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,2
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	5,9	6,1	6,2	6,6	3,9	4,5	2,9	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	1,3	2,0	-3,1
06 E-A	8,7	8,5	7,2	6,9	7,4	6,2	8,9	8,0	9,0	7,2	-8,5	6,3	5,3	1,7	-1,2
07 E-A	...	...	...	...	2,5	2,3	2,8	...	...	...	...	...	...	1,1	...
06 Ene	2,7	0,7	-0,8	1,1	4,1	0,3	8,7	7,7	12,5	3,8	-1,5	-2,7	3,6	3,0	4,4
Feb	5,9	2,0	2,6	-0,7	6,9	2,6	12,5	5,4	7,5	3,7	-10,1	14,9	5,4	6,3	8,1
Mar	1,0	6,0	-0,9	6,0	0,9	0,1	2,0	3,1	6,9	-0,0	-5,4	-20,2	7,9	4,6	8,2
Abr	21,8	19,8	24,3	17,5	16,0	18,4	12,6	15,1	9,5	19,6	-16,2	37,8	4,3	-6,5	-22,1
May	5,2	9,3	6,3	9,8	6,9	6,9	6,8	6,9	5,4	8,0	-6,3	-2,4	5,2	1,7	7,9
Jun	7,4	11,3	10,3	13,5	0,6	5,5	-8,3	9,0	7,3	10,1	-6,8	14,1	-0,4	0,4	-0,2
Jul	4,5	4,9	7,9	9,3	-0,4	3,0	-6,7	4,0	1,7	5,5	-2,8	11,9	3,9	5,0	1,9
Ago	4,5	4,8	4,4	4,7	2,9	3,3	2,3	3,9	2,5	4,8	-2,5	9,5	3,5	2,0	6,2
Sep	3,4	2,6	2,8	2,6	3,2	4,9	0,1	6,0	4,3	7,2	-3,3	10,5	4,4	0,5	-12,3
Oct	4,8	2,8	3,9	1,3	2,9	3,6	1,6	6,4	8,7	4,8	-3,9	14,9	10,5	5,8	-13,6
Nov	4,8	2,7	5,5	4,0	3,4	1,4	6,0	6,6	8,3	5,0	2,4	7,8	-40,0	1,9	-7,4
Dic	5,4	1,7	7,0	4,6	4,1	1,8	6,7	9,2	10,2	8,3	3,2	29,8	8,1	-0,1	-10,0
07 Ene	5,1	8,3	3,4	4,9	3,9	4,0	3,8	6,7	6,2	7,2	5,6	...	...	-0,0	-2,1
Feb	3,8	7,4	3,2	5,4	1,3	4,4	-2,6	...	...	...	...	...	...	-2,0	...
Mar	7,5	8,6	6,9	7,9	6,6	6,9	6,1	...	...	...	...	...	...	5,6	...
Abr	...	...	...	...	-0,8	-3,5	3,5	...	...	...	...	...	...	0,9	...

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.

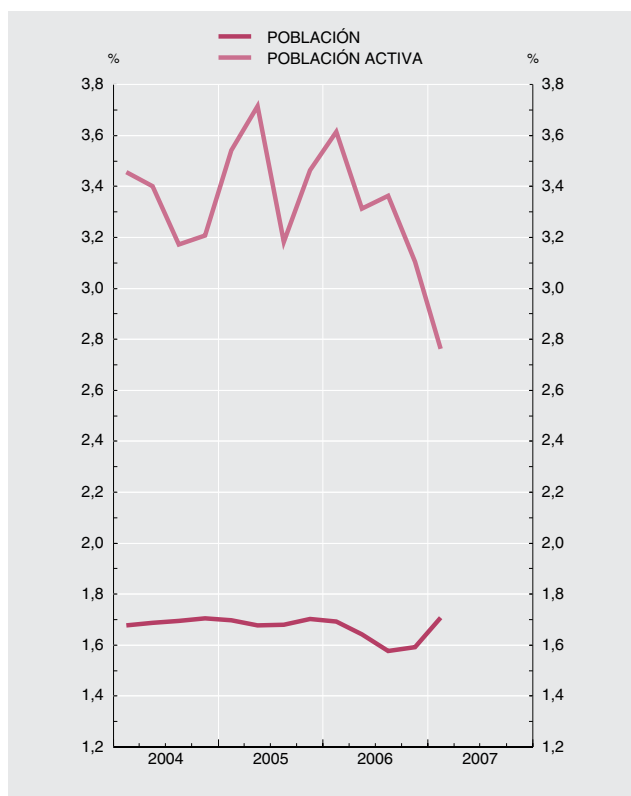
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ 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
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
06	I-I	36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6
07	I-I	37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
04	III	35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2
	IV	36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2
05	I	36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
	II	36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7
	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

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

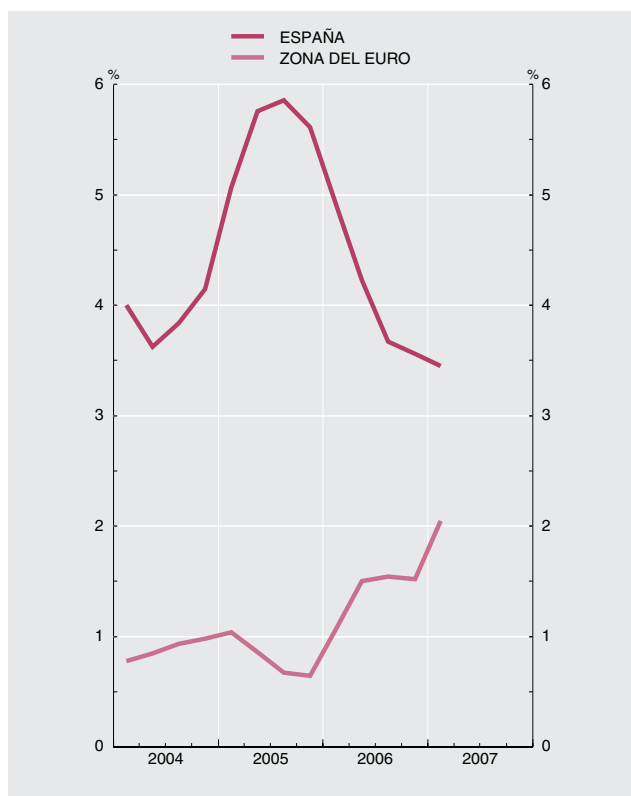
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

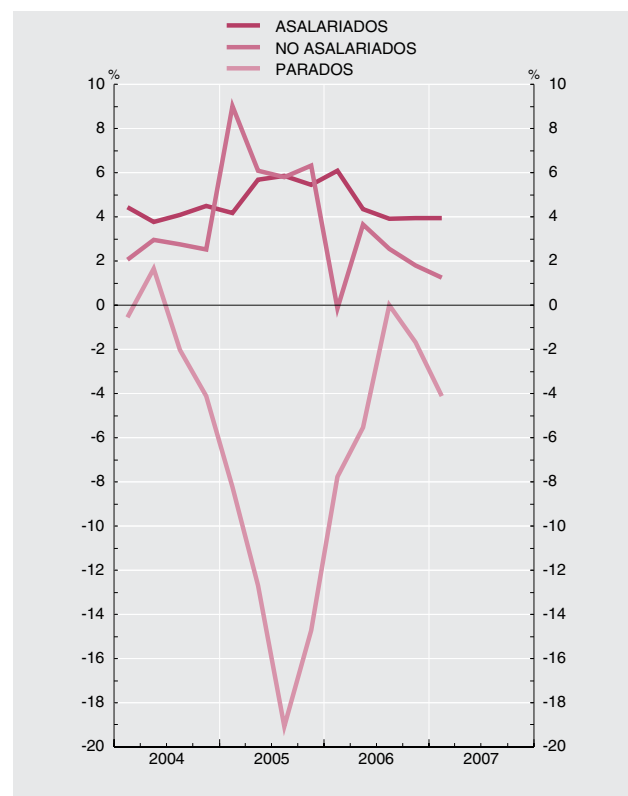
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,9	8,83
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	0,8	8,58
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,4	7,88
06 I-I	M	19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,1	8,23
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	2,0	7,27
04 III		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,9	8,83
04 IV		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	1,0	8,76
05 I		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	1,0	8,79
05 II		18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,9	8,70
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	0,7	8,44
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	0,6	8,38
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,1	8,23
06 II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,5	7,92
06 III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,5	7,77
06 IV		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,5	7,59
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	2,0	7,27

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

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

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



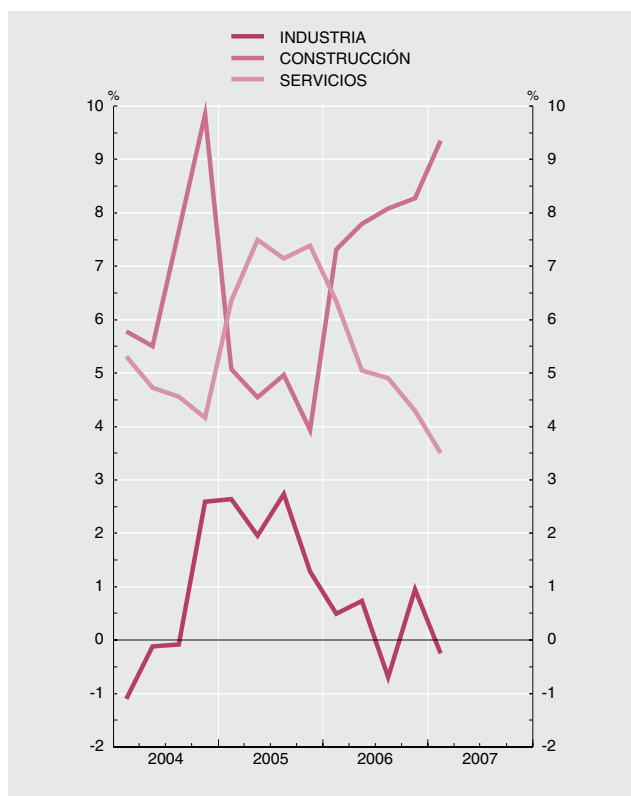
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

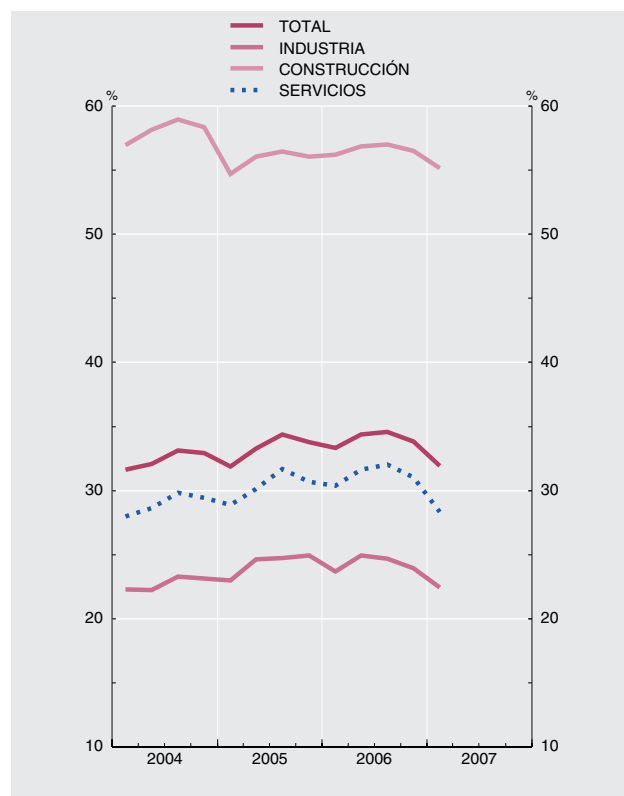
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
04	M	3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	...	...
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	...	...
06 I-I	M	4,9	6,1	4,6	-3,2	8,1	-0,6	0,5	0,7	3,2	7,3	8,2	2,7	6,3	7,2	5,3	5,4	...	...
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	...	...
04 III		3,8	4,1	33,1	0,2	7,5	60,3	-0,1	0,6	23,3	7,7	6,5	58,9	4,6	4,6	29,8	4,0	4,1	4,8
04 IV		4,1	4,5	32,9	-3,1	-1,7	63,5	2,6	3,3	23,1	9,8	9,4	58,3	4,2	4,3	29,4	4,6	4,4	3,7
05 I		5,1	4,2	31,9	-1,4	-8,5	61,7	2,6	0,9	23,0	5,1	3,4	54,7	6,4	6,0	28,9	5,5	...	...
05 II		5,8	5,7	33,3	0,7	3,3	61,9	2,0	0,7	24,6	4,5	3,7	56,0	7,5	7,7	30,1	6,1	...	...
05 III		5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0	...	...
05 IV		5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8	...	...
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	...	...
06 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	...	...
06 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	...	...
06 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	...	...

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

a. Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

Notas: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

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

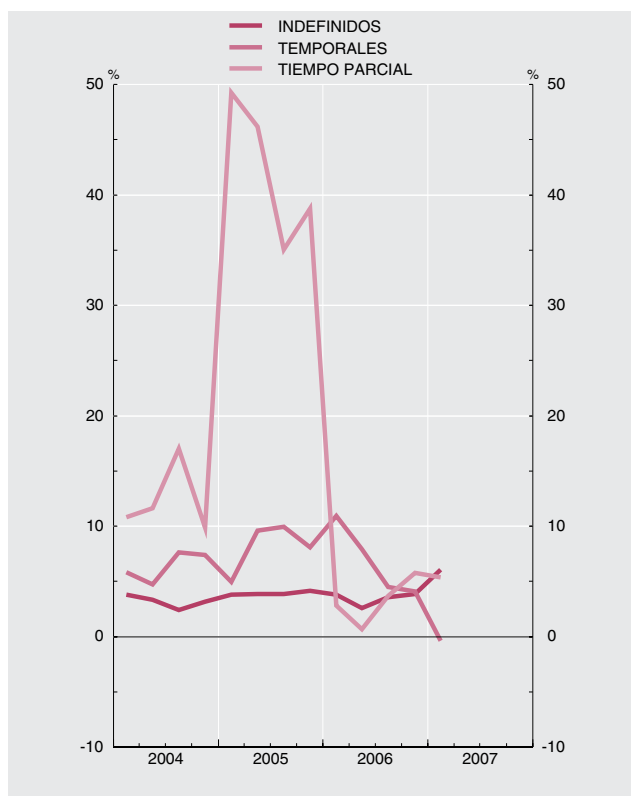
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

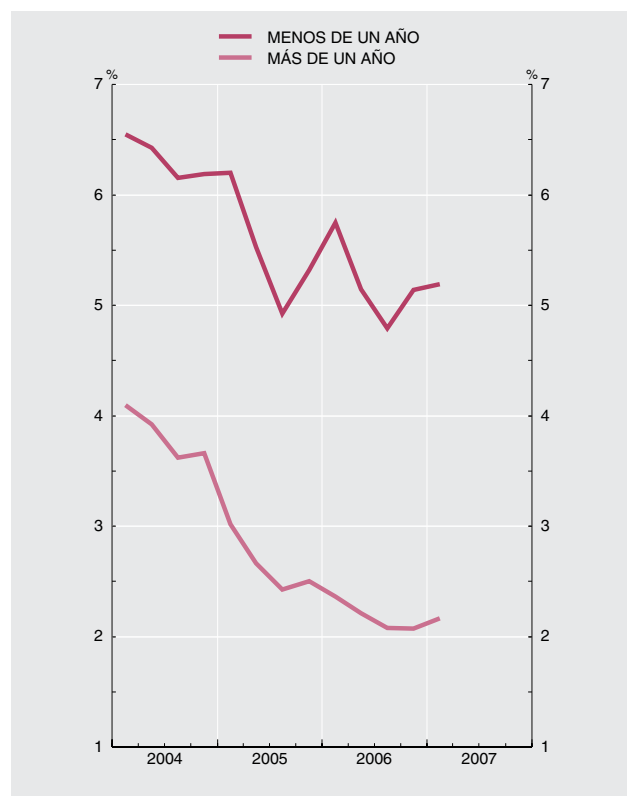
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados							
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año					
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
<b>04</b>	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
<b>05</b>	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
<b>06</b>	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
<b>06 I-I</b>	M	390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
<b>07 I-I</b>	M	645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...
<b>04 III</b>		234	2,4	349	7,6	33,13	388	2,9	195	17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07
<b>04 IV</b>		308	3,2	340	7,4	32,94	524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38
<b>05 I</b>		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
<b>05 II</b>		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
<b>05 III</b>		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
<b>05 IV</b>		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
<b>06 I</b>		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
<b>06 II</b>		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
<b>06 III</b>		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
<b>06 IV</b>		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...
<b>07 I</b>		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...

**ASALARIADOS**  
Tasas de variación interanual



**PARADOS**  
Tasa de paro



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

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

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

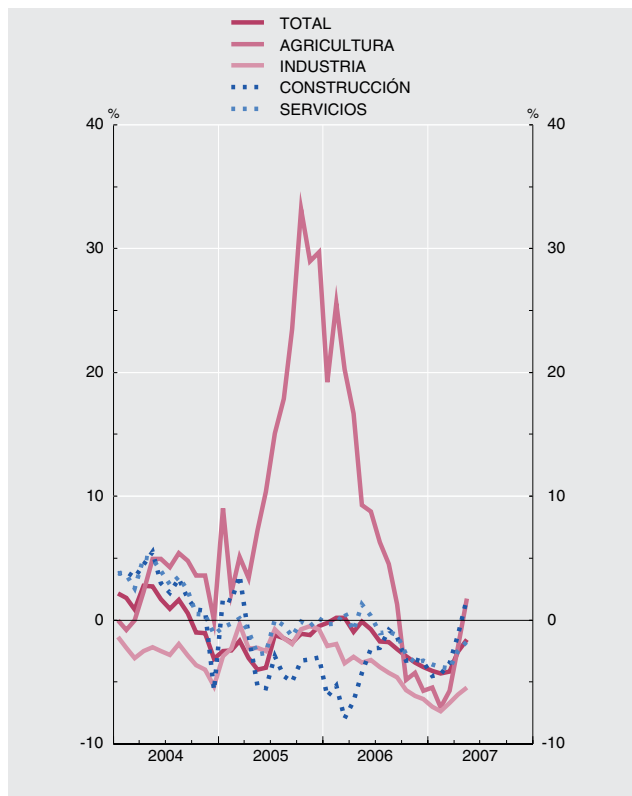
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

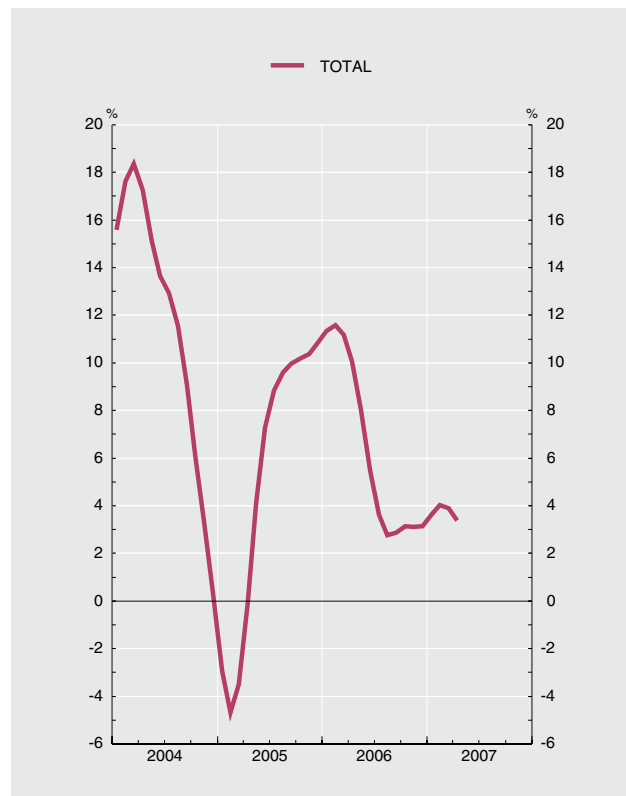
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas 1	Variación inter-anual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12					Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17		
						Total	Agricultura	No agrícola											
						Total	Industria	Construcción	Servicios										
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0	
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1	
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0	
06	E-M	M	2 114	-4	-0,2	3,6	-0,6	18,1	-1,2	-2,8	-6,1	0,1	1 467	11,6	11,06	22,14	88,94	1 418	12,0
07	E-M	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	...	...
06	Abr		2 076	-20	-1,0	2,5	-1,4	16,7	-1,9	-3,0	-6,5	-0,8	1 304	-1,4	11,17	22,60	88,83	1 269	-0,6
	May		2 005	-3	-0,1	-1,6	0,0	9,3	-0,3	-3,5	-4,3	1,3	1 638	14,5	10,19	22,60	89,81	1 595	16,0
	Jun		1 960	-15	-0,8	-4,3	-0,3	8,8	-0,6	-3,2	-2,3	0,3	1 656	5,7	9,21	22,94	90,79	1 591	2,0
	Jul		1 955	-34	-1,7	-4,4	-1,4	6,3	-1,7	-3,8	-2,3	-1,0	1 671	6,4	10,07	24,30	89,93	1 595	5,4
	Ago		1 984	-35	-1,8	-5,5	-1,3	4,5	-1,5	-4,3	-0,8	-0,9	1 323	1,9	10,58	22,17	89,42	1 252	-1,5
	Sep		1 966	-47	-2,3	-7,2	-1,7	1,3	-1,8	-4,6	-1,4	-1,2	1 675	3,5	11,98	24,92	88,02	1 629	1,0
	Oct		1 993	-60	-2,9	0,6	-3,4	-4,8	-3,3	-5,7	-3,3	-2,8	1 819	11,1	13,17	26,95	86,83	1 740	8,0
	Nov		2 023	-72	-3,5	-0,1	-3,9	-4,3	-3,9	-6,1	-3,2	-3,5	1 660	5,8	13,97	24,83	86,03	1 559	3,7
	Dic		2 023	-80	-3,8	-3,3	-3,9	-5,7	-3,8	-6,4	-3,4	-3,3	1 386	4,3	16,96	23,90	83,04	1 244	-4,0
07	Ene		2 083	-89	-4,1	-2,4	-4,3	-5,4	-4,3	-7,0	-4,5	-3,6	1 653	12,3	15,45	20,97	84,55	1 540	8,6
	Feb		2 075	-94	-4,3	-2,6	-4,5	-7,1	-4,4	-7,4	-4,4	-3,8	1 408	3,0	12,49	22,28	87,51	1 365	4,0
	Mar		2 059	-89	-4,1	-2,4	-4,4	-5,7	-4,3	-6,7	-3,5	-3,9	1 564	0,6	12,35	22,91	87,65	1 519	1,6
	Abr		2 023	-53	-2,5	0,3	-2,9	-2,2	-2,9	-6,0	-1,2	-2,5	1 386	6,3	12,19	22,84	87,81	1 360	7,1
	May		1 973	-31	-1,6	0,3	-1,8	1,8	-1,9	-5,4	1,8	-1,7	1 625	-0,7	11,71	22,90	88,29	...	...

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

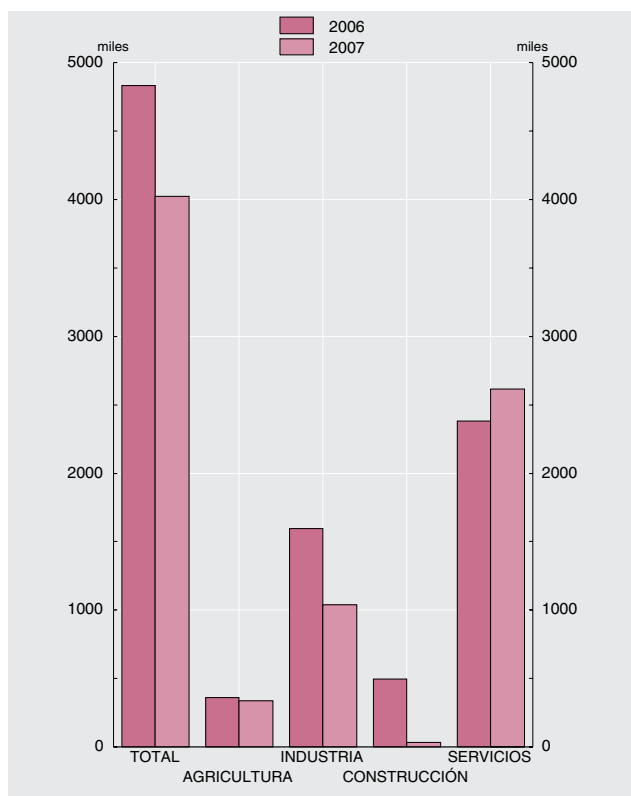
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

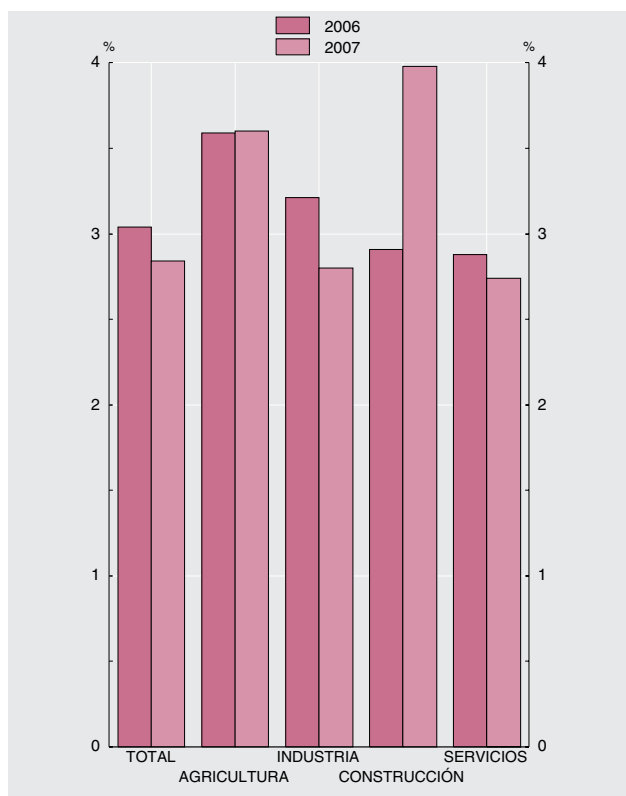
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>04</b>	10 194	3,60	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
<b>05</b>	10 643	4,05	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06</b>	9 920	3,57	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>05 Oct</b>	10 642	4,05	5 457	1 862	7 319	303	491	2 207	742	3 879	2,86	3,08	2,92	3,44	2,97	2,92	2,82
<b>Nov</b>	10 642	4,05	5 539	2 384	7 923	457	491	2 345	969	4 117	2,86	3,14	2,95	3,44	2,98	2,92	2,88
<b>Dic</b>	10 643	4,05	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06 Ene</b>	9 250	3,54	3 708	1	3 709	440	336	1 057	483	1 833	2,79	2,62	2,79	3,55	2,65	2,85	2,71
<b>Feb</b>	9 281	3,54	4 774	57	4 832	840	361	1 593	495	2 383	3,04	3,16	3,04	3,59	3,21	2,91	2,88
<b>Mar</b>	9 333	3,54	5 158	69	5 227	465	402	1 653	501	2 672	3,07	3,22	3,07	3,68	3,21	2,92	2,93
<b>Abr</b>	9 636	3,55	5 792	580	6 372	1 378	405	1 753	921	3 293	3,11	3,00	3,10	3,68	3,22	2,90	3,02
<b>May</b>	9 776	3,55	5 792	626	6 418	865	406	1 759	930	3 323	3,11	2,98	3,10	3,68	3,23	2,89	3,02
<b>Jun</b>	9 794	3,56	6 296	751	7 047	1 407	406	1 853	948	3 840	3,16	3,01	3,15	3,68	3,21	2,93	3,11
<b>Jul</b>	9 799	3,56	6 305	1 019	7 325	1 406	408	1 942	969	4 006	3,16	3,24	3,18	3,68	3,23	2,98	3,14
<b>Ago</b>	9 799	3,56	6 309	1 058	7 367	1 033	411	1 952	969	4 035	3,16	3,27	3,18	3,69	3,24	2,98	3,15
<b>Sep</b>	9 914	3,57	6 424	1 342	7 766	1 060	432	2 113	1 011	4 210	3,16	3,38	3,19	3,66	3,31	2,97	3,14
<b>Oct</b>	9 916	3,57	6 594	1 477	8 071	752	469	2 150	1 072	4 380	3,16	3,42	3,21	3,73	3,31	2,97	3,16
<b>Nov</b>	9 916	3,57	6 651	1 797	8 448	525	579	2 187	1 072	4 611	3,18	3,43	3,23	3,80	3,32	2,97	3,18
<b>Dic</b>	9 920	3,57	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>07 Ene</b>	4 616	2,88	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	2,77
<b>Feb</b>	4 618	2,88	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74
<b>Mar</b>	4 619	2,88	4 723	13	4 736	-491	352	1 108	34	3 242	2,88	2,89	2,88	3,54	2,80	3,97	2,82

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-Febrero



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-Febrero



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

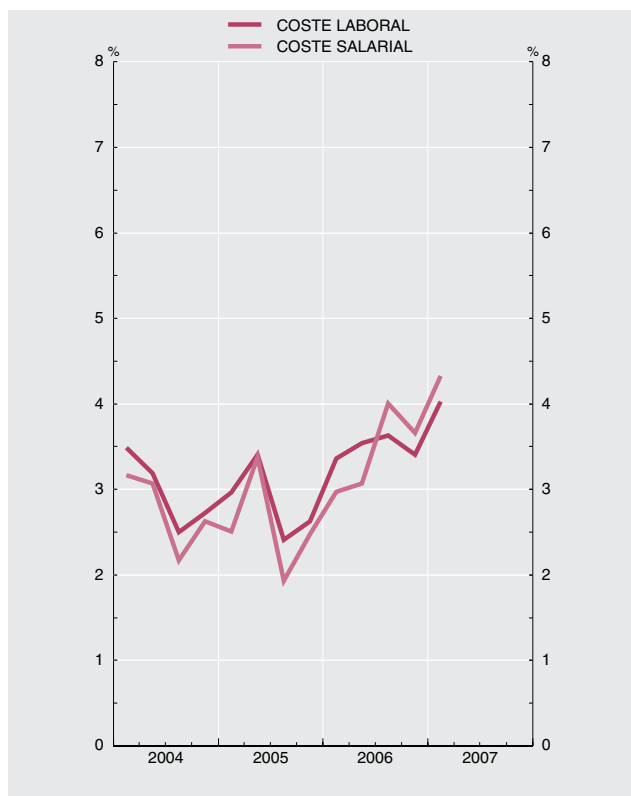
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

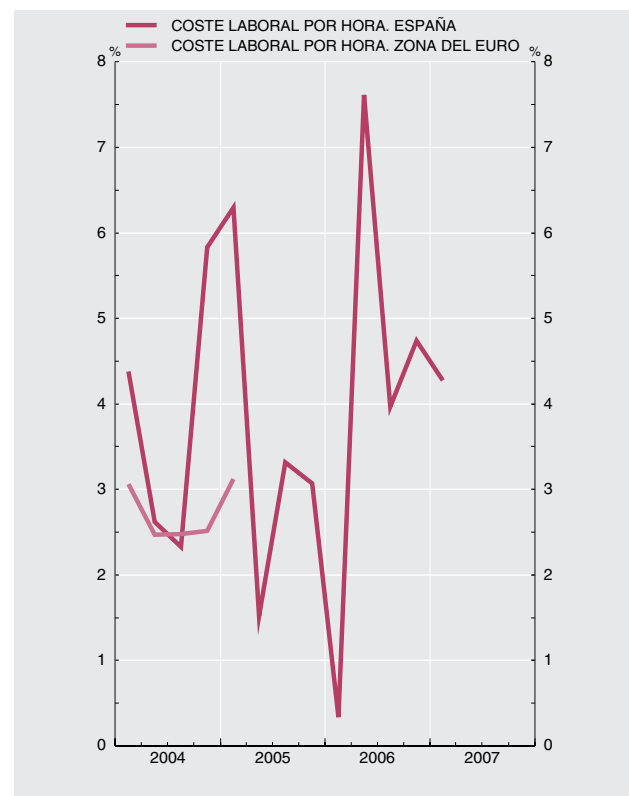
Tasas de variación interanual

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

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

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

■ Serie representada gráficamente.

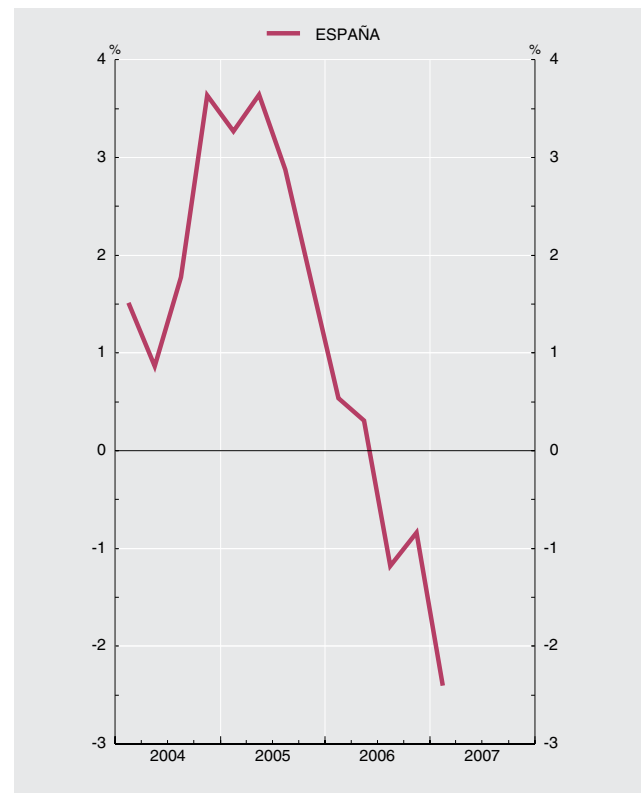
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>04</b>	P	2,5	1,2	3,1	2,1	0,6	0,9	3,2	1,8	2,6	0,9	1,9	...
<b>05</b>	P	2,2	0,9	2,6	1,7	0,4	0,8	3,5	1,6	3,1	0,8	2,9	...
<b>06</b>	P	2,7	0,8	3,4	2,2	0,8	1,4	3,9	2,8	3,1	1,4	-0,3	...
<b>04</b>	II	2,5	1,2	3,3	2,4	0,8	1,2	3,2	2,1	2,4	0,8	0,9	...
	III	2,6	0,7	3,3	1,6	0,7	0,9	3,3	1,9	2,5	0,9	1,8	...
	IV	2,3	1,3	2,8	1,9	0,5	0,6	3,4	1,6	2,8	1,0	3,6	...
<b>05</b>	I	2,3	1,3	2,8	1,5	0,5	0,3	3,4	1,3	2,9	1,0	3,3	...
	II	2,3	1,0	2,7	1,5	0,4	0,5	3,5	1,4	3,1	0,9	3,6	...
	III	1,9	0,6	2,2	1,7	0,3	1,1	3,6	1,8	3,3	0,7	2,9	...
	IV	2,3	0,9	2,7	2,2	0,4	1,3	3,6	1,9	3,2	0,6	1,7	...
<b>06</b>	I	2,3	0,9	2,9	2,2	0,6	1,3	3,7	2,4	3,2	1,1	0,5	...
	II	2,7	1,1	3,4	2,5	0,7	1,4	3,8	2,9	3,1	1,5	0,3	...
	III	2,7	1,1	3,6	2,4	0,8	1,3	3,8	2,8	2,9	1,5	-1,2	...
	IV	2,8	0,0	3,8	1,8	0,9	1,8	4,0	3,3	3,1	1,5	-0,8	...
<b>07</b>	I	2,4	...	3,5	...	1,0	1,6	4,1	3,0	3,0	2,0	-2,4	...

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

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

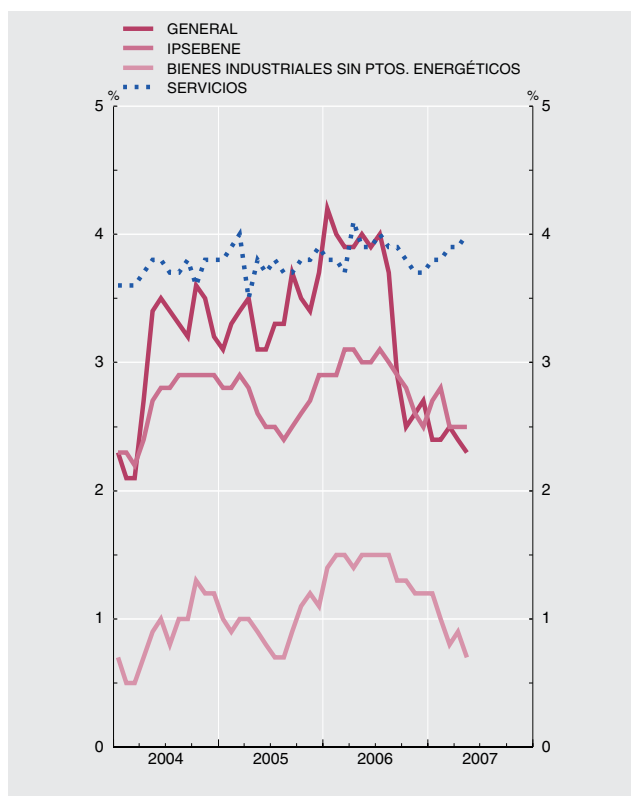
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <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
04	M	93,5	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
06	E-M	99,2	0,4	4,0	0,7	3,5	3,9	1,5	13,3	3,9	3,0	116,6	-3,5
07	E-M	101,6	0,4	2,4	0,4	5,0	2,6	0,9	-1,3	3,9	2,6	...	...
06	Feb	98,2	-	4,0	-0,4	4,5	3,4	1,5	13,3	3,8	2,9	121,4	0,8
	Mar	98,8	0,7	3,9	0,3	3,3	4,5	1,5	11,8	3,7	3,1	113,6	-10,2
	Abr	100,2	1,4	3,9	1,8	2,1	3,9	1,4	12,2	4,1	3,1	112,8	-8,1
	May	100,6	0,4	4,0	2,1	2,4	3,9	1,5	14,4	3,9	3,0	115,8	-3,6
	Jun	100,8	0,2	3,9	2,3	3,9	3,9	1,5	12,0	3,9	3,0	113,3	6,0
	Jul	100,2	-0,6	4,0	1,7	5,4	4,0	1,5	10,1	4,0	3,1	103,6	0,7
	Ago	100,4	0,2	3,7	1,9	5,4	3,6	1,5	8,2	3,9	3,0	102,8	0,4
	Sep	100,2	-0,2	2,9	1,7	5,6	3,5	1,3	0,9	3,9	2,9	100,6	1,1
	Oct	100,6	0,4	2,5	2,1	5,2	3,4	1,3	-1,9	3,8	2,8	101,9	2,3
	Nov	100,9	0,2	2,6	2,4	5,0	2,9	1,2	0,3	3,7	2,6	107,7	0,7
	Dic	101,1	0,3	2,7	2,7	4,5	2,2	1,2	2,6	3,7	2,5	107,0	-5,8
07	Ene	100,5	-0,7	2,4	-0,7	3,5	2,9	1,2	-1,3	3,8	2,7	111,8	-6,7
	Feb	100,5	0,1	2,4	-0,6	3,7	3,5	1,0	-1,8	3,8	2,8	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	115,2	1,4
	Abr	102,7	1,4	2,4	1,5	6,4	2,2	0,9	-1,5	3,9	2,5	...	...
	May	103,0	0,3	2,3	1,8	6,0	2,3	0,7	-1,7	4,0	2,5	...	...

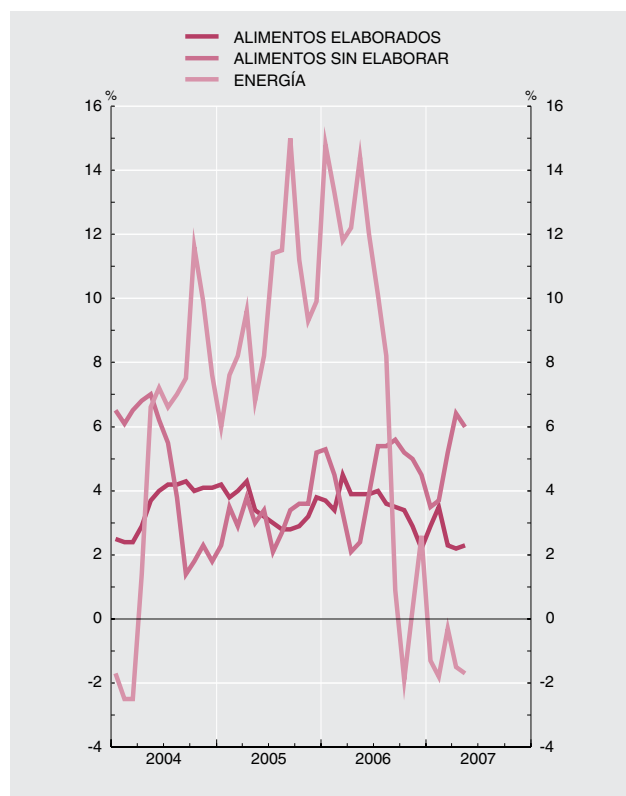
#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

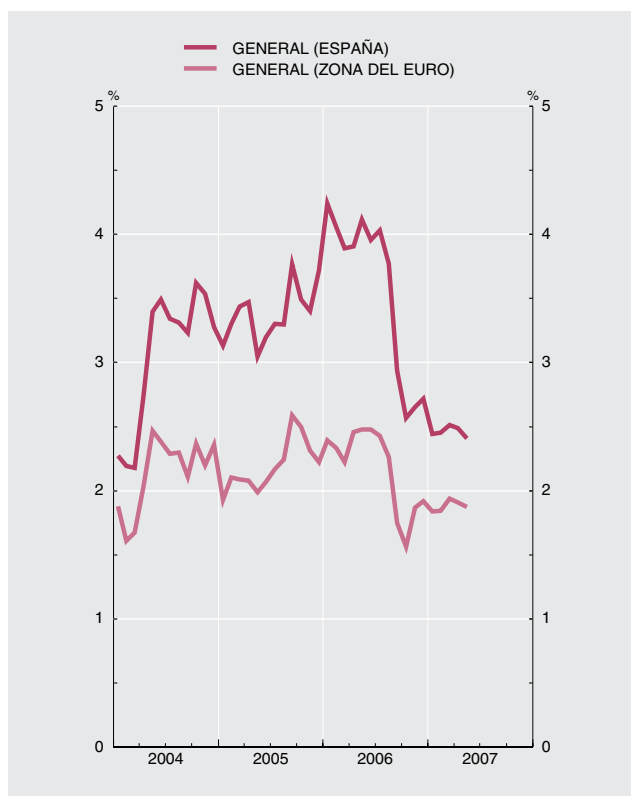
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

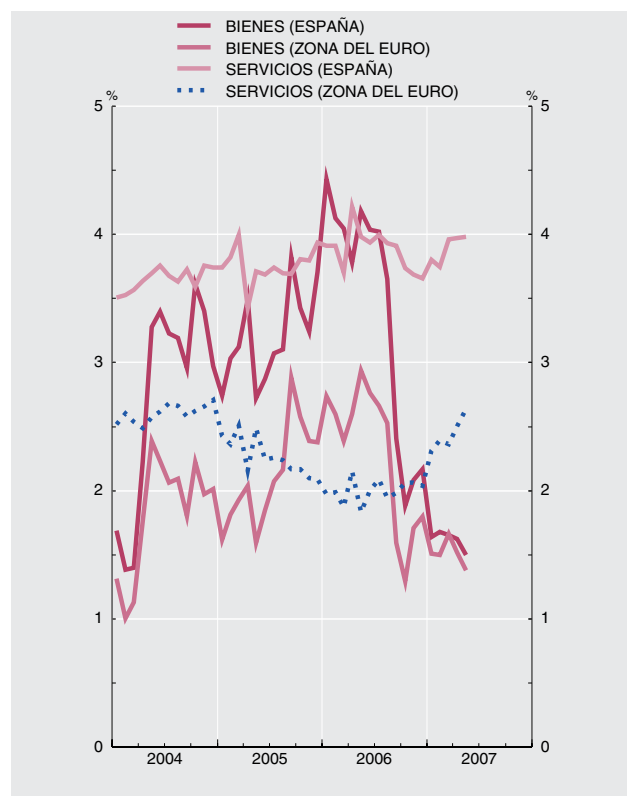
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>04</b>	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7	2,6
<b>05</b>	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3
<b>06</b>	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
<b>06 E-M</b>	M	4,0	2,4	4,1	2,7	3,8	1,8	4,3	2,1	3,2	1,4	4,3	3,1	1,5	0,5	13,3	12,1	3,9	2,0
<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	1,0	1,1	-1,3	0,8	3,9	2,4
<b>06 Feb</b>		4,1	2,3	4,1	2,6	3,8	1,8	3,7	1,9	3,9	1,7	4,4	3,0	1,5	0,3	13,4	12,5	3,9	2,0
<b>Mar</b>		3,9	2,2	4,0	2,4	4,1	1,6	5,1	2,3	3,1	0,6	4,0	2,8	1,6	0,6	11,8	10,5	3,7	1,9
<b>Abr</b>		3,9	2,5	3,8	2,6	3,4	1,8	4,4	2,2	2,3	1,2	4,1	3,0	1,5	0,7	12,2	11,0	4,2	2,2
<b>May</b>		4,1	2,5	4,2	2,9	3,5	2,0	4,3	2,2	2,6	1,5	4,6	3,4	1,6	0,7	14,3	12,9	4,0	1,8
<b>Jun</b>		4,0	2,5	4,0	2,8	3,9	2,2	4,3	2,2	3,6	2,1	4,1	3,1	1,6	0,7	12,0	11,0	3,9	2,0
<b>Jul</b>		4,0	2,4	4,0	2,7	4,5	2,7	4,5	2,3	4,5	3,2	3,7	2,7	1,6	0,6	10,0	9,5	4,0	2,1
<b>Ago</b>		3,8	2,3	3,7	2,5	4,2	2,9	4,0	2,2	4,5	3,9	3,3	2,4	1,7	0,6	8,2	8,1	3,9	1,9
<b>Sep</b>		2,9	1,7	2,4	1,6	4,2	2,9	3,8	1,8	4,7	4,6	1,2	1,0	1,5	0,8	0,9	1,5	3,9	2,0
<b>Oct</b>		2,6	1,6	1,9	1,3	4,0	3,0	3,6	2,3	4,4	4,2	0,5	0,5	1,4	0,8	-1,9	-0,5	3,7	2,1
<b>Nov</b>		2,7	1,9	2,1	1,7	3,6	3,0	2,9	2,2	4,4	4,4	1,1	1,1	1,4	0,8	0,3	2,1	3,7	2,1
<b>Dic</b>		2,7	1,9	2,2	1,8	3,0	2,7	2,1	2,1	3,9	3,7	1,7	1,4	1,4	0,9	2,6	2,9	3,7	2,0
<b>07 Ene</b>		2,4	1,8	1,6	1,5	3,1	2,8	3,0	2,2	3,3	3,7	0,7	0,9	1,3	0,9	-1,2	0,9	3,8	2,3
<b>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

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))



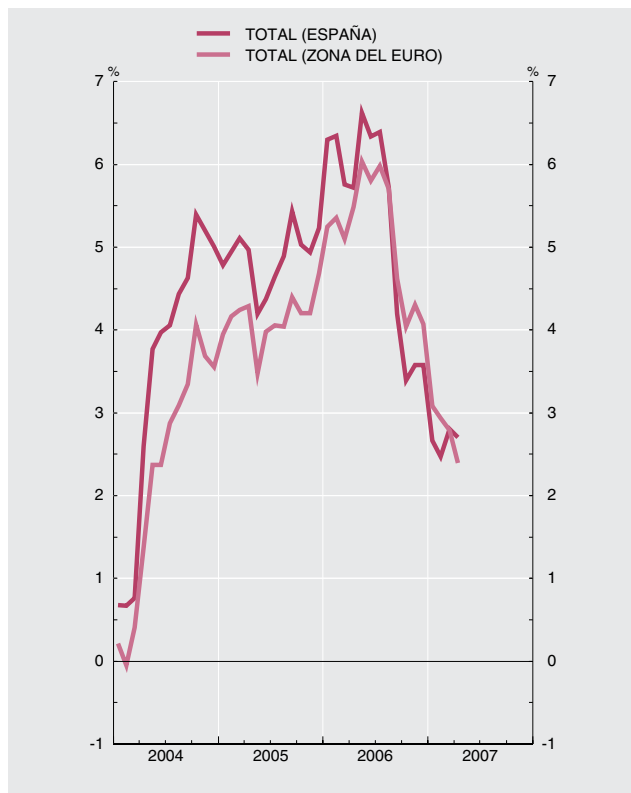
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

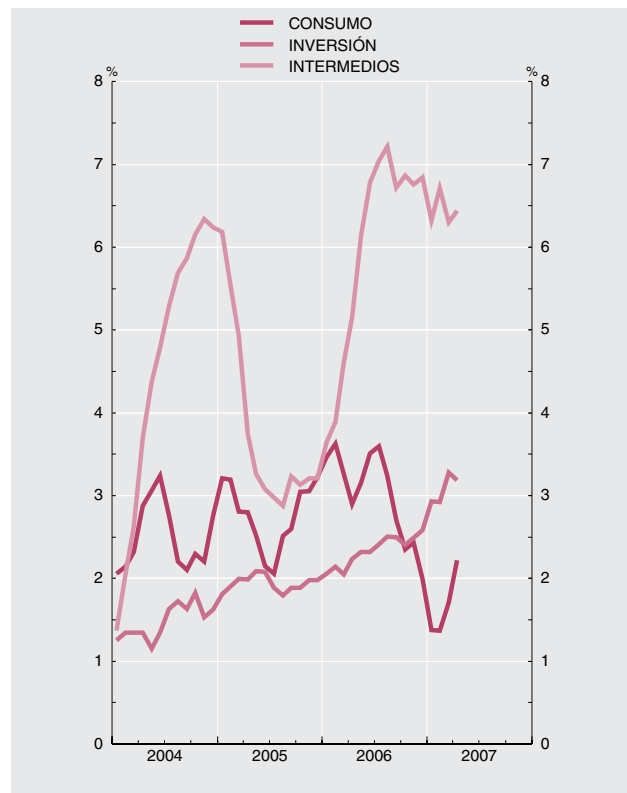
Tasas de variación interanual

		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			
04	MP	107,4	-	3,4	-	2,5	-	1,5	-	4,5	-	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9	
05	MP	112,7	-	4,9	-	2,8	-	1,9	-	3,8	-	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4	
06	MP	118,6	-	5,3	-	3,0	-	2,3	-	6,0	-	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,5	
06	E-A	MP	117,4	-	6,0	-	3,3	-	2,1	-	4,3	-	18,1	5,3	1,5	1,1	2,5	18,6
07	E-A	MP	120,5	-	2,7	-	1,7	-	3,1	-	6,4	-	-2,0	2,8	1,6	2,0	5,9	0,7
06	Ene	P	116,4	1,5	6,3	1,0	3,5	0,6	2,1	1,2	3,6	3,8	20,6	5,2	1,5	1,0	1,9	19,7
	Feb	P	117,3	0,8	6,3	0,6	3,6	0,5	2,0	0,8	3,9	1,1	20,1	5,4	1,4	1,0	2,2	19,6
	Mar	P	117,6	0,3	5,8	-	3,3	0,1	2,0	0,9	4,6	0,2	16,4	5,1	1,5	1,1	2,5	17,5
	Abr	P	118,3	0,6	5,7	-	2,9	0,3	2,2	0,5	5,1	1,7	15,4	5,5	1,6	1,2	3,4	17,6
	May	P	119,2	0,8	6,6	0,3	3,2	0,2	2,3	1,0	6,1	1,3	17,8	6,0	1,7	1,2	4,5	18,6
	Jun	P	119,2	-	6,3	0,3	3,5	0,2	2,3	0,4	6,8	-0,8	14,6	5,8	1,8	1,3	5,2	15,9
	Jul	P	119,9	0,6	6,4	0,2	3,6	0,1	2,4	0,3	7,0	2,0	13,9	6,0	2,0	1,6	6,1	14,9
	Ago	P	120,1	0,2	5,7	-0,1	3,2	0,1	2,5	0,3	7,2	-0,1	10,2	5,7	1,9	1,6	6,4	12,6
	Sep	P	119,3	-0,7	4,2	-0,3	2,7	0,1	2,5	0,3	6,7	-3,2	4,1	4,6	1,7	1,7	6,4	7,8
	Oct	P	118,8	-0,4	3,4	-	2,3	0,1	2,4	0,5	6,9	-2,7	0,5	4,0	1,7	1,8	6,3	5,2
	Nov	P	118,8	-	3,6	-	2,4	0,2	2,5	0,3	6,8	-0,8	1,0	4,3	1,6	1,9	6,2	6,9
	Dic	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,5	1,8	6,1	6,2
07	Ene	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,2	-1,2	3,1	1,5	2,0	6,2	1,7
	Feb	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,2	6,7	-0,3	-2,5	2,9	1,6	2,1	6,0	1,1
	Mar	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	5,9	0,9
	Abr	P	121,5	0,5	2,7	0,5	2,2	0,2	3,2	0,6	6,4	0,7	-2,6	2,4	1,6	2,0	5,8	-0,8

#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

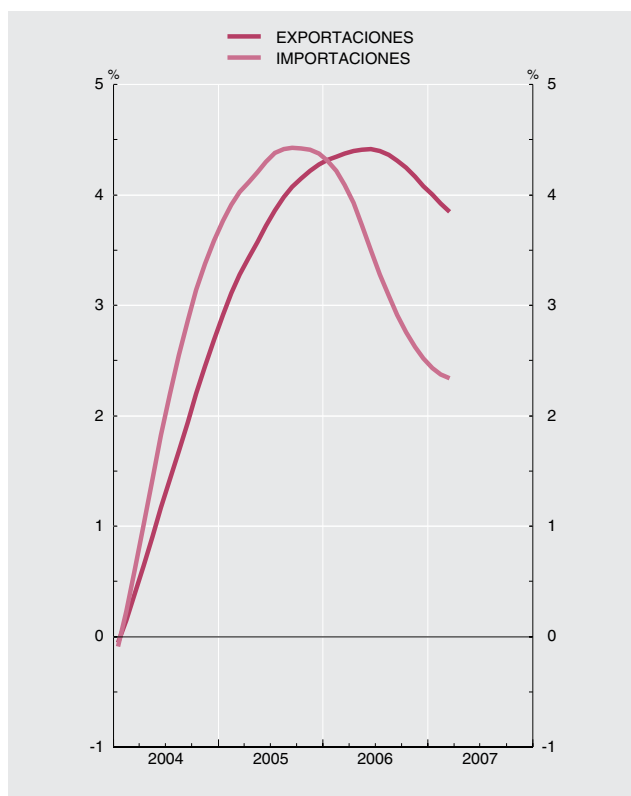
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

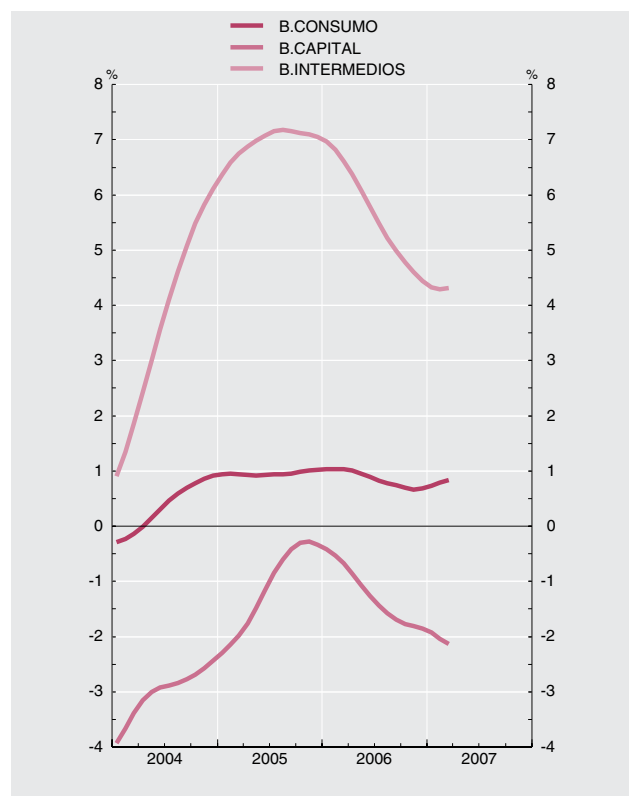
Tasas de variación interanual

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

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 6 y 7.

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

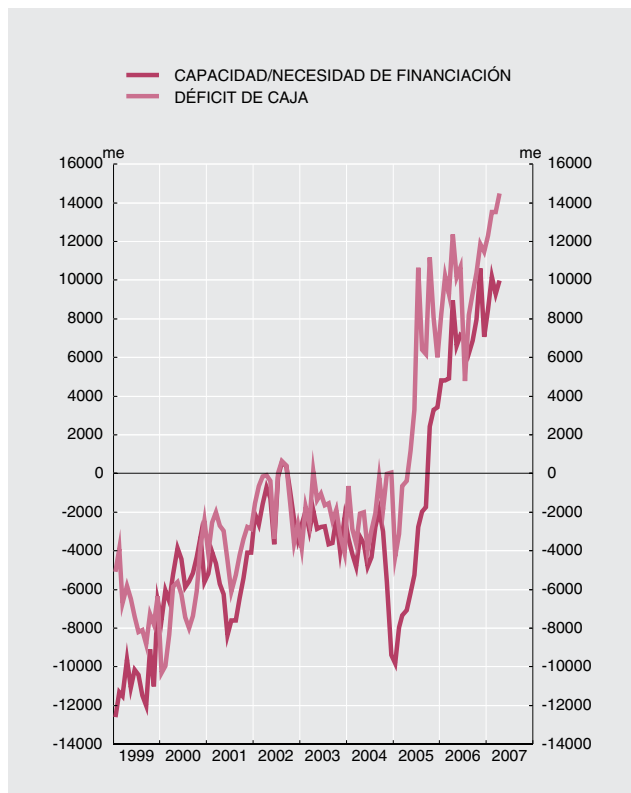
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

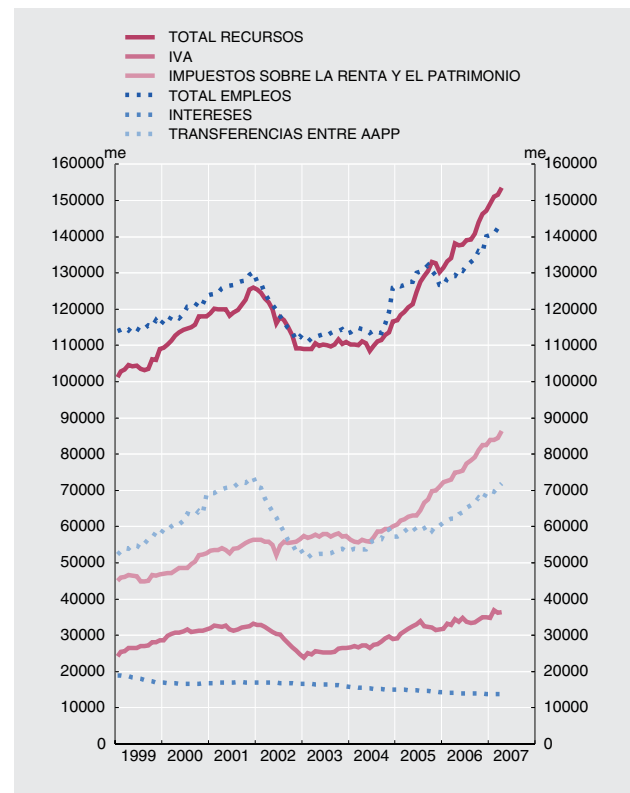
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
99	-6 585	109 009	28 574	16 408	5 877	46 886	11 264	115 594	17 363	16 959	57 721	3 034	20 517	-6 354	110 370	116 724
00	-5 627	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	123 632	12 881	16 817	68 917	3 633	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-4 104	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	130 136	12 890	17 031	73 716	3 297	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-3 428	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	112 570	13 526	16 652	53 800	3 244	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-2 274	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	113 282	13 966	15 890	53 259	2 591	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-9 410	116 577	28 950	10 988	4 730	60 054	11 855	125 987	14 831	15 060	57 177	7 408	31 511	59	114 793	114 734
05	P 3 422	130 171	31 542	11 069	4 406	70 985	12 169	126 749	15 679	14 344	60 291	3 272	33 163	6 022	128 777	122 755
06	A 7 057	147 205	34 946	11 330	5 263	82 541	13 125	140 148	16 798	13 819	69 200	3 620	36 711	11 471	141 847	130 375
06 E-A	P 17 936	55 860	21 875	3 507	1 830	26 413	2 235	37 924	4 872	4 586	19 654	553	8 259	13 492	55 464	41 973
07 E-A	A 20 848	62 251	23 332	4 020	1 919	30 280	2 700	41 403	5 234	4 569	22 363	548	8 689	16 505	62 099	45 594
06 Jul	P 8 003	18 946	4 628	948	248	12 537	585	10 943	1 313	1 162	6 316	179	1 973	4 171	19 184	15 013
Ago	P -99	9 420	-3 204	877	287	10 575	885	9 519	1 148	1 179	5 134	87	1 971	-746	8 380	9 127
Sep	P 1 230	11 594	3 075	1 091	293	5 316	1 819	10 364	1 262	1 133	5 496	95	2 378	2 335	10 804	8 469
Oct	A 12 515	24 830	6 504	974	235	15 928	1 189	12 315	1 276	1 191	7 145	105	2 598	11 674	24 166	12 492
Nov	A -2 561	9 059	1 291	1 060	1 018	4 706	984	11 620	1 318	1 137	5 600	132	3 433	-1 517	8 512	10 030
Dic	A -14 594	10 761	287	979	893	5 869	2 733	25 355	2 196	1 133	8 863	2 054	11 109	-5 598	9 485	15 083
07 Ene	A 2 894	11 116	-477	1 097	313	9 803	380	8 222	1 226	1 179	5 020	-	797	-3 742	12 189	15 932
Feb	A 9 918	20 572	15 637	945	244	3 444	302	10 654	1 332	1 059	4 827	113	3 323	9 973	19 855	9 882
Mar	A -5 951	6 067	249	876	1 015	2 673	1 254	12 018	1 350	1 190	6 669	279	2 530	-3 915	5 738	9 653
Abr	A 13 987	24 496	7 923	1 102	347	14 360	764	10 509	1 326	1 141	5 847	156	2 039	14 190	24 317	10 127

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

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

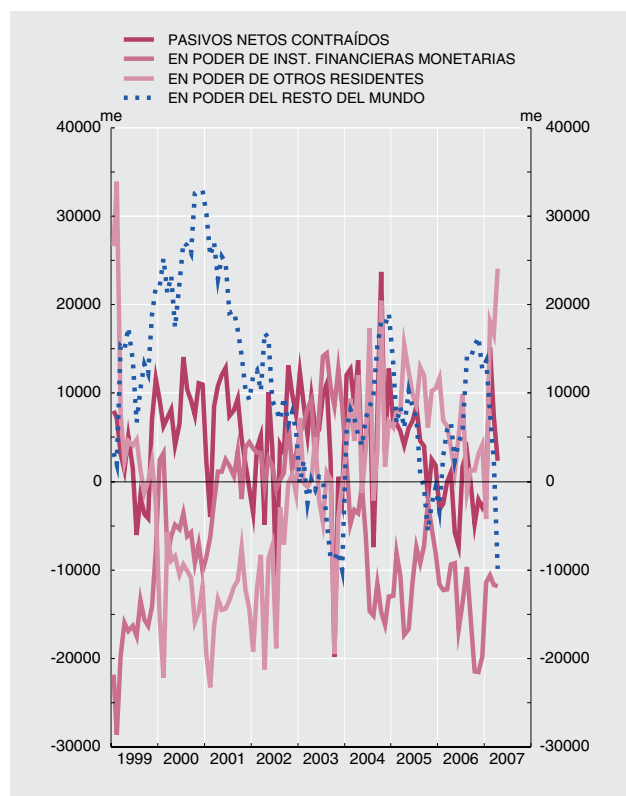
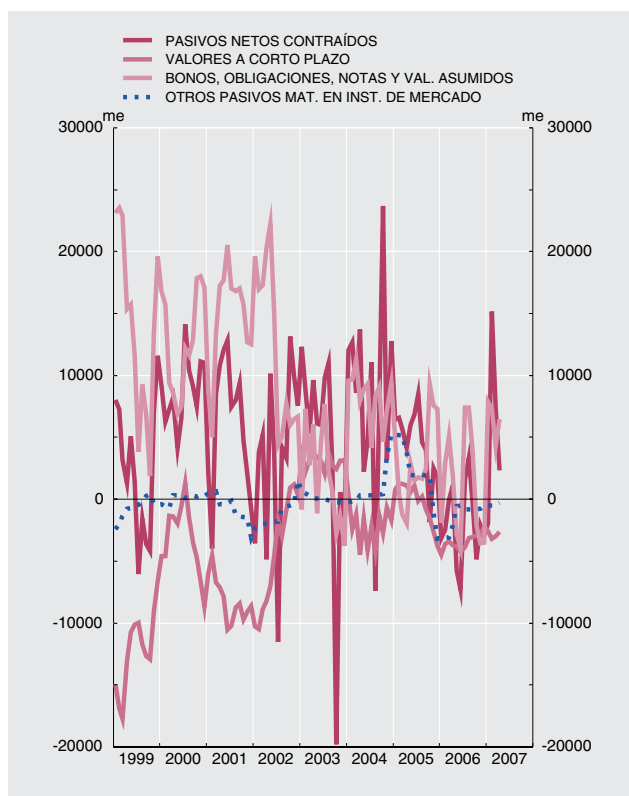
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
		Del cual		Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
		Total	Depósitos en el Banco de España	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo	
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
99	-6 585	5 015	4 574	11 600	209	-6 629	19 592	-499	-446	-418	-10 426	-7 734	-2 692	22 026	12 018	
00	-5 627	5 368	5 690	10 995	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 767	-21 929	-10 117	-11 812	32 924	8 228	
01	-4 104	-4 848	-20 141	-744	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 049	-9 950	4 424	-14 374	9 206	305	
02	-3 428	4 115	-95	7 543	-888	346	6 655	-486	1 488	-459	1 754	3 148	-1 394	5 790	8 002	
03	-2 274	-4 229	0	-1 955	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-574	8 020	8 524	-504	-9 975	-1 381	
04	-9 410	3 385	0	12 795	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	349	-6 180	-12 978	6 798	18 975	12 446	
05	P 3 422	5 264	0	1 842	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 003	2 512	-8 026	10 538	-670	-161	
06	A 7 057	4 131	-200	-2 926	175	-2 198	-3 488	-486	-533	3 778	-15 646	-19 808	4 162	12 720	-6 704	
06 E-A	P 17 936	14 791	3 250	-3 145	-143	-1 427	-5 169	-	-171	3 622	-10 601	-11 019	418	7 456	-6 767	
07 E-A	A 20 848	22 959	6 793	2 111	9	-1 840	4 775	-583	35	-276	17 259	-3 059	20 318	-15 148	2 387	
06 Jul	P 8 003	9 720	-0	1 717	1 298	1 976	-1 310	-	-288	1 339	2 528	-379	2 907	-811	378	
Ago	P -99	-4 811	1	-4 712	11	-1 591	1 039	-	27	-4 187	-4 325	551	-4 877	-386	-525	
Sep	P 1 230	5 613	-1	4 383	-1 033	1 917	2 467	-	-33	33	-79	-638	559	4 462	4 350	
Oct	A 12 515	4 353	1	-8 162	5	-2 161	-7 024	-	20	1 003	-7 212	-6 861	-351	-950	-9 165	
Nov	A -2 561	2 023	-1	4 584	6	1 764	2 221	-	12	586	616	426	191	3 967	3 997	
Dic	A -14 594	-11 017	-0	3 577	9	-1 805	2 286	-486	13	3 568	5 511	120	5 391	-1 934	9	
07 Ene	A 2 894	-2 062	-0	-4 956	9	1 628	-29	-	8	-6 562	-7 059	653	-7 712	2 103	1 606	
Feb	A 9 918	24 978	0	15 060	8	-3 064	3 148	-	-1	14 977	18 114	-1 045	19 158	-3 054	83	
Mar	A -5 951	-8 471	20	-2 520	4	2 220	686	-	7	-5 434	442	286	156	-2 962	2 913	
Abr	A 13 987	8 515	6 773	-5 472	-11	-2 623	970	-583	21	-3 257	5 763	-2 953	8 716	-11 235	-2 215	

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS (Suma móvil 12 meses)

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA (Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

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

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

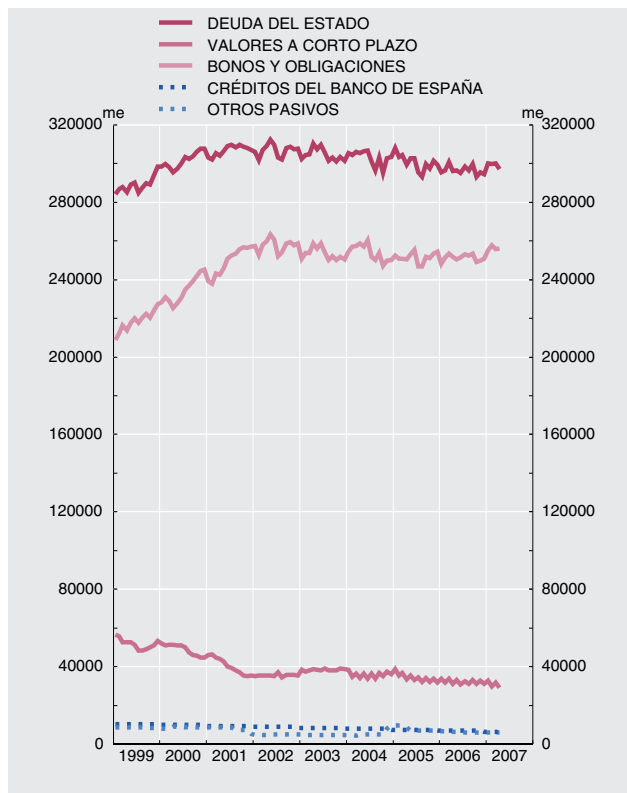
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

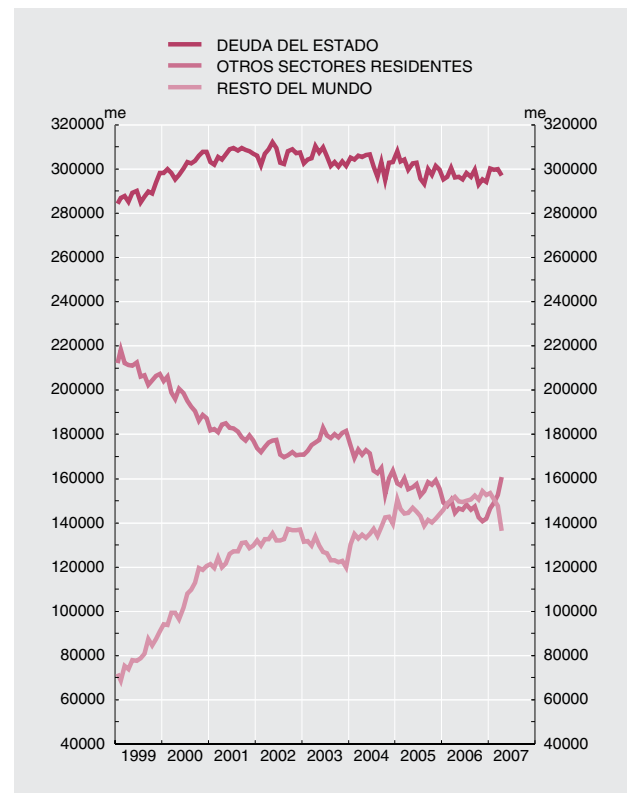
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:			
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)		
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo	
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059	
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185	
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251	
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412	
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310	
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430	
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460	
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04	P	303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186	
05	P	299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020	
06	Jun	P	295 289	1 696	30 622	251 471	6 902	6 294	167 585	21 720	145 865	149 424	100	5 743
	Jul	P	298 372	1 683	32 502	252 962	6 902	6 006	170 287	21 977	148 310	150 061	100	5 675
	Ago	P	296 511	1 648	31 208	252 368	6 902	6 034	168 335	22 278	146 058	150 454	100	5 658
	Sep	P	299 641	518	33 130	253 610	6 902	6 000	169 754	22 464	147 290	152 351	100	5 649
	Oct	A	293 134	523	31 106	249 106	6 902	6 020	163 622	21 017	142 605	150 529	100	5 645
	Nov	A	295 340	516	32 762	249 643	6 902	6 033	162 670	21 792	140 878	154 462	100	5 960
	Dic	A	294 332	515	31 087	250 784	6 416	6 046	163 603	21 788	141 815	152 517	100	5 794
07	Ene	A	300 173	519	32 703	255 001	6 416	6 054	168 342	21 788	146 553	153 620	100	5 772
	Feb	A	299 752	386	29 614	257 670	6 416	6 052	170 980	21 788	149 192	150 560	100	5 777
	Mar	A	300 055	382	31 834	255 745	6 416	6 060	176 083	23 590	152 492	147 563	120	5 681
	Abr	A	297 192	381	29 191	256 087	5 832	6 081	184 063	23 246	160 817	136 376	6 893	...

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**

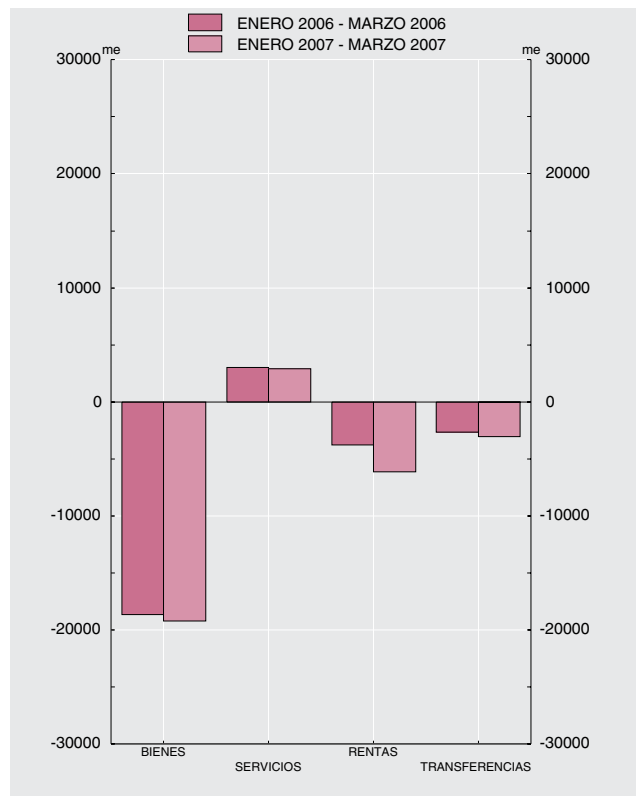
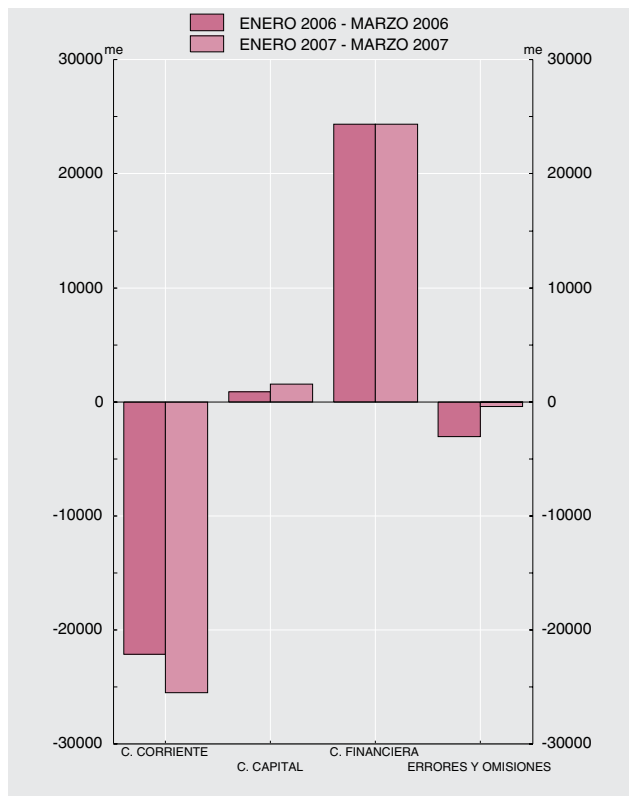
■ Serie representada gráficamente.

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>04</b>	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885	
<b>05</b>	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139	
<b>06</b>	-84 736	-80 142	172 421	252 563	22 143	84 461	40 710	62 319	13 266	-20 983	39 031	60 014	-5 754	6 175	-78 562	81 471	-2 909	
<b>06 E-M</b>	P -22 116	-18 682	42 871	61 553	2 995	17 766	7 350	14 771	2 842	-3 772	8 289	12 061	-2 658	863	-21 253	24 330	-3 077	
<b>07 E-M</b>	P -25 486	-19 247	45 934	65 181	2 902	19 141	7 777	16 239	3 100	-6 115	10 420	16 535	-3 026	1 534	-23 952	24 337	-385	
<b>05 Dic</b>	-7 127	-6 339	13 338	19 677	862	5 641	2 170	4 779	942	-2 031	3 654	5 685	381	2 017	-5 110	4 747	362	
<b>06 Ene</b>	P -6 286	-5 879	12 957	18 837	775	5 628	2 539	4 853	967	-563	3 786	4 350	-618	366	-5 920	7 433	-1 513	
<b>Feb</b>	P -7 875	-5 723	14 234	19 958	798	5 452	2 175	4 655	850	-1 546	1 885	3 431	-1 404	324	-7 552	8 546	-994	
<b>Mar</b>	P -7 955	-7 079	15 680	22 759	1 422	6 685	2 635	5 263	1 026	-1 663	2 618	4 280	-635	174	-7 781	8 351	-570	
<b>Abr</b>	P -7 392	-6 166	13 353	19 519	1 181	5 887	2 663	4 706	942	-1 814	2 573	4 387	-593	227	-7 166	6 830	336	
<b>May</b>	P -5 675	-6 710	15 703	22 413	2 310	7 081	3 352	4 771	702	-901	4 361	5 262	-374	645	-5 031	5 670	-639	
<b>Jun</b>	P -6 083	-6 802	15 422	22 223	2 125	7 651	3 988	5 526	1 207	-1 678	3 168	4 846	272	201	-5 882	5 588	294	
<b>Jul</b>	P -6 445	-6 453	13 789	20 242	3 116	8 658	4 936	5 542	1 334	-4 200	2 957	7 156	-908	572	-7 873	8 039	-167	
<b>Ago</b>	P -6 438	-7 441	11 419	18 860	3 386	8 748	5 149	5 362	1 588	-1 666	2 395	4 060	-718	731	-5 708	7 049	-1 341	
<b>Sep</b>	P -7 452	-6 790	14 319	21 109	2 493	7 725	4 447	5 232	1 289	-2 310	2 687	4 998	-844	3	-7 449	7 125	324	
<b>Oct</b>	P -7 540	-7 560	15 491	23 052	2 559	7 955	3 924	5 397	1 192	-2 248	2 671	4 920	-290	363	-7 178	7 293	-115	
<b>Nov</b>	P -10 269	-7 910	15 329	23 239	1 120	6 452	2 630	5 332	1 168	-2 288	2 772	5 060	-1 191	583	-9 686	7 849	1 837	
<b>Dic</b>	P -3 326	-5 629	14 725	20 354	857	6 539	2 269	5 681	1 002	-105	7 159	7 264	1 551	1 989	-1 337	1 699	-362	
<b>07 Ene</b>	P -8 622	-6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329	
<b>Feb</b>	P -8 981	-6 021	15 130	21 151	819	5 849	2 290	5 030	910	-1 939	2 790	4 729	-1 839	131	-8 850	9 376	-526	
<b>Mar</b>	P -7 883	-6 774	16 599	23 373	1 131	6 858	2 814	5 726	1 076	-2 226	3 823	6 049	-14	102	-7 782	7 311	470	

**RESUMEN**

**DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**



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

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

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

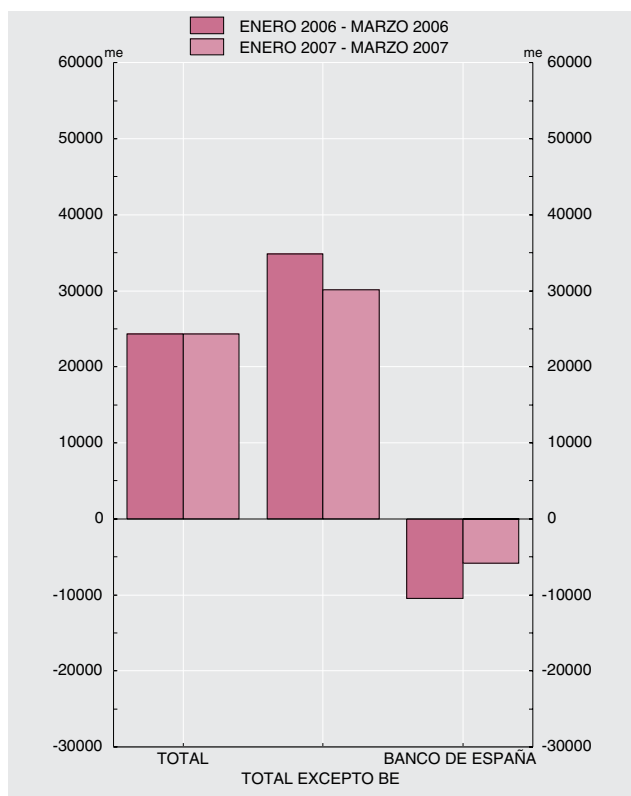
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

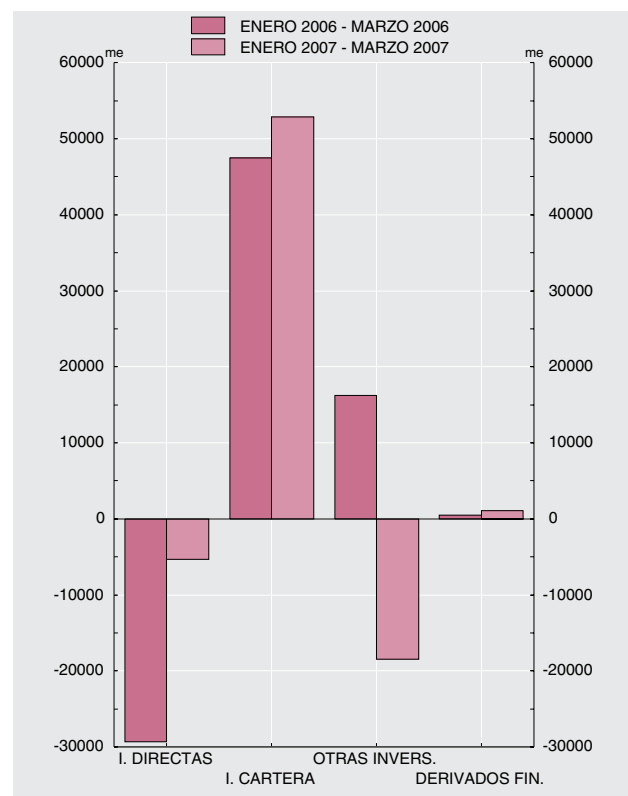
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	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+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10
<b>04</b>	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
<b>05</b>	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
<b>06</b>	81 471	107 271	-55 531	71 486	15 955	198 314	-5 103	193 210	-37 556	70 361	32 806	2 044	-25 800	-480	-12 327	-12 993
<b>06 E-M</b>	P 24 330	34 811	-29 367	31 001	1 634	47 483	21 489	68 971	16 250	19 854	36 104	446	-10 481	-213	-9 751	-517
<b>07 E-M</b>	P 24 337	30 145	-5 364	7 507	2 144	52 834	10 660	63 494	-18 427	35 898	17 471	1 102	-5 808	43	-2 469	-3 382
<b>05 Dic</b>	4 747	5 466	-6 276	6 616	340	10 072	4 182	14 254	2 031	1 642	3 672	-361	-719	253	826	-1 798
<b>06 Ene</b>	P 7 433	17 923	-1 022	3 307	2 285	17 412	5 035	22 447	2 312	2 729	5 041	-779	-10 490	45	-9 761	-773
<b>Feb</b>	P 8 546	7 525	-24 898	26 600	1 701	20 452	5 739	26 191	11 658	13 913	25 571	313	1 021	-24	962	83
<b>Mar</b>	P 8 351	9 363	-3 446	1 095	-2 352	9 618	10 715	20 333	2 280	3 211	5 491	911	-1 012	-233	-952	173
<b>Abr</b>	P 6 830	10 023	-1 734	6 708	4 973	12 801	-3 083	9 719	-1 304	7 163	5 860	259	-3 193	440	-3 502	-131
<b>May</b>	P 5 670	3 688	-3 588	3 854	266	39 269	-16 669	22 601	-31 039	7 426	-23 613	-955	1 982	171	2 240	-429
<b>Jun</b>	P 5 588	9 873	-5 467	4 995	-472	27 088	-2 903	24 185	-12 747	4 409	-8 338	1 000	-4 285	-270	-4 148	134
<b>Jul</b>	P 8 039	10 470	-1 349	6 753	5 405	21 176	-1 722	19 454	-9 432	5 854	-3 578	74	-2 430	113	-1 897	-646
<b>Ago</b>	P 7 049	-1 972	-2 874	2 770	-104	2 192	2 103	4 295	-1 453	1 954	500	163	9 021	-150	10 682	-1 511
<b>Sep</b>	P 7 125	10 138	-3 248	4 679	1 431	15 316	-7 069	8 247	-1 759	11 038	9 279	-171	-3 013	-482	-1 975	-557
<b>Oct</b>	P 7 293	17 408	1 358	1 316	2 674	15 675	-3 055	12 621	-1 119	11 615	10 497	1 493	-10 114	4	-5 821	-4 297
<b>Nov</b>	P 7 849	7 235	-4 313	4 412	98	14 458	4 662	19 120	-2 231	5 081	2 849	-679	614	-20	3 750	-3 116
<b>Dic</b>	P 1 699	5 600	-4 950	4 999	49	2 856	1 143	3 999	7 279	-4 033	3 246	415	-3 901	-73	-1 905	-1 923
<b>07 Ene</b>	P 7 650	6 609	-2 105	4 550	2 445	16 709	-346	16 363	-8 633	6 318	-2 315	638	1 041	45	963	33
<b>Feb</b>	P 9 376	16 999	1 403	474	1 877	17 715	5 409	23 124	-2 190	10 289	8 098	71	-7 623	32	-6 077	-1 578
<b>Mar</b>	P 7 311	6 537	-4 662	2 483	-2 179	18 410	5 597	24 007	-7 604	19 292	11 688	392	774	-33	2 645	-1 838

**CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)**



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



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

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

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

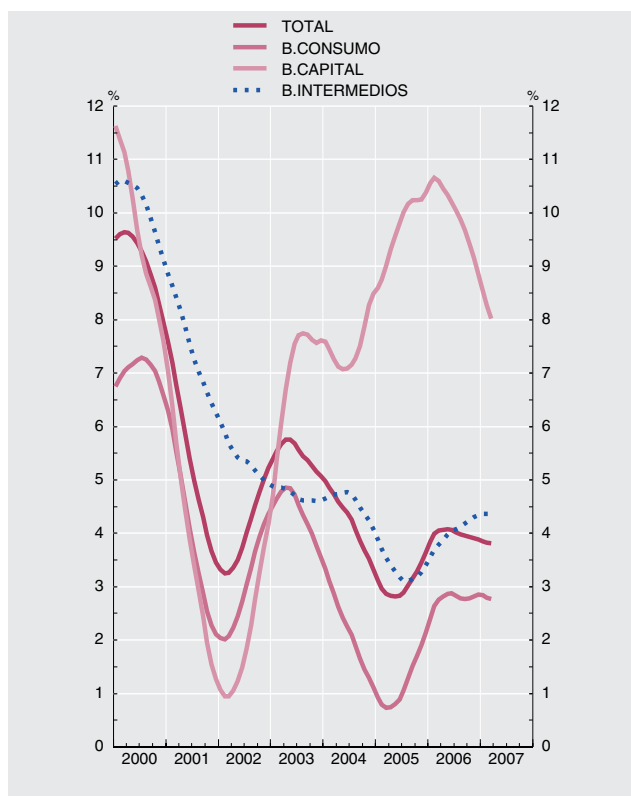
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE			OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Zona del euro	Total	Estados Unidos			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>02</b>	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,5	2,3	2,1	4,2	10,2	10,4	11,8	14,5
<b>06</b>	169 872	10,9	5,7	4,8	12,2	5,0	-3,6	5,6	8,0	7,6	7,9	9,1	24,2	6,3	46,7	18,8
<b>06 Feb</b>	13 992	15,2	11,6	14,1	31,8	6,5	29,9	5,6	9,2	8,6	8,8	11,1	32,8	58,6	45,9	60,6
<b>Mar</b>	15 450	19,9	14,2	15,3	37,4	9,6	12,2	9,5	12,0	11,7	10,5	16,3	46,0	20,5	63,5	41,8
<b>Abr</b>	13 161	-1,8	-6,3	-10,1	0,3	-4,6	-4,5	-4,6	-5,7	-6,3	-6,9	-1,3	11,7	-35,5	26,2	27,3
<b>May</b>	15 472	16,3	11,2	11,3	20,6	9,5	4,6	9,7	12,7	12,2	11,0	14,4	41,6	-2,0	103,0	36,0
<b>Jun</b>	15 192	11,9	6,2	9,2	-14,3	9,0	-10,7	10,0	13,1	12,9	12,2	9,7	24,0	24,7	39,7	14,6
<b>Jul</b>	13 597	6,2	0,1	-2,8	8,3	0,4	-13,8	1,1	7,2	6,6	9,1	6,5	15,6	-14,4	32,4	-9,0
<b>Ago</b>	11 264	13,5	7,5	6,5	26,1	5,1	-12,6	6,4	9,3	8,7	10,6	10,3	26,3	25,2	79,4	4,1
<b>Sep</b>	14 092	4,3	-1,0	-5,3	18,9	-1,1	-16,2	-0,2	3,8	3,6	4,9	3,1	-1,2	-0,6	11,1	23,5
<b>Oct</b>	15 264	15,5	9,3	5,0	27,0	9,9	-21,1	11,6	17,6	17,3	18,2	14,5	-4,1	-1,5	57,0	31,3
<b>Nov</b>	15 097	3,5	0,1	-0,5	-8,6	2,8	-39,6	5,0	7,5	6,9	8,3	5,9	3,5	-16,8	-28,7	-15,3
<b>Dic</b>	14 538	9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,6	0,9	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	9,9
<b>07 Ene</b>	13 969	9,5	6,0	9,7	-18,6	8,5	-15,1	9,7	11,4	10,5	13,6	9,0	4,7	31,0	-16,4	76,6
<b>Feb</b>	14 860	6,2	1,7	-2,4	7,4	3,8	-3,4	4,1	3,0	2,5	4,4	4,5	20,8	-16,6	58,2	-23,2
<b>Mar</b>	16 302	5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	7,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	-8,1

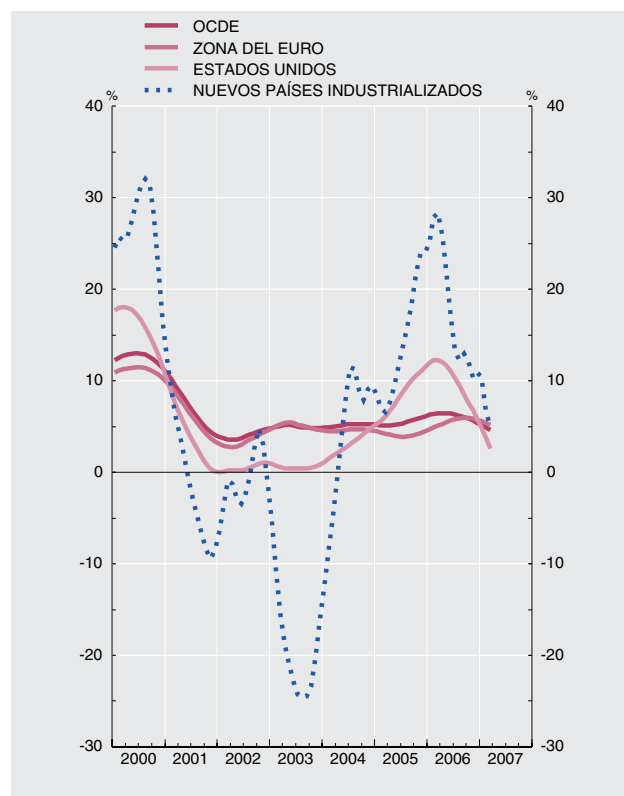
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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



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

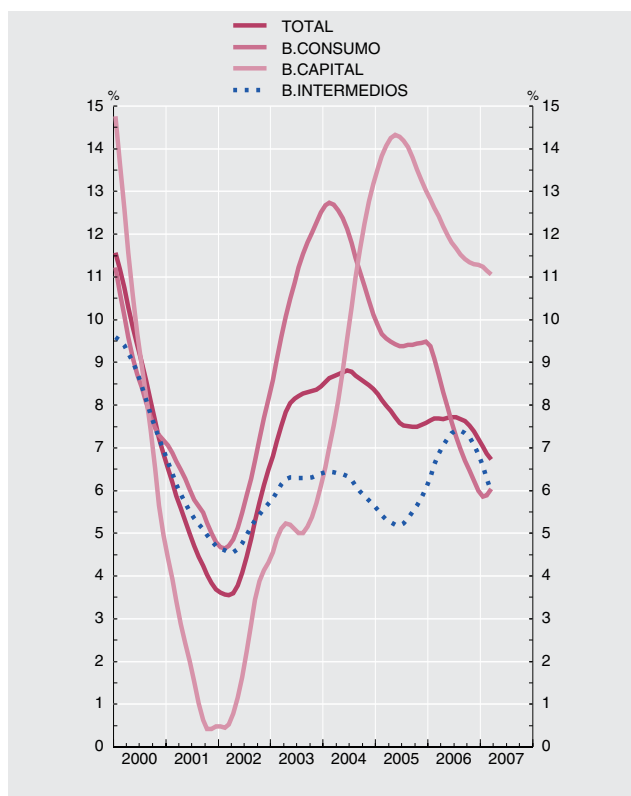
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomin	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Estados Unidos
<b>02</b>	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,5	5,2	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	11,2
<b>06</b>	259 559	12,5	8,7	8,9	3,3	9,6	5,8	10,7	8,0	6,9	7,6	8,0	11,0	29,8	27,9	29,6
<b>06 Feb</b>	20 497	18,9	11,6	9,3	10,0	12,8	13,5	12,6	10,7	8,0	8,9	12,4	16,9	54,1	38,5	43,3
<b>Mar</b>	23 477	21,5	14,7	14,4	2,8	17,3	13,2	18,4	14,7	12,5	13,4	16,7	39,8	47,3	57,0	26,6
<b>Abr</b>	20 045	0,6	-6,4	-4,6	-12,6	-5,9	2,3	-7,7	-2,6	-3,6	-3,0	-4,2	-5,8	26,2	-13,9	5,9
<b>May</b>	23 000	16,9	10,1	11,1	1,2	11,4	17,7	10,0	11,5	9,9	8,5	10,8	-20,0	36,2	55,5	47,1
<b>Jun</b>	22 877	13,5	11,6	10,9	-2,8	14,9	4,7	17,2	11,4	10,5	11,6	8,4	-22,6	52,3	11,8	46,7
<b>Jul</b>	20 774	9,8	8,5	3,4	12,3	10,3	4,8	11,6	7,7	7,4	8,0	7,5	37,8	30,3	4,8	21,7
<b>Ago</b>	19 342	13,0	10,5	4,9	5,2	14,4	1,3	19,0	8,9	8,0	8,2	9,0	-4,6	26,1	24,6	28,8
<b>Sep</b>	21 740	5,4	4,6	-0,5	2,3	7,6	-8,5	11,7	3,0	2,1	1,6	3,4	-3,2	-7,1	39,8	9,8
<b>Oct</b>	23 665	19,2	17,2	13,6	31,5	16,5	15,1	16,9	13,3	13,5	14,8	13,9	18,1	38,1	51,8	41,5
<b>Nov</b>	23 871	9,1	8,8	8,9	-4,6	12,5	1,3	15,2	8,2	6,9	8,9	8,5	19,4	-2,0	-16,0	9,8
<b>Dic</b>	20 934	2,3	1,1	0,3	-8,1	3,8	2,6	4,1	-4,7	-5,4	-3,5	-3,3	36,8	12,2	29,1	24,3
<b>07 Ene</b>	21 592	11,7	10,8	-7,9	32,2	17,9	4,0	21,6	10,1	6,4	5,8	7,7	15,4	1,6	17,2	0,3
<b>Feb</b>	21 749	6,1	5,5	1,8	14,7	5,5	3,2	6,1	4,8	5,6	6,2	5,1	7,5	-8,9	41,2	-1,8
<b>Mar</b>	24 106	2,7	0,8	3,1	14,8	-2,7	-12,0	-0,5	4,9	5,2	5,7	2,7	-3,6	-19,6	-1,7	0,6

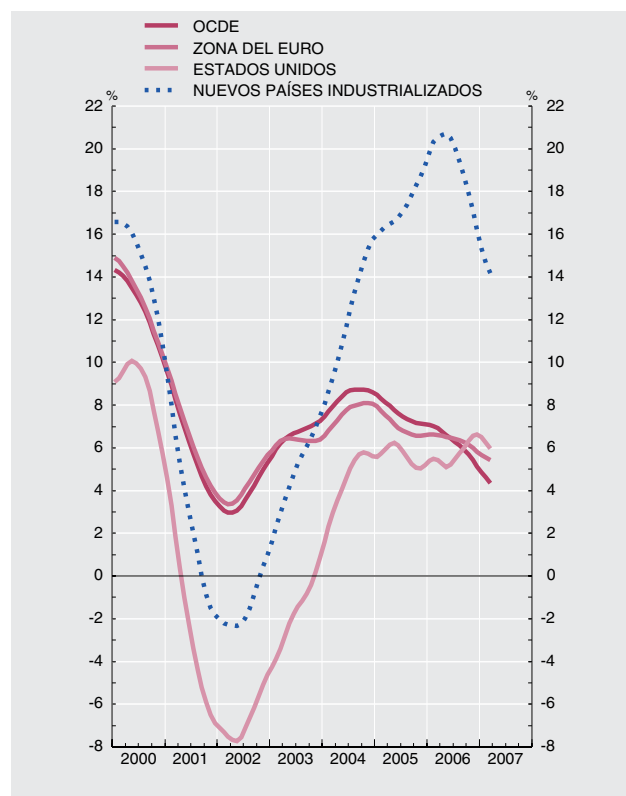
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

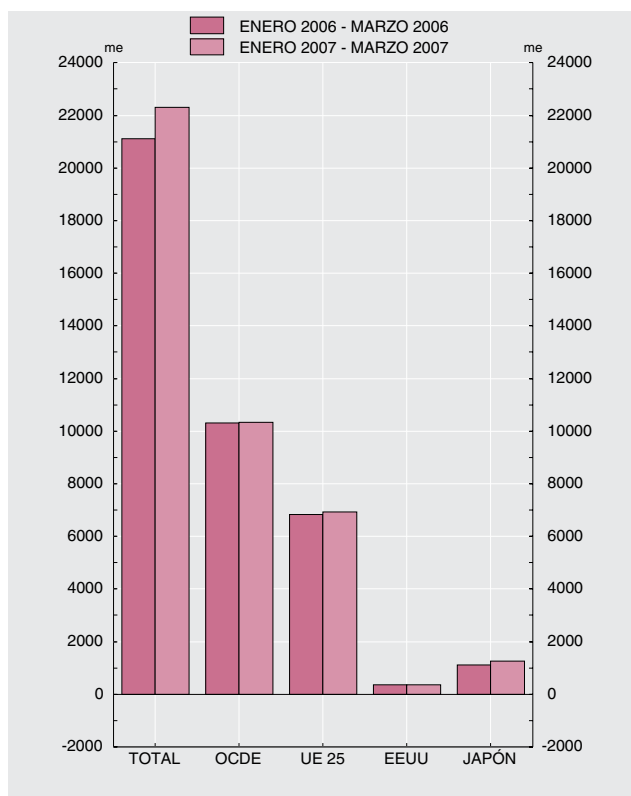
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

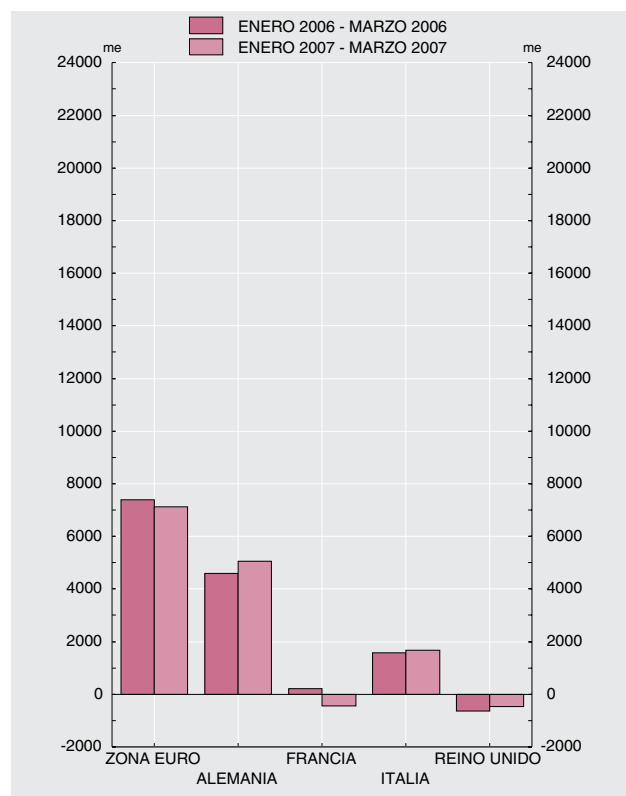
Millones de euros

	Unión Europea (UE 25)									OCDE					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
	Total mundial	Unión Europea (UE 15)								Reino Unido	Resto UE 15	Del cual:					
		Total	Zona del euro						Estados Unidos de América			Japón					
			Total	Del cual:													
				Alemania	Francia	Italia											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
<b>01</b>	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176		
<b>02</b>	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176		
<b>03</b>	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600		
<b>04</b>	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104		
<b>05</b>	-77 950	-30 553	-29 889	-29 596	-16 749	-3 112	-6 938	-210	-82	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-3 411		
<b>06</b>	-89 687	-32 186	-30 570	-31 216	-18 442	-1 409	-6 722	661	-15	-43 791	-978	-4 494	-17 857	-3 092	-4 585		
<b>06 E-M</b>	-21 116	-7 266	-6 837	-7 391	-4 589	-214	-1 569	635	-81	-10 315	-349	-1 109	-4 315	-652	-1 080		
<b>07 E-M</b>	-22 317	-7 425	-6 940	-7 119	-5 052	449	-1 685	477	-298	-10 334	-354	-1 252	-3 719	-987	-1 050		
<b>06 Mar</b>	-8 027	-3 066	-2 876	-2 958	-1 800	-220	-623	132	-50	-4 208	-146	-413	-1 641	-302	-339		
<b>Abr</b>	-6 884	-2 729	-2 571	-2 495	-1 394	-177	-461	-138	62	-3 386	-179	-307	-1 479	-162	-286		
<b>May</b>	-7 528	-2 591	-2 356	-2 382	-1 692	-21	-417	-46	71	-3 450	32	-432	-1 404	-372	-441		
<b>Jun</b>	-7 685	-3 060	-2 923	-3 136	-1 594	-597	-475	194	19	-4 015	28	-421	-1 560	-207	-476		
<b>Jul</b>	-7 177	-2 676	-2 675	-2 716	-1 563	-101	-680	-19	60	-3 540	-209	-336	-1 549	-118	-359		
<b>Ago</b>	-8 078	-2 856	-2 773	-2 708	-1 491	-165	-483	-68	3	-3 752	2	-326	-1 716	-123	-301		
<b>Sep</b>	-7 647	-2 359	-2 256	-2 251	-1 396	-83	-460	-5	0	-3 437	-43	-372	-1 476	-429	-322		
<b>Oct</b>	-8 402	-2 612	-2 481	-2 582	-1 597	93	-672	97	4	-3 939	-95	-455	-1 601	-582	-439		
<b>Nov</b>	-8 775	-3 075	-2 890	-2 844	-1 642	65	-898	87	-134	-4 392	-202	-375	-1 336	-531	-476		
<b>Dic</b>	-6 396	-2 961	-2 807	-2 709	-1 483	-209	-606	-78	-20	-3 565	37	-361	-1 422	84	-405		
<b>07 Ene</b>	-7 624	-2 214	-1 825	-1 918	-1 456	112	-438	150	-57	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-354		
<b>Feb</b>	-6 889	-2 374	-2 316	-2 375	-1 756	167	-605	145	-86	-3 338	-80	-401	-1 206	-180	-341		
<b>Mar</b>	-7 804	-2 837	-2 799	-2 826	-1 840	170	-642	183	-156	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-355		

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

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

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

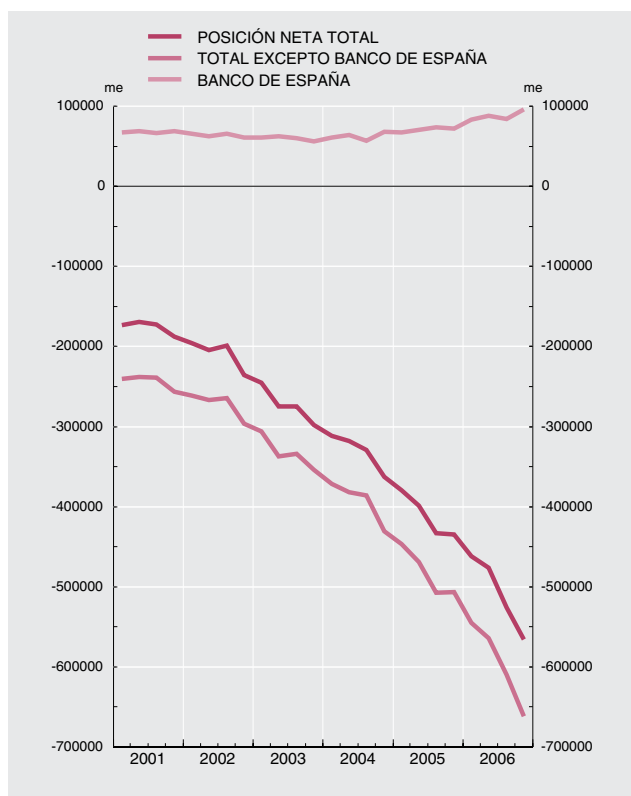
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

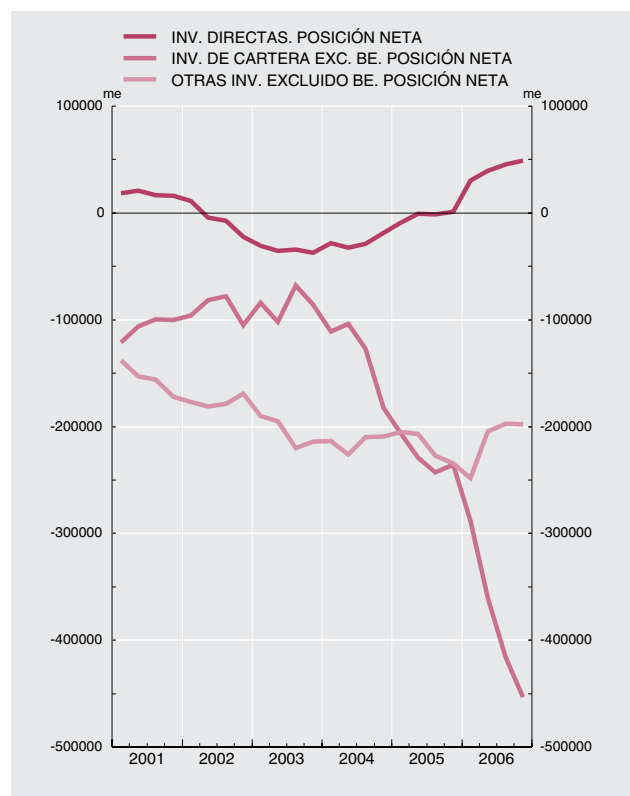
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
																1=2+13
98	-160,5	-213,1	-44,5	63,5	108,0	-136,4	73,1	209,5	-32,2	161,5	193,7	...	52,5	52,1	-	0,4
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	...	73,7	37,3	36,0	0,4
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	R -236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	...	60,6	38,4	22,7	-0,4
03 I/IV	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04 I	-311,3	-371,9	-28,1	242,1	270,2	-130,2	332,8	463,0	-213,6	210,9	424,4	...	60,5	17,6	23,1	19,9
II	-317,7	-381,9	-32,4	247,6	280,0	-123,4	347,9	471,3	-226,1	222,1	448,2	...	64,2	16,2	27,9	20,0
III	-329,0	-385,8	-28,6	254,2	282,9	-147,2	344,4	491,5	-210,0	229,7	439,7	...	56,8	15,9	20,5	20,4
IV	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05 I	-379,4	-446,7	-8,9	287,1	296,0	-232,7	366,5	599,2	-205,0	240,3	445,3	...	67,3	13,3	25,2	28,8
II	-398,5	-468,9	-0,7	298,0	298,7	-261,4	390,8	652,2	-206,8	256,5	463,2	...	70,4	13,7	22,0	34,7
III	-433,4	-507,3	-1,0	302,0	303,0	-278,9	417,7	696,6	-227,4	255,9	483,3	...	74,0	14,0	21,2	38,7
IV	-434,6	-506,8	1,3	316,1	314,9	-273,6	454,7	728,4	-234,4	270,1	504,5	...	72,2	14,6	17,1	40,5
06 I	-461,8	-544,8	30,3	349,6	319,4	-327,1	476,7	803,8	-248,0	286,4	534,5	...	83,0	15,4	26,8	40,8
II	-476,6	-564,4	39,5	362,8	323,3	-399,1	444,4	843,5	-204,7	301,6	506,3	...	87,8	14,6	32,2	41,0
III	-525,6	-609,4	45,8	377,8	332,0	-458,0	448,8	906,8	-197,2	316,6	513,8	...	83,8	15,0	25,4	43,4
IV	-565,4	-661,4	49,1	385,7	336,6	-504,0	460,5	964,5	-197,8	330,0	527,8	-8,8	96,0	14,7	29,4	52,0

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

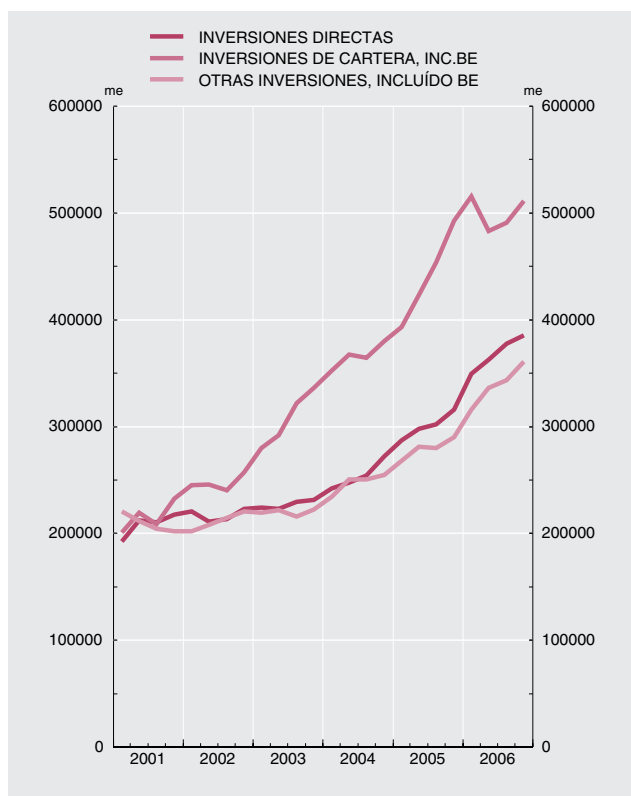
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

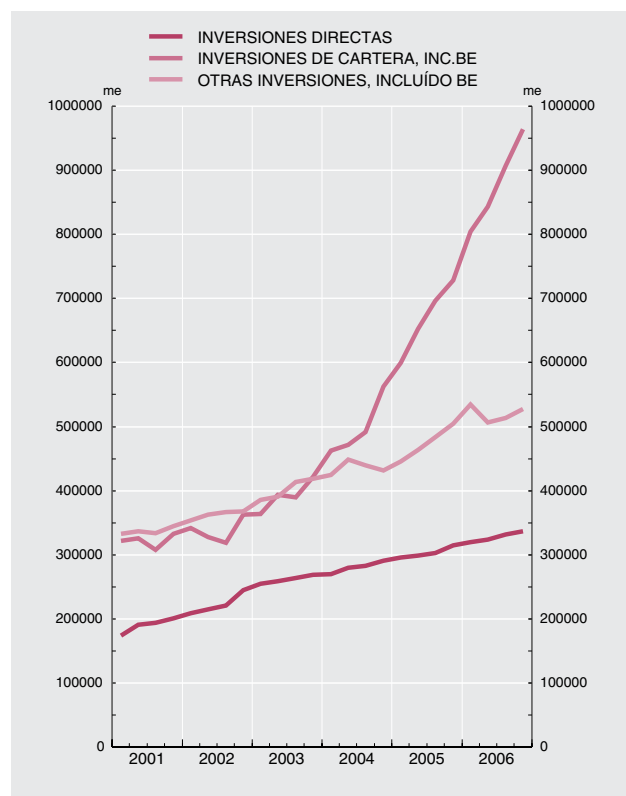
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>98</b>	57 849	5 690	90 760	17 284	20 250	52 876	116 698	92 841	162 001	193 708	...	...
<b>99</b>	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489	...	...
<b>00</b>	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
<b>01</b>	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
<b>02</b>	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	...	...
<b>03 / IV</b>	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	...	...
<b>04 /</b>												
<b>I</b>	225 194	16 878	208 256	61 931	70 575	281 731	153 501	309 500	234 370	424 483	...	...
<b>II</b>	230 136	17 465	214 813	65 228	75 271	292 225	149 108	322 159	250 458	448 162	...	...
<b>III</b>	234 813	19 406	218 183	64 681	71 014	293 161	150 702	340 847	250 801	439 721	...	...
<b>IV</b>	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	...	...
<b>05 /</b>												
<b>I</b>	267 443	19 623	225 155	70 858	79 829	313 130	184 793	414 446	267 818	445 298	...	...
<b>II</b>	278 521	19 467	229 158	69 524	83 676	339 219	178 505	473 689	281 118	463 313	...	...
<b>III</b>	281 575	20 399	229 623	73 393	93 654	360 155	204 334	492 258	279 750	483 331	...	...
<b>IV</b>	295 784	20 350	239 162	75 708	104 157	388 472	197 347	531 022	289 875	504 603	...	...
<b>06 /</b>												
<b>I</b>	328 670	20 964	239 208	80 169	119 446	395 944	214 645	589 132	315 860	534 939	...	...
<b>II</b>	339 413	23 360	244 813	78 492	122 057	361 144	206 547	636 929	336 205	506 560	...	...
<b>III</b>	355 680	22 080	247 851	84 156	127 331	363 400	232 506	674 323	343 671	513 930	...	...
<b>IV</b>	362 254	23 448	250 908	85 671	137 941	373 083	245 678	718 840	361 030	527 972	32 423	41 204

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

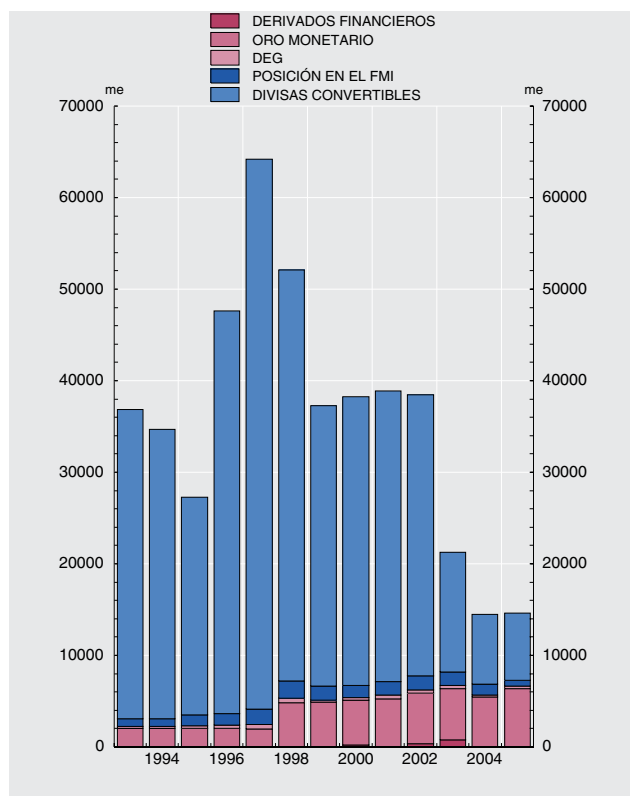
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

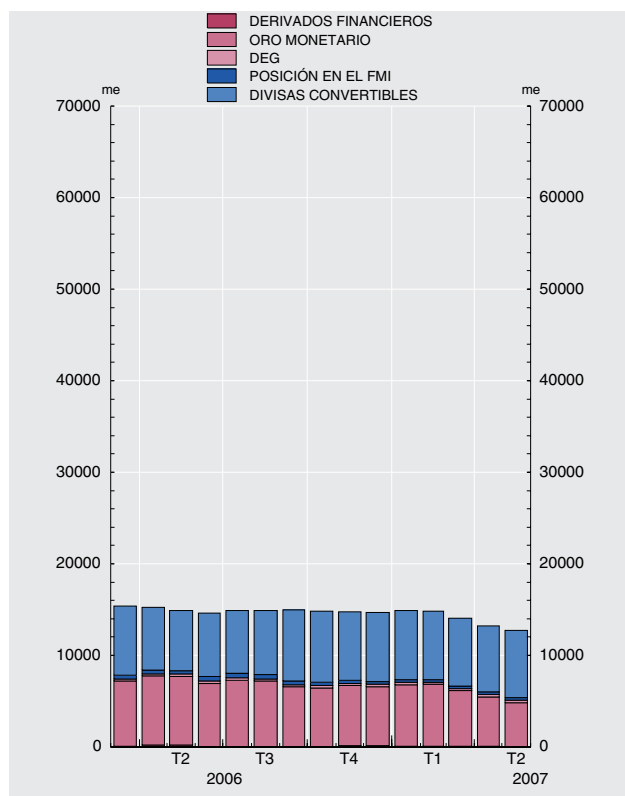
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05 Dic</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06 Ene</b>	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7
<i>Feb</i>	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7
<i>Mar</i>	15 377	7 544	405	258	7 101	69	14,7
<i>Abr</i>	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7
<i>May</i>	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7
<i>Jun</i>	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
<i>Jul</i>	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
<i>Ago</i>	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
<i>Sep</i>	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
<i>Oct</i>	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
<i>Nov</i>	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
<i>Dic</i>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07 Ene</b>	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
<i>Feb</i>	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
<i>Mar</i>	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
<i>Abr</i>	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
<i>May</i>	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumen- tos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>03 /</b>	696 382	182 122	2 075	710	166 863	12 474	-	332 276	315	165 842	43 626	122 493
<b>  II</b>	716 455	185 291	2 963	267	169 875	12 185	-	344 968	323	170 814	50 093	123 739
<b>  III</b>	744 144	177 307	3 290	1 780	160 058	12 179	-	367 992	353	183 340	54 498	129 801
<b>  IV</b>	775 767	174 827	4 312	335	157 552	12 628	-	379 423	326	187 752	61 652	129 693
<b>04 /</b>	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485
<b>  II</b>	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676
<b>  III</b>	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
<b>  IV</b>	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
<b>05 /</b>	957 990	204 752	2 513	1 024	183 038	18 177	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
<b>  II</b>	1 038 003	213 855	2 110	437	194 059	17 249	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
<b>  III</b>	1 080 276	213 285	3 088	1 424	191 719	17 054	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
<b>  IV</b>	1 144 330	213 328	2 465	65	192 798	18 001	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
<b>06 /</b>	1 237 217	213 993	4 628	11	191 300	18 053	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
<b>  II</b>	1 257 151	213 254	3 620	345	191 381	17 908	-	582 635	2 186	268 475	210 530	101 443
<b>  III</b>	1 305 844	214 087	6 130	1 469	188 509	17 979	-	602 348	5 274	267 202	225 648	104 224
<b>  IV</b>	1 368 209	215 444	4 836	662	191 871	18 074	-	622 714	6 252	275 234	235 989	105 238

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

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo			Total	Frente a:		
		Depósitos		Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Otros pasivos	Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>03 /</b>	798	798	117 787	2 678	19 084	123	31 964	62 955	446	537	63 399	32 831	30 568
<b>  II</b>	870	870	119 491	2 497	17 701	167	34 248	63 864	437	576	65 836	33 091	32 745
<b>  III</b>	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128
<b>  IV</b>	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947
<b>04 /</b>	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088
<b>  II</b>	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075
<b>  III</b>	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331
<b>  IV</b>	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307
<b>05 /</b>	0	0	194 492	4 274	20 617	787	98 620	69 001	406	788	98 246	39 381	58 865
<b>  II</b>	71	71	232 819	3 839	19 952	1 569	133 425	72 848	398	788	101 001	41 375	59 626
<b>  III</b>	42	42	244 383	3 401	19 325	1 636	142 923	76 086	365	646	104 688	42 508	62 180
<b>  IV</b>	126	126	273 280	3 380	17 976	996	166 941	83 095	364	527	108 705	43 490	65 215
<b>06 /</b>	462	462	320 094	2 905	19 066	408	195 663	101 185	360	508	113 146	46 809	66 337
<b>  II</b>	291	291	347 310	4 283	17 909	330	224 929	99 010	352	497	113 662	48 078	65 584
<b>  III</b>	158	158	371 659	4 641	21 660	830	244 120	99 573	350	484	117 592	51 286	66 306
<b>  IV</b>	154	154	408 499	4 786	22 354	694	275 105	104 736	341	484	121 397	52 815	68 582

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas								
	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	Frente a residentes UEM			
														1=2+3+4 +5+6-7	2	3
<b>05 Dic</b>	406 048	317 137	89 211	-341	5	145	109	248 369	558 128	5 237	312 391	-2 605	3 092	154 588	-	
<b>06 Ene</b>	408 320	316 136	91 835	318	2	109	81	250 562	552 874	12 261	325 172	10 599	3 581	154 177	-	
Feb	398 591	296 300	102 017	325	0	62	114	239 384	549 393	9 701	324 915	5 204	2 797	156 410	-	
Mar	405 993	295 305	110 886	-113	-0	42	126	244 219	554 137	12 476	324 109	1 715	2 014	159 760	-	
Abr	409 990	289 025	120 000	1 300	-18	230	547	246 408	565 593	11 289	336 927	6 453	1 710	161 872	-	
May	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136	241 231	569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-	
Jun	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495	253 565	575 813	14 272	337 603	1 083	1 476	164 873	-	
Jul	449 416	329 739	120 000	-405	-1	359	276	280 132	585 320	34 646	327 983	-11 851	1 783	167 501	-	
Ago	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53	267 906	589 612	23 289	327 310	-17 685	3 046	165 915	-	
Sep	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162	254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-	
Oct	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92	261 353	591 532	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-	
Nov	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43	252 396	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-	
Dic	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93	261 057	616 005	4 996	326 659	-33 285	5 152	175 819	-	
<b>07 Ene</b>	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 241	610 602	13 826	323 822	-43 365	3 374	175 024	49	
Feb	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-	
Mar	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-	
Abr	434 484	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	-	

**8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas									
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
															1=2+3+4 +5+6-7	2	3
<b>05 Dic</b>	30 285	27 714	2 599	-28	1	0	1	28 287	78 418	4 987	20 091	-35 027	-14 642	-12 803	-1 839	16 640	-
<b>06 Ene</b>	29 043	26 427	2 614	5	-0	-	3	28 602	78 458	5 881	20 570	-35 167	-14 818	-13 117	-1 701	15 259	-
Feb	28 631	25 724	2 906	-	1	3	2	30 723	77 841	8 807	20 573	-35 352	-18 684	-17 199	-1 485	16 591	-
Mar	26 841	23 879	2 967	-	-2	-	4	30 439	78 742	7 948	20 571	-35 680	-20 262	-18 756	-1 506	16 664	-
Abr	24 830	21 809	2 944	95	-17	-	1	31 754	80 819	7 398	20 927	-35 537	-23 536	-21 553	-1 983	16 612	-
May	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1	35 691	80 484	10 052	20 777	-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-
Jun	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	-	39 354	81 230	11 760	20 839	-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-
Jul	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37	38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-
Ago	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	-	35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-
Sep	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	-	30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-
Oct	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0	30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-
Nov	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0	29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-
Dic	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0	26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-
<b>07 Ene</b>	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0	25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-
Feb	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0	25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-
Mar	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274	22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-
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	-

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

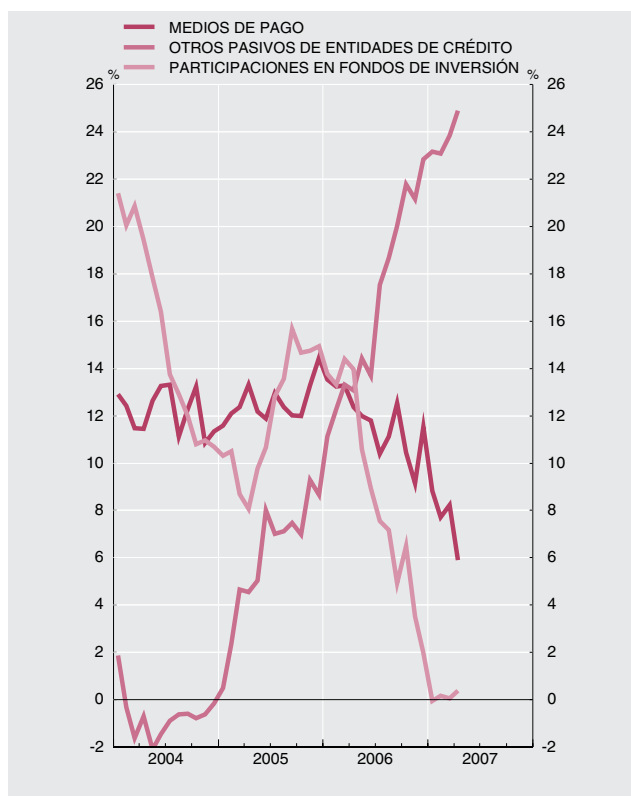
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

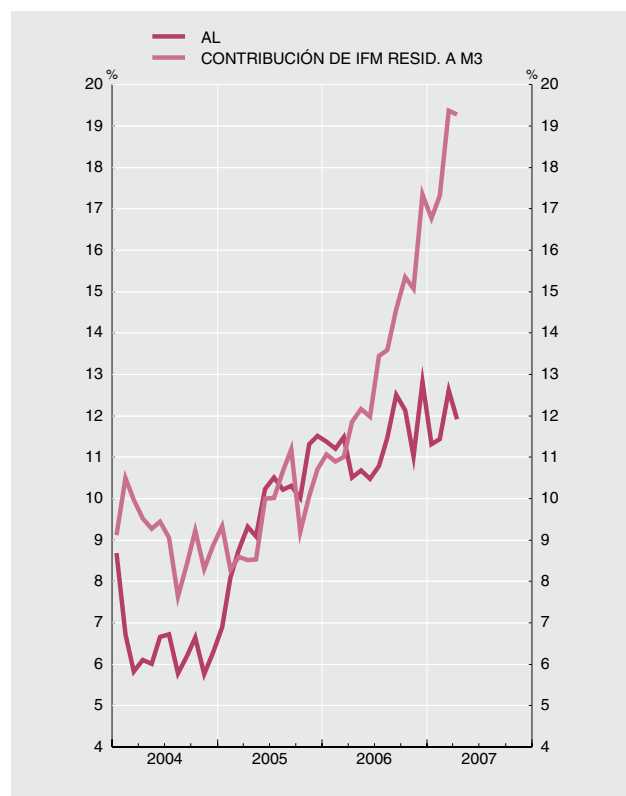
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>04</b>	401 569	11,3	19,7	9,5	277 903	-0,2	8,4	-28,4	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,3	8,9
<b>05</b>	459 550	14,4	16,1	14,0	301 935	8,6	10,5	-0,6	5,7	221 306	14,9	7,7	22,6	11,5	10,7
<b>06</b>	512 581	11,5	9,9	11,9	370 870	22,8	22,8	29,6	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
<b>06 Ene</b>	450 575	13,5	15,7	13,0	306 659	11,1	10,6	15,9	4,7	221 664	13,8	3,4	24,6	11,4	11,1
<b>Feb</b>	455 677	13,2	15,9	12,6	311 315	12,3	11,1	20,3	9,3	224 802	13,3	0,1	26,8	11,2	10,9
<b>Mar</b>	463 123	13,3	16,4	12,6	318 017	13,3	12,9	21,9	-7,6	228 057	14,4	-1,0	29,9	11,5	11,0
<b>Abr</b>	463 170	12,4	15,6	11,6	317 847	13,1	12,8	17,5	1,4	228 294	14,0	-4,1	32,5	10,5	11,9
<b>May</b>	466 598	12,0	14,9	11,3	322 067	14,4	13,5	23,8	0,7	225 687	10,6	-4,8	26,3	10,7	12,2
<b>Jun</b>	486 718	11,8	14,4	11,2	327 555	13,7	13,9	20,5	-10,3	225 521	8,9	-3,8	22,0	10,5	12,0
<b>Jul</b>	486 852	10,4	12,7	9,9	334 972	17,5	16,7	29,6	-4,1	226 736	7,5	-5,6	20,9	10,8	13,4
<b>Ago</b>	476 857	11,1	12,4	10,8	343 224	18,7	17,7	31,6	-3,3	228 725	7,2	-6,5	21,2	11,5	13,6
<b>Sep</b>	490 567	12,5	11,4	12,8	346 353	20,0	19,3	33,2	-5,5	227 577	4,9	-7,7	17,4	12,5	14,6
<b>Oct</b>	481 540	10,5	10,5	10,4	351 223	21,8	20,5	36,6	1,2	230 452	6,5	-6,9	19,7	12,1	15,3
<b>Nov</b>	486 157	9,1	10,6	8,8	358 606	21,2	21,4	27,2	-3,5	226 858	3,5	-9,2	15,7	11,0	15,1
<b>Dic</b>	512 581	11,5	9,9	11,9	370 870	22,8	22,8	29,6	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
<b>07 Ene</b>	P 490 390	8,8	9,0	8,8	377 658	23,2	26,0	15,1	-4,0	221 538	-0,1	-13,1	11,3	11,3	16,8
<b>Feb</b>	P 490 784	7,7	8,2	7,6	383 174	23,1	26,6	10,9	-4,1	225 171	0,2	-7,7	6,6	11,4	17,3
<b>Mar</b>	P 501 277	8,2	7,7	8,4	393 793	23,8	27,7	7,3	8,9	228 215	0,1	-3,0	2,4	12,6	19,4
<b>Abr</b>	P 490 549	5,9	6,5	5,8	396 939	24,9	28,5	9,5	7,1	229 137	0,4	-1,9	2,0	11,9	19,3

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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



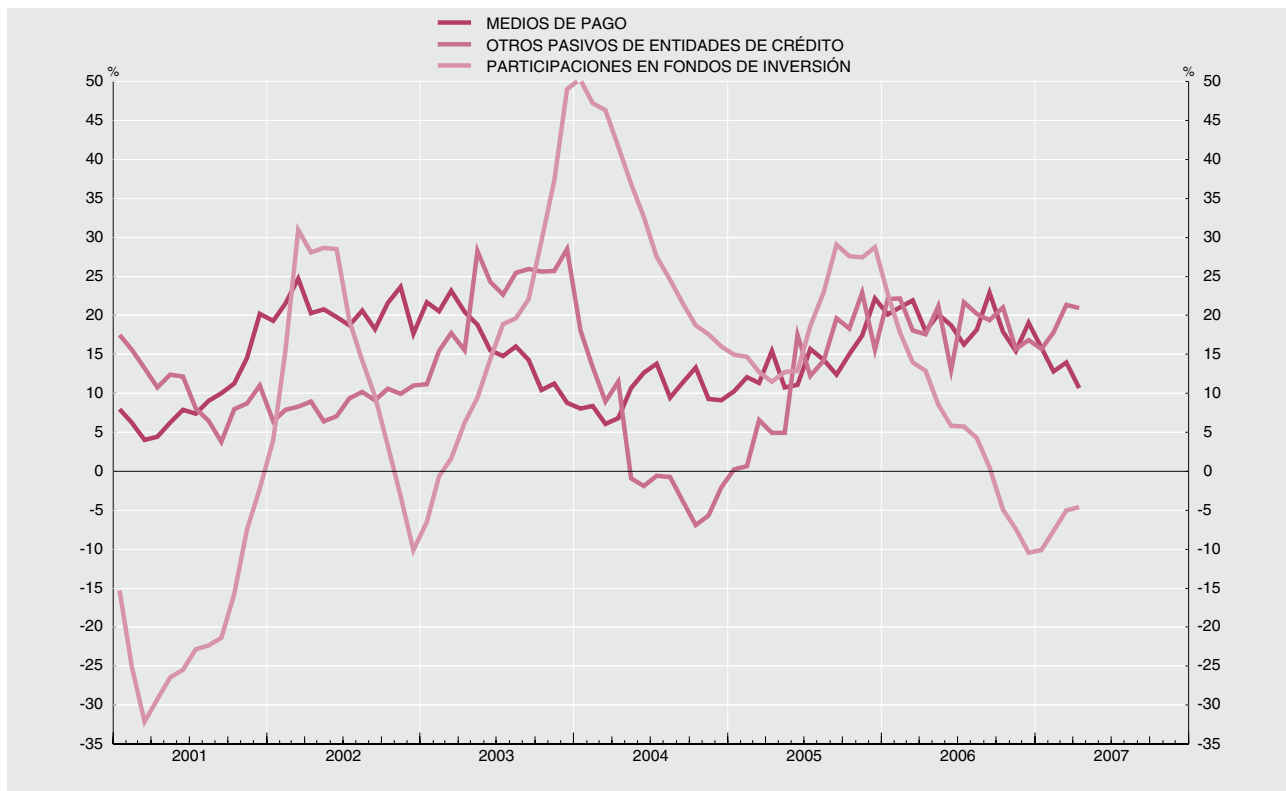
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>04</b>	93 247	9,1	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5
<b>05</b>	113 928	22,2	72 124	15,6	30,5	0,3	30 552	28,7	14,8	42,8
<b>06</b>	135 637	19,1	84 235	16,8	17,4	15,9	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>06 Ene</b>	109 754	20,1	71 821	22,1	27,4	16,1	29 864	22,7	10,1	35,1
<b>Feb</b>	113 575	21,0	71 402	22,2	25,7	17,9	29 547	17,8	4,5	30,3
<b>Mar</b>	116 620	21,9	72 547	18,0	23,9	11,4	29 133	13,9	1,0	25,5
<b>Abr</b>	114 918	18,0	71 429	17,6	24,4	9,4	29 114	12,9	-3,6	28,3
<b>May</b>	117 318	20,1	72 331	21,1	19,1	24,1	28 628	8,6	-6,0	22,3
<b>Jun</b>	123 650	18,7	73 355	13,0	12,7	13,5	28 369	5,8	-7,5	18,6
<b>Jul</b>	122 855	16,2	74 812	21,7	21,1	22,5	29 187	5,8	-6,7	17,5
<b>Ago</b>	119 085	18,1	78 203	20,2	21,8	18,0	29 404	4,3	-8,0	15,7
<b>Sep</b>	126 645	22,9	79 044	19,4	24,3	13,1	29 075	0,5	-10,0	9,8
<b>Oct</b>	121 704	17,9	78 751	21,0	22,0	19,7	27 657	-4,9	-13,0	2,2
<b>Nov</b>	124 657	15,4	80 087	15,7	19,5	10,4	27 496	-7,4	-13,6	-2,1
<b>Dic</b>	135 637	19,1	84 235	16,8	17,4	15,9	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>07 Ene</b>	P 127 160	15,9	83 101	15,7	24,5	4,7	26 855	-10,1	-18,2	-3,6
<b>Feb</b>	P 128 151	12,8	84 104	17,8	28,2	4,7	27 295	-7,6	-11,3	-4,9
<b>Mar</b>	P 132 866	13,9	88 008	21,3	30,7	9,2	27 664	-5,0	-4,8	-5,2
<b>Abr</b>	P 127 148	10,6	86 385	20,9	28,8	10,2	27 776	-4,6	-3,6	-5,3

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

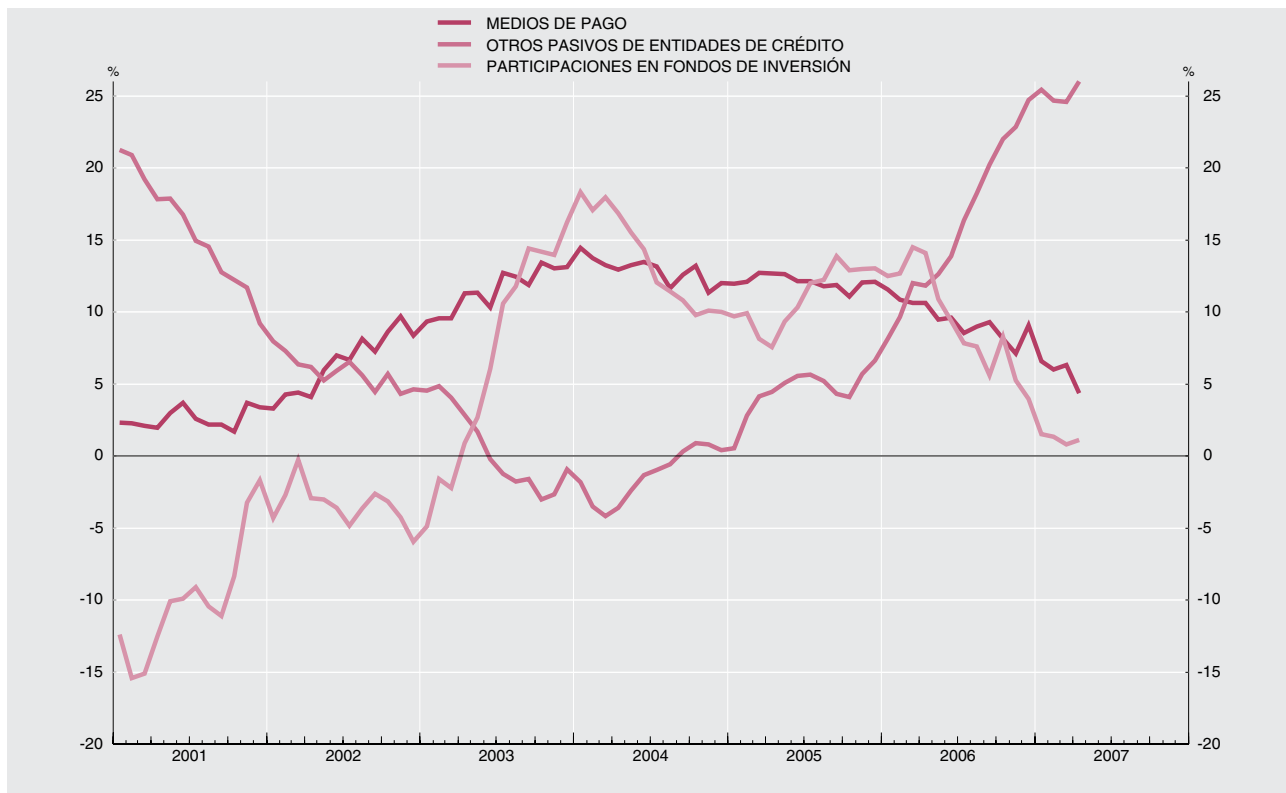
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	308 322	12,0	20,4	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05</b>	345 622	12,1	15,2	11,2	229 811	6,6	7,3	1,4	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06</b>	376 944	9,1	10,1	8,8	286 635	24,7	23,8	32,5	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>06 Ene</b>	340 821	11,6	14,9	10,6	234 838	8,1	7,9	10,1	191 800	12,5	2,4	23,1
<b>Feb</b>	342 102	10,9	15,2	9,6	239 913	9,6	8,7	17,7	195 255	12,7	-0,4	26,3
<b>Mar</b>	346 503	10,6	15,8	9,2	245 470	12,0	11,1	19,1	198 924	14,5	-1,3	30,6
<b>Abr</b>	348 252	10,6	15,1	9,3	246 418	11,8	10,9	19,4	199 181	14,1	-4,2	33,2
<b>May</b>	349 279	9,5	14,5	8,0	249 735	12,6	12,5	13,5	197 059	10,9	-4,6	26,9
<b>Jun</b>	363 068	9,6	14,1	8,3	254 200	13,9	14,2	11,8	197 152	9,4	-3,3	22,5
<b>Jul</b>	363 997	8,5	12,4	7,4	260 160	16,4	16,0	19,8	197 549	7,8	-5,4	21,4
<b>Ago</b>	357 772	9,0	12,2	8,0	265 021	18,2	17,0	29,0	199 321	7,6	-6,3	22,1
<b>Sep</b>	363 922	9,3	11,3	8,7	267 310	20,2	18,3	37,7	198 501	5,6	-7,4	18,7
<b>Oct</b>	359 836	8,1	10,4	7,5	272 472	22,0	20,2	38,4	202 795	8,3	-6,0	22,6
<b>Nov</b>	361 500	7,1	10,7	6,1	278 519	22,8	21,8	31,9	199 363	5,2	-8,6	18,6
<b>Dic</b>	376 944	9,1	10,1	8,8	286 635	24,7	23,8	32,5	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07 Ene</b>	P 363 230	6,6	9,2	5,8	294 557	25,4	26,2	18,9	194 683	1,5	-12,4	13,7
<b>Feb</b>	P 362 633	6,0	8,4	5,3	299 069	24,7	26,3	11,5	197 876	1,3	-7,2	8,4
<b>Mar</b>	P 368 411	6,3	7,9	5,9	305 786	24,6	27,1	5,9	200 550	0,8	-2,8	3,6
<b>Abr</b>	P 363 401	4,3	6,6	3,7	310 554	26,0	28,4	7,9	201 361	1,1	-1,6	3,1

#### 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.

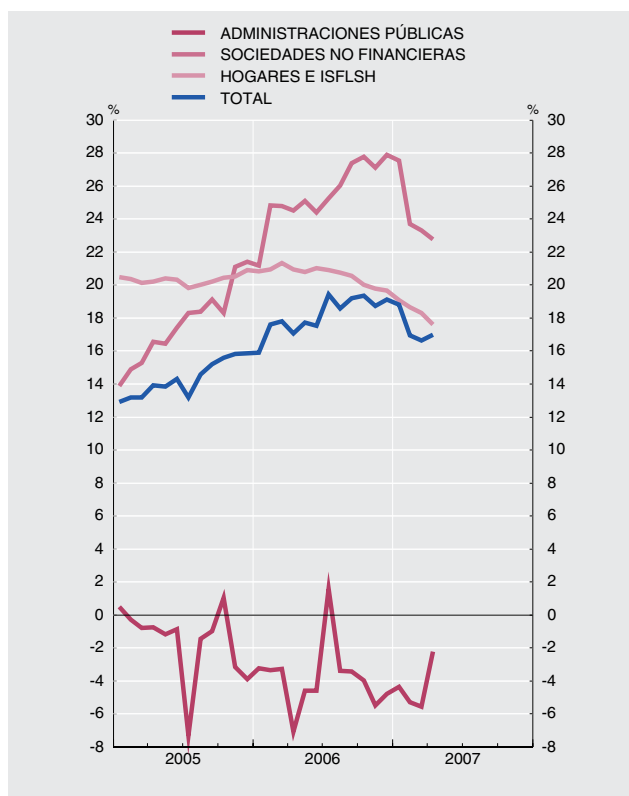
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

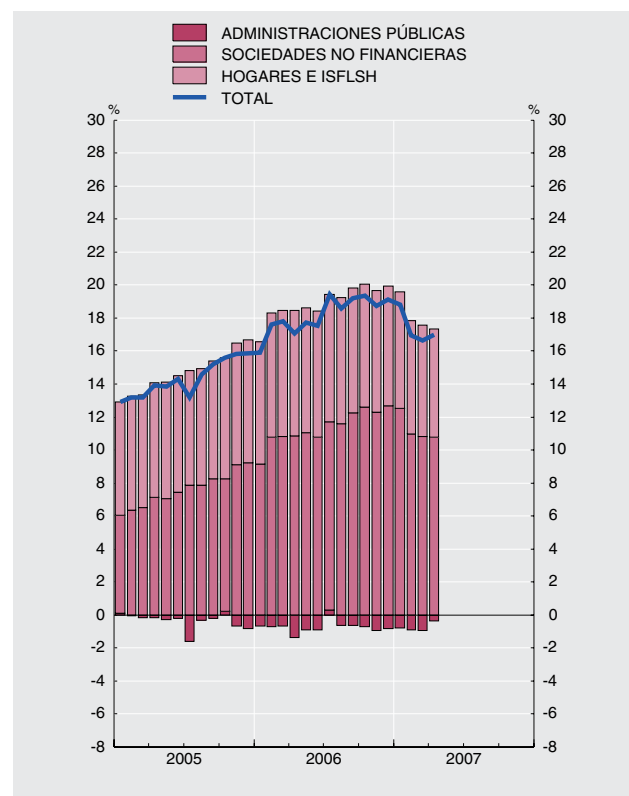
Millones de euros y porcentajes

	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				Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Por sectores		Por instrumentos		
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior							Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
<b>04</b>	1 510 072	165 523	12,4	-0,2	16,3	13,2	20,2	19,1	-1,2	3,5	-0,0	12,4	5,6	6,8	12,0	-0,0	0,4			
<b>05</b>	1 756 769	239 370	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	15,2	0,2	1,3			
<b>06</b>	2 095 156	335 677	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8			
<b>06 Ene</b>	1 778 205	22 423	15,9	-3,2	21,0	21,2	20,8	22,6	22,7	11,8	-0,7	16,6	9,1	7,4	15,0	0,2	1,4			
<b>06 Feb</b>	1 814 379	36 278	17,6	-3,3	23,1	24,8	21,0	22,9	74,9	20,8	-0,7	18,3	10,8	7,5	15,3	0,6	2,5			
<b>06 Mar</b>	1 847 667	30 578	17,8	-3,3	23,2	24,8	21,3	23,3	73,7	19,4	-0,7	18,5	10,8	7,7	15,6	0,6	2,3			
<b>06 Abr</b>	1 850 722	3 391	17,1	-7,1	22,9	24,5	20,9	23,3	69,2	17,9	-1,4	18,4	10,8	7,6	15,8	0,5	2,2			
<b>06 May</b>	1 883 042	31 830	17,7	-4,6	23,1	25,1	20,8	23,3	78,9	18,5	-0,9	18,6	11,0	7,6	15,8	0,6	2,2			
<b>06 Jun</b>	1 929 224	44 666	17,5	-4,6	22,9	24,4	21,0	23,2	94,3	16,0	-0,9	18,4	10,8	7,7	15,8	0,8	1,9			
<b>06 Jul</b>	1 964 182	34 689	19,4	1,6	23,3	25,3	20,9	23,5	112,3	16,4	0,3	19,1	11,4	7,7	16,3	0,9	2,0			
<b>06 Ago</b>	1 969 186	5 475	18,6	-3,4	23,7	26,0	20,8	24,0	112,6	16,1	-0,6	19,2	11,6	7,6	16,4	0,9	1,9			
<b>06 Sep</b>	1 999 709	33 161	19,2	-3,4	24,3	27,4	20,6	24,4	123,3	17,2	-0,6	19,8	12,3	7,6	16,9	0,9	2,0			
<b>06 Oct</b>	2 014 047	14 317	19,3	-4,0	24,3	27,8	20,0	24,2	132,5	17,6	-0,7	20,0	12,6	7,4	17,0	1,0	2,1			
<b>06 Nov</b>	2 047 277	31 304	18,7	-5,5	23,8	27,1	19,8	24,6	131,0	12,4	-1,0	19,7	12,3	7,4	17,2	1,0	1,5			
<b>06 Dic</b>	2 095 156	47 564	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8			
<b>07 Ene</b>	P 2 119 952	21 133	18,8	-4,4	23,7	27,6	19,1	24,3	132,0	13,5	-0,8	19,6	12,5	7,1	17,0	1,0	1,6			
<b>07 Feb</b>	P 2 129 632	9 317	16,9	-5,3	21,5	23,7	18,7	23,7	61,5	5,5	-0,9	17,8	11,0	6,9	16,5	0,7	0,7			
<b>07 Mar</b>	P 2 163 772	30 485	16,6	-5,6	21,1	23,3	18,3	23,4	58,9	5,2	-0,9	17,6	10,8	6,7	16,3	0,7	0,7			
<b>07 Abr</b>	P 2 174 235	10 614	17,0	-2,2	20,5	22,8	17,6	22,5	56,6	5,8	-0,3	17,3	10,8	6,6	16,0	0,6	0,7			

### 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.

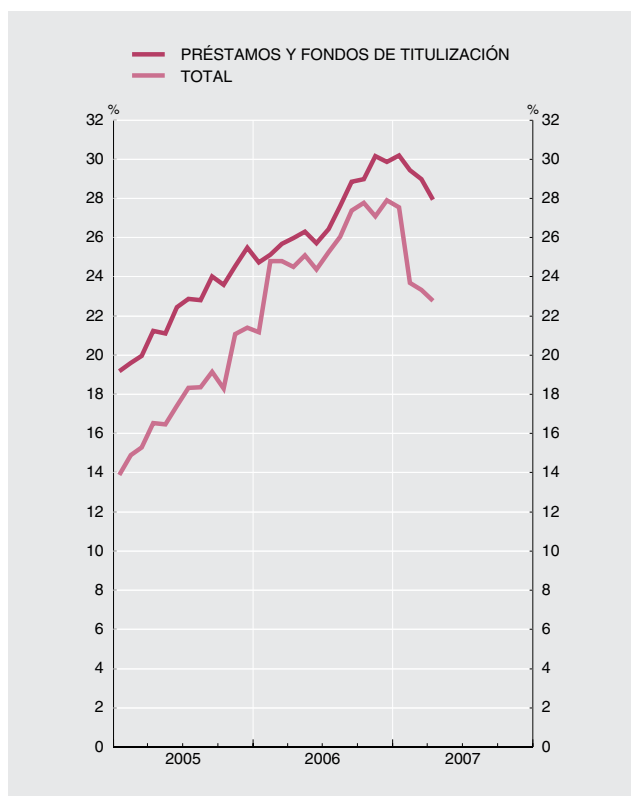
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

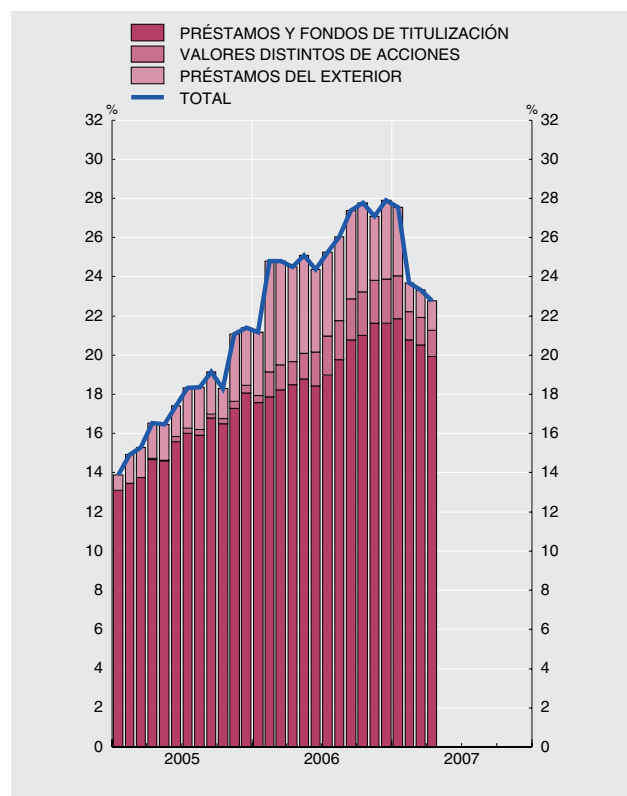
Millones de euros y porcentajes

	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>04</b>	650 617	75 420	13,2	461 109	17,8	12,2	10 678	-	-1,2	-0,0	178 830	3,4	1,0	15 538
<b>05</b>	797 562	139 236	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 126	10,7	2,9	5 581
<b>06</b>	1 023 350	222 568	27,9	750 337	29,9	21,6	31 045	18 844	135,1	2,2	241 968	15,6	4,0	3 430
<b>06 Ene</b>	807 671	11 082	21,2	585 117	24,7	17,6	13 387	2 633	22,7	0,4	209 167	11,8	3,2	5 414
<b>06 Feb</b>	840 892	33 319	24,8	593 351	25,1	17,9	19 929	8 824	74,9	1,3	227 612	20,9	5,7	5 362
<b>06 Mar</b>	858 066	14 429	24,8	607 648	25,7	18,2	20 428	9 153	73,7	1,3	229 991	19,4	5,3	5 041
<b>06 Abr</b>	874 845	17 095	24,5	624 493	26,0	18,5	20 416	9 159	69,2	1,2	229 935	17,9	4,8	4 807
<b>06 May</b>	884 853	9 500	25,1	632 774	26,3	18,8	20 958	9 776	78,9	1,3	231 121	18,5	5,0	4 640
<b>06 Jun</b>	904 926	18 489	24,4	651 356	25,7	18,4	25 737	14 185	94,3	1,7	227 834	15,9	4,2	4 569
<b>06 Jul</b>	935 847	30 626	25,3	674 374	26,4	19,0	27 634	15 591	112,3	2,0	233 840	16,3	4,3	4 434
<b>06 Ago</b>	935 492	76	26,0	674 023	27,6	19,8	27 551	15 792	112,6	2,0	233 918	16,1	4,3	4 345
<b>06 Sep</b>	959 183	26 253	27,4	696 660	28,8	20,8	28 436	16 693	123,3	2,1	234 088	17,1	4,5	4 245
<b>06 Oct</b>	979 264	20 035	27,8	713 145	29,0	21,0	29 674	17 561	132,5	2,2	236 445	17,6	4,6	3 844
<b>06 Nov</b>	997 545	16 316	27,1	729 232	30,1	21,6	30 112	17 681	131,0	2,2	238 202	12,3	3,3	3 824
<b>06 Dic</b>	1 023 350	25 347	27,9	750 337	29,9	21,6	31 045	18 844	135,1	2,2	241 968	15,6	4,0	3 430
<b>07 Ene</b>	P 1 038 138	11 068	27,6	761 273	30,2	21,9	31 056	19 026	132,0	2,2	245 810	13,5	3,5	3 362
<b>07 Feb</b>	P 1 048 608	10 066	23,7	767 544	29,4	20,8	32 191	20 552	61,5	1,5	248 873	5,4	1,5	3 290
<b>07 Mar</b>	P 1 067 531	15 169	23,3	783 327	29,0	20,5	32 467	20 843	58,9	1,4	251 737	5,1	1,4	3 208
<b>07 Abr</b>	P 1 083 762	16 285	22,8	798 411	27,9	19,9	31 977	20 743	56,6	1,3	253 374	5,8	1,5	3 156

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

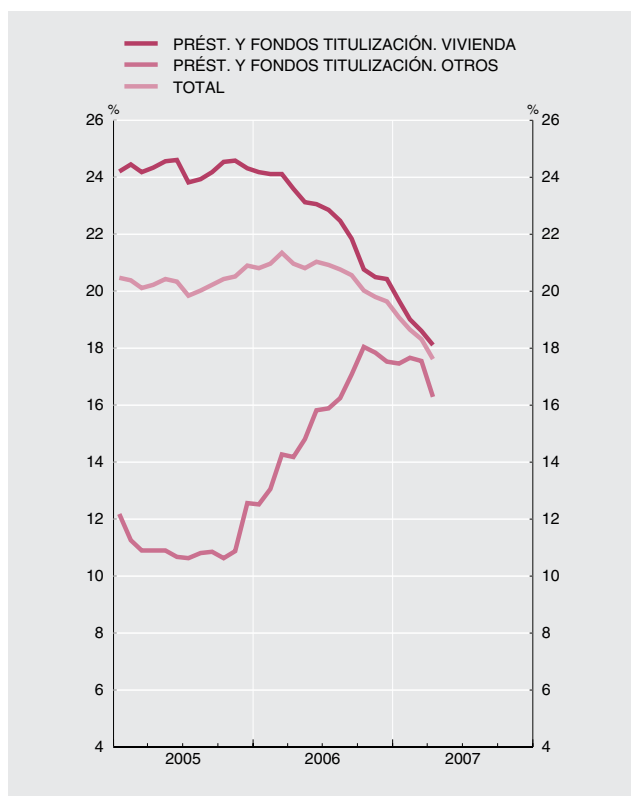
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

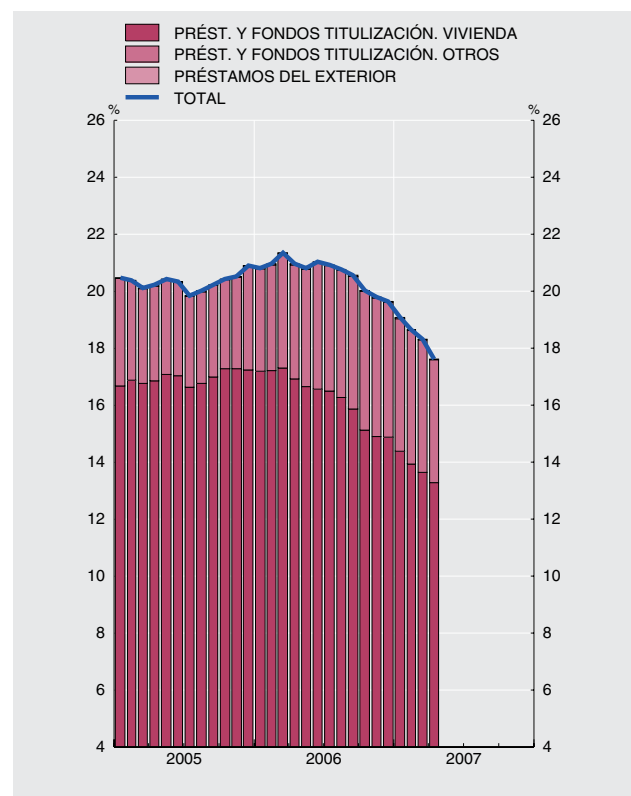
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance		
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>04</b>	538 881	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9		861	19,3	0,0	47 873	9 802
<b>05</b>	651 071	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,3	0,0	28 527	3 030	
<b>06</b>	778 454	127 893	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 257	25,5	0,0	26 937	3 421	
<b>06 Ene</b>	657 997	6 940	20,8	481 272	24,2	17,2	175 666	12,5	3,6	1 059	21,0	0,0	28 012	2 911	
<b>06 Feb</b>	666 823	8 833	21,0	488 902	24,1	17,2	176 855	13,0	3,7	1 065	20,2	0,0	27 554	2 694	
<b>06 Mar</b>	679 899	13 112	21,3	499 125	24,1	17,3	179 699	14,3	4,0	1 075	20,6	0,0	27 159	2 581	
<b>06 Abr</b>	690 480	10 599	20,9	506 443	23,6	16,9	182 922	14,2	4,0	1 115	23,6	0,0	27 307	2 446	
<b>06 May</b>	702 020	11 558	20,8	515 316	23,1	16,6	185 569	14,8	4,1	1 135	23,9	0,0	27 234	2 292	
<b>06 Jun</b>	720 946	18 995	21,0	526 310	23,1	16,5	193 473	15,8	4,4	1 163	25,4	0,0	28 062	2 256	
<b>06 Jul</b>	728 301	7 381	20,9	534 172	22,8	16,5	192 955	15,9	4,4	1 174	24,4	0,0	26 888	2 173	
<b>06 Ago</b>	733 376	5 116	20,8	538 912	22,5	16,3	193 274	16,2	4,5	1 190	24,8	0,0	26 625	2 091	
<b>06 Sep</b>	742 532	9 232	20,6	545 322	21,8	15,9	196 009	17,1	4,6	1 202	24,1	0,0	26 192	2 216	
<b>06 Oct</b>	751 781	9 274	20,0	551 352	20,7	15,1	199 231	18,0	4,9	1 199	23,3	0,0	25 903	3 431	
<b>06 Nov</b>	767 682	15 940	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 212	23,9	0,0	26 587	3 250	
<b>06 Dic</b>	778 454	10 915	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 257	25,5	0,0	26 937	3 421	
<b>07 Ene</b>	P 782 874	4 477	19,1	575 791	19,6	14,4	205 814	17,5	4,7	1 269	19,8	0,0	26 423	3 416	
<b>07 Feb</b>	P 790 600	7 767	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 263	18,6	0,0	25 735	3 638	
<b>07 Mar</b>	P 803 777	13 276	18,3	591 862	18,6	13,6	210 609	17,5	4,6	1 306	21,4	0,0	25 708	3 196	
<b>07 Abr</b>	P 811 390	7 710	17,6	598 001	18,1	13,3	212 064	16,3	4,3	1 325	18,8	0,0	25 345	3 236	

### FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

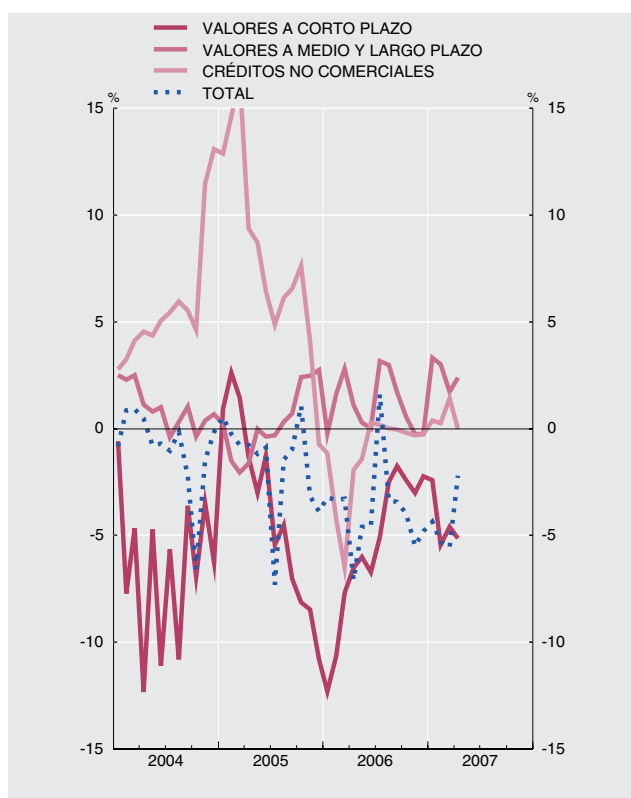
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

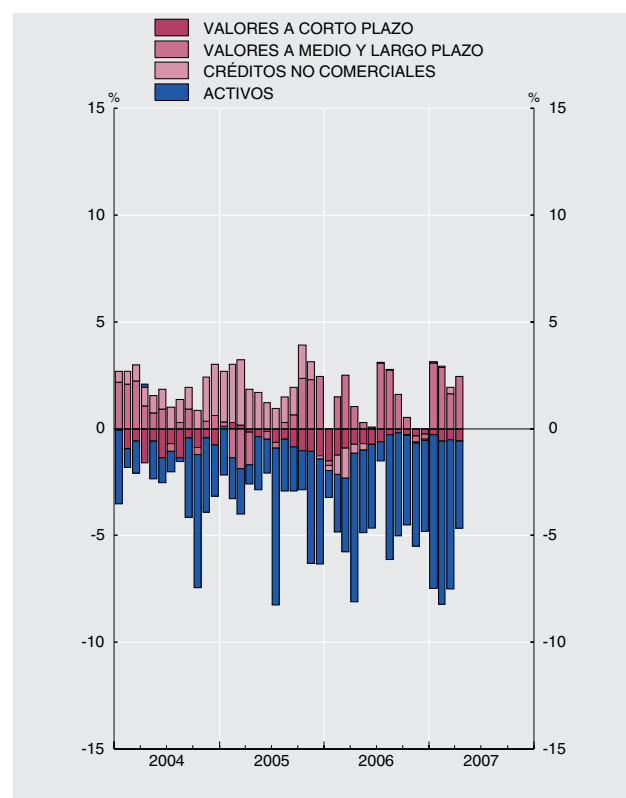
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
<b>03</b>	321 117	2 030	0,6	-567	3 047	-4 738	1 124	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,6	1,9	-3,9	1,0	-1,5	0,4	0,8	
<b>04</b>	320 574	-543	-0,2	7 148	-2 491	1 947	7 693	-1 817	9 508	1,9	-6,2	0,7	13,1	12,1	-0,8	0,6	2,4	-2,4	
<b>05</b>	P 308 136	-12 438	-3,9	3 337	-4 042	7 866	-487	-695	16 470	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9	
<b>06</b>	P 293 351	-14 784	-4,8	-1 703	-744	-786	-173	1 780	11 301	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2	
<b>05</b>	P 298 437	3 703	-3,2	6 607	1 839	4 168	599	-102	3 006	1,6	-8,5	2,5	4,1	19,7	-1,1	2,3	0,8	-5,2	
<i>Dic</i>	P 308 136	9 698	-3,9	-1 217	-2 097	650	230	-342	-10 573	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9	
<b>06</b>	P 312 537	4 401	-3,2	-4 102	1 742	-6 206	363	86	-8 589	-1,6	-12,3	-0,2	-1,1	5,4	-1,5	-0,2	-0,2	-1,3	
<i>Feb</i>	P 306 664	-5 873	-3,3	-23	-2 063	3 368	-1 329	277	5 572	-0,5	-10,6	1,6	-4,3	11,2	-1,2	1,5	-0,9	-2,7	
<i>Mar</i>	P 309 701	3 037	-3,3	4 640	2 204	2 296	141	172	1 430	0,1	-7,7	2,8	-6,5	14,7	-0,9	2,5	-1,4	-3,4	
<i>Abr</i>	P 285 398	-24 303	-7,1	-4 675	-2 665	-2 226	216	10 249	9 378	-0,1	-6,5	1,1	-1,9	25,4	-0,7	1,0	-0,4	-7,0	
<i>May</i>	P 296 169	10 771	-4,6	2 207	2 038	480	-311	-3 084	-5 480	-0,6	-6,0	0,3	-1,4	14,1	-0,7	0,3	-0,3	-3,9	
<i>Jun</i>	P 303 352	7 183	-4,6	-568	-2 278	1 643	67	-314	-7 437	-0,5	-6,7	0,0	0,3	16,3	-0,7	0,0	0,1	-3,9	
<i>Jul</i>	P 300 034	-3 318	1,6	2 466	1 846	703	-82	-5 223	11 007	1,9	-5,1	3,2	0,2	2,9	-0,6	3,1	0,0	-0,9	
<i>Ago</i>	P 300 318	284	-3,4	-2 073	-1 368	-596	-109	-121	-2 237	2,0	-2,5	3,0	0,0	24,5	-0,3	2,8	0,0	-5,9	
<i>Sep</i>	P 297 994	-2 324	-3,4	3 372	1 974	1 471	-73	-101	5 797	1,1	-1,8	1,7	-0,0	17,8	-0,2	1,6	-0,0	-4,8	
<i>Oct</i>	P 283 002	-14 992	-4,0	-5 992	-1 988	-4 174	170	-5	9 005	0,2	-2,4	0,5	-0,2	13,0	-0,3	0,5	-0,0	-4,2	
<i>Nov</i>	P 282 050	-952	-5,5	3 914	1 588	1 817	509	-190	5 057	-0,5	-3,0	-0,3	-0,3	14,6	-0,4	-0,3	-0,1	-4,8	
<i>Dic</i>	P 293 351	11 302	-4,8	-869	-1 774	639	266	32	-12 203	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2	
<b>07</b>	P 298 940	5 588	-4,4	6 569	1 638	4 151	780	926	54	2,3	-2,4	3,3	0,4	28,8	-0,3	3,1	0,1	-7,2	
<i>Feb</i>	P 290 425	-8 515	-5,3	-1 802	-3 007	2 606	-1 401	71	6 643	1,8	-5,4	3,0	0,3	27,8	-0,6	2,9	0,1	-7,6	
<i>Mar</i>	P 292 464	2 040	-5,6	1 836	2 379	-1 439	896	422	-626	1,1	-4,6	1,7	1,4	25,2	-0,5	1,6	0,3	-7,0	
<i>Abr</i>	A 279 083	-13 381	-2,2	-3 765	-2 722	-323	-720	7 192	2 424	1,4	-5,1	2,4	-0,0	11,0	-0,6	2,4	-0,0	-4,1	

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.

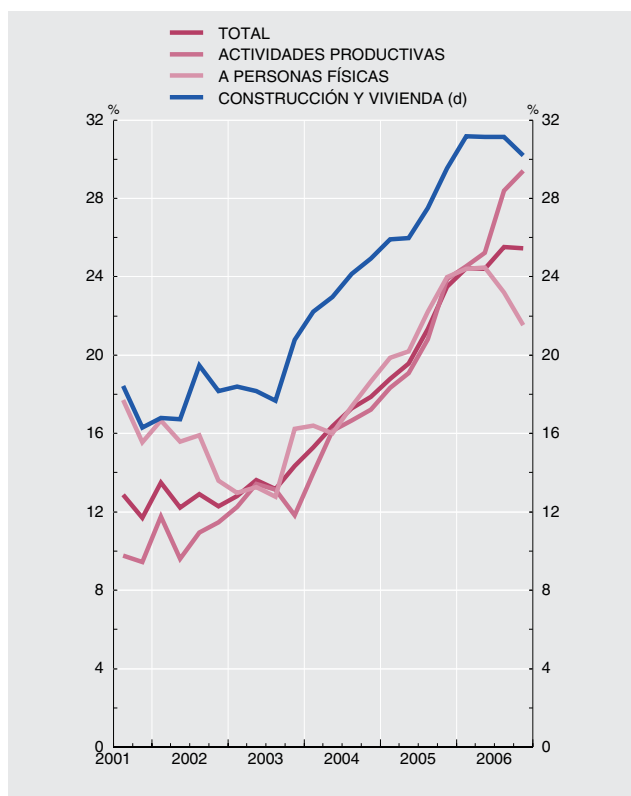
### 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

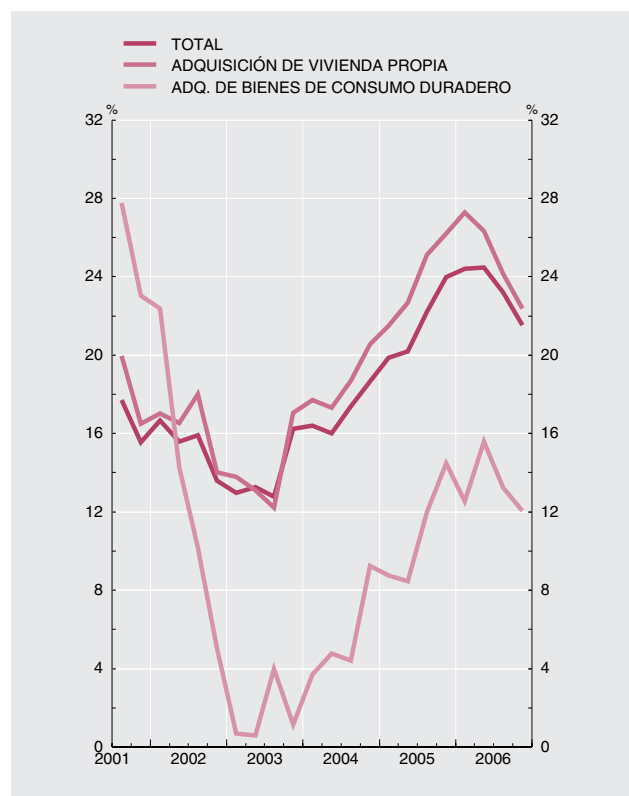
Millones de euros y porcentajes

	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 rehabilit. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
											Del cual				Del cual
					Total	Servicios inmobiliarios	Total	Adquisición de vivienda							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>03</b>	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	77 980	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	419 722
<b>04</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
<b>05</b>	R1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
<b>02 III</b>	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	49 026	316 697	234 668	224 849	35 072	46 957	2 339	9 820	337 472
<b>IV</b>	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	55 031	320 053	235 086	224 830	34 741	50 227	2 324	10 819	347 493
<b>03 I</b>	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	60 178	331 747	244 498	233 729	34 910	52 339	2 285	12 271	361 650
<b>II</b>	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	65 837	349 500	256 010	244 414	35 676	57 814	2 512	13 608	381 278
<b>III</b>	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	70 782	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	397 137
<b>IV</b>	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	77 980	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	419 722
<b>04 I</b>	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	85 136	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	442 044
<b>II</b>	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869
<b>III</b>	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970
<b>IV</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
<b>05 I</b>	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
<b>II</b>	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
<b>III</b>	1 131 240	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
<b>IV</b>	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
<b>06 I</b>	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
<b>II</b>	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
<b>III</b>	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
<b>IV</b>	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756

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.

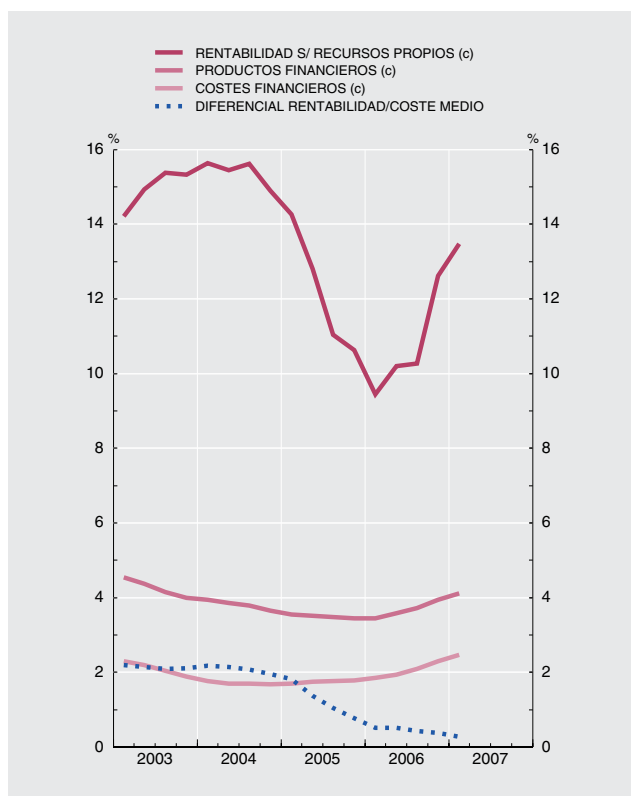
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

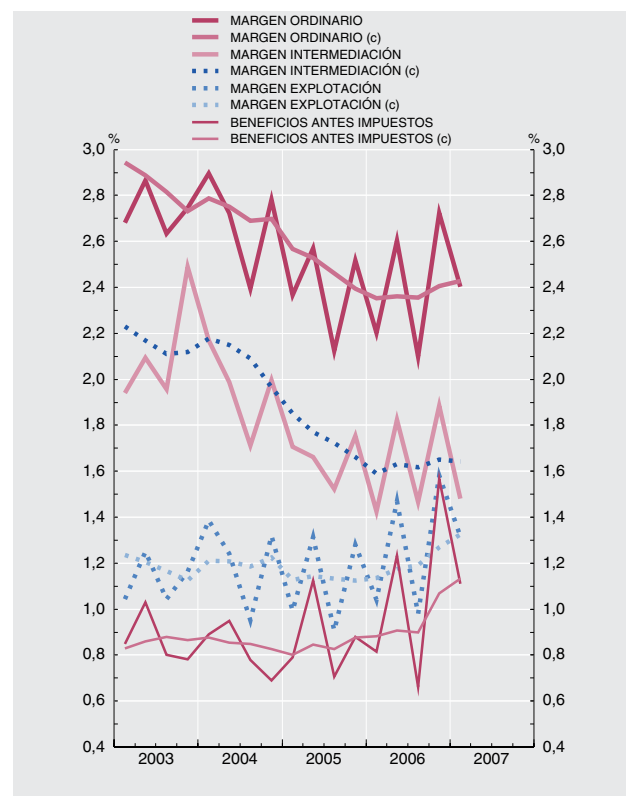
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	Del cual		8	9	10	11	12	13	14
							De personal	De explotación							
Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)			
<b>04</b>		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9
<b>05</b>	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
<b>06</b>		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
<b>04 I</b>		3,8	1,7	2,2	0,7	2,9	1,5	0,9	1,4	-0,5	0,9	16,0	4,2	2,0	2,2
<b>II</b>		3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,2	4,1	1,9	2,1
<b>III</b>		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,0	1,9	2,1
<b>IV</b>		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9
<b>05 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>II</b>	R	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0	1,4
<b>III</b>		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0
<b>IV</b>		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
<b>06 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>II</b>		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5
<b>III</b>		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4
<b>IV</b>		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
<b>07 I</b>		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,1	3,0	2,7	0,3

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

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



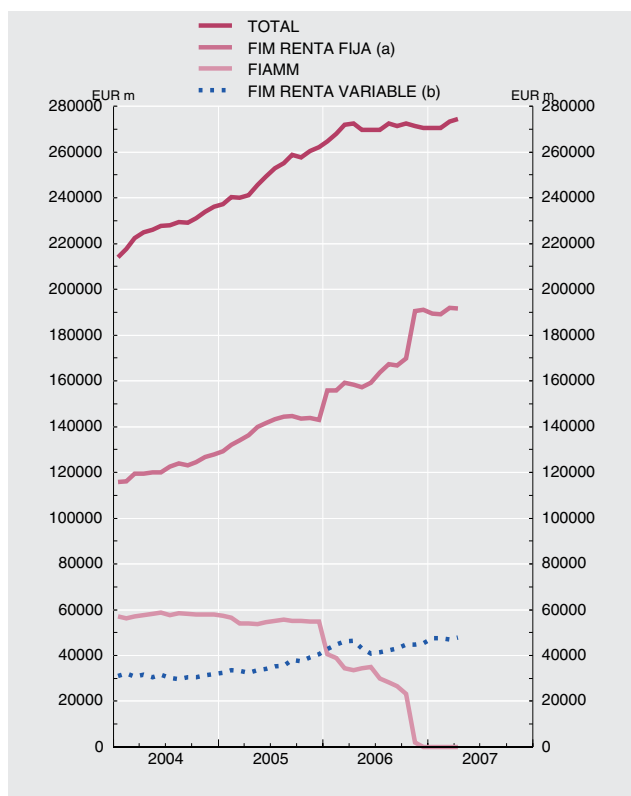
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

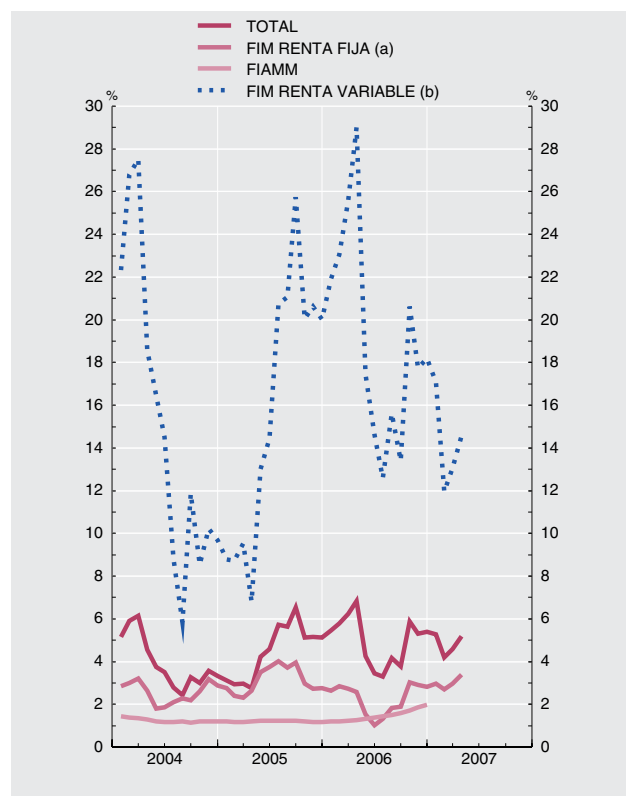
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	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>04</b>	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
<b>05</b>	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	8 206	-10 861	5,4	106	-54 645	-55 113	2,0	191 002	47 954	39 212	2,8	45 365	4 693	-2 189	18,2	33 934
<b>06 Ene</b>	264 634	2 433	1 900	5,4	40 547	-14 204	-14 252	1,2	155 770	12 723	13 794	2,6	42 740	2 067	687	21,9	25 577
<b>06 Feb</b>	267 936	3 302	1 256	5,8	38 864	-1 683	-1 728	1,2	155 851	81	-568	2,9	44 789	2 049	822	23,0	28 432
<b>06 Mar</b>	271 765	3 829	-1 774	6,2	34 355	-4 509	-4 549	1,2	159 303	3 452	-1 424	2,7	46 155	1 366	925	25,6	31 952
<b>06 Abr</b>	272 560	795	197	6,8	33 513	-842	-890	1,3	158 228	-1 075	-1 505	2,6	46 507	352	274	29,0	34 312
<b>06 May</b>	269 710	-2 850	307	4,2	34 423	910	869	1,3	157 089	-1 139	-492	1,5	42 938	-3 570	-1 602	17,4	35 261
<b>06 Jun</b>	269 778	68	-360	3,5	34 899	476	427	1,4	159 209	2 120	1 945	1,0	40 727	-2 211	-2 223	14,6	34 943
<b>06 Jul</b>	269 647	-131	-1 722	3,3	30 010	-4 889	-4 939	1,4	163 570	4 362	3 662	1,3	41 501	774	99	12,6	34 566
<b>06 Ago</b>	272 323	2 676	-1 173	4,2	28 196	-1 814	-1 863	1,5	167 363	3 792	972	1,8	42 273	772	-118	15,6	34 491
<b>06 Sep</b>	271 361	-962	-3 298	3,8	26 628	-1 568	-1 616	1,6	166 752	-611	-169	1,9	43 016	743	-520	13,4	34 966
<b>06 Oct</b>	272 448	1 087	-1 801	5,9	23 336	-3 291	-3 337	1,7	169 680	2 928	2 016	3,0	44 690	1 673	124	20,6	34 742
<b>06 Nov</b>	271 467	-981	-1 292	5,3	2 059	-21 277	-21 281	1,9	190 536	20 856	20 667	2,9	44 885	195	66	17,7	33 988
<b>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
<b>07 Feb</b>	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151
<b>07 Mar</b>	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438
<b>07 Abr</b>	274 526	1 104	...	5,2	-	-	...	...	191 479	-417	...	3,4	47 907	819	...	14,6	35 141

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

c. Fondos globales.

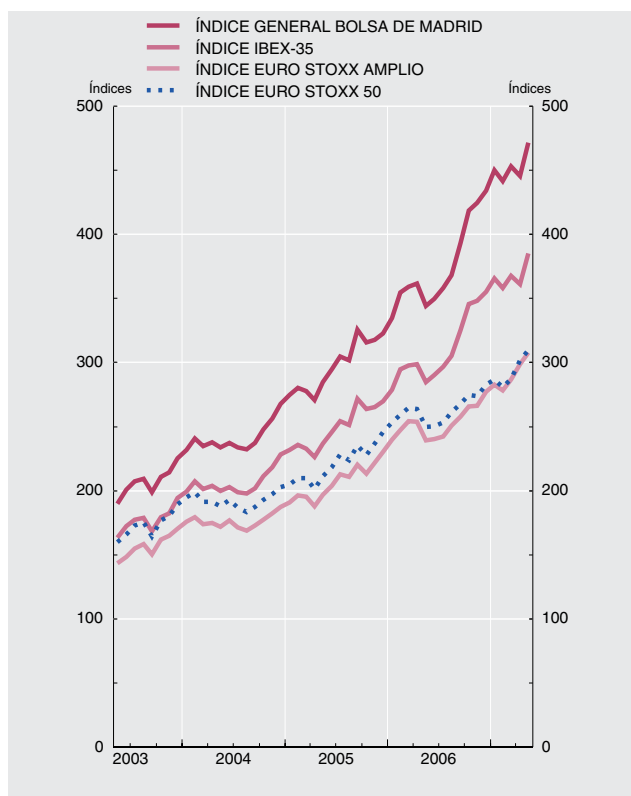
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

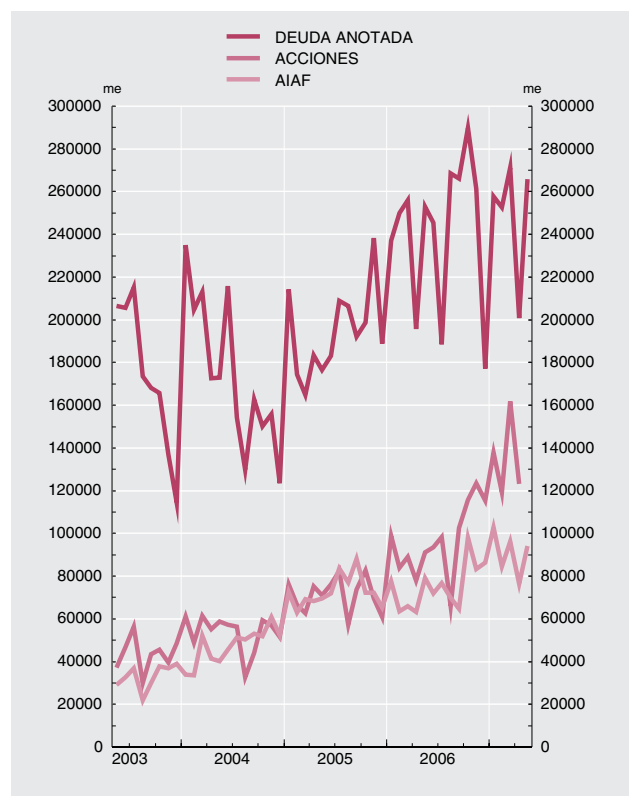
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>05</b>	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
<b>06</b>	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
<b>07</b>	A 1 621,44	14 638,72	415,38	4 273,17	542 182	29 494	1 248 287	454 070	-	5 007	-	3 584
<b>06 Feb</b>	1 271,16	11 740,70	352,80	3 774,51	84 021	7 818	250 052	63 474	...	917	...	466
<i>Mar</i>	1 287,25	11 854,30	362,83	3 853,74	89 034	9 233	256 046	66 038	...	1 694	...	521
<i>Abr</i>	1 295,56	11 892,50	362,34	3 839,90	77 956	6 631	195 661	63 194	...	1 048	...	477
<i>May</i>	1 233,86	11 340,50	341,54	3 637,17	91 045	8 961	252 818	79 070	...	1 057	...	663
<i>Jun</i>	1 252,61	11 548,10	342,65	3 648,92	93 550	8 216	245 355	72 002	...	1 174	...	586
<i>Jul</i>	1 283,05	11 818,00	346,10	3 691,87	98 318	10 674	188 658	76 778	...	704	...	497
<i>Ago</i>	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
<i>Sep</i>	1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	102 479	6 814	266 185	64 676	...	898	...	595
<i>Oct</i>	1 500,12	13 753,00	379,26	4 004,80	115 556	8 785	289 772	97 968	...	1 359	...	609
<i>Nov</i>	1 521,28	13 849,30	379,98	3 987,23	123 561	6 551	261 362	83 252	...	1 092	...	632
<i>Dic</i>	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
<b>07 Ene</b>	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 777	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
<i>Feb</i>	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 325	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
<i>Mar</i>	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
<i>Abr</i>	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
<i>May</i>	P 1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	...	...	265 952	94 244	...	854	...	731

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

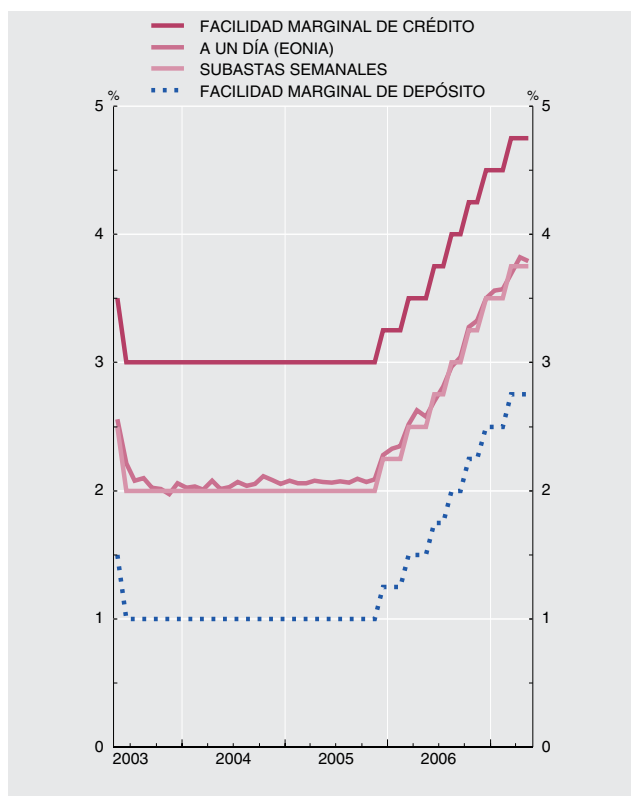
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

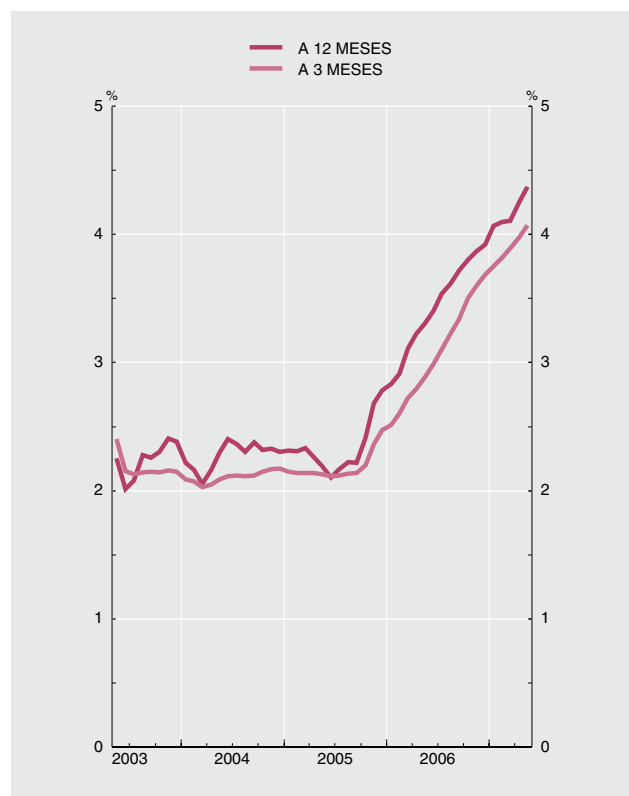
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,84	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	A	-	4,06	4,75	3,69	3,78	3,90	4,03	4,18	3,68	3,76	3,90	4,18	3,62	3,67	3,76	3,94
06 Feb	2,25	2,57	3,25	1,25	2,35	2,46	2,60	2,73	2,91	2,34	2,44	2,60	2,92	2,25	2,36	2,47	2,78
Mar	2,50	2,73	3,50	1,50	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	2,52	2,61	2,72	3,12	2,46	2,51	2,60	2,96
Abr	2,50	2,76	3,50	1,50	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	2,62	2,63	2,78	3,24	2,55	2,53	2,63	3,14
May	2,50	-	3,50	1,50	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	2,58	2,67	2,88	3,32	2,44	2,55	2,75	3,17
Jun	2,75	3,00	3,75	1,75	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	2,69	2,85	2,98	3,43	2,61	2,76	2,84	-
Jul	2,75	3,08	3,75	1,75	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	2,81	2,92	3,09	3,53	2,74	2,82	2,95	-
Ago	3,00	3,20	4,00	2,00	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	2,96	3,08	3,22	3,61	2,85	2,99	3,07	-
Sep	3,00	3,30	4,00	2,00	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55
Oct	3,25	3,48	4,25	2,25	3,28	3,35	3,50	3,65	3,80	3,26	3,34	3,51	3,79	3,18	3,23	3,34	3,66
Nov	3,25	3,58	4,25	2,25	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	3,32	3,41	3,59	3,85	3,25	3,31	3,43	3,69
Dic	3,50	3,66	4,50	2,50	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07 Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,12	3,64	3,73	3,75	-
Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,25	3,71	3,75	3,84	-
May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,39	3,73	3,81	3,94	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

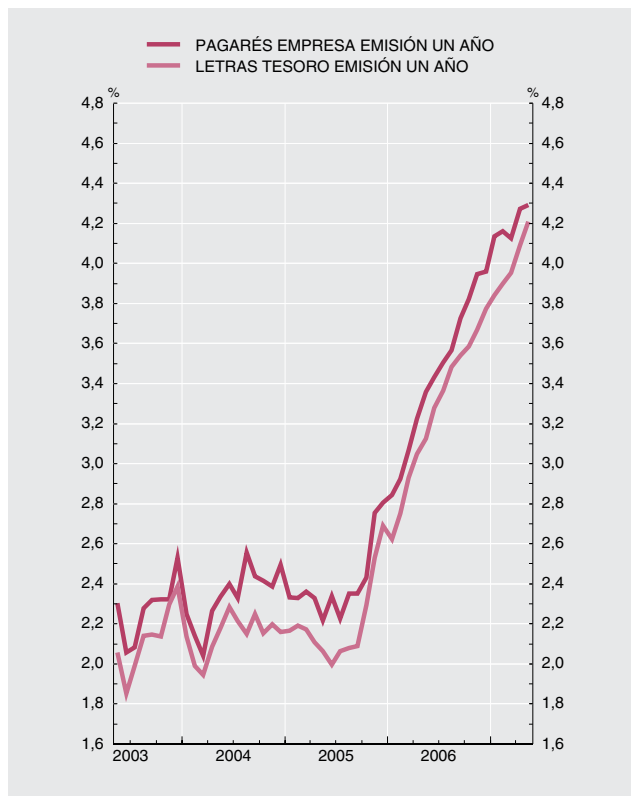
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

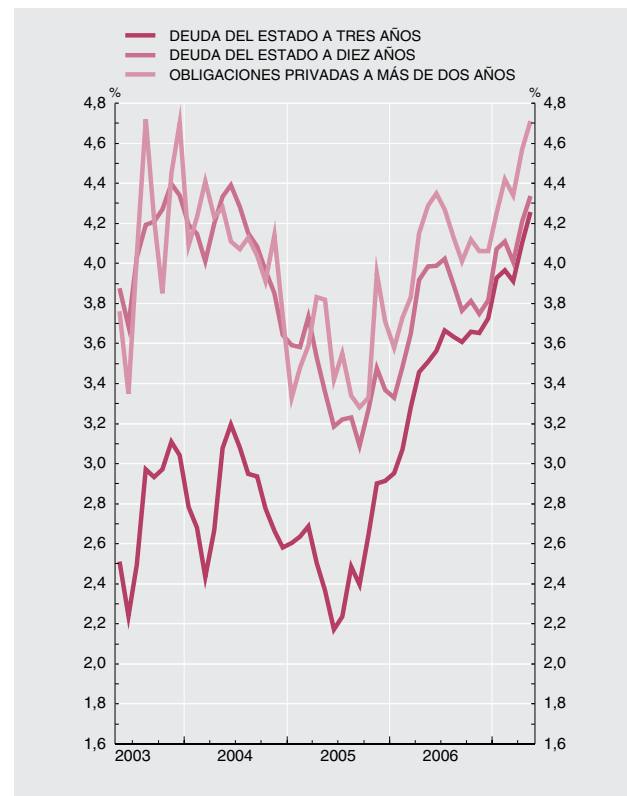
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarsés de empresa a un año		Deuda del Estado						Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años		A diez años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
05	2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55
06	3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05
07	4,00	3,98	4,20	4,19	3,95	4,14	4,03	-	4,25	4,03	4,15	4,46
06 Feb	2,75	2,77	2,92	2,93	3,09	-	-	-	3,81	3,07	3,48	3,73
Mar	2,93	2,87	3,07	3,07	-	3,27	3,70	-	-	3,28	3,65	3,83
Abr	3,05	3,06	3,23	3,20	3,43	-	-	-	4,27	3,46	3,92	4,15
May	3,12	3,28	3,36	3,28	-	-	4,05	-	-	3,51	3,99	4,29
Jun	3,28	3,25	3,43	3,33	-	3,69	-	-	-	3,56	3,99	4,35
Jul	3,37	3,34	3,50	3,55	3,68	-	3,99	-	-	3,66	4,02	4,27
Ago	3,48	3,43	3,57	3,59	-	-	-	-	-	3,63	3,89	4,13
Sep	3,54	3,43	3,73	3,76	-	3,68	-	-	4,03	3,61	3,76	4,01
Oct	3,59	3,59	3,82	3,81	-	-	-	-	-	3,66	3,81	4,12
Nov	3,67	3,67	3,95	3,89	-	3,66	-	-	-	3,65	3,75	4,06
Dic	3,78	3,75	3,96	3,96	3,65	-	-	-	-	3,73	3,82	4,06
07 Ene	3,84	3,81	4,14	4,08	-	4,01	4,11	-	-	3,93	4,07	4,25
Feb	3,90	3,88	4,16	4,13	3,95	-	-	-	4,25	3,97	4,11	4,42
Mar	3,95	3,89	4,12	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34
Abr	4,09	4,08	4,27	4,25	-	-	-	-	-	4,10	4,21	4,57
May	4,21	4,22	4,29	4,37	-	-	-	-	-	4,26	4,34	4,71

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

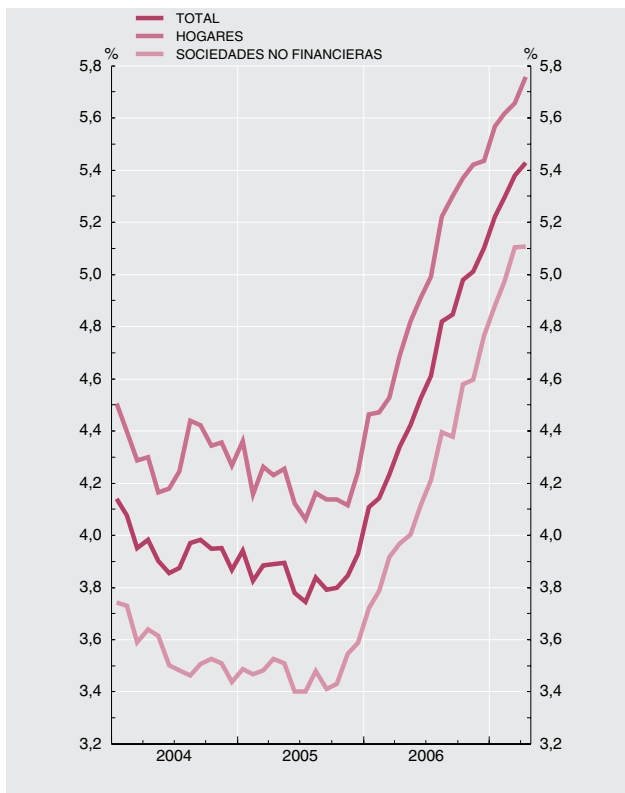
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

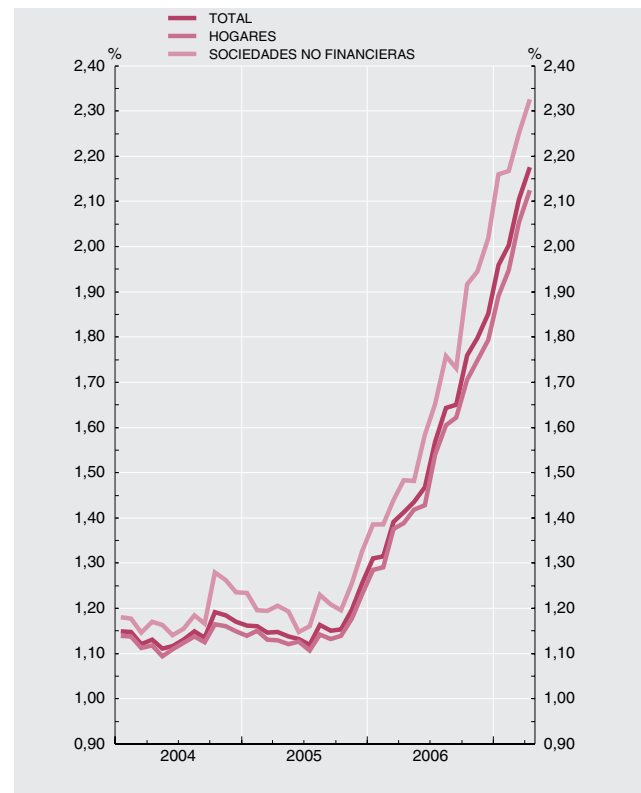
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15
<b>05</b>	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
<b>06</b>	5,10	5,43	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>	5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,33	1,51	3,66	3,78
<b>05 Sep</b>	3,79	4,14	3,28	6,32	3,41	3,88	2,97	1,15	1,13	0,40	2,04	2,11	1,21	0,73	2,05	2,04
<b>05 Oct</b>	3,80	4,14	3,31	6,27	3,43	3,91	2,98	1,15	1,14	0,39	2,07	2,01	1,20	0,73	2,03	2,01
<b>05 Nov</b>	3,84	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16	2,01
<b>05 Dic</b>	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
<b>06 Ene</b>	4,11	4,46	3,67	6,56	3,72	4,27	3,27	1,31	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25	2,27
<b>06 Feb</b>	4,14	4,47	3,78	6,30	3,79	4,28	3,37	1,31	1,29	0,44	2,32	2,24	1,39	0,87	2,33	2,27
<b>06 Mar</b>	4,23	4,53	3,84	6,36	3,92	4,35	3,56	1,39	1,38	0,45	2,49	2,49	1,44	0,89	2,46	2,47
<b>06 Abr</b>	4,34	4,69	3,93	6,70	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,48	0,91	2,52	2,52
<b>06 May</b>	4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	3,58	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51	2,48
<b>06 Jun</b>	4,52	4,91	4,19	6,78	4,11	4,59	3,78	1,47	1,43	0,43	2,63	2,61	1,58	0,95	2,81	2,65
<b>06 Jul</b>	4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	3,87	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81	2,78
<b>06 Ago</b>	4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88	2,89
<b>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>06 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>06 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>06 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>07 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>07 Mar</b>	5,38	5,66	4,98	7,50	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56	3,70
<b>07 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	2,33	1,51	3,66	3,78

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

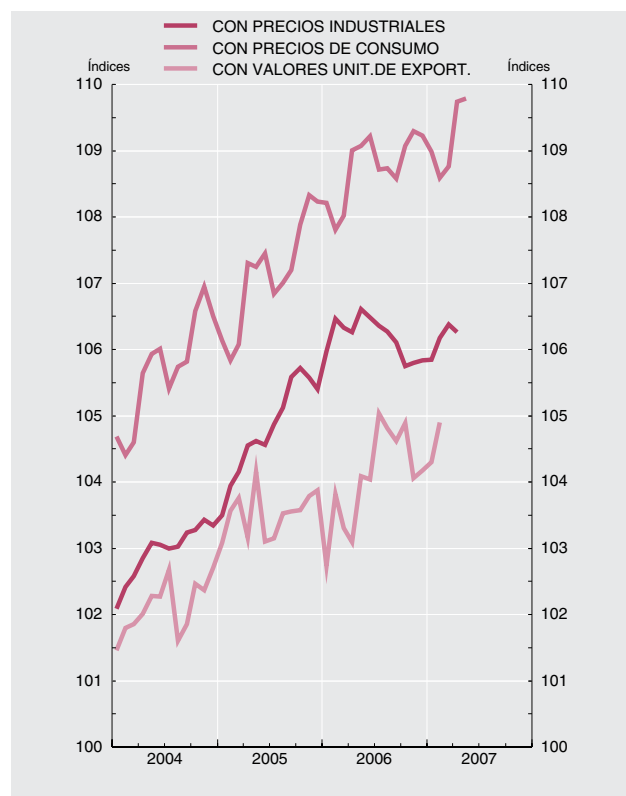
#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales (a)	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>04</b>	103,1	105,6	104,2	101,4	100,1	102,9	105,5	104,0	101,2	102,9	105,7	105,0	107,5	102,1
<b>05</b>	104,7	107,0	105,2	102,4	100,1	104,6	106,9	105,1	102,3	104,8	107,1	106,3	111,0	103,5
<b>06</b>	105,9	108,4	106,9	102,8	100,0	105,9	108,5	107,0	102,8	106,2	108,8	108,4	110,7	104,1
<b>05 II</b>	104,4	107,1	105,0	102,4	100,0	104,4	107,1	105,0	102,4	104,6	107,3	106,2	110,7	103,5
<b>05 III</b>	105,0	106,8	105,6	102,1	100,1	104,9	106,8	105,5	102,0	105,2	107,0	106,8	110,9	103,4
<b>05 IV</b>	105,3	107,9	105,4	102,5	100,0	105,3	107,9	105,4	102,5	105,6	108,1	106,6	111,7	103,7
<b>06 I</b>	106,1	107,8	106,3	101,9	100,1	106,0	107,8	106,2	101,9	106,2	108,0	107,5	111,2	103,3
<b>06 II</b>	106,3	109,0	106,6	102,4	100,1	106,2	108,9	106,4	102,3	106,5	109,1	107,8	111,2	103,7
<b>06 III</b>	106,0	108,4	107,1	103,6	100,0	106,0	108,4	107,1	103,6	106,2	108,7	108,5	109,7	104,8
<b>06 IV</b>	105,4	108,5	107,8	103,3	99,8	105,6	108,8	108,1	103,6	105,8	109,2	109,7	110,8	104,4
<b>07 I</b>	105,6	108,1	107,7	...	99,7	105,9	108,4	108,0	...	106,1	108,8	109,7	108,8	...
<b>06 Ago</b>	105,9	108,3	...	103,6	99,9	106,0	108,4	...	103,7	106,3	108,7	...	...	104,8
<b>06 Sep</b>	105,7	108,1	...	103,5	99,9	105,8	108,2	...	103,6	106,1	108,6	...	...	104,6
<b>06 Oct</b>	105,4	108,5	...	103,9	99,8	105,5	108,7	...	104,0	105,8	109,1	...	...	104,9
<b>06 Nov</b>	105,4	108,6	...	103,0	99,8	105,6	108,9	...	103,3	105,8	109,3	...	...	104,1
<b>06 Dic</b>	105,3	108,5	...	103,1	99,7	105,6	108,8	...	103,4	105,8	109,2	...	...	104,2
<b>07 Ene</b>	105,2	108,1	...	103,2	99,6	105,6	108,6	...	103,6	105,8	109,0	...	...	104,3
<b>07 Feb</b>	105,6	107,8	...	104,1	99,7	106,0	108,2	...	104,4	106,2	108,6	...	...	104,9
<b>07 Mar</b>	106,0	108,2	...	...	99,9	106,1	108,4	...	...	106,4	108,8	...	...	...
<b>07 Abr</b>	105,9	109,2	...	...	99,8	106,0	109,3	...	...	106,3	109,7	...	...	...
<b>07 May</b>	...	109,2	...	...	99,9	...	109,4	...	...	...	109,8	...	...	...

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

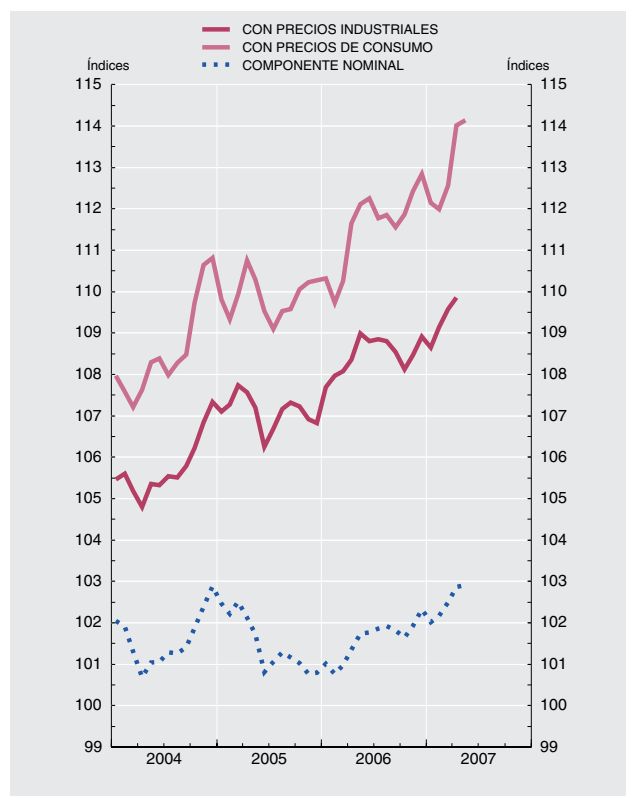
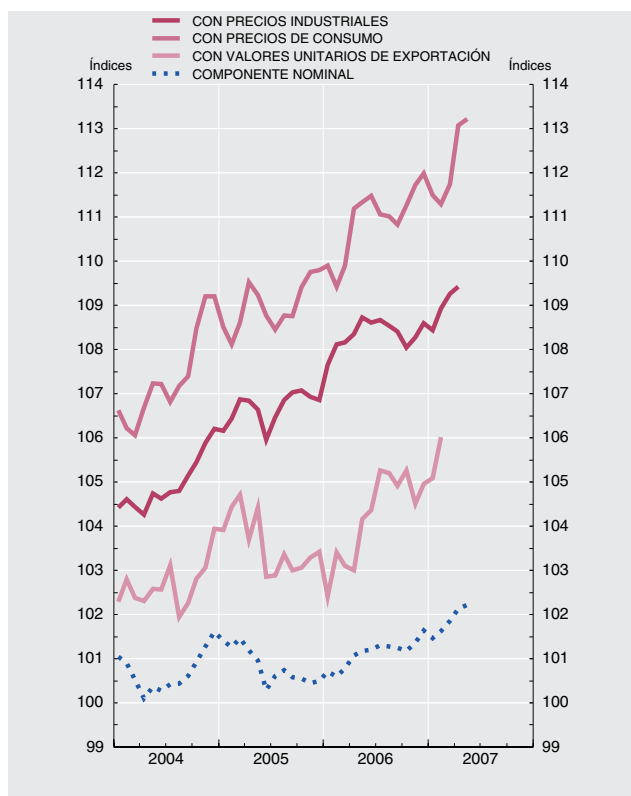
■ Serie representada gráficamente.

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>04</b>	104,9	107,4	109,6	102,7	100,7	104,2	106,6	108,8	102,0	105,7	108,6	101,6	104,1	106,9
<b>05</b>	106,7	109,0	113,0	103,6	100,8	105,8	108,1	112,1	102,7	107,1	109,9	101,5	105,5	108,3
<b>06</b>	108,3	110,9	112,8	104,2	101,1	107,1	109,7	111,5	103,1	108,5	111,6	101,6	106,8	109,8
<b>05 II</b>	106,5	109,2	112,8	103,7	100,8	105,6	108,3	111,9	102,8	107,0	110,2	101,6	105,4	108,5
<b>05 III</b>	106,8	108,7	112,7	103,1	100,6	106,1	108,0	112,0	102,4	107,1	109,4	101,2	105,8	108,1
<b>05 IV</b>	107,0	109,7	113,2	103,3	100,5	106,4	109,1	112,7	102,7	107,0	110,2	100,9	106,1	109,2
<b>06 I</b>	108,0	109,8	112,9	103,0	100,7	107,2	109,0	112,2	102,2	107,9	110,1	100,9	106,9	109,1
<b>06 II</b>	108,6	111,3	113,3	103,8	101,2	107,3	110,1	112,0	102,7	108,7	112,0	101,6	107,0	110,2
<b>06 III</b>	108,5	111,0	111,9	105,1	101,3	107,2	109,6	110,5	103,8	108,7	111,7	101,9	106,7	109,7
<b>06 IV</b>	108,3	111,7	113,0	104,9	101,4	106,8	110,1	111,5	103,5	108,5	112,4	102,0	106,4	110,2
<b>07 I</b>	108,9	111,5	111,2	...	101,6	107,1	109,7	109,4	...	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
<b>06 Ago</b>	108,5	111,0	...	105,2	101,3	107,2	109,6	...	103,9	108,8	111,9	101,9	106,8	109,7
<b>06 Sep</b>	108,4	110,8	...	104,9	101,2	107,1	109,5	...	103,6	108,5	111,6	101,8	106,6	109,6
<b>06 Oct</b>	108,0	111,3	...	105,3	101,2	106,8	110,0	...	104,0	108,1	111,9	101,6	106,4	110,1
<b>06 Nov</b>	108,3	111,7	...	104,5	101,4	106,8	110,2	...	103,1	108,5	112,4	101,9	106,4	110,3
<b>06 Dic</b>	108,6	112,0	...	105,0	101,6	106,8	110,2	...	103,3	108,9	112,8	102,3	106,4	110,3
<b>07 Ene</b>	108,4	111,5	...	105,1	101,5	106,9	109,9	...	103,6	108,6	112,1	102,0	106,5	109,9
<b>07 Feb</b>	108,9	111,3	...	106,0	101,6	107,2	109,5	...	104,3	109,1	112,0	102,2	106,8	109,6
<b>07 Mar</b>	109,3	111,7	...	...	101,9	107,3	109,7	...	...	109,6	112,6	102,5	106,9	109,8
<b>07 Abr</b>	109,4	113,1	...	...	102,1	107,1	110,7	...	...	109,9	114,0	102,9	106,8	110,8
<b>07 May</b>	...	113,2	...	...	102,2	...	110,8	...	...	...	114,1	102,9	...	110,9

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

- a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.
- b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)
- c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.
- d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.





## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

MAY 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>La Muestra Continua de Vidas Laborales de la Seguridad Social 39</p> <p>La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español 55</p> <p>La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina 65</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2006 77</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2005 87</p>
JUN 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2006 29</p> <p>Indicadores de expectativas de inflación para la economía española 45</p> <p>El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración? 57</p> <p>Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda 67</p> <p>La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios 75</p> <p>Evolución de la dispersión salarial en España 83</p> <p>El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina 95</p>
JUL-AGO 2006	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo 77</p> <p>Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida 89</p> <p>Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias 99</p> <p>Divergencias macroeconómicas entre los países de la UEM: magnitud, causas e implicaciones 111</p> <p>El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes 127</p> <p>Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española 139</p> <p>Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005 167</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006 179</p>
SEP 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2006 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 45</p> <p>Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española 55</p> <p>Cambios estructurales en la productividad del trabajo: Estados Unidos frente a la UE 63</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 73</p> <p>Proximidad, comercio internacional y crecimiento económico 105</p> <p>El proyecto de integración de los sistemas de pagos minoristas de la UEM 115</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2006 127</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2005 137</p>
OCT 2006	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 21</p> <p>La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales 89</p> <p>Competencia y ajustes de precios en España y en el área del euro 101</p> <p>La Encuesta sobre Préstamos Bancarios: un análisis de tres años de resultados 111</p> <p>Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores 129</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2006 143</p>
NOV 2006	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Senado 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 23</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2005 y hasta el tercer trimestre de 2006 41</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 63</p> <p>Características cíclicas de la economía española en el período 1980-2005 75</p> <p>Evolución reciente y situación actual comparada de la inversión colectiva en España 85</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2006 97</p> <p>Una valoración de las políticas de innovación europeas 107</p> <p>Cooperación monetaria y financiera en el este de Asia 125</p>

DIC 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Indicadores para el análisis de coyuntura basados en los datos declarados por las grandes empresas a la Agencia Tributaria 29</p> <p>Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas 41</p> <p>Las finanzas públicas de las Comunidades Autónomas: presupuestos y liquidaciones 51</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2005 63</p>
ENE 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española 73</p> <p>El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF 81</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006 93</p>
FEB 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2006, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>La volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a lo largo de la curva de rentabilidades del mercado monetario del área del euro 41</p> <p>Un análisis intertemporal de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro 51</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2007 61</p> <p>La recuperación del crédito bancario en América Latina 71</p>
MAR 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2006 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La evolución reciente de los flujos del mercado de trabajo español 47</p> <p>Los efectos del tipo de cambio en la actividad y los precios del área del euro 57</p> <p>Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios en la UE 69</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 81</p> <p>La emergencia económica de la India: liberalización y límites al crecimiento 111</p>
ABR 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73</p> <p>La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83</p> <p>El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99</p> <p>Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109</p> <p>Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145</p>
MAY 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA 29</p> <p>Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española 39</p> <p>La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea 49</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007 57</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006 67</p> <p>Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros 79</p>
JUN 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 19</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007 37</p> <p>Actualización del modelo trimestral del Banco de España 55</p> <p>Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España 67</p> <p>Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM 83</p> <p>El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real 101</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006 113</p>

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª 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 ILLA: 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.ª 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.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

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

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

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0610 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: House prices, rents, and interest rates under collateral constraints.
- 0611 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America.
- 0612 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Credit market competition, collateral and firms' finance.
- 0613 ÁNGEL GAVILÁN: Wage inequality, segregation by skill and the price of capital in an assignment model.
- 0614 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes.
- 0615 MARIO IZQUIERDO Y AITOR LACUESTA: Wage inequality in Spain: recent developments.
- 0616 K. C. FUNG, ALICIA GARCÍA-HERRERO, HITOMI LIZAKA Y ALAN SIU: Hard or soft? Institutional reforms and infrastructure spending as determinants of foreign direct investment in China.
- 0617 JAVIER DÍAZ-CASSOU, ALICIA GARCÍA-HERRERO Y LUIS MOLINA: What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?
- 0618 SERGIO PUENTE: Dynamic stability in repeated games.
- 0619 FEDERICO RAVENNA: Vector autoregressions and reduced form representations of DSGE models.
- 0620 AITOR LACUESTA: Emigration and human capital: who leaves, who comes back and what difference does it make?
- 0621 ENRIQUE ALBEROLA Y RODRIGO CÉSAR SALVADO: Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model.
- 0622 SONIA RUANO Y VICENTE SALAS: Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003.
- 0623 JUAN AYUSO Y JORGE MARTÍNEZ: Assessing banking competition: an application to the Spanish market for (quality-changing) deposits.
- 0624 IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Is the Internet delivery channel changing banks' performance? The case of Spanish banks.
- 0625 JUAN F. JIMENO, ESTHER MORAL Y LORENA SAIZ: Structural breaks in labor productivity growth: the United States vs. the European Union.
- 0626 CRISTINA BARCELÓ: A Q-model of labour demand.
- 0627 JOSEP M. VILARRUBIA: Neighborhood effects in economic growth.

- 0628 NUNO MARTINS Y ERNESTO VILLANUEVA: Does limited access to mortgage debt explain why young adults live with their parents?
- 0629 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Competition and price adjustment in the euro area.
- 0630 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Option-implied preferences adjustments, density forecasts, and the equity risk premium.
- 0631 JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL Y ÁNGEL ESTRADA: Bemod: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area.
- 0632 JAMES COSTAIN Y MARCEL JANSEN: Employment fluctuations with downward wage rigidity: The role of moral hazard.
- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Inefficient policies, inefficient institutions and trade.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVE: Genetic algorithm estimation of interest rate term structure.
- 0636 AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Using standstills to manage sovereign debt crises.
- 0637 ANTON NAKOV: Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate.
- 0638 JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Current accounts in the euro area: An intertemporal approach.
- 0639 FRANCISCO ALONSO, SANTIAGO FORTE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Punto de quiebra implícito en la prima de *credit default swaps*. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0701 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.
- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.<sup>a</sup> SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSDE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)

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

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).

## Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>2</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>3</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

## Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 3. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

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