

BOLETÍN ECONÓMICO

09/2007

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	21
Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007	41
La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA	59
La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana	71
Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007	83
Informe semestral de economía latinoamericana	91
Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional?	119
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:

Comparezco en esta Comisión en un momento singular, caracterizado por dos fenómenos notables. Por un lado, el mantenimiento, un año más, de un gran dinamismo de las economías mundial, europea y española. Por otro, la súbita emergencia de la incertidumbre en la economía mundial, como consecuencia de la aparición de un episodio de turbulencia en los mercados financieros.

El origen de este episodio se encuentra en el aumento de la morosidad en las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, cuya singularidad radica en que se han venido concediendo préstamos a individuos con historiales crediticios incompletos o, incluso, inexistentes, ilustrativos, en todo caso, de un perfil de riesgo elevado. Unos préstamos que, además, se han otorgado muchas veces en condiciones bastante laxas, de manera que han terminado colocando a las entidades americanas involucradas en una posición de elevada vulnerabilidad.

Cuando algunos de los riesgos asumidos —con toda probabilidad, excesivos— se materializaron, los intermediarios especializados en este tipo de hipotecas comenzaron a experimentar pérdidas y algunos de ellos acabaron siendo incapaces de hacer frente a sus compromisos de pago. En un primer momento, pues, la crisis se circunscribió a un número limitado de intermediarios financieros norteamericanos especializados.

No obstante, dado el peso de la economía americana en el concierto mundial, el elevado volumen de fondos que ha estado captando en estos últimos años en los mercados internacionales y, sobre todo, la fuerte interdependencia entre estos mercados y entre las instituciones financieras de los diferentes países, que se ha generado como consecuencia de la globalización, han determinado que las turbulencias financieras hayan acabado adquiriendo un carácter global.

En este proceso de propagación internacional de las perturbaciones ha desempeñado un papel de primera magnitud el potente desarrollo durante estos años de nuevos instrumentos financieros estructurados, diseñados para facilitar la transferencia del riesgo de crédito entre distintos agentes. Estos nuevos activos permiten una mayor diversificación de las carteras crediticias de los bancos y, por tanto, una gestión más eficiente de los riesgos subyacentes. Sin embargo, en su debe es preciso anotar también algunos potenciales efectos negativos como consecuencia de las dificultades de valoración que se derivan de su propia complejidad y de los débiles incentivos que tienen las entidades que se especializan en esta operativa para calibrar adecuadamente unos riesgos que pueden no tener que asumir finalmente. Más adelante volveré sobre este particular.

La extensión de las perturbaciones al conjunto del sistema internacional se ha traducido en un descenso de las valoraciones y un aumento de sus volatilidades en un buen número de mercados bursátiles, así como en un incremento generalizado de las primas de riesgo crediticio exigidas en los mercados de renta fija. Estos movimientos reflejan una tendencia hacia una valoración más ajustada de los riesgos, tras un largo período de excesiva indulgencia, que debe repercutir en una mayor solidez de las economías a medio y largo plazo, pero la corrección está suponiendo un tensionamiento de las condiciones de financiación, que, si se prolongan demasiado, podrían incidir igualmente sobre la confianza de los inversores y los restantes agentes económicos.

Pero aún es muy pronto para evaluar el efecto de estas perturbaciones sobre el crecimiento económico mundial. Todavía no se dispone de datos relevantes sobre la evolución de las economías con posterioridad a la perturbación. En todo caso, la magnitud del posible efecto dependerá estrechamente de cuánto se vea afectada la propia economía norteamericana por las turbulencias que allí se han iniciado. La información disponible muestra, hasta el momento, una capacidad de resistencia de dicha economía ante la crisis del sector de la inversión residencial mayor de lo que se auguraba en un principio, por lo que los efectos previsibles parecen acotados. A este diagnóstico responden las previsiones formuladas por los organismos internacionales, que, aun reconociendo un aumento considerable de las incertidumbres y de los riesgos a la baja, siguen apuntando a un escenario de continuidad del dinamismo mundial. A nadie se le oculta, sin embargo, que, si Estados Unidos entrara en recesión, se podría producir un cambio significativo en el escenario económico mundial, aunque las repercusiones se verían amortiguadas, en cualquier caso, por el continuado dinamismo de las economías emergentes, poco afectadas, en general, por este episodio de turbulencias financieras.

El alcance del impacto sobre el crecimiento global dependerá también, de manera fundamental, de la profundidad y duración de las perturbaciones generadas. En el pasado, en episodios como el de 1998, con la crisis del fondo Long Term Capital Management y de la deuda rusa, las turbulencias financieras apenas influyeron en el dinamismo económico mundial, en contra de los malos augurios que acompañaron a su aparición. Otros episodios, en cambio, como la crisis de «la nueva economía», tuvieron un impacto más profundo, si bien de intensidad y duración variables en las distintas áreas geográficas.

Desafortunadamente, estas experiencias no sirven de referencia para diagnosticar el alcance potencial del episodio actual, que presenta muchos rasgos novedosos, siendo una de sus características singulares su especial concentración en el núcleo occidental de los países industrializados. En el pasado reciente hemos asistido a turbulencias en Asia, en Latinoamérica y en los países del Este. Ahora, en cambio, las perturbaciones están afectando principalmente a Estados Unidos y a la Europa más desarrollada.

Permítanme, por tanto, que adopte una perspectiva eminentemente europea para profundizar en algunos de los principales rasgos de este episodio. Este enfoque me facilitará, además, abordar sus implicaciones sobre la política monetaria del euro, que es, a mi entender, la forma más lógica de adentrarse en las posibles repercusiones sobre la economía española.

Quiero comenzar enfatizando que en el área del euro no se han desarrollado hipotecas de alto riesgo como las norteamericanas, por lo que, en primera instancia, el repunte de la morosidad en Estados Unidos ha afectado solo a los intermediarios financieros europeos que habían adquirido títulos vinculados a los créditos hipotecarios de alto riesgo originados en aquella economía. Pero la propagación del contagio no se circunscribe a la mera influencia de este canal, sino que transcurre a través de un conjunto más amplio de perturbaciones.

El aumento de la morosidad y de los fallidos en las hipotecas americanas ha desencadenado un proceso global de revisión al alza de las primas de riesgo crediticio, que en el clima de bonanza económica de los últimos años habían alcanzado niveles muy bajos y muy poco discriminantes, provocando inversiones probablemente excesivas en actividades de alto riesgo potencial.

Esas inversiones se han visto potenciadas, adicionalmente, por la proliferación de nuevos intermediarios financieros especializados en los mercados de transferencia de riesgo de crédito, a los que ya he tenido ocasión de referirme. En particular, en el episodio actual han desempe-

ñado un papel importante instituciones que se financian emitiendo valores de renta fija a muy corto plazo y emplean los fondos captados en la adquisición de productos estructurados vinculados a operaciones de crédito a largo plazo, entre las que se incluyen hipotecas americanas de alto riesgo.

Los riesgos de liquidez implícitos en esta forma de operar han sido claramente infravalorados por estas entidades especializadas, y las consecuencias se han dejado sentir en los mercados monetarios, porque algunas entidades de crédito adquirieron el compromiso de suministrar liquidez a estas entidades especializadas en caso de que, llegado el vencimiento, no consiguieran renovar la financiación que captan mediante la emisión de valores. Se ha generado, así, una grave crisis de liquidez en los mercados monetarios de un buen número de economías industrializadas, y tal ha sido el caso de lo ocurrido en el área del euro.

Los bancos centrales, y el BCE en particular, han reaccionado con rapidez, satisfaciendo mediante procesos extraordinarios de inyección de liquidez las cantidades demandadas por el mercado. Esto ha evitado que la escasez de liquidez contribuyera a profundizar la crisis y ha transmitido un mensaje de calma y seguridad a los mercados.

Sin embargo, las dificultades para valorar los productos estructurados ligados a las hipotecas de alto riesgo y, sobre todo, la palmaria falta de transparencia en el proceso de agrupación, segmentación y redistribución de los riesgos crediticios que se ha llevado a cabo mediante estos productos están causando problemas de confianza entre las entidades.

Todos estos problemas han mantenido prácticamente paralizados los mercados interbancarios a plazo, en los que se registran volúmenes muy reducidos de operaciones, y han llevado los tipos de interés a niveles por encima de los que se corresponderían con una situación de normalidad. En los mercados de valores europeos, por su parte, las cotizaciones bursátiles, especialmente las de las empresas financieras y las del sector de la construcción, se han visto también negativamente afectadas, al tiempo que algunos inversores se han desplazado hacia activos de menor riesgo, como la deuda pública, lo que se ha reflejado en descensos de las rentabilidades de estos títulos.

Las incertidumbres que se derivan de todos estos movimientos suponen un elemento de complejidad añadida evidente en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.

Afortunadamente, las turbulencias financieras que he descrito alcanzan a Europa en un momento caracterizado por un elevado dinamismo económico en la zona del euro y, por tanto, con una capacidad de resistencia notable. El PIB de la zona del euro creció algo menos de lo esperado en el segundo trimestre del año, pero la parte transcurrida de 2007 supone, en su conjunto, una continuación de la fase de bonanza económica que se inició en el área a mediados de 2005. La solidez de la posición patrimonial de las empresas, las tasas de beneficio esperadas y la favorable respuesta del empleo al impulso de la actividad apuntan a una prolongación durante los próximos trimestres de esta etapa de expansión del producto a tasas que, si bien podrían resultar ligeramente inferiores a las que se anticipaban hace unos meses, continúan situándose alrededor del crecimiento potencial. Cabe recordar que la persistencia de ciertos desequilibrios globales y de presiones proteccionistas y las incertidumbres en torno a la evolución de los precios del petróleo y otras materias primas suponen elementos de riesgo para el crecimiento, que estaban presentes desde antes del episodio de turbulencias que estamos viviendo.

En el terreno de los precios, la evolución descrita de la producción vendría acompañada de una tendencia ligeramente alcista de la inflación, que se situaría alrededor del 2% en el medio

plazo, ya que la menor aportación de los impuestos indirectos —que ha sido especialmente importante en 2007— sería compensada por una mayor contribución de los costes laborales unitarios, en un marco de dinamismo del mercado de trabajo. En este contexto, un eventual aumento de las presiones salariales, asociado a la pérdida de holgura en el mercado de trabajo a la que me acabo de referir, o un incremento de los márgenes en aquellos sectores más protegidos de la competencia internacional constituyen elementos de riesgo para la estabilidad de precios en el área del euro.

Las turbulencias actuales en los mercados financieros han acentuado, lógicamente, los riesgos a la baja para el crecimiento, lo que ha mitigado de algún modo unos riesgos inflacionistas que, no obstante, continúan siendo al alza. Pero, sobre todo, han elevado el rango de incertidumbre asociado al escenario central para la economía europea que acabo de describir.

En estas condiciones, tal y como conocen Sus Señorías, en la primera reunión de este mes, el Consejo de Gobierno del BCE decidió unánimemente mantener inalterados los tipos de interés y acumular más información sobre este episodio y estudiarla de manera pormenorizada antes de tomar ninguna nueva decisión. A nadie debería extrañar que la condicionalidad de las decisiones, que siempre ha sido un elemento importante en el entramado de la política monetaria del BCE, adquiera una relevancia particular en un contexto como el actual, en el que la incertidumbre mundial alcanza cotas particularmente elevadas.

De este modo, en los próximos meses será preciso realizar un seguimiento muy cercano de los principales canales por los que las perturbaciones financieras podrían afectar a la economía europea. En mi opinión, tres elementos requieren particular atención. En primer lugar, habrá que precisar mejor cuál es el verdadero alcance de la desaceleración norteamericana, su posible transmisión a la economía mundial y las eventuales consecuencias para la evolución de los tipos de cambio. En una vertiente más interna, europea, será necesario también calibrar los efectos de las turbulencias sobre el coste y la disponibilidad de financiación para el sector privado. Finalmente, habrá que seguir de cerca las posibles repercusiones sobre la confianza de empresas y consumidores. Las señales que surjan en el ámbito de estos dos últimos canales, es decir, el canal crediticio y el sentimiento económico, serán particularmente informativas para el crecimiento económico del área del euro cuando afecten a países en los que el consumo mantiene todavía un crecimiento algo titubeante.

También creo que este es un momento oportuno para reiterar, como ya hiciera el Presidente del BCE tras la reunión del Consejo de Gobierno, el compromiso firme de la política monetaria con el objetivo de la estabilidad de precios, que es la mejor contribución que esta puede hacer para favorecer un crecimiento sostenido del producto y del empleo, y, por tanto, del bienestar de los ciudadanos europeos en general, y de los españoles en particular.

De hecho, estos acontecimientos han tenido lugar en un momento en que también la economía española continúa mostrando un gran dinamismo, prolongando su ya larga fase de expansión. El producto ha crecido durante el primer semestre de este año a tasas ligeramente por encima o en torno al 4%, en línea, por tanto, con los registros que se alcanzaron en los meses finales de 2006, y la pujanza de la actividad ha sido compatible con una composición más equilibrada entre las fuentes interna y externa del gasto. En particular, la aportación de la demanda exterior neta, que llegó a restar dos puntos porcentuales del crecimiento en algunos trimestres de 2004 y 2005, mejoró en 2006 y lo ha seguido haciendo en la primera mitad del presente ejercicio, al tiempo que la inversión empresarial ha continuado ganando protagonismo en la demanda nacional, en detrimento del consumo privado y de la inversión en vivienda.

El proceso de normalización de las condiciones monetarias y financieras que se inició a finales de 2005 ha contribuido eficazmente a alcanzar esta composición más equilibrada del gasto. Pero, además, el buen comportamiento de la economía mundial en 2006 y, en particular, la recuperación del área del euro han impulsado las ventas al exterior, tras varios años de debilidad. Por el lado de la oferta, la creciente disponibilidad de recursos laborales, en un contexto demográfico muy expansivo, ha facilitado el ajuste de la actividad a esta demanda pujante, evitando que se generaran presiones de costes y precios excesivas. De hecho, la tasa de inflación se ha reducido hasta zonas próximas al 2% (2,2% en julio y agosto), colocando el diferencial con la zona del euro en medio punto porcentual, aunque cabe esperar un cierto repunte en lo que queda de año y en el primer trimestre del año próximo.

La trayectoria de suave ralentización que ha seguido el consumo de los hogares a lo largo de 2006 y durante la primera parte de este año refleja, como ya he mencionado, la lógica adaptación a unas condiciones monetarias y financieras más normales. La subida de tipos de interés que se inició a finales de 2005 se ha ido trasladando paulatinamente a los diversos mercados financieros y bancarios, incentivando el ahorro de las familias e incrementando el coste financiero soportado por los hogares endeudados. Asimismo, las tasas más bajas de revalorización de la riqueza en poder de los hogares —debidas, sobre todo, a la gradual contención de las alzas de precios de la vivienda— han reducido la influencia expansiva de los efectos riqueza sobre el consumo. Como contrapunto, la fortaleza del empleo, que sigue creciendo a tasas superiores al 3%, y los elevados niveles de confianza han desempeñado un papel muy relevante para que este proceso de ajuste del consumo de los hogares hacia niveles más sostenibles haya sido suave.

Desde comienzos de 2006 se observa, asimismo, un menor empuje de la inversión residencial, que, como en el caso del consumo privado, ha respondido también al aumento de los tipos de interés y a las menores expectativas de revalorización de la vivienda, tras las intensas alzas de precios registradas en los años anteriores. En este caso, el gradualismo de la desaceleración de la inversión residencial se ha visto sustentado por el soporte que proporciona una demanda de vivienda muy pujante, en el contexto de elevado empuje demográfico que está viviendo la economía española en estos últimos años.

La menor contribución al crecimiento de estos dos componentes del gasto interno se ha visto compensada, en primer lugar, por el dinamismo que ha mantenido la inversión productiva de las empresas, en una situación de elevada rentabilidad y de expectativas de negocio favorables, tanto por el continuado impulso de la demanda interna como, sobre todo, por el auge de la economía mundial. En particular, la inversión en bienes de equipo mostró en 2006 una tasa de crecimiento superior al 10% y en los últimos trimestres su ritmo de expansión se ha situado en torno al 13%. Además, la demanda exterior neta ha contribuido a amortiguar el impacto de la desaceleración del gasto de las familias sobre el crecimiento, gracias a la notable recuperación de las exportaciones en 2006 y a la moderación de las compras al exterior en el primer semestre del presente año.

El escenario más probable para los próximos meses es de continuidad en la moderación gradual de la demanda interna y de crecimiento del producto. De hecho, en el segundo trimestre del presente ejercicio se han observado algunos signos que podrían sugerir un cambio gradual hacia una senda de crecimiento más atenuado, si bien el incremento del PIB fue solo una décima inferior al registrado en los tres primeros meses del año. La información —todavía muy parcial y fragmentaria— de algunos indicadores económicos referidos al tercer trimestre apunta también en esa dirección.

A la luz del dinamismo de la demanda nacional en los últimos años, resulta razonable que el consumo privado y la inversión en vivienda muestren tasas de crecimiento algo más bajas, si bien, como ha venido ocurriendo hasta ahora, el mantenimiento de un ritmo robusto de creación de empleo y de aumento de la población proporcionarán un soporte relativamente alto a la posible desaceleración de esas dos magnitudes. En el sector de la construcción, además, es previsible que la inversión en obra civil y en edificación no residencial, que ha mostrado una mayor resistencia hasta ahora, se mantenga pujante en los próximos años, lo que podría moderar el impacto negativo sobre el crecimiento de la desaceleración de la inversión en vivienda, donde parece haberse iniciado ya un cambio de fase cíclica.

Por su parte, la inversión productiva probablemente seguirá siendo el elemento más dinámico de la demanda interna, aunque es difícil que compense, por sí misma, la menor aportación del gasto de las familias. Por ello, el papel de la demanda exterior neta será fundamental para asegurar la compatibilidad de una cierta contención del gasto con el mantenimiento de ritmos de crecimiento en el entorno del 3%. La contribución de esa variable dependerá, de modo crucial, del comportamiento de nuestros mercados de exportación, pero también de la competitividad de nuestra producción, que es un elemento sobre el que las empresas y las autoridades económicas sí tienen capacidad de influir.

En este sentido, la vía fundamental por la que el reciente episodio de inestabilidad financiera y de mayor incertidumbre internacional podría afectar al escenario de crecimiento previsto para la economía española proviene de la evolución del entorno exterior. En efecto, si ese episodio afectara significativamente al dinamismo de nuestros mercados internacionales, la capacidad de la demanda exterior de contener el impacto negativo de la desaceleración del gasto privado se vería mermada.

Como muestra la experiencia de la economía española a lo largo de los últimos años, el comportamiento del empleo y su influencia sobre las expectativas de renta de las familias desempeñan un papel central como motores del gasto de los hogares. Por este motivo, es esencial un funcionamiento suficientemente flexible de los mecanismos de asignación de recursos, que permitan que las actividades industriales y de servicios (vinculadas en parte a la exportación) asuman un mayor protagonismo y tomen el relevo de la construcción.

Desde el punto de vista del mantenimiento del dinamismo del gasto interior, también es preciso prestar atención al efecto sobre la economía española del endurecimiento de las condiciones financieras que se podría derivar de la evolución de los mercados financieros europeos, un proceso en el que desempeña un papel fundamental el comportamiento de las instituciones financieras propias. Permítanme, en consecuencia, que dedique una atención especial en esta parte final de mi intervención a la situación actual de las entidades de crédito españolas, que constituyen el núcleo central de nuestro sistema financiero.

Las entidades de crédito españolas se enfrentan a este episodio de turbulencia desde una posición de fortaleza, cuyos principales pilares se asientan en unos elevados niveles de rentabilidad, que es siempre la primera línea de defensa frente a cualquier perturbación negativa; unos confortables niveles de solvencia, claramente por encima de los mínimos requeridos por la regulación; y, en medio de ambos, una amplia cobertura de los créditos dudosos mediante las provisiones que se han ido acumulando a lo largo de la etapa de bonanza. Creo que el papel que ha desempeñado el Banco de España promoviendo esta acumulación de provisiones es sobradamente conocido, por lo que no me extenderé más sobre este punto.

Sí resaltaré, sin embargo, que hay varios factores idiosincrásicos en la evolución de las entidades españolas que han limitado su exposición a las perturbaciones actuales. Ya he men-

cionado que en el área del euro no cabe hablar de un segmento de alto riesgo en los mercados hipotecarios similar al norteamericano, una afirmación que se aplica plenamente al caso español. Antes al contrario, la calidad crediticia de las hipotecas españolas es elevada, como muestran los reducidos valores de las ratios de morosidad y los niveles moderados de la relación media entre el volumen de los préstamos concedidos y el valor de las garantías exigidas.

En esta misma línea, el peso de los activos vinculados a las hipotecas de alto riesgo en los balances de las entidades es completamente marginal, como lo es también su exposición indirecta a través de eventuales líneas de crédito comprometidas con otros intermediarios financieros que sí pudieran contar con tales activos. De hecho, este tipo de intermediarios no ha proliferado en nuestro sistema financiero.

Probablemente, uno de los elementos que ha contribuido en mayor medida a preservar la calidad de los activos del sistema financiero español ha sido la continuidad en nuestro país de un modelo bancario tradicional, en el que, a diferencia de lo que ha ocurrido durante los últimos años en otros países, especialmente en Estados Unidos, las entidades han recurrido a la titulización de créditos principalmente para financiar la expansión de la actividad, y no con el fin de transmitir a terceros los riesgos asociados a los préstamos de su cartera. Uno de los efectos de este patrón de comportamiento que resulta particularmente positivo en el contexto actual es que el mantenimiento de los riesgos crediticios en el balance propio ha actuado como un incentivo de primera magnitud para que los controles de calidad de esos riesgos continuaran funcionando correctamente. Asimismo, en la medida en que los procesos de titulización utilizados por las entidades españolas han perseguido más captar nuevos recursos que redistribuir riesgos, se han materializado en instrumentos que, como las cédulas hipotecarias o los bonos de titulización, presentan un reducido grado de complejidad y son mucho más fáciles de valorar que los productos estructurados que han proliferado en otras latitudes.

Estos elementos de solidez que acabo de repasar no deben hacernos olvidar, sin embargo, que una prolongación excesiva del episodio actual de turbulencia podría terminar teniendo efectos indeseables sobre la confianza de los inversores, que fueran más allá de promover una deseable y saludable corrección de unas primas de riesgo y unos niveles de volatilidad anormalmente bajos, y que acabaran reduciendo sustancialmente la capacidad de los mercados financieros para ofrecer guías útiles que permitan a los inversores discriminar la verdadera calidad crediticia de los diferentes instrumentos. Si esto llegara a ocurrir, la necesidad de nuestra economía de financiar en los mercados internacionales una parte importante del gasto en inversión realizado por las familias y las empresas españolas podría llegar a actuar como un obstáculo para el mantenimiento de elevados niveles de dinamismo.

En conjunto, Señorías, desde mi última comparecencia se mantienen, a grandes rasgos, las perspectivas de crecimiento que describí entonces para la economía española, si bien la turbulencia financiera ha incrementado, como en todas partes, la incertidumbre que las rodea. Las perspectivas que ofrece un escenario de continuado dinamismo, aunque sea a tasas ligeramente más moderadas, pero con una composición más equilibrada, y la solidez de las instituciones financieras suministran resortes de fortaleza que permiten afrontar con confianza la capacidad para encajar el impacto de las turbulencias. Sin embargo, dependiendo de la duración y de la intensidad que finalmente alcance este episodio, no cabe descartar el surgimiento de algunas dificultades para que la demanda exterior actúe, como hasta ahora, de factor suficiente de compensación frente a la previsible moderación gradual de la demanda nacional; en especial, si el impacto de la inestabilidad

financiera sobre el crecimiento de nuestros principales mercados de exportación llegara a ser sustancial.

En circunstancias como las actuales, la política económica tiene un papel muy importante que desempeñar a la hora de ofrecer un marco en el que la confianza se pueda asentar en la existencia de márgenes de actuación frente a posibles contingencias futuras. Para ello, debe mantener su firme orientación hacia los objetivos de estabilidad a medio plazo y evitar, en consecuencia, la adopción de medidas excesivamente centradas en el corto plazo. En este sentido, la política presupuestaria debe mantener su orientación actual, que tan beneficiosa está resultando para la fortaleza de la economía, preservando un saldo presupuestario suficientemente holgado, de modo que disponga de margen de maniobra para desplegar, si fuera necesario, su potencial estabilizador en circunstancias menos favorables que las actuales. Con este objetivo, debería evitarse incurrir en desviaciones de gasto, que absorberían prematuramente parte de ese margen en un momento posiblemente poco oportuno. Aunque sobre este tema ya tendremos ocasión de hablar más específicamente en el marco de las comparencias del proceso de discusión del Presupuesto.

Igualmente importante resulta seguir implementando con decisión y ambición la agenda trazada de reformas estructurales, tanto en sus aspectos de flexibilización del funcionamiento de los mercados de bienes y factores como en el ámbito de los avances en la capitalización, productividad y competitividad de la economía. Estas reformas son, en circunstancias como las actuales, esenciales, pues deben permitir que los recursos —como el empleo— se reasignen sin fricciones entre sectores y mejorar las condiciones en que la producción nacional compite en los mercados internacionales.

Muchas gracias.

18.9.2007.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

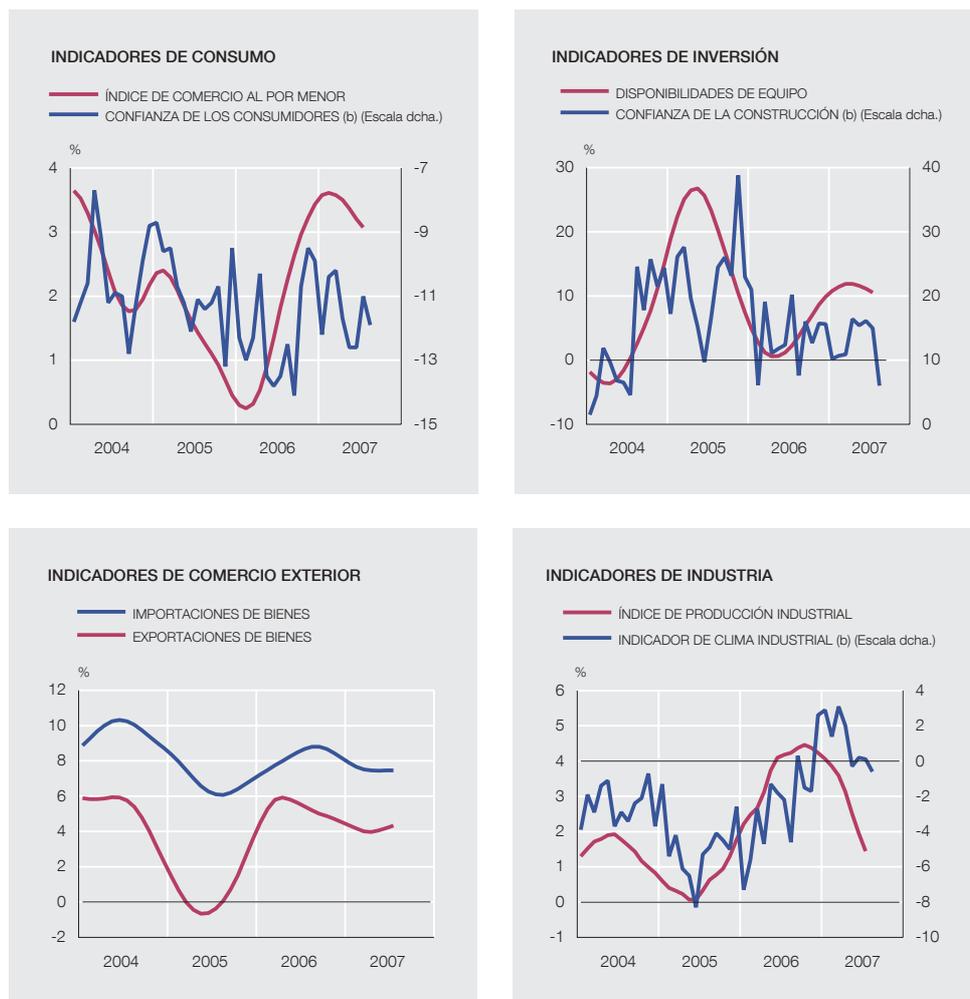
Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral¹, el crecimiento interanual del PIB real de la economía española se situó en el 4% en el segundo trimestre de 2007, una décima menos que en el trimestre previo —un 0,9%, en términos de su tasa intertrimestral—. Esta ligera moderación del PIB en el segundo trimestre fue el resultado de un comportamiento algo más contenido de la demanda nacional, cuyo crecimiento interanual se redujo en una décima, y se situó en el 4,6%, puesto que el sector exterior mantuvo estable su aportación negativa a la expansión del producto en -0,9 puntos porcentuales (pp). Por el lado del gasto interno, se observó una ligera ralentización en el consumo privado, en el consumo público y, de forma algo más intensa, en la inversión en construcción, cuya tasa interanual se redujo en seis décimas, hasta el 4,6%. La inversión en bienes de equipo se desaceleró levemente, aunque continuó mostrando una tasa de crecimiento muy elevada (13%), mientras que la inversión en otros productos se recuperó significativamente en el segundo trimestre. En el ámbito del comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios experimentaron un mayor dinamismo, si bien el crecimiento de estas últimas siguió siendo superior al de las ventas al exterior (6,7%, frente al 4,8%). Desde la óptica del valor añadido, la industria, la construcción y los servicios de mercado atenuaron sus ritmos de crecimiento, mientras que la rama energética y la de servicios no de mercado mostraron una cierta aceleración. Finalmente, el empleo siguió creciendo intensamente en el segundo trimestre, a un ritmo interanual del 3,2%, de forma que la productividad aparente del trabajo mantuvo un crecimiento del 0,8%.

Junto con la publicación de los datos relativos al segundo trimestre, el INE revisó las estimaciones de las series de Contabilidad Nacional (base 2000) para el período 2003-2006. El crecimiento del PIB real se revisó una décima al alza para los años 2003, 2004 y 2005, mientras que en 2006 la estimación ha permanecido sin cambios, si bien la demanda externa presenta ahora una contribución más negativa, que se ve compensada por una mayor aportación de la demanda nacional a la expansión del producto.

Existen aún pocos indicadores que recojan la evolución de la economía española, así como de la economía internacional, tras los episodios de turbulencias financieras que surgieron en los mercados financieros internacionales en agosto, y que en cierta medida continúan presentes en la fecha de cierre de este informe, por lo que las perspectivas que pueden describirse en estos momentos están rodeadas de mayor incertidumbre de lo que es habitual. No obstante, la información referida al tercer trimestre del año sobre la economía española, aunque todavía muy parcial, apunta a que se mantendría la tendencia hacia una leve moderación de la actividad ya observada el trimestre anterior. Entre la información más reciente referida al consumo privado, los indicadores disponibles presentan, en general, un tono menos dinámico, aunque no se aprecian cambios significativos respecto al segundo trimestre del año. Así, el indicador de confianza de los consumidores y el relativo al comercio al por menor mantuvieron en julio y agosto un nivel similar al del segundo trimestre (véase gráfico 1). El índice de comercio al por menor en términos reales se desaceleró en el mes de julio hasta una tasa del 3,3%, aunque también mantiene un crecimiento en línea con el del segundo trimestre, basado en el comportamiento más expansivo de las ventas de bienes no alimenticios. Por último, las matriculaciones de automóviles descendieron en los meses de julio y agosto a un ritmo interanual en torno al 3% en términos desestacionalizados, algo más pronunciado que la caída observada en el segundo trimestre del año.

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



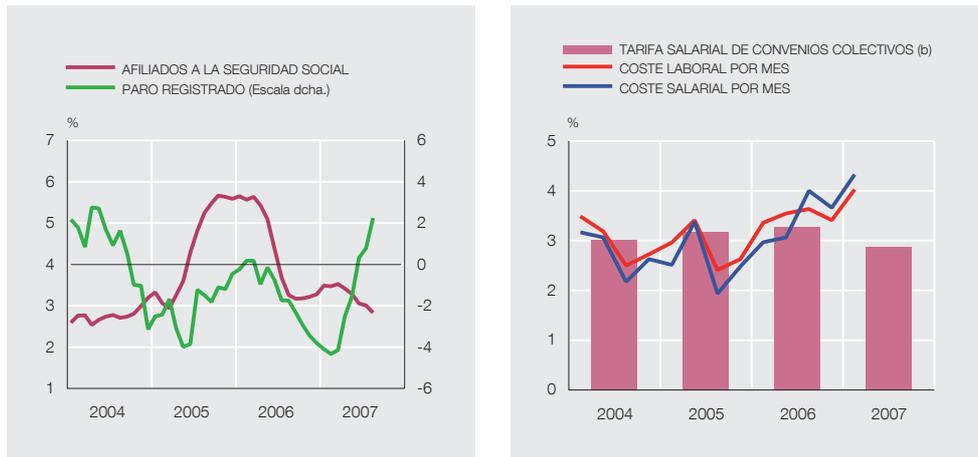
FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

b. Nivel de la serie original.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo ponen de relieve la fortaleza de este componente de la demanda, aunque probablemente esté experimentando un crecimiento algo inferior al de los primeros meses del año. Por una parte, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial volvió a aumentar al inicio del tercer trimestre y el indicador del clima en el sector productor de esos bienes presentó en los meses de julio y agosto registros elevados. Por otra, el indicador de disponibilidades —aunque solo con información parcial hasta julio— presentó una ligera desaceleración, pero manteniendo elevadas tasas de crecimiento.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan, en general, hacia la continuación de la moderación de esta variable en el tercer trimestre. El indicador de confianza calculado en promedio de julio y agosto retrocedió respecto al segundo trimestre. Asimismo, entre los indicadores de consumos intermedios, la producción interior de materiales de construcción prolongó en julio el modesto ritmo de crecimiento del segundo trimestre, mientras que el consumo aparente de cemento cayó en agosto. Los indicadores de empleo en la construcción señalan también una desaceleración de la actividad del sector. El número de trabajadores de esta rama afiliados al régimen general de la Seguridad Social apenas au-

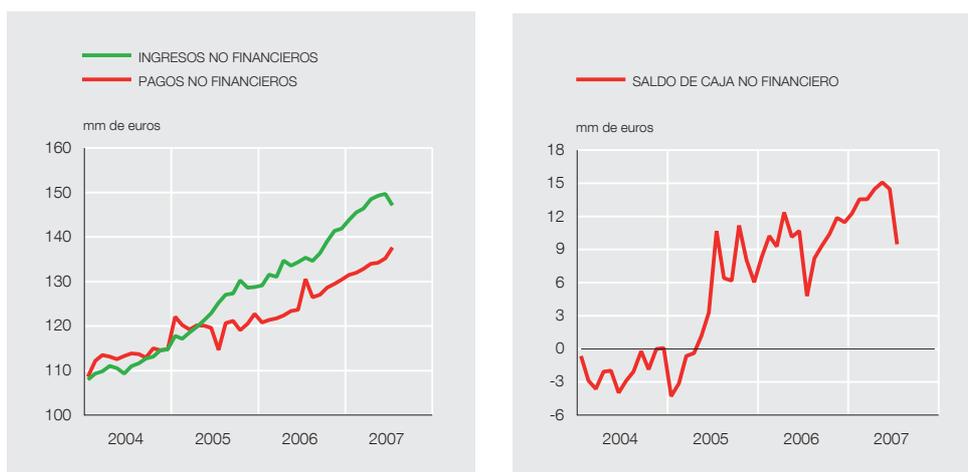


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

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

mentó en agosto, en términos de su tasa interanual, en contraste con el incremento del 4,4% observado durante el segundo trimestre. Por su parte, el número de parados registrados en construcción intensificó en julio y agosto su ritmo de aumento interanual, frente a las reducciones del número de parados registradas hasta el mes de abril. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado, el alto número de visados de viviendas aprobados el pasado año permitiría anticipar que la edificación residencial crecería a un buen ritmo en 2007, aunque la moderación observada en la demanda residencial podría ralentizar la ejecución de algunos proyectos. Respecto a otras construcciones, la licitación oficial de obra civil creció en el período enero-mayo a un ritmo inferior al observado en el último trimestre del año 2006, si bien, como en el caso de la vivienda, la elevada licitación del año anterior supondría el mantenimiento de un cierto dinamismo de este componente de la inversión en 2007.

De acuerdo con los datos de Aduanas, tanto las exportaciones reales de bienes como las importaciones crecieron en julio muy por encima de la media del segundo trimestre, lo que es debido, en parte, a un efecto de base, pues en julio de 2006 los intercambios comerciales fueron singularmente bajos. En julio, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 10,6% en tasa interanual, frente al avance medio del 2,8% registrado en el segundo trimestre. Por tipos de bienes, el mayor incremento correspondió en julio a las ventas de bienes de consumo no alimenticio, con un 18%. También se expandieron a un ritmo notable las ventas de bienes intermedios, tanto energéticos (15,5%) como no energéticos (12%). Las ventas de bienes de consumo alimenticio siguieron mostrando tasas más modestas (2,2% en julio), aunque algo más altas que las observadas en el segundo trimestre. Por último, las ventas de bienes de equipo descendieron un 5,8%, de forma que, a pesar de la recuperación del segundo trimestre, acumulan una disminución del 1% en los siete primeros meses del año. Por áreas geográficas, la recuperación de julio fue bastante generalizada, con tasas superiores al 10% en las ventas tanto a la UE como al resto del mundo. Por otra parte, las importaciones reales de bienes crecieron un 13,4% en julio, 6 pp por encima del aumento medio del segundo trimestre. Por productos, se produjo una importante ralentización de las compras reales de bienes de equipo, que solo avanzaron un 0,6%, mientras que se aceleraron las compras de bienes de consumo, con una tasa de crecimiento del 18,2% en el caso del consumo alimenticio y del 14,2% en el resto del consumo. Por último, las importaciones de bienes intermedios se expandieron en julio a una tasa interanual del 14,8%. El déficit comercial en térmi-



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

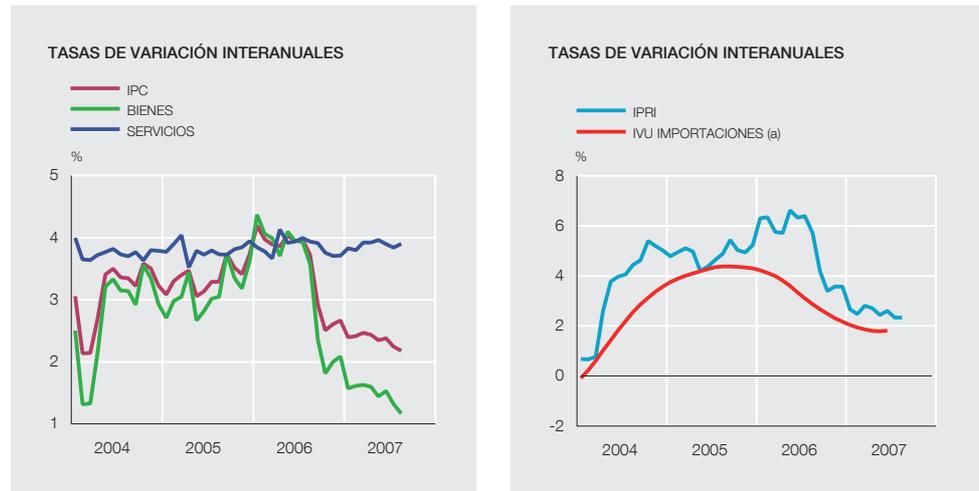
a. Último dato: agosto de 2007.

nos nominales se incrementó un 20,7% en julio, frente al aumento del 8,2% del segundo trimestre.

Respecto al turismo, los principales indicadores reales mostraron en julio una cierta mejora en relación con los datos del segundo trimestre. Así, el número de turistas extranjeros entrados por fronteras aumentó en el promedio de julio y agosto un 2,4%, frente al estancamiento registrado en el período abril-junio, mientras que el número de pernoctaciones de extranjeros en hoteles se recuperó en los meses de verano, con una tasa interanual de crecimiento del 1,8%. Esta evolución resulta coherente con lo señalado por los datos de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), que estima un aumento del 3,5% en el gasto nominal de los turistas en julio, frente al avance del 1,5% del segundo trimestre. El gasto medio por turista registró en julio un ligero repunte, hasta el 1,7%, combinando un incremento del gasto medio diario con un descenso de la estancia media de los turistas en nuestro país.

Los datos de la Balanza de Pagos para los seis primeros meses del año mostraron un aumento de la necesidad de financiación de la economía, que en términos acumulados supuso en el primer semestre 48.046 millones de euros, un 22% superior a la contabilizada en igual período del año anterior. El déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en ese mismo período ascendió a 50.203 millones de euros, frente a 41.267 millones en el primer semestre de 2006. El aumento del déficit por cuenta corriente se debió principalmente al incremento del déficit de la balanza de rentas, mientras que una cuarta parte se explica por el incremento del saldo negativo de la balanza comercial y un 15% por el mayor déficit de la balanza de transferencias corrientes. El superávit de servicios se mantuvo prácticamente estable, pues el mayor superávit de turismo y viajes se compensó con la ampliación del déficit de los otros servicios. Por su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 2.156 millones de euros en los seis primeros meses del año, un 11% más que en el mismo período de 2006, debido a la ampliación de los ingresos de las AAPP en concepto de transferencias de capital procedentes de la UE.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial prolongó en julio la trayectoria de moderación que venía mostrando en los últimos meses. Su crecimiento interanual fue del 1,3%, una vez corregida la serie del efecto calendario, frente al crecimiento del 2,5% registra-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

do en el segundo trimestre. El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria resulta coincidente con ese dinamismo más atenuado en la industria. El indicador de clima industrial señala una disminución para los meses de julio y agosto en la confianza de los empresarios, y el índice de directores de compras mostró un cierto empeoramiento en esos mismos meses. Por su parte, el indicador de confianza del sector retrocedió en agosto, tras mantenerse estable durante tres meses consecutivos. Los indicadores de empleo en el sector señalan, asimismo, una ligera moderación. Así, los afiliados a la Seguridad Social presentaron una suave desaceleración en julio y agosto, aunque su ritmo de crecimiento se sitúa en torno al 2,5%, y el paro registrado continuó reduciéndose, si bien a un ritmo menor que el del trimestre previo (-2,8%).

En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible refleja, como tónica general, una cierta moderación, si bien hay señales algo contrapuestas. Comenzando por los indicadores de opinión, el indicador de confianza de servicios se mantuvo en julio y agosto en valores similares a los del segundo trimestre, mientras que el índice de directores de compras del sector registró una disminución apreciable en agosto, que le llevó al nivel mínimo desde enero de 2006. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social continuaron desacelerándose de forma suave en julio y agosto, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,7% en el último mes, y el paro registrado repuntó en los mismos meses. Por último, el indicador de actividad de este sector experimentó en julio un ritmo de crecimiento del 3,1% en términos reales, algo superior al del segundo trimestre.

El empleo, según la CNTR, creció un 3,2% en el segundo trimestre, una décima menos que en el trimestre anterior, con lo que la productividad aparente del trabajo mantuvo una tasa de variación del 0,8%. Los indicadores más recientes apuntan a que en el tercer trimestre se estarían produciendo avances más moderados en la creación de empleo. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social creció en julio y agosto a un ritmo interanual en torno al 2,7%, seis décimas por debajo de la tasa del segundo trimestre, y en términos de medias mensuales, que, en general, son menos volátiles, las afiliaciones avanzaron a una tasa del 2,8% en agosto. Respecto al desempleo, el número de parados registrados mostró en agosto un ritmo de avance positivo (2,2% en términos interanuales), lo que contrasta con las tasas negativas que se habían venido observando hasta el pasado mes de mayo (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta agosto de 2007 un superávit de 12.342 millones de euros (1,2% del PIB), frente al superávit de 10.095 millones de euros (1% del PIB) registrado hasta agosto de 2006. Los recursos no financieros experimentaron un ritmo de crecimiento del 10,6% respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un 9,2%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta agosto de 2007 se saldó con un superávit de 7.228 millones de euros, frente al superávit de 4.578 millones registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Siguiendo con la ejecución en términos de caja, el ritmo de crecimiento de los ingresos repuntó notablemente a lo largo del mes, mientras que los pagos se desaceleraron levemente. Así, los ingresos mostraron un crecimiento del 12,1%, frente al 6,6% acumulado hasta julio, debido principalmente a la aceleración que se produjo en los impuestos directos, en tanto que los indirectos se contrajeron como consecuencia del adelanto de las devoluciones del IVA. Por su parte, los pagos registraron una tasa de avance del 9,6%, similar a la del mes anterior.

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral del Coste Laboral (ETCL), el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,9% interanual en el segundo trimestre de 2007, una décima menos que en el trimestre anterior. El coste salarial aumentó un 3,8%, cinco décimas menos que en el primer trimestre, de modo que el repunte del coste laboral se debió a la evolución de los otros costes, que se aceleraron hasta el 4%. Por su parte, la remuneración por asalariado en la CNTR registró un avance del 2,9% en el segundo trimestre de 2007, una décima más que en el trimestre precedente, contrastando por tanto con la información de la ETCL, si bien el perfil de la remuneración por sectores que proporcionan ambas fuentes de información es similar, salvo en el caso de los servicios de mercado. En cuanto a la negociación colectiva, los datos más recientes sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de agosto, que afectan a 6,4 millones de trabajadores, en el 2,87%, cuatro décimas por debajo del incremento con que se cerró el año 2006, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 2,81% en los servicios, hasta un 3,95% en la construcción, si bien el número de trabajadores afectados por los convenios firmados en esta última rama todavía no es representativo. 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 pp, muy por debajo de los 0,9 pp estimados para el ejercicio precedente.

Las estimaciones de la CNTR muestran que en el segundo trimestre de 2007 el deflactor del PIB volvió a aminorar su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 3,2%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Análogamente, el deflactor del consumo privado recortó dos décimas su ritmo de avance interanual, hasta el 2,5%. En cuanto a los precios de consumo, en agosto el IPC aumentó un 0,1% respecto al mes anterior, de manera que su tasa interanual permaneció en el 2,2%, la menor tasa interanual desde marzo de 2004 (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un incremento del 0,2% en términos intermensuales, aumentando una décima su tasa interanual, hasta el 2,5%, cifra en torno a la cual se ha venido situando en los últimos seis meses. Dentro de los componentes del IPSEBENE, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su tasa de crecimiento interanual, hasta el 0,5%. Por su parte, los precios de los servicios se aceleraron una décima y situaron su tasa de crecimiento interanual en el 3,9%, mientras que el componente de alimentos elaborados se aceleró seis décimas, hasta el 2,8%, influido por efectos de base de los acusados descensos de los precios del aceite de un año antes. Finalmente, los dos elementos más volátiles del IPC tuvieron un comportamiento favorable: por un lado, los precios de los alimentos no elaborados prosiguieron la desaceleración de los últimos meses y experimentaron una tasa de crecimiento interanual del 4% en agosto, mientras que los precios energéticos acentuaron su ritmo de caída, hasta situar su tasa inter-

anual en el -2,2%. El índice armonizado (IAPC) también creció en agosto un 2,2% en tasa interanual, una décima menos que en julio, disminución que experimentó, asimismo, el IAPC de la UEM, de modo que el diferencial con la UEM se mantuvo en 0,5 pp.

En agosto, el índice general de precios industriales (IPRI) mantuvo estable su ritmo de crecimiento interanual en el 2,3%, tres décimas por debajo del crecimiento medio del segundo trimestre. Los principales componentes reflejaron un comportamiento similar al del mes de julio. Los precios de producción de los bienes de equipo y los de los bienes intermedios mantuvieron sus tasas de crecimiento en el 3,1% y en el 5,4%, respectivamente. Por su parte, los precios de producción de la energía agudizaron su descenso hasta una tasa interanual del -2,8%. Por último, los precios de producción de los bienes de consumo repuntaron hasta el 2,3%, debido al incremento de los precios correspondientes a los bienes de consumo no duradero.

Los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), aumentaron en julio a un ritmo interanual del 1,8%, frente a la ligera caída que habían experimentado el segundo trimestre. Los precios de los bienes intermedios energéticos y los de los bienes de consumo alimenticio siguieron descendiendo en dicho mes, con tasas de variación en torno al -4% en ambos casos, respectivamente. Por el contrario, los precios de las importaciones de bienes de equipo abandonaron su trayectoria descendente y crecieron un 2,7%. Por su parte, los precios de las importaciones de bienes intermedios no energéticos presentaron una tasa de crecimiento en torno al 5%, mientras que los correspondientes a las compras de bienes de consumo no alimenticio aumentaron un 1,3%, levemente por encima de la tasa del segundo trimestre. Los correspondientes precios de exportación suavizaron su ritmo de avance en julio hasta el 1,9%, frente al incremento medio del 3,3% en el segundo trimestre, pero siguen reflejando un comportamiento más expansivo que los de importación. En el caso de las exportaciones, los precios de los bienes de consumo y de los bienes de equipo crecieron a un ritmo muy moderado, mientras que los correspondientes a los bienes intermedios continuaron registrando las tasas más elevadas.

Evolución económica y financiera en la UEM

Desde la segunda semana de agosto, y hasta la fecha de cierre de este informe, los mercados financieros internacionales están atravesando un período de turbulencias y cambio en la valoración del riesgo. En su origen están las pérdidas por morosidad que comenzaron a aflorar, a finales de la pasada primavera, en el segmento de crédito hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos. Dichas pérdidas han afectado a la valoración de productos financieros derivados y estructurados complejos, constituidos en parte con titulizaciones de préstamos hipotecarios *subprime*. La distribución de estos productos entre agentes financieros de muchos países —desarrollados, en mayor medida— ha dispersado el riesgo asociado a los activos subyacentes de un modo poco transparente, generando notables incertidumbres sobre quiénes son los depositarios últimos de las pérdidas del mercado *subprime*. Naturalmente, las dificultades para la valoración de los productos estructurados han dificultado también su refinanciación en el mercado, llevando a la activación de líneas de crédito bancarias, disponibles en algunos casos como mecanismo subsidiario de financiación. En este contexto, la demanda de liquidez en los mercados monetarios ha aumentado fuertemente y se han generado tensiones en los mercados interbancarios a ambos lados del Atlántico. Algunos segmentos del mercado bursátil, como el sector financiero y el de la construcción, han sufrido correcciones, y se han producido aumentos en los diferenciales de crédito para los bonos de peor calificación crediticia.

Frente a estos acontecimientos, los principales bancos centrales han incrementado el suministro de liquidez. Además, la Reserva Federal redujo en 50 puntos básicos (pb) el tipo de interés de los fondos federales el 19 de septiembre, tras haberlo mantenido inalterado desde

junio de 2006. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció inicialmente, reflejo de su carácter de moneda refugio, para depreciarse luego significativamente, traspasando la cota de 1,40 unidades por euro. De igual manera, como consecuencia del súbito cierre de posiciones de *carry trade*, el yen registró una fuerte apreciación inicial, que posteriormente se revirtió en parte. Los mercados emergentes han mostrado una notable resistencia ante las turbulencias. El precio del petróleo ha registrado un fuerte aumento, alcanzando un nuevo máximo histórico, por encima de los 80 dólares por barril de crudo Brent, debido a la evolución de las existencias y a factores climatológicos. También los precios de otras materias primas, como los metales y los alimentos, se han incrementado y la cotización del oro ha llegado a niveles cercanos al máximo de mayo de 2006.

En Estados Unidos, la segunda estimación del PIB del segundo trimestre aumentó en seis décimas el crecimiento trimestral anualizado, hasta el 4%, por la revisión al alza de la inversión no residencial y la mayor aportación del sector exterior. Sin embargo, los indicadores disponibles para el tercer trimestre —como las ventas al por menor o los datos del mercado laboral, con una pérdida de 4.000 empleos en agosto— apuntarían hacia una ralentización del consumo privado y una desaceleración de la actividad. Los indicadores del mercado de la vivienda mantienen un tono negativo, con descensos en los permisos de construcción y en el número de viviendas iniciadas, y retrocesos en la confianza de los constructores, que ha igualado el mínimo histórico de 1991. Asimismo, continúa la desaceleración del principal índice de precio de la vivienda (OFHEO), con un aumento interanual del 3,2% en el segundo trimestre. En el lado positivo, los índices de gestores de compras (ISM) se mantienen por encima de 50 y la producción industrial se ha expandido ligeramente hasta agosto. El deflactor del gasto de consumo personal (PCE) se desaceleró dos décimas en julio, hasta el 2,1% interanual, y el IPC ha pasado del 2,4% en julio, al 2% en agosto. Sin embargo, los costes laborales unitarios crecieron en el segundo trimestre a un ritmo relativamente elevado.

En Japón, la revisión del PIB del segundo trimestre recortó el crecimiento trimestral anualizado en 1,5 puntos porcentuales, hasta el -1,2%, frente al 3% del trimestre previo. Este recorte vino explicado por la revisión de la inversión en maquinaria, desde un 4,9% a un -4,8%. Tanto los indicadores de consumo como la producción industrial de julio tuvieron un tono negativo, pero hay que destacar también el notable repunte de los pedidos de maquinaria y la favorable evolución del mercado laboral en julio, así como la recuperación del índice de gestores de compras de manufacturas (PMI) de agosto. En cuanto a la inflación, el IPC subyacente se mantuvo en el -0,1% interanual en julio, por cuarto mes consecutivo, en tanto que el índice general disminuyó dos décimas, hasta el 0%. Coincidiendo con el episodio de turbulencia financiera global, el Banco de Japón decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,5% en sus reuniones de agosto y septiembre, posponiéndose de esta forma el alza que los mercados habían descontado hace algunas semanas.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre creció un 3% interanual, al igual que en el trimestre anterior. Los escasos indicadores de agosto señalan una fortaleza sustancial del crecimiento, tanto de la demanda como de la oferta. En agosto, el IPC se desaceleró hasta el 1,8% interanual y el Banco de Inglaterra mantuvo por decisión unánime los tipos de interés en el 5,75% en su reunión de septiembre. En los nuevos miembros de la UE, el crecimiento del PIB se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2007, con una tasa promedio del 6% interanual. Cabe destacar la acusada desaceleración de Hungría, como consecuencia del programa de ajuste fiscal, mientras que los países bálticos y Eslovaquia mantuvieron un gran dinamismo, así como, en menor medida, Polonia y la República Checa. La expansión se sustentó en la fortaleza de la demanda interna, salvo en Hungría, y en algunos países, como Eslovaquia, en una mejora de la demanda exterior neta. En julio, la inflación experimentó una

		2007					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	2,9	2,7	2,3	3,7		
	Comercio al por menor (b)	1,6	-0,1	1,0	0,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-5,8	-0,8	0,7	0,8	0,7	
	Indicador de confianza de los consumidores	-4,0	-1,0	-2,0	-2,0	-3,0	
	Indicador de clima industrial	7,0	6,0	6,0	5,0	5,0	
	IAPC (b)	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	10,3	10,6	10,9	11,7		
	M1	6,0	5,9	6,1	6,9		
	Crédito a los sectores residentes	7,6	8,3	8,6	8,7		
	<i>AAPP</i>	-5,6	-3,1	-3,6	-3,7		
	<i>Otros sectores residentes</i>	10,8	11,1	11,5	11,6		
	<i>De los cuales:</i>						
	— <i>Préstamos a hogares</i>	7,6	7,4	7,2	7,0		
	— <i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	12,4	12,8	13,3	13,6		
	EONIA	3,82	3,79	3,96	4,06	4,05	3,97
	EURIBOR a tres meses	3,98	4,07	4,15	4,22	4,54	4,74
	EURIBOR a un año	4,25	4,37	4,51	4,56	4,67	4,73
	Rendimiento bonos a diez años	4,25	4,37	4,66	4,63	4,43	4,32
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,50	0,42	0,51	0,44	0,31	0,19
	Tipo de cambio dólar/euro	1,352	1,351	1,342	1,372	1,362	1,378
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	7,8	11,0	9,9	5,7	4,7	6,0

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

a. Media del mes hasta el día 19 de septiembre de 2007.

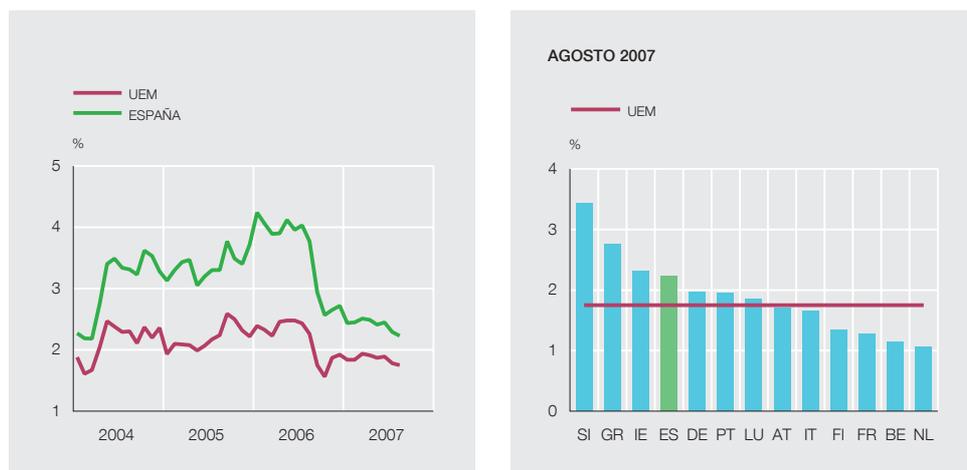
b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

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 19 de septiembre de 2007.

tendencia al alza, aunque con alguna excepción. En este contexto, Polonia y la República Checa elevaron sus tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4,75% y el 3,25%, respectivamente. Por último, se mantuvo la estabilidad dentro del ERM II, si bien la corona eslovaca sigue cotizando un 5% por encima de la paridad central.

En China, la actividad económica siguió mostrando un fuerte dinamismo en agosto. La producción industrial continuó creciendo a tasas alrededor del 18% interanual, y las ventas al por menor y la inversión en activos fijos se aceleraron. En julio y agosto, el superávit comercial mantuvo niveles próximos al récord histórico de junio, a pesar de la paulatina —aunque muy limitada— apreciación del *renminbi* respecto al dólar. El incremento del precio de los alimentos situó la inflación en el 6,5% interanual en agosto, el máximo de los últimos once años, si bien no se registraron incrementos significativos en la inflación subyacente. En un contexto de elevada liquidez, el banco central aumentó en dos ocasiones —agosto y septiembre— los tipos de referencia de préstamos y depósitos en un total de 45 pb y 54 pb, y aumentó también dos veces el coeficiente de reservas bancarias por un total de 100 pb, hasta situarlo en el 12,5%. En el resto de las economías de Asia la producción industrial siguió mostrando un dinamismo generalizado en julio, si bien las exportaciones se desaceleraron moderadamente en varios países. La inflación se redujo en agosto en las principales economías del área —excepto en Indonesia—, a pesar de lo cual Corea del Sur aumentó su tipo de interés oficial en 25 pb, hasta situarlo en el 5%.

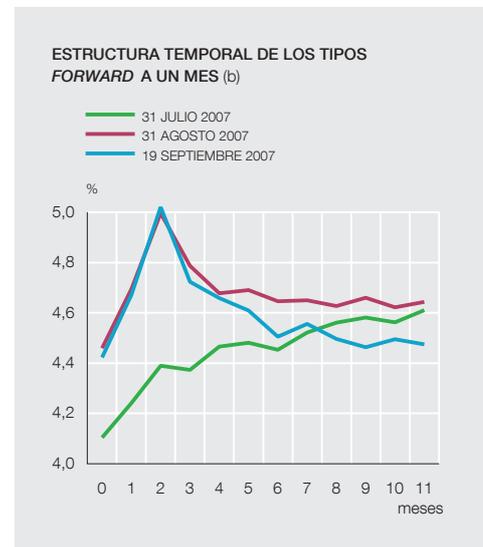
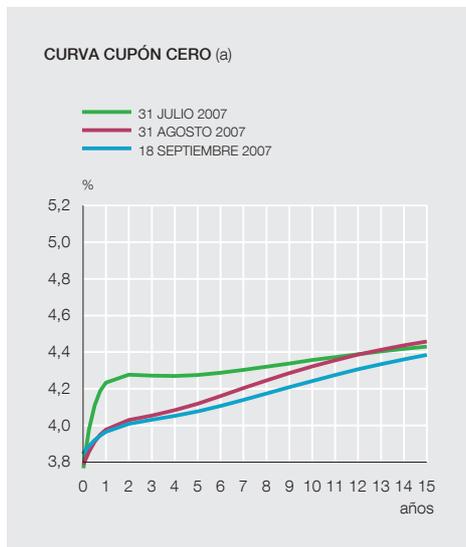
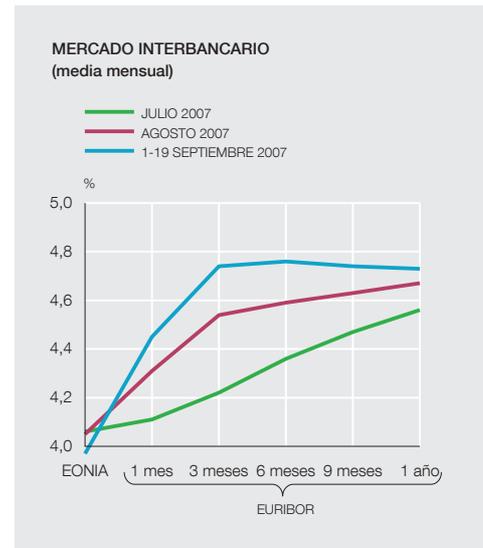
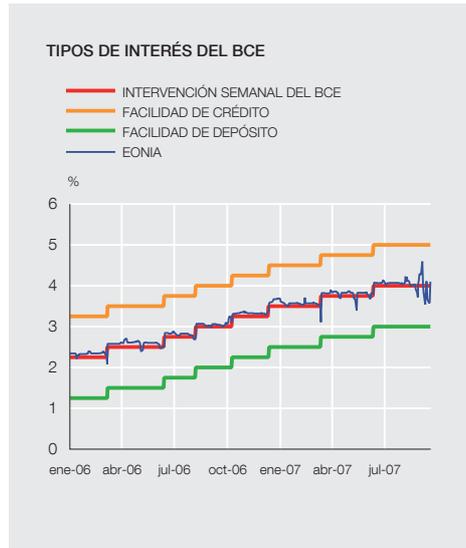


FUENTE: Eurostat.

En América Latina, el crecimiento aumentó en el segundo trimestre del año hasta el 5,5% interanual, desde el 5,2% previo, como consecuencia del repunte de la actividad en Brasil, Argentina y Chile, y de mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas en el resto de países; únicamente México registra un crecimiento reducido (2,8%). La inflación aumentó dos décimas en el mes de agosto, hasta el 5,3%, impulsada por el incremento del precio de los alimentos. En México, aunque la inflación se mantuvo ligeramente por encima del límite superior del Banco de México (4%), este conservó los tipos inalterados; en Perú y Chile los tipos de interés se incrementaron hasta el 5% y el 5,75%, respectivamente, mientras que en Brasil se redujeron en 25 pb, hasta el 11,25%. En cuanto al sector externo, hasta junio la región siguió mostrando un superávit por cuenta corriente por encima del 1,5% del PIB, aunque se ha reducido a lo largo del año por el deterioro del saldo en México y Venezuela. Las turbulencias en los mercados financieros globales han afectado particularmente a este último país y a Argentina; sin embargo, las calificaciones de la deuda soberana de Brasil y México fueron revisadas al alza.

Según la primera estimación de la contabilidad nacional, en el segundo trimestre de 2007 el PIB del área del euro se incrementó un 0,3% en términos intertrimestrales, frente al 0,7% de los tres primeros meses del año. El crecimiento interanual del producto también se moderó, hasta el 2,5%. Esta desaceleración obedeció a un menor dinamismo de la demanda interna y de la variación de existencias, que redujeron su aportación al avance del PIB tres décimas, hasta los 0,3 pp y -0,1 pp, respectivamente. No obstante, los componentes de la demanda interna mostraron evoluciones dispares. El consumo privado se aceleró cinco décimas, hasta crecer un 0,5% intertrimestral, acompañado de una gran fortaleza en la creación de empleo durante el primer semestre. En cambio, el consumo público y la formación bruta de capital fijo se ralentizaron, especialmente en este último caso (-0,2% con respecto al primer trimestre), por el peor comportamiento de la inversión en construcción. Por otro lado, la contribución neta del sector exterior aumentó, impulsada por las exportaciones, pese al menor vigor de las importaciones.

A pesar de que la actividad creció algo menos de lo esperado en el segundo trimestre, la parte transcurrida de 2007 supone, en su conjunto, una continuación de la fase de bonanza económica que se inició a mediados de 2005. Así se desprende de las últimas previsiones de la Comisión Europea, publicadas el pasado 11 de septiembre, que, aunque incorporan una li-

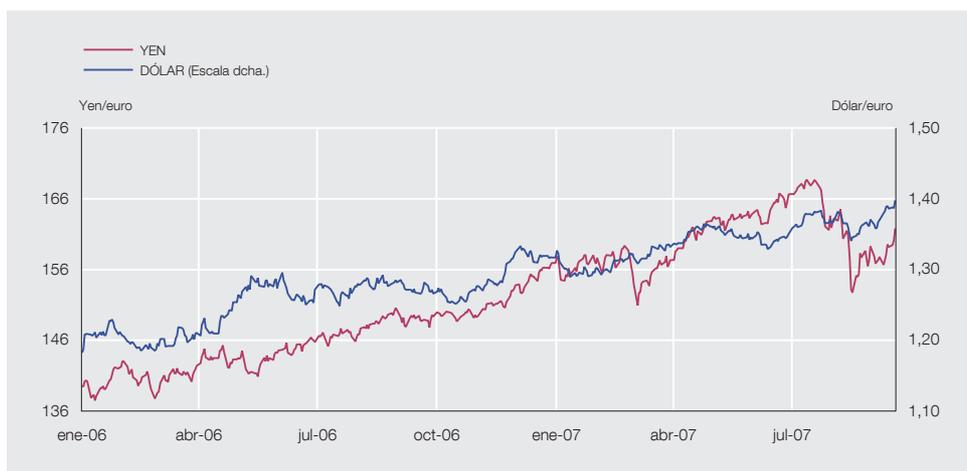


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

gera revisión a la baja con respecto al ejercicio de primavera, estiman un crecimiento del PIB para 2007 del 2,5%. Este escenario se apoya en un contexto internacional relativamente favorable, en unos niveles de confianza elevados —a pesar de su reciente moderación— y en el probable fortalecimiento del consumo, alentado por la mejora de las condiciones del mercado de trabajo. No obstante, las turbulencias financieras recientes y su posible impacto sobre las principales economías introducen riesgos a la baja, de difícil cuantificación, sobre estas perspectivas.

La información disponible para el tercer trimestre, todavía escasa, es fundamentalmente de carácter cualitativo y anterior al episodio de inestabilidad financiera. En cualquier caso, es coherente con un comportamiento de la actividad similar al observado en la primera parte del año. Así, en la vertiente de la oferta, la producción industrial se aceleró en julio, hasta un 3,7% en términos interanuales. Por otra parte, los indicadores cualitativos elaborados por la Comisión Europea y las encuestas de opinión de los directores de compras experimentaron cierta



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

inflexión a la baja en los meses de verano. El empeoramiento del clima empresarial se observó en todas las ramas de actividad, aunque el nivel de los indicadores sigue siendo elevado y compatible con una expansión de la actividad. En particular, la estimación preliminar para septiembre de las encuestas PMI muestra un deterioro adicional de la confianza en manufacturas y servicios, especialmente intensa en el segundo caso. Por el lado de la demanda, los indicadores cualitativos del consumo se encuentran en niveles superiores a los de principios de año, a pesar de que algunos presentaron un ligero deterioro en agosto. Respecto a los cuantitativos, las ventas al por menor perdieron dinamismo en julio, hasta registrar una tasa interanual del 0,5%, mientras que el avance de las matriculaciones de automóviles en agosto situó su crecimiento en el 0,7% con respecto al mismo mes del año anterior. En cuanto a la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos se redujeron ligeramente durante el verano, dentro de los elevados valores alcanzados en el segundo trimestre. Desde la óptica de la demanda externa, las expectativas de exportación mejoraron en el tercer trimestre, mientras que la valoración de la cartera de pedidos exteriores ha experimentado un tenue empeoramiento.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación del área del euro, medida por la variación interanual del IAPC, alcanzó el 1,7% en agosto, una décima por debajo de la tasa registrada el mes anterior (véase gráfico 5). Esta contención se debió a la desaceleración de los componentes más volátiles (esto es, la energía y los alimentos no elaborados). De hecho, el IPSEBENE, indicador que excluye ambos grupos de bienes, se aceleró en una décima respecto al mes de julio, hasta el 2%. Por su parte, el índice de precios industriales disminuyó en julio su ritmo de avance cuatro décimas, hasta el 1,8%. Esta moderación fue generalizada, salvo en los bienes de consumo no duradero, aunque se produjo de forma más intensa en el componente de energía, que se abarató un 1,9% con respecto al mismo mes del año anterior.

En este contexto económico, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se mantuvieron al alza, aunque la elevada incertidumbre relacionada con las turbulencias en los mercados financieros globales, la revaluación del riesgo y la consiguiente necesidad de acumular y evaluar más información sobre posibles implicaciones de este episodio condujeron al Consejo de Gobierno del BCE a mantener sin cambios los tipos de interés oficiales en su reunión del 6 de septiembre. De esta forma, los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación y en las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 4%, 3% y 5%, respectivamente (véase gráfico 6).

TIPOS		2004	2005	2006	2007				
		DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	5,11	5,20	5,32	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	7,74	7,88	7,85	...	...
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	2,12	2,15	2,26	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	5,16	5,29	5,30	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	4,14	4,21	4,25	4,17	4,03
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,29	4,56	4,54	4,28	4,16
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,34	4,62	4,60	4,40	4,31
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,05	0,04	0,08	0,09	0,12
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,19	0,19	0,30	0,50	0,56
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	8,70	5,50	4,89	2,58	1,87

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 20 de septiembre 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.

El episodio de inestabilidad financiera provocó un aumento de las necesidades de liquidez en los mercados monetarios, que, junto con algunos problemas de confianza entre las entidades, obligaron al BCE y a otros bancos centrales a realizar operaciones extraordinarias de inyección de liquidez para asegurar el buen funcionamiento de estos mercados y transmitir un mensaje de calma. Las tensiones se manifestaron en el repunte del EURIBOR en todos los plazos. El incremento más notable se produjo en el de tres meses (en torno a 40 pb), hasta el 4,7%, nivel en el que se ha mantenido en la parte transcurrida de septiembre. El EURIBOR a un año, en cambio, aumentó en menor medida y se situó en el 4,8% a finales de agosto, mostrando una ligera reducción posteriormente. Por otro lado, la menor tolerancia al riesgo provocó un desplazamiento de las inversiones hacia activos más seguros, con la consiguiente disminución de la rentabilidad negociada en los mercados de deuda pública internacionales. Así, durante agosto y septiembre el rendimiento del bono a diez años en la UEM se redujo en torno a 30 pb, hasta el 4,3%. Este descenso fue menos acusado que el que se produjo en Estados Unidos, con el consiguiente estrechamiento del diferencial, hasta alrededor de los 20 pb.

Las turbulencias financieras tuvieron también un notable impacto sobre la cotización en los mercados de renta variable, que, desde mediados de julio, experimentaron descensos pronunciados, acompañados de un aumento significativo de la volatilidad. El índice Dow Jones EURO STOXX amplio se sitúa, a fecha de cierre de este Boletín, un 3,6% por debajo de los niveles registrados a finales de junio, si bien todavía mantiene una revalorización anual acumulada positiva. Asimismo, la inestabilidad también estuvo presente en los mercados cambiarios. Desde finales de julio, el euro se ha apreciado frente al dólar, cotizando a fecha de cierre de este Boletín por encima de los 1,39 dólares, lo que representa un máximo histórico desde la entrada en vigor de la moneda única (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a la evolución monetaria, el agregado M3 registró una fuerte expansión en el mes de julio, de un 11,7% en tasa interanual, ocho décimas por encima del registro de junio.

**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		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
FINANCIACIÓN TOTAL	2.289,7	15,9	19,1	17,0	16,6	15,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.007,6	21,2	24,2	21,3	20,6	19,8
Hogares e ISFLSH	845,0	20,9	19,6	17,1	16,4	16,1
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	624,8	24,3	20,4	17,4	17,2	17,0
– Crédito para consumo y otros fines (c)	218,8	12,5	17,5	16,2	14,4	13,8
Sociedades no financieras	1.162,7	21,4	27,9	24,6	23,9	22,7
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	853,8	25,5	29,9	28,6	27,9	26,7
– Valores de renta fija (d)	36,0	23,7	135,1	55,9	30,2	30,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	282,1	-3,9	-4,8	-5,7	-5,2	-6,0
Valores a corto plazo	32,4	-10,8	-2,2	-4,1	-5,5	-5,1
Valores a largo plazo	295,1	2,7	-0,3	2,2	3,6	-0,2
Créditos – depósitos (f)	-45,5	-16,3	-13,3	-22,1	-24,5	-15,6

FUENTE: Banco de España.

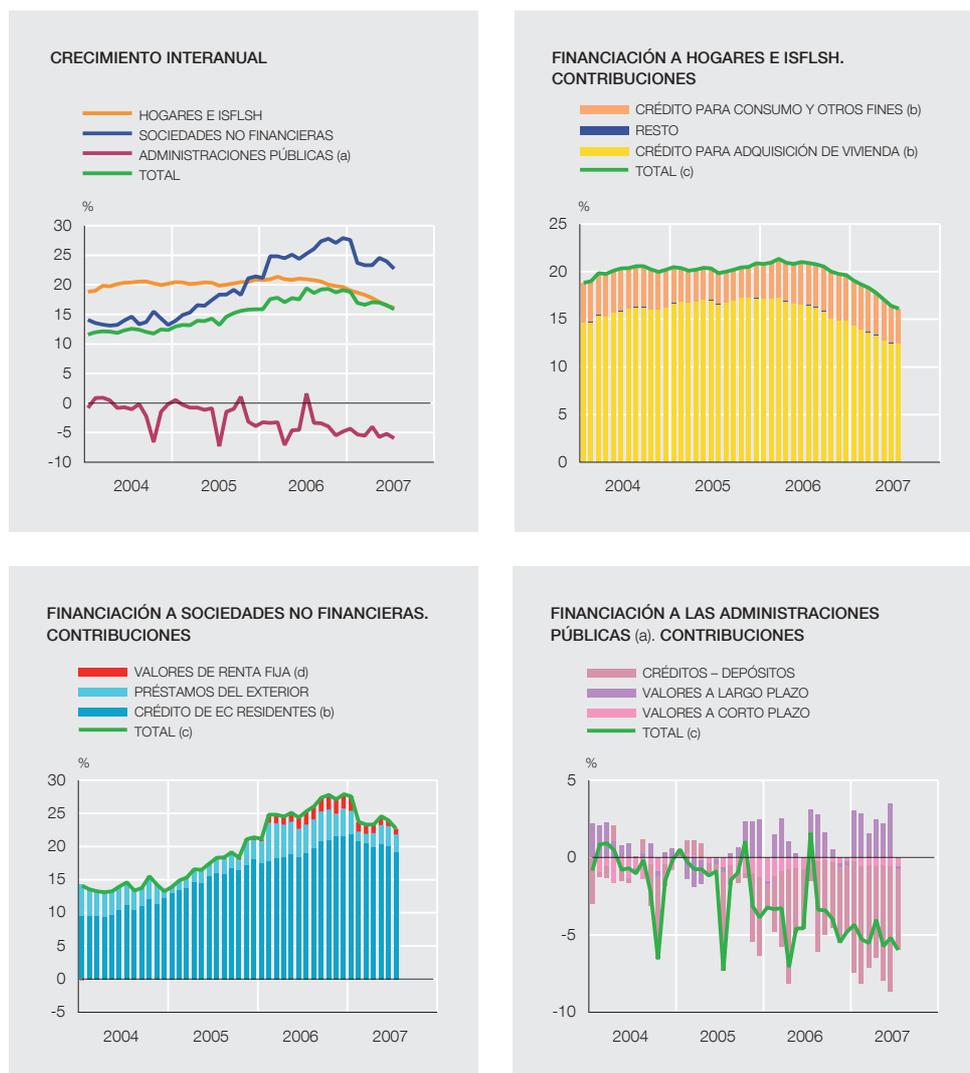
- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.
b. Saldo en miles de millones de euros.
c. Incluye los créditos titulizados.
d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
f. Variación interanual del saldo.

No obstante, la tendencia creciente que presenta este indicador desde mediados de 2006 se explica, en parte, por el atractivo de los activos líquidos, en un contexto de escasa pendiente de la curva de rendimientos y, más recientemente, también por las tensiones en los mercados financieros. Por su parte, el crédito concedido al sector privado mantuvo su fortaleza en julio, creciendo el 11,6% en términos interanuales, aunque con un comportamiento dispar por tipo de prestatario. Mientras que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras incrementaron su ritmo de avance, el crédito otorgado a los hogares continuó desacelerándose.

**Evolución financiera
en España**

La evolución financiera reciente ha estado condicionada por la emergencia del episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que en España se ha manifestado, al igual que en otras áreas, en incrementos de las primas de riesgo crediticio, descensos en las valoraciones bursátiles, un repunte de la volatilidad de las cotizaciones y una reducción de las rentabilidades de la deuda pública. Estos desarrollos se han producido en un contexto en el que, de acuerdo con la información de julio, la deuda de los hogares y las sociedades continuó mostrando una pauta de suave desaceleración, aunque siguió avanzando a ritmos elevados, y en el que se moderó la tasa de expansión de los activos líquidos de la cartera de estos agentes. Los datos provisionales sobre los balances del sector privado en agosto apuntan, en general, a una continuidad de estas mismas tendencias.

La mayor demanda de activos de menor riesgo, asociada al incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, determinó una disminución de las rentabilidades de la deuda pública durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, lo que implica un

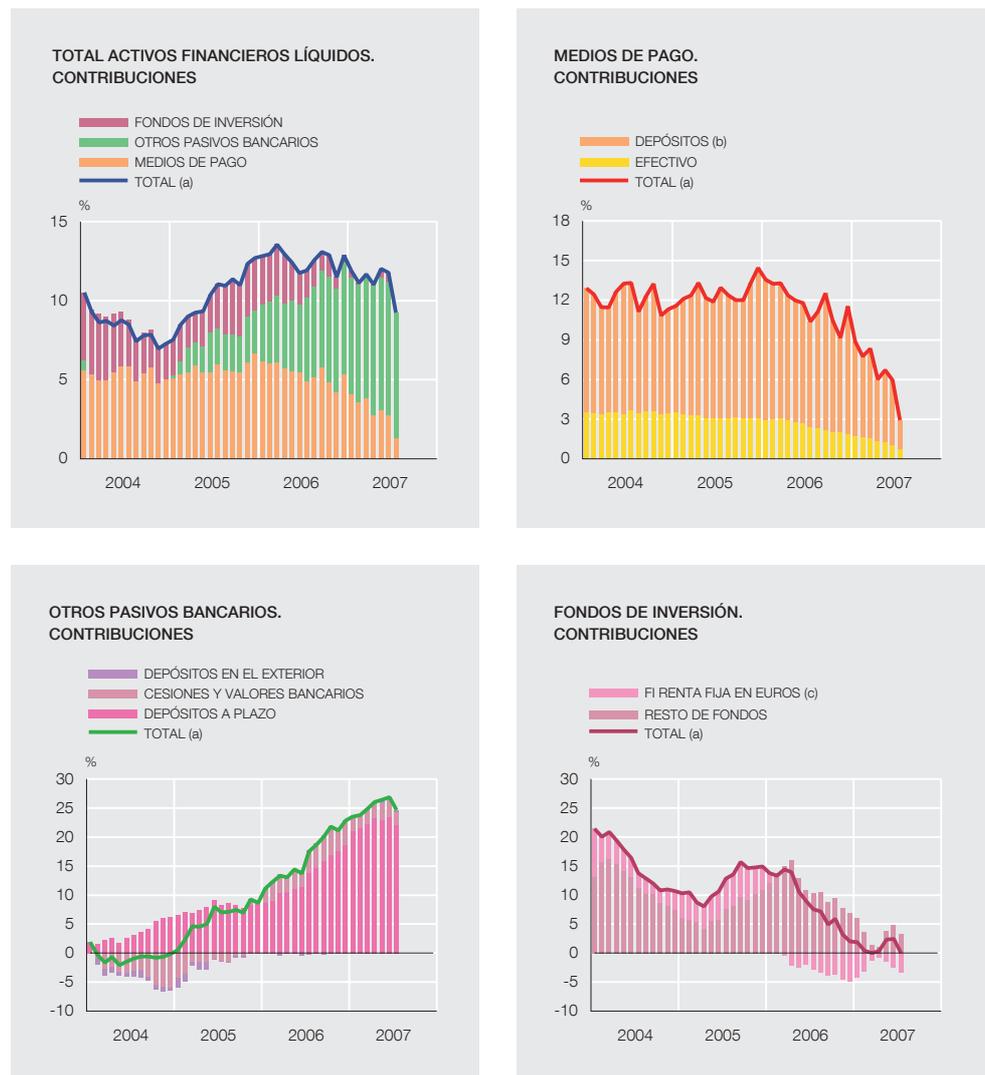


FUENTE: Banco de España.

- 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.

cambio en la tendencia observada en los meses precedentes. Así, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, entre el 1 y el 19 de septiembre, en el 4,03% y el 4,31%, respectivamente, lo que supone un descenso de 22 pb y 29 pb en relación con los valores de julio (véase cuadro 2). La rentabilidad de la referencia española a diez años se redujo en menor medida que la del bono alemán, por lo que el diferencial entre ambas se amplió ligeramente, pasando de 8 pb a 12 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras aumentaron durante el mismo período, hasta alcanzar los niveles más altos desde mayo de 2003.

En las bolsas españolas, al igual que en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable, se produjo un repunte de la volatilidad de las cotizaciones y un descenso de las valoraciones, que fue más acusado en el caso de las empresas financieras y de las del sector de la construcción. De este modo, durante la primera quincena de septiembre el Índice General de



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.

la Bolsa de Madrid llegó a perder las ganancias que acumulaba desde principios de año. No obstante, la recuperación de los días posteriores hizo que en la fecha de cierre de este artículo dicho indicador volviera a mostrar una revalorización positiva (del 2,3%) en relación con el nivel de finales de 2006.

En línea con el ascenso de las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios, los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero continuaron aumentando en julio para la mayoría de instrumentos. De este modo, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y la remuneración de depósitos de los hogares alcanzaron el 5,32% y el 2,26%, respectivamente, 12 pb y 11 pb por encima del dato de junio, mientras que el tipo de interés de los créditos a las familias destinados al consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad, se redujo en 3 pb, hasta el 7,85%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las empresas se situó en el 5,3%, prácticamente el mismo nivel que el del mes precedente.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros continuó desacelerándose durante el mes de julio, evolución que resultó tanto de la reducción de la tasa de expansión de los recursos captados por las familias y las empresas como del mayor descenso de los fondos ajenos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8). A pesar de la moderación en el dinamismo, la deuda de los hogares y las sociedades siguió creciendo a ritmos interanuales elevados, de alrededor del 16% y del 23%, respectivamente.

La desagregación por finalidades evidencia que la desaceleración de los pasivos de las familias en julio se observó tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, cuyas tasas de variación interanual se situaron en el entorno del 17% y del 14%, respectivamente. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos ajenos captados por las sociedades no financieras resultó fundamentalmente del descenso en el ritmo de expansión de su principal componente, el crédito otorgado por las entidades residentes, que creció algo menos del 27% en relación con el mismo período del año anterior. La información provisional disponible correspondiente a agosto apunta a una continuidad en la senda de suave moderación en el crecimiento de la deuda de los hogares y a un ligero repunte en el avance de los recursos recibidos por las empresas.

La tasa de expansión interanual de los fondos captados por las Administraciones Públicas volvió a ser negativa en julio, situándose en el -6%, frente al -5,2% del mes anterior. En términos acumulados de doce meses, esta evolución resultó de la amortización neta de valores, tanto a largo como, sobre todo, a corto plazo, y del descenso del saldo neto entre crédito y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y los hogares crecieron en julio a una tasa interanual inferior a la observada en los meses precedentes. Esta desaceleración se observó en todos los instrumentos, aunque fue más acusada para los medios de pago (véase gráfico 9). De acuerdo con la información provisional disponible, en agosto se habrían prolongado estas mismas tendencias.

24.9.2007.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS HASTA EL SEGUNDO TRIMESTRE
DE 2007

Rasgos básicos¹

La información recogida por la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el segundo trimestre de 2007 confirma que las empresas no financieras colaboradoras mantuvieron el tono expansivo de su actividad productiva en este período, lo que determinó que el valor añadido bruto (VAB) creciera, en términos nominales, un 6,8% (véanse cuadro 1 y gráfico 1), medio punto por encima del incremento del primer semestre de 2006. Esta positiva evolución se ha fundamentado en la pujanza de la actividad industrial, favorecida, a su vez, tanto por la fortaleza de la inversión en bienes de equipo como por el dinamismo de las exportaciones industriales, en este primer semestre. El análisis del perfil trimestral del VAB muestra una ligera desaceleración en el segundo trimestre del año —fundamentalmente, en las empresas encuadradas en los sectores de comercio y de transporte y comunicaciones—, que puede estar reflejando la menor pujanza del consumo privado en este período, a la que apuntan fuentes alternativas (principalmente, los datos de la CNTR). Finalmente, el único agregado sectorial de la CBT en el que el VAB disminuyó en el período transcurrido de 2007 fue, al igual que había ocurrido en el primer trimestre del año, el del refino de petróleo, en un contexto en el que los precios del crudo se mantuvieron en niveles todavía inferiores a los alcanzados en el primer semestre de 2006.

Por su parte, los gastos de personal aumentaron un 4,8% durante el primer semestre de 2007, tasa ligeramente inferior a la registrada un año antes (5,1%), como consecuencia de un avance algo más contenido del empleo y de una evolución ligeramente ascendente de las remuneraciones medias. En concreto, el aumento del empleo en los seis primeros meses de 2007, en las empresas de la muestra, ascendió al 1,2% (1,6% de 2006), evolución que, no obstante, está afectada por alguna operación singular, a la que se hace referencia más adelante. Por otro lado, las remuneraciones medias han mantenido una senda de crecimiento moderado (3,6%), fenómeno que alcanza a la práctica totalidad de los sectores de actividad, si bien se trata de una tasa de variación ligeramente mayor que la registrada en el primer semestre de 2006 (3,4%). El análisis del empleo por sectores muestra que su crecimiento en el semestre se asentó en el comercio, en la industria y en las empresas encuadradas en los otros servicios. No obstante, en el caso del comercio su tasa de variación (del 0,6%) fue sensiblemente menor a la registrada en 2006, como consecuencia de la desaceleración sufrida por la actividad en este agregado. En sentido contrario, cabe resaltar el comportamiento expansivo del sector industrial, que ha intensificado los procesos de creación de empleo, a medida que avanzaba el año, hasta alcanzar, en el conjunto del primer semestre de 2007, una tasa ligeramente positiva (0,2%), en consonancia con la evolución de su actividad productiva.

La expansión de la actividad durante el primer semestre de 2007, junto con la evolución descrita para los gastos de personal, permitió que el resultado económico bruto de la explotación elevara su crecimiento hasta una tasa del 8,2% en dicho período, un punto por encima del aumento registrado un año antes. Por otro lado, al igual que sucediera en el primer trimestre de 2007, tanto los gastos como los ingresos financieros crecieron con intensidad, hasta alcanzar, en el conjunto del semestre, tasas del 34,6% y del 19,8%, respectivamente. El fuerte crecimiento de los gastos financieros se ha producido como resultado de la evolución al alza de los tipos de interés y de su progresiva traslación a los costes financieros de las empresas,

1. Este artículo se ha elaborado con la información proveniente de las 732 empresas que hasta el 14 de septiembre han colaborado con la Central de Balances enviando sus datos trimestrales. El VAB de estas empresas representa el 13,5% sobre el del total del sector de 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) (a)		
		2004	2005	I a IV 06/ I a IV 05	I a II 06/ I a II 05	I a II 07/ I a II 06
BASES	2005	2004	2005	I a IV 06/ I a IV 05	I a II 06/ I a II 05	I a II 07/ I a II 06
Número de empresas		8.984	8.623	819	854	732
Cobertura total nacional		32,0%	30,1%	14,3%	14,6%	13,5%
CUENTA DE RESULTADOS						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	8,3	10,5	10,6	14,1	4,9
<i>De ella:</i>						
— <i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	136,9	8,8	11,8	9,6	14,1	2,2
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	68,3	8,6	13,1	12,7	18,2	4,0
<i>De ellos:</i>						
— <i>Compras netas</i>	40,8	11,9	15,0	13,6	19,6	2,4
— <i>Otros gastos de explotación</i>	27,6	4,9	11,5	6,8	8,5	7,2
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	31,7	7,5	5,2	6,5	6,3	6,8
3. Gastos de personal	16,5	4,7	5,9	5,1	5,1	4,8
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	15,2	10,8	4,4	7,5	7,2	8,2
4. Ingresos financieros	3,0	14,5	33,9	46,3	10,2	19,8
5. Gastos financieros	2,5	-3,7	12,7	38,5	30,6	34,6
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,0	2,7	1,3	1,6	2,5	-0,8
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	9,7	23,0	11,9	16,3	4,8	8,8
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	4,1	-32,5	37,5	52,5	32,4	-35,6
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	3,6	-3,3	39,2	-26,8	-21,9	-21,6
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	3,2	-16,3	-0,3	65,3	141,9	-8,2
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8 – 9]	7,0	18,9	19,3	33,9	-3,2	2,7
RESULTADO NETO/VAB (S.4 / S.1)		19,8	22,2	41,5	30,5	30,1
RENTABILIDADES	Fórmulas (c)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3+5.1)/AN	8,2	8,8	9,4	7,4	8,0
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	3,6	3,7	4,0	3,8	4,4
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	11,9	13,1	14,4	10,6	11,5
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1–R.2	4,5	5,1	5,4	3,6	3,6

FUENTE: Banco de España.

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

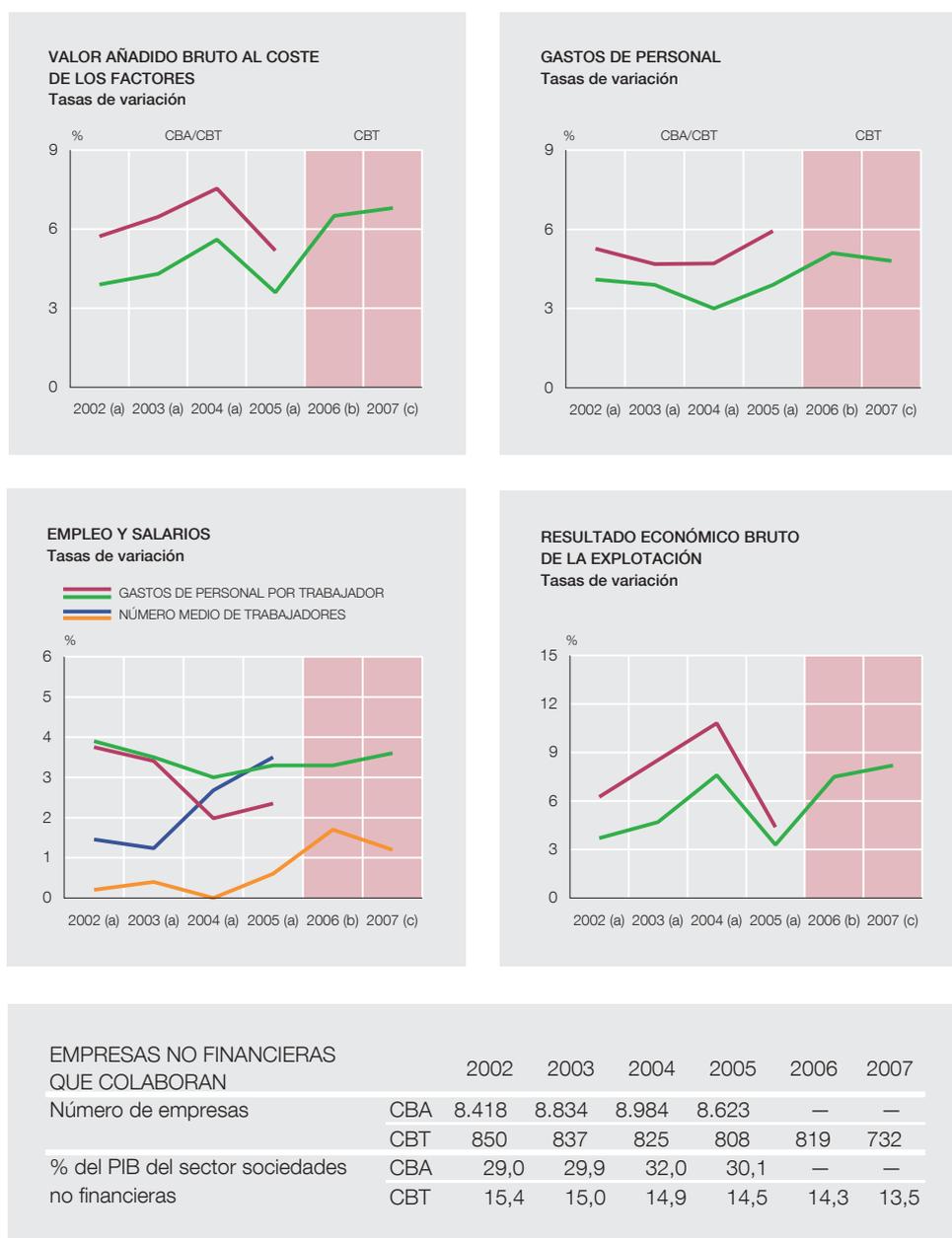
b. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

c. 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.

y también del impacto que la mayor apelación a fuentes de financiación externa por parte de las empresas tiene en su factura financiera.

En relación con la evolución del nivel de endeudamiento de las empresas, una parte importante de su crecimiento en este primer semestre tiene su origen en operaciones acometidas en los últimos meses de 2006, si bien en el período transcurrido de 2007 se han realizado nuevas operaciones de adquisición de acciones y de toma de control de empresas, que, tanto por su volumen como por haber sido financiadas, en gran medida, con recursos ajenos, han contribuido a un incremento adicional de los niveles de deuda en las empresas. Este comportamiento se ha concentrado en el agregado de grandes empresas multinacionales colaboradoras con la Central de Balances Trimestral. No obstante, el peso creciente que la carga financiera va adquiriendo en la estructura de costes empresariales no está afectando de forma significativa a los resultados ni a las decisiones de inversión. Y ello, en parte, por el efecto

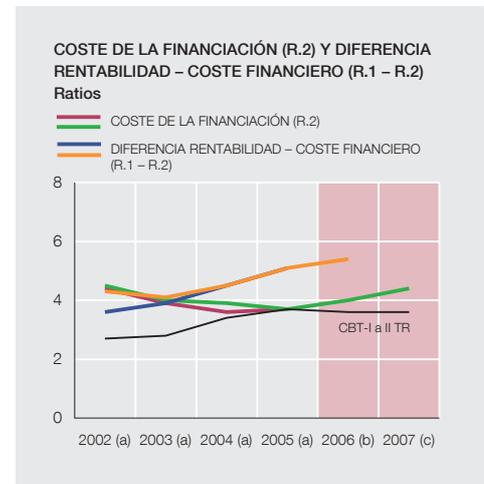
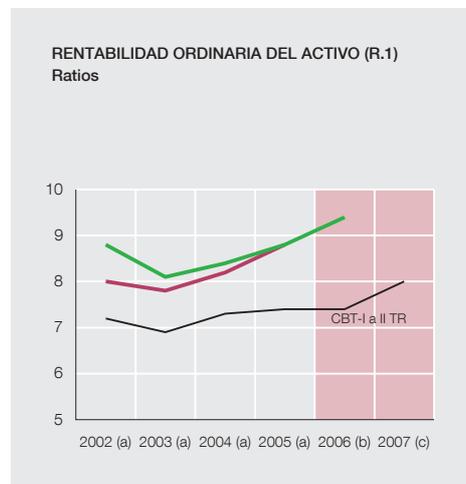
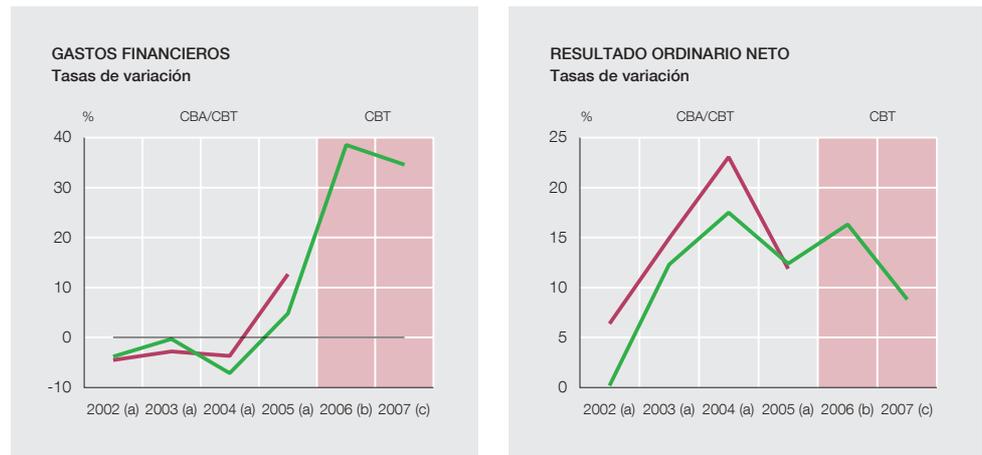


FUENTE: Banco de España.

- 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. Media de los dos primeros trimestres de 2007 sobre igual período de 2006.

compensador que la evolución de los ingresos financieros está teniendo en el conjunto de la muestra (19,8%), especialmente en los grandes grupos multinacionales, en buena medida por los mayores dividendos recibidos provenientes de filiales extranjeras.

Así, el resultado ordinario neto (RON) pudo mantener un tono marcadamente expansivo (8,8%), muy por encima del que había presentado un año antes (4,8%), y que ha propiciado que los niveles de rentabilidad se elevaran por encima de los registrados en 2006, hasta alcanzar el 8% en el primer semestre de 2007. Por otro lado, como consecuencia de la traslación a los costes de las empresas de las alzas de los tipos de interés, la ratio que mide el



EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de empresas	CBA	8.418	8.834	8.984	8.623	—	—
	CBT	850	837	825	808	819	732
% del PIB del sector sociedades no financieras	CBA	29,0	29,9	32,0	30,1	—	—
	CBT	15,4	15,0	14,9	14,5	14,3	13,5

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. Media de los dos primeros trimestres de 2007 sobre igual período de 2006.

coste de la financiación ajena reflejó un claro aumento en el primer semestre de 2007, hasta situarse en un 4,4%, medio punto más que el año anterior. Como quiera que ese mayor coste vino acompañado de los incrementos en las ratios de rentabilidad, comentados anteriormente, el diferencial entre ambos (rentabilidad menos coste financiero) se ha mantenido en valores muy positivos (3,6), idénticos a los del primer semestre de 2006, confirmando la persistencia de una situación favorable para el conjunto de las empresas no financieras. Este diferencial positivo revela la existencia de condiciones propicias para la inversión; la propensión a invertir de las empresas no financieras se pone de manifiesto en los datos recogidos por la Central de Balances, que permiten aproximar el cálculo de la tasa de variación de la

formación bruta de capital fijo en activos materiales, que creció un 5,9% en el primer semestre de 2007, punto y medio por encima de la tasa registrada en el conjunto del año anterior (4,2%).

Si, finalmente, se analiza la evolución de los resultados extraordinarios en el primer semestre de 2007, se observa una fuerte disminución tanto de los gastos como de los ingresos, en comparación con los valores alcanzados en 2006. Como la reducción de los ingresos fue más intensa que la de los gastos, el crecimiento del resultado neto, que se situó en un 2,7%, fue inferior a la tasa registrada en el RON, antes comentada (8,8%). En cualquier caso, la evolución del excedente final en el primer semestre de 2007 mejora la del mismo período del año anterior, semestre en el que registró una reducción del -3,2%. La positiva evolución en la generación de excedentes por las empresas no financieras queda plasmada en el elevado porcentaje que representa el resultado neto respecto del VAB, estructura que se mantiene en valores en torno al 30%, similares a los del primer semestre de 2006.

Resumiendo, la información suministrada por la Central de Balances confirma que las empresas no financieras mantuvieron durante el primer semestre de 2007 un tono expansivo de su actividad productiva, gracias, fundamentalmente, al impulso de la industria, beneficiaria de la inversión en bienes de equipo y del elevado dinamismo de las exportaciones, compensando la desaceleración detectada en algún otro sector, como el de comercio, influido por los síntomas de debilitamiento mostrados por el consumo privado. Todo ello ha permitido un sostenimiento de los procesos de creación de empleo, que se enmarcan en un clima de moderación salarial. Por otro lado, el fuerte aumento de los gastos financieros, impulsados al alza tanto por el crecimiento de los tipos de interés como por los mayores niveles de deuda, se ha visto paliado, en cierta medida, por el incremento de los ingresos financieros, ante el aumento de la entrada de dividendos procedentes de filiales extranjeras. Ello ha permitido que las empresas mantuvieran un elevado ritmo de generación de excedentes y altas rentabilidades, superando las obtenidas el año anterior. Así, y a pesar de la tendencia al alza de los tipos de interés, el diferencial con respecto al coste de la financiación se mantuvo en valores positivos, idénticos a los del mismo período del año anterior.

Actividad

Las empresas no financieras colaboradoras con la Central de Balances Trimestral registraron durante el primer semestre de 2007 un elevado dinamismo de su actividad productiva, tal y como ponen de manifiesto los datos recopilados por la CBT para este período. Así, el valor añadido bruto (VAB) creció el 6,8% en el período analizado (véanse cuadro 1 y gráfico 1), superando el 6,3% del año anterior, en lo que constituye el mayor crecimiento de VAB registrado en un primer semestre desde 2000. Como ya había ocurrido en el primer trimestre del año, este incremento se ha registrado en un contexto en el que tanto la producción como los consumos intermedios han presentado tasas de variación muy reducidas, como consecuencia del efecto que sobre las ventas y las compras en el sector de refino ha tenido la evolución de los precios del petróleo. Por otra parte, la expansión de la actividad se fundamentó en el fuerte impulso del sector industrial (véanse cuadro 2.A y recuadro 1), muy influido por el crecimiento de la inversión en bienes de equipo, tomando el relevo de otros sectores en los que el VAB creció con menos intensidad, como el de comercio y el de transporte y comunicaciones, principales afectados por los síntomas de ligera desaceleración, que, de acuerdo con fuentes alternativas, parece haber comenzado a mostrar el consumo privado, especialmente en el segundo trimestre del año. En cuanto a la actividad exterior, tanto las exportaciones como las importaciones mantuvieron un elevado dinamismo, beneficiando especialmente al sector industrial, agregado en el cual la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones) presentó una contribución al crecimiento del producto claramente positiva y creciente respecto al primer semestre de 2006.

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 (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)		
	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07
Total	5,2	6,5	6,3	6,8	3,5	1,7	1,6	1,2	5,9	5,1	5,1	4,8	2,3	3,3	3,4	3,6
TAMAÑOS																
Pequeñas	4,3	—	—	—	-0,6	—	—	—	4,6	—	—	—	5,2	—	—	—
Medianas	4,5	6,7	7,2	4,9	2,0	1,2	1,4	2,3	5,9	5,5	5,8	4,5	3,9	4,2	4,3	2,2
Grandes	5,3	6,4	6,2	6,9	3,9	1,7	1,6	1,1	6,0	5,1	5,1	4,9	2,0	3,3	3,4	3,8
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	12,1	6,3	8,8	3,9	-0,7	-1,3	-1,4	-0,9	4,6	3,0	4,4	4,0	5,4	4,4	5,9	4,9
Industria	0,2	8,2	3,6	16,4	-0,8	-0,6	-1,4	0,2	2,3	2,6	1,8	3,4	3,2	3,2	3,2	3,2
Comercio y reparación	5,0	6,7	6,6	2,6	5,2	2,9	3,6	0,6	6,9	7,1	7,5	2,1	1,6	4,1	3,8	1,5
Transportes y comunicaciones	3,8	4,8	4,6	5,1	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	4,7	4,2	3,8	4,8	3,4	4,4	4,0	5,2

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 a II 2007	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARÍAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	732	472	260
GASTOS DE PERSONAL			
Situación inicial I a II 06 (millones de euros)	12.767,7	6.711,2	6.056,6
Tasa I a II 07/I a II 06	4,8	9,4	-0,3
REMUNERACIONES MEDIAS			
Situación inicial I a II 06 (euros)	21.467,6	20.014,7	23.345,6
Tasa I a II 07/I a II 06	3,6	3,8	4,2
NÚMERO DE TRABAJADORES			
Situación inicial I a II 06 (miles)	595	335	260
Tasa I a II 07/I a II 06	1,2	5,4	-4,3
Fijos			
Situación inicial I a II 06 (miles)	491	262	229
Tasa I a II 07/I a II 06	2,1	6,1	-2,6
No fijos			
Situación inicial I a II 06 (miles)	104	73	31
Tasa I a II 07/I a II 06	-3,1	2,8	-17,1

FUENTE: Banco de España.

Profundizando algo más en el detalle por sectores, destaca entre todos ellos el industrial, por ser en el que, por las razones ya comentadas en el párrafo anterior (expansión de la inversión en bienes de equipo y crecimiento de las exportaciones), se constató con mayor intensidad esta positiva evolución. Su VAB aumentó un 16,4% en el primer semestre de 2007, frente al 3,6% del año anterior, comportamiento que se puede hacer extensivo a casi todos los subagregados que lo componen. El cuadro 3 confirma el impacto expansivo que la evolución de la actividad exterior ha tenido para las empresas industriales, que, gracias a su mayor dinamismo exportador, ha

La actividad del sector industrial registró en los seis primeros meses de 2007 un fuerte dinamismo, que se tradujo en un crecimiento nominal del VAB del 16,4%, muy por encima del 3,6% que había aumentado en el mismo semestre del año precedente, gracias tanto a la fortaleza de la inversión en bienes de equipo como al buen comportamiento de las exportaciones. Esta positiva evolución ha repercutido en prácticamente todos los subsectores industriales, si bien ha tenido una especial incidencia en algunos, como el de «Transformación de vidrio, cerámica y metales» o el de «Industrias químicas», con incrementos del VAB de un 30,7% y un 13,4%, respectivamente. Tan solo dos subsectores, los de «Industria de material y equipo eléctrico, electrónico y óptico» y el de «Otras industrias manufactureras», vieron cómo se reducía el ritmo de crecimiento de su actividad. En ambos casos se produjeron incrementos moderados del VAB en el primer semestre de 2007 (4,7% y 2,6%, respectivamente), por debajo de los alcanzados en el mismo período del año anterior. Por otra parte, el aumento registrado por los gastos de personal en el primer semestre de 2007 (3,4%) fue muy superior al de 2006 (1,8%), y ello fundamentalmente por el cambio de tendencia experi-

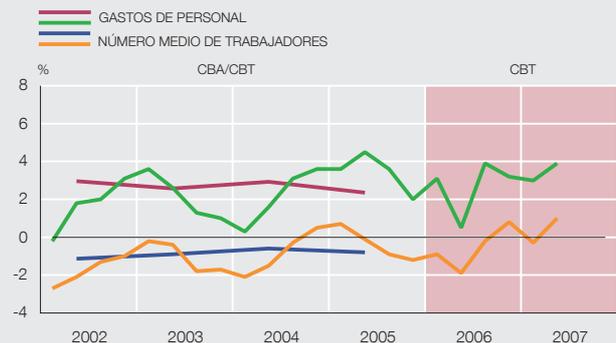
mentado por el empleo en los meses transcurridos del año en curso. Así, en el primer semestre de 2007 el número medio de empleados en las empresas industriales aumentó levemente (un 0,2%), dato que contrasta con la reducción sufrida en idéntico período del año anterior (-1,4%). Esta mejoría de los datos de empleo fue más intensa en el segundo trimestre del año, haciéndose extensiva a casi todos los subsectores, con excepción del de «Industrias químicas» y el de «Fabricación de material de transporte», en los que se siguieron sintiendo los efectos de algunos procesos de ajuste de plantillas, que afectaron a grandes empresas pertenecientes a estos agregados. En cuanto a las remuneraciones medias, aumentaron un 3,2% en el primer semestre de 2007, tasa prácticamente idéntica a la registrada un año antes, y que confirma la consolidación del clima de moderación salarial imperante en este agregado, al igual que en el conjunto de la muestra. El intenso crecimiento de la actividad se trasladó a los excedentes ordinarios, permitiendo que tanto el resultado económico bruto como el resultado ordinario neto (RON) crecieran con fuerza en los seis primeros meses de 2007 (32,9% y 50,8%, respectivamente). Además, en el caso del RON, su evolución se vio

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

VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES
Tasas de variación



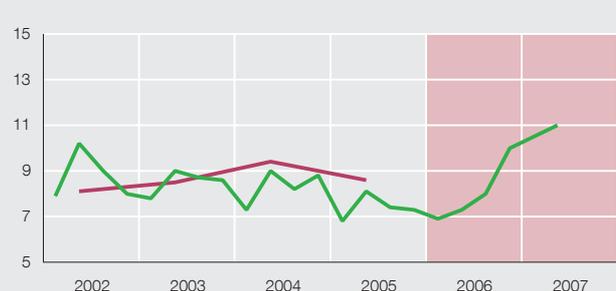
EMPLEO Y SALARIOS
Tasas de variación



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				2.332				—				—			
	CBT	391	378	369	357	367	362	354	346	352	342	335	333	323	311	304	295	323	308	293	270	290	212	—	—
% del PIB del subsector sociedades del sector industria	CBA	26,6				27,2				28,6				26,3				—				—			
	CBT	19,7	20,7	18,8	18,5	18,8	19,1	17,1	17,8	19,5	19,7	17,8	19,1	18,9	19,6	16,8	17,7	18,7	18,1	16,3	17,1	16,8	12,3	—	—

FUENTE: Banco de España.

reforzada por el fuerte aumento de los ingresos financieros, impulsados por importantes entradas de dividendos, en un contexto en el que también los gastos financieros crecieron de forma notable, por las causas ya comentadas para el resto de empresas (repercusión de las subidas de tipos y aumento del endeudamiento). Todo ello permitió que las empresas industriales presentaran en el primer semestre de 2007 un claro incremento de sus niveles de rentabilidad ordinaria, llegando hasta el 11% en el caso de la del activo neto y hasta el 15,6% en la de los recursos propios, ambas muy por encima de los niveles alcanzados el año anterior. Por su parte, aunque el coste de la financiación subió ligeramente, hasta situarse en un 3,9%, ello no impidió que durante el primer semestre de 2007 el

diferencial entre la rentabilidad y el coste financiero siguiera aumentando, hasta mostrar un valor de 7,1, el doble del registrado en el mismo período de 2006. Este dato serviría de indicador de la propensión a invertir por parte de las empresas de este sector, lo que queda constatado con la información disponible en CBT, según la cual la formación bruta de capital fijo en activos materiales aumentó casi un 20% en el primer semestre de 2007. En definitiva, la información que facilita este agregado confirma el buen momento que atraviesa el sector industrial, inmerso en una fase expansiva de su actividad, lo que le permite mantener un elevado ritmo de generación de excedentes e inversión, y comienza a traducirse en aumentos de empleo.

permitido registrar en este período una tasa muy positiva de la demanda exterior neta (7,2%). Por otro lado, el sector de Transporte y comunicaciones también siguió presentando crecimientos del VAB en el primer semestre de 2007 (5,1%), superando ligeramente los obtenidos un año antes, si bien se observa un perfil trimestral de cierta desaceleración, resultado del progresivo debilitamiento que el consumo privado ha experimentado, especialmente en el segundo trimestre del año. Este hecho también ha afectado, incluso de forma más intensa, al sector de Comercio, que, aunque mantuvo incrementos de VAB para el período analizado (2,6%), no pudo superar los alcanzados un año antes (6,6%). En cuanto al sector de Energía, también se registró para el primer semestre de 2007 un crecimiento del VAB más moderado que en el mismo período del año anterior (3,9%, frente al 8,8%), si bien esta evolución se debe exclusivamente al comportamiento del sector de refino de petróleo, que, en los meses transcurridos de 2007, ha sufrido un sensible deterioro del VAB (-21%), como consecuencia tanto de los menores precios que, en media, el petróleo ha registrado en el primer semestre de 2007 frente a los que tenía en el mismo período de 2006 (véase gráfico 2) como por la paulatina reducción de los márgenes de explotación del sector, fenómeno que se viene observando desde 2005. No obstante, la tendencia al alza observada por los precios del crudo a lo largo de estos meses ha ido compensando esta situación y, de perdurar, haría que este estado del sector revirtiera en los próximos trimestres. Por su parte, las empresas eléctricas (que componen el otro gran agregado energético) siguieron creciendo a tasas elevadas (su VAB aumentó el 10,2% en el primer semestre de 2007) y similares a las de 2006, gracias al buen comportamiento de la demanda eléctrica (que, según datos de REE, creció en este período un 2,7%) y a los menores costes de producción soportados por estas empresas (durante el primer semestre de 2007 se produjo un 37% más de energía eléctrica que el año anterior a partir de centrales hidroeléctricas, que son las que tienen unos costes de producción más bajos). Por último, hay que resaltar que los datos de las grandes empresas del sector de la construcción que colaboran con la CBT reflejan el menor dinamismo de este sector en los últimos meses, tras unos años en que se había erigido en uno de los motores principales del crecimiento económico. La información de las empresas colaboradoras del sector de la construcción no se publica explícitamente en los cuadros del artículo, estando incluida entre las «Actividades con cobertura reducida», como consecuencia de la fuerte atomización del sector y, por ello, la menor representatividad que el comportamiento de las grandes empresas tienen en el conjunto de este agregado.

Finalmente, los datos del gráfico 3 permiten analizar cómo quedan distribuidas las empresas, en función de los aumentos de VAB, con independencia del tamaño, o sector de actividad, en

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

CUADRO 3

Estructura y tasas de variación

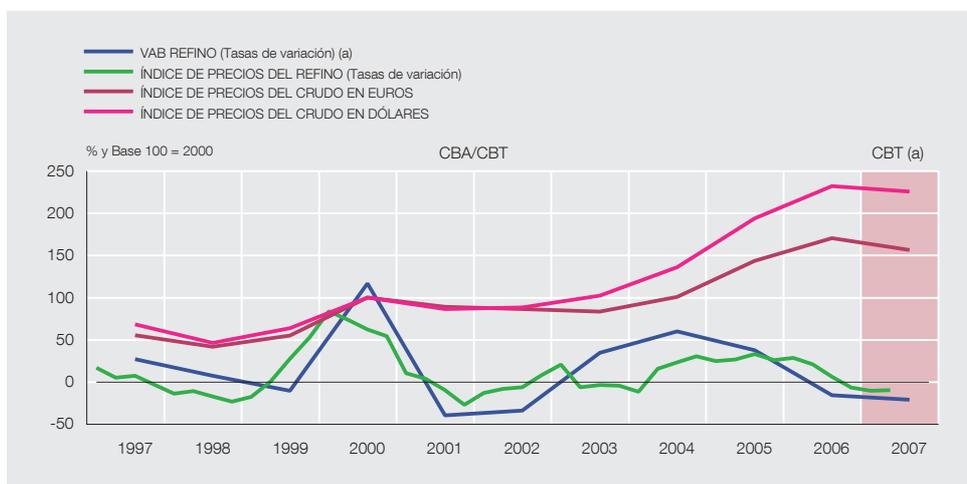
		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)	CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)	
		2005	I a II 06	I a II 07
Total empresas		8.623	732	732
Empresas que informan sobre procedencia/destino		8.623	697	697
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	69,9	82,3	80,2
	Total exterior	30,1	17,7	19,8
	<i>Países de la UE</i>	15,4	13,8	15,4
	<i>Terceros países</i>	14,7	3,9	4,5
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	86,2	91,3	90,8
	Total exterior	13,8	8,7	9,2
	<i>Países de la UE</i>	10,0	6,5	6,5
	<i>Terceros países</i>	3,8	2,3	2,6
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	-16,3	-8,0	7,2
	Resto de empresas	-37,3	-12,0	-21,0

FUENTE: Banco de España.

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

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

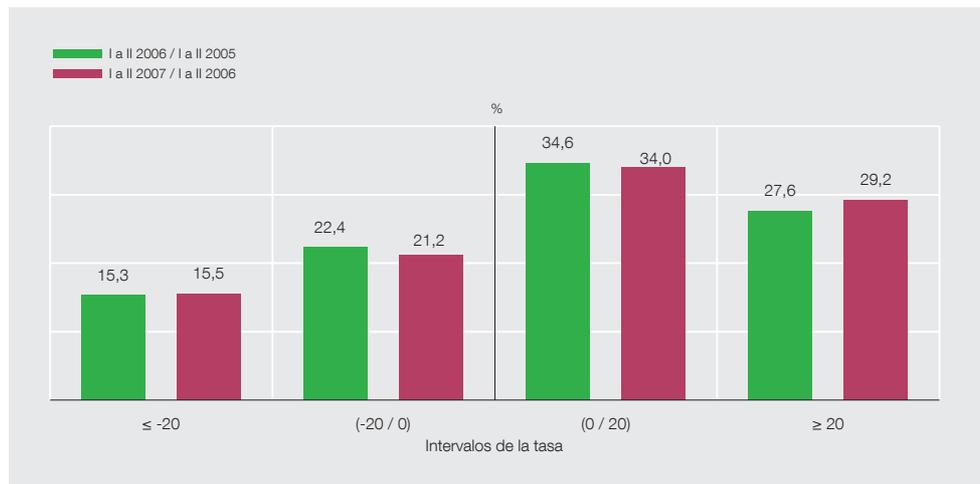
GRÁFICO 2



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

a. Los datos de 2007 se refieren a la CBT.

el que están encuadradas. La principal conclusión que se extrae es la ausencia de movimientos significativos, si bien se aprecia un ligero crecimiento del porcentaje de empresas con aumentos de VAB en el primer semestre de 2007 (63,2%), frente al de 2006 (62,2%). Ello indica que la expansión de la actividad se ha producido de forma bastante generalizada, extendiéndose a un porcentaje mayoritario y cada vez más amplio de empresas de las que configuran la muestra de la CBT.



FUENTE: Banco de España.

Empleo y gastos de personal

Los gastos de personal crecieron un 4,8% en el primer semestre de 2007, tres décimas por debajo de lo que lo habían hecho un año antes (5,1%). Esta ligera reducción es el resultado de un aumento del empleo con menor intensidad que el registrado en el período previo que le sirve de referencia (primer semestre de 2006), aunque manteniendo unas tasas de variación significativamente positivas (1,2% en 2007, frente al 1,6% del año precedente). Por su parte, las remuneraciones medias se mantuvieron en niveles de crecimiento moderados, en torno al 3,6%, y con valores ligeramente superiores a los detectados en el mismo período del año anterior.

Como se ha mencionado, los datos disponibles en la CBT sobre las plantillas de las empresas no financieras para el primer semestre de 2007 han puesto de manifiesto una cierta ralentización en los procesos de creación de empleo, que, no obstante, viene muy condicionado por la existencia de algunos ajustes y reestructuraciones en grandes empresas, principalmente pertenecientes al sector de transporte y comunicaciones. Si se las eliminase del agregado, la tasa de variación se elevaría sustancialmente; los datos del agregado, sin incluir los de las dos principales empresas afectadas, crecerían hasta el 1,8% en el primer semestre de 2007, evolución en cualquier caso ligeramente inferior a la que se obtendría un año antes (2%). Por tipo de empleo (véase cuadro 2.B), se observa que las plantillas fijas crecieron un 2,1%, en detrimento del temporal, cuya tasa de variación fue del -3,1%, debido a la existencia de procesos de conversión de empleo temporal en fijo en algunas empresas de la muestra. Si, por otra parte, se analiza la evolución por sectores, destaca el dato de las empresas industriales, que, tras varios trimestres con tasas negativas, han conseguido retornar a la senda de la creación de empleo. Si bien estos aumentos son cuantitativamente reducidos (0,2%), suponen un cambio de tendencia que se enmarca en la positiva evolución de la actividad en este grupo de empresas. Por su parte, el sector de comercio fue, una vez más, el que entre los principales sectores analizados en este artículo presentó un dato más positivo (0,6%), solo superado por el resto de las empresas de servicios, que, por su menor peso en el conjunto de la muestra, no son representadas en los cuadros de síntesis. Este incremento es, sin embargo, sensiblemente inferior al alcanzado un año antes (3,6%), confirmando así que la desaceleración detectada al analizar la actividad productiva en este sector también ha alcanzado a los procesos de creación de nuevos puestos de trabajo. En los otros dos sectores recogidos en el cuadro 2.A (Energía y Transporte y comunicaciones) se registraron reducciones moderadas de empleo, como por otra parte viene siendo habitual en ambos agregados. Así, el sector de Energía y agua registró

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
	2004	2005	I a IV 05	I a IV 06	I a II 06	I a II 07
Número de empresas	8.984	8.623	808	819	854	732
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	28,0	26,5	29,0	27,0	24,7	26,1
Se mantienen o suben	72,0	73,5	71,0	73,0	75,3	73,9
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	31,5	30,6	40,8	39,0	39,2	35,6
Se mantienen o suben	68,5	69,4	59,2	61,0	60,8	64,4
GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	44,1	43,1	49,3	48,5	48,8	43,8
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	55,9	56,9	50,7	51,5	51,2	56,3

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.

para el primer semestre de 2007 una tasa de variación negativa (-0,9%), en línea con la de períodos precedentes, al mantenerse los procesos de reorganización y adecuación a un funcionamiento de mercado no regulado en que están inmersas las empresas eléctricas desde hace varios años. Por último, el sector de Transporte y comunicaciones también presentó una variación del empleo ligeramente negativa (-0,4%), en este caso explicada por la fuerte influencia que sobre el dato del empleo están ejerciendo los procesos de reestructuración de plantilla antes mencionados, distorsionando a la baja el dato agregado. Si se eliminara su efecto, el dato del empleo en el sector de Transporte y comunicaciones cambiaría radicalmente, pasando a ofrecer un incremento del 1,4%, mucho más acorde con la expansión de su actividad. Por último, los datos del cuadro 4 constatan un aumento significativo del porcentaje de empresas en las que creció el empleo (pasó de un 60,8% en el primer semestre de 2006 a un 64,6% en el mismo período del año en curso), confirmando la generalización de los procesos de creación de empleo a un cada vez mayor número de empresas de la muestra.

En cuanto a las remuneraciones medias, estas crecieron un 3,6% en el primer semestre de 2007, tasa ligeramente superior a la del mismo período del año anterior (3,4%); el análisis de la evolución de esta partida en los diferentes sectores de actividad parece confirmar el mantenimiento del clima de moderación salarial imperante en los últimos tiempos, al que ha contribuido la evolución contenida de la inflación. Por sectores, se aprecia la existencia de un comportamiento claramente diferenciado entre aquellos agregados en los que ha aumentado el empleo y aquellos en los que se destruyeron puestos de trabajo. Dentro del primer grupo, los que crean empleo, se encuentran las empresas de comercio e industriales, que fueron las que registraron una evolución más moderada de las remuneraciones medias, con tasas de variación inferiores a las de la media (1,5% y 3,2%, respectivamente). En relación con el segundo, el de los que redujeron empleo, los sectores de Energía y de Transporte y comunicaciones presentaron incrementos salariales netamente superiores en el primer semestre de 2007 (4,9% y 5,2%, respectivamente), tanto por el efecto del crecimiento de las remuneraciones variables en empresas del sector energético como por los costes asociados a los expedientes de regulación de empleo que están soportando algunas grandes empresas del agregado de Transporte y comunicaciones. Una conclusión similar se puede extraer de los datos del cuadro 2.B, que, con independencia del sector al que pertenecen, confirma que fueron las empresas que

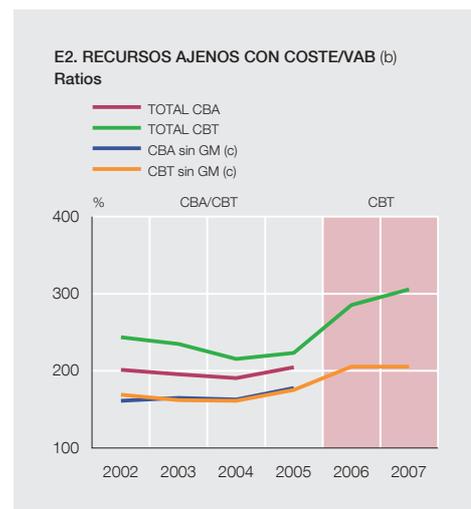
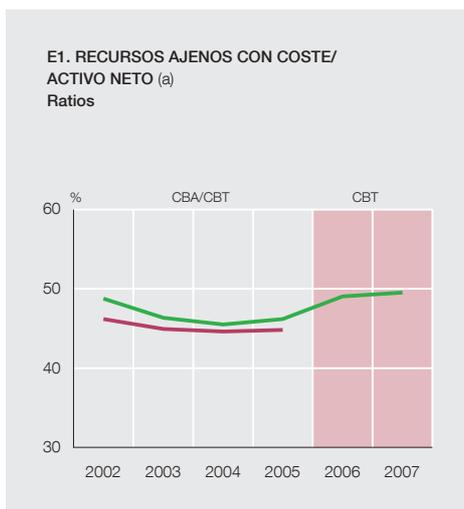
destruyeron empleo durante el primer semestre de 2007 las que tuvieron mayores subidas en sus remuneraciones medias (4,2%), frente a las que mantuvieron o incrementaron sus plantillas medias, en las que el aumento de las remuneraciones medias se cifró en el 3,8%.

Resultados, rentabilidades y endeudamiento

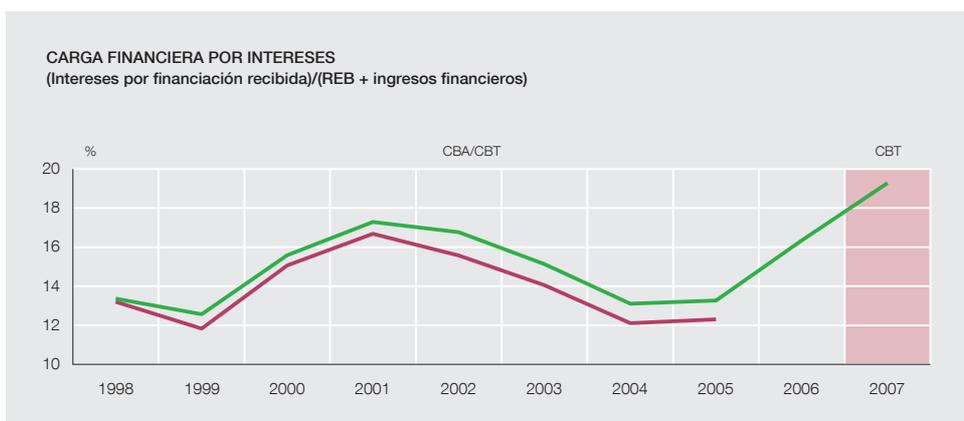
La evolución descrita para la actividad y los gastos de personal durante el primer semestre de 2007 permitió que el resultado económico bruto creciera un 8,2% en este período (cuadro 5), casi un punto por encima de lo que lo había hecho en los primeros seis meses del año anterior. No obstante, al igual que se ha comentado al analizar el VAB, el perfil trimestral muestra una ligera desaceleración en la segunda parte del semestre. Los ingresos y los gastos financieros siguieron presentando aumentos muy intensos, que fueron del 19,8% y del 34,6%, respectivamente, para el período objeto de análisis. En el caso de los ingresos financieros, este fuerte aumento se explica por la recepción de dividendos provenientes de filiales extranjeras que permiten absorber el aumento de los gastos financieros; efectivamente, las grandes empresas multinacionales incluidas en la muestra hacen que, para el agregado de las sociedades no financieras colaboradoras, el importe de los ingresos financieros se iguale con el de los gastos (para el primer semestre de 2007, el peso de ambos respecto del total del valor de la producción se sitúa en el 4,9%). En cuanto a los gastos financieros, su peso creciente dentro de las cuentas de resultados se debe tanto a la traslación de las elevaciones de los tipos de interés a los costes financieros de las empresas como a la mayor apelación a fuentes de financiación ajenas, tal y como pone de manifiesto el siguiente cuadro:

	<i>I a II 07/I a II 06</i>
Variación de los gastos financieros	34,6%
<i>A Intereses por financiación recibida (1 + 2)</i>	<i>35,2%</i>
1 Variación debida al coste (tipo de interés)	17,8%
2 Variación debida al endeudamiento con coste financiero	17,4%
<i>B Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	<i>-0,6%</i>

Así pues, se observa que el aumento de los gastos financieros fue consecuencia, a partes iguales, de las subidas de los tipos de interés y de la entrada de nueva financiación. En relación con esta última, el aumento en la financiación recibida, que compara dos situaciones estáticas, entre junio de 2007 y junio de 2006, viene explicada por la existencia de importantes operaciones de adquisición de acciones que tuvieron lugar en los últimos meses de 2006, a las que hay que añadir algunas nuevas operaciones que se han realizado en el primer semestre de 2007 y que han intensificado el efecto de este componente sobre el crecimiento de los gastos financieros. Para analizar con mayor detalle los niveles de deuda de las empresas y la posición financiera en su conjunto, el gráfico 4 muestra el comportamiento de las ratios «E1 (recursos ajenos con coste/activo neto)», «E2 [recursos ajenos con coste (consolidados)/VAB]» y la de la «carga financiera por intereses [intereses por financiación/(REB + ingresos financieros)]». En primer lugar, el análisis de las tres ratios referidas, para el total de la muestra, informa de un deterioro en la posición financiera en los dos últimos años, 2006 y 2007, especialmente intenso en el caso de la carga financiera por intereses (que relaciona por cociente los intereses por financiación con las rentas empresariales recurrentes que los pueden financiar, esto es, excedente bruto más ingresos financieros), como consecuencia de las operaciones antes citadas. El gráfico del indicador E2, que facilita detalle para el agregado total excluidas las grandes empresas multinacionales, precisamente las que han estado involucradas en las principales operaciones de financiación referidas, determina que: a) para el resto de la muestra, en 2007 no se ha producido un deterioro en su posición financiera (la ratio se mantiene, en la práctica, invariable, dos décimas menor que la registrada en 2006), y b) que el nivel de endeudamiento es sustancialmente menor en el resto de empresas (del orden de 100 puntos porcentuales, 305,5% para el total de la muestra y 205,4% cuando se excluyen las gran-



	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CBA	201,5	195,8	190,8	204,6		
CBT	243,6	234,7	215,3	223,3	285,2	305,5
CBA sin GM	161,1	165,0	163,0	177,9		
CBT sin GM	169,3	162,0	161,3	175,4	205,6	205,4



	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	12,3		
CBT	13,4	12,6	15,6	17,3	16,8	15,1	13,1	13,3	16,3	19,3

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 (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)		
	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07	2005	I a IV 06	I a II 06	I a II 07
Total	4,4	7,5	7,2	8,2	11,9	16,3	4,8	8,8	8,8	9,4	7,4	8,0	5,1	5,4	3,6	3,6
TAMAÑOS																
Pequeñas	3,9	—	—	—	7,9	—	—	—	6,7	—	—	—	3,0	—	—	—
Medianas	2,5	8,4	9,0	5,4	3,8	18,0	18,5	-4,5	7,5	7,7	7,8	7,6	4,0	4,1	4,6	3,5
Grandes	4,6	7,4	7,1	8,3	12,8	16,3	4,3	9,2	9,0	9,4	7,4	8,0	5,3	5,4	3,6	3,6
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	14,6	7,2	10,0	3,9	39,7	2,8	3,6	1,0	9,5	10,3	8,7	9,2	6,1	6,7	5,1	5,1
Industria	-2,8	15,5	5,9	32,9	0,8	34,1	12,9	50,8	8,6	9,0	7,4	11,0	4,9	5,0	3,6	7,1
Comercio y reparación	2,5	6,1	5,4	3,1	4,1	8,0	4,8	2,3	11,1	8,1	7,7	7,6	7,5	4,4	4,3	3,3
Transportes y comunicaciones	3,3	5,2	5,2	5,3	5,9	9,9	9,9	9,8	11,9	12,1	11,8	12,2	7,8	7,9	7,6	7,9

FUENTE: Banco de España.

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

des empresas multinacionales). El análisis de estas variables, en cualquier caso, debe realizarse de forma combinada con el de la evolución de la rentabilidad de los activos en los que la nueva financiación se ha materializado, para poder evaluar, con una perspectiva más amplia, el grado de exposición en el que se puedan encontrar las empresas no financieras. Como se verá, la situación referida ha venido acompañada de una mejora de las rentabilidades, sin que haya supuesto una merma en la capacidad de generación de recursos de las empresas.

El comportamiento descrito para los gastos e ingresos financieros se tradujo en un incremento del resultado ordinario neto (RON) del 8,8% en el primer semestre de 2007, sensiblemente superior al alcanzado un año antes (4,8%), que permitió que los niveles de rentabilidad se mantuvieran elevados, incluso superando los alcanzados un año antes. Así, la rentabilidad ordinaria del activo neto se situó en un 8%, frente al 7,4% de 2006, y la de los recursos propios se elevó hasta el 11,5%, casi un punto más que el año anterior. Además, todos los sectores registraron unos niveles de rentabilidad ordinaria similares o superiores a los del primer semestre de 2006. También el cuadro 6 confirma la evolución positiva de los niveles de rentabilidades, tanto en el caso de la del activo como en la de los recursos propios, lo que produce un desplazamiento de las empresas hacia los segmentos de rentabilidad más altos. En cuanto al coste financiero, la ratio R2 mantuvo su tendencia creciente de los últimos trimestres, situándose para el primer semestre de 2007 en un 4,4%, algo más de medio punto superior al nivel alcanzado un año antes. En cualquier caso, gracias al crecimiento de las rentabilidades, el diferencial entre la ratio R1 (rentabilidad del activo neto) y la R2 permaneció estable, ofreciendo valores muy positivos (3,6), lo que confirma el buen momento que atraviesan, en su conjunto, las empresas españolas. Por último, los datos que sobre la inversión viene recogiendo la Central de Balances son coherentes con esta afirmación². Así, hasta el segundo

2. La información facilitada por las empresas permite elaborar, a partir de sus datos contables, un proxy al concepto «formación bruta de capital fijo». La fuerte volatilidad trimestral que tiene esta variable aconseja tomar con cautela las conclusiones que puedan alcanzarse de su análisis.

**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 (a)			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		I a II 06	I a II 07	I a II 06	I a II 07
Número de empresas		854	732	854	732
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0%	22,3	21,4	25,8	26,5
	0% < R ≤ 5%	22,8	19,8	16,5	14,0
	5% < R ≤ 10%	15,2	16,9	12,1	12,0
	10% < R ≤ 15%	11,8	12,7	8,5	10,0
	15% < R	28,0	29,3	37,1	37,6
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		7,4	8,0	10,6	11,5

FUENTE: Banco de España.

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

trimestre de 2006 la formación bruta de capital fijo en activos materiales de las empresas que configuran la muestra de la CBT creció un 5,9%, por encima de la evolución mostrada en el conjunto de 2006, que se cifró en el 4,2%. De entre todos los sectores destaca el industrial, por haber sido el más dinámico en este apartado, haciendo que la inversión en este agregado aumentara un 19,5% en el período analizado.

Por último, un análisis de los resultados extraordinarios pone de manifiesto una fuerte reducción tanto de los gastos como, sobre todo, de los ingresos durante el primer semestre de 2007, al no registrarse en este período operaciones de especial relevancia, que sí ocurrieron en el año anterior. Al ser mayor la reducción de los ingresos que la de los gastos extraordinarios, se minoró la intensidad del crecimiento del resultado neto final, que creció un 2,7% durante los seis primeros meses de 2007, mejorando el dato obtenido en el primer semestre del año anterior (-3,2%). En cualquier caso, cabe destacar que el aumento referido, del 2,7%, supone una adición sobre un flujo de resultados que se encuentra en valores muy elevados; efectivamente, el cuadro 1 informa de que el porcentaje que representa el resultado neto sobre el VAB se mantuvo por encima del 30% en el primer semestre de 2007.

En resumen, las empresas españolas mantuvieron durante el primer semestre de 2007 un elevado dinamismo de su actividad productiva, asentado en la fuerte expansión del sector industrial, en un contexto de cierto debilitamiento del consumo privado, lo que no ha impedido que el empleo continuara creciendo a tasas similares a las de 2006 y que las empresas colaboradoras con CBT, en su conjunto, mantuvieran un elevado ritmo de generación de excedentes y altas rentabilidades. En este contexto, y a pesar del aumento de los costes financieros, compensados por la buena marcha de los ingresos financieros provenientes de dividendos percibidos del exterior, las empresas han intensificado su dinamismo inversor, confirmando la buena situación por la que, en su conjunto, atraviesa el tejido empresarial español.

17.9.2007.

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2007,
SEGÚN LA EPA

La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA

Este artículo ha sido elaborado por Mario Izquierdo, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el segundo trimestre de 2007 se crearon en torno a 298.000 puestos de trabajo, en términos netos, respecto al trimestre anterior, cifra muy similar a la registrada un año antes. En relación con el mismo período de 2006, el empleo aumentó en casi 675.000 personas, lo que implica un ritmo de avance interanual del 3,4%, igual al alcanzado el trimestre precedente (véase cuadro 1). La información procedente de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) muestra un grado de dinamismo del empleo¹ análogo al reflejado por la EPA. De acuerdo con la CNTR, la tasa de aumento de los ocupados totales, en términos de la serie ajustada de estacionalidad, se situó en el 3,2%, una décima por debajo de la registrada en los tres primeros meses del año. Esta suave desaceleración del empleo estuvo en línea con la observada en la actividad económica, por lo que la productividad aparente del trabajo mantuvo estable su crecimiento en el 0,8%.

El resto de indicadores coyunturales mostró un comportamiento similar del empleo en el segundo trimestre del año. Por una parte, las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron dos décimas su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 3,3% en términos de la serie de afiliación media mensual, y los contratos registrados en el INEM mostraron una leve caída interanual. La información más reciente, correspondiente al mes de agosto, indica avances más moderados en la creación de empleo en los meses de verano, con una tasa de crecimiento interanual de la afiliación media del 2,8%, y un descenso en el número de contratos, cuya tasa de variación interanual se situó en el -2,7%.

La población activa, por su parte, mantuvo estable su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de este año, en el 2,8%, tasa que, como en el trimestre previo, supone una suave desaceleración de la oferta laboral en comparación con los registros de los últimos años. Esta evolución de la actividad y del empleo dio como resultado una caída del número de parados, entre abril y mayo, de en torno a 96.000 personas, lo que redujo la tasa de paro hasta el 8%, cinco décimas por debajo de la del trimestre precedente, y también del nivel alcanzado un año antes. Por su parte, los datos procedentes del INEM sobre el paro registrado mostraron un descenso del desempleo en ese período (-1,3%), si bien más moderado que el que se deduce de la EPA. La última información disponible, referida al mes de agosto, muestra un repunte de esta variable, que registró una tasa de variación interanual del 2,2%. En los epígrafes que siguen se analiza la evolución de las principales magnitudes del mercado de trabajo en el período más reciente.

El empleo

El número de ocupados en el primer trimestre de 2007 se situó en 20.367.300 personas, cifra que representa una tasa de variación interanual del 3,4%, igual que la registrada durante los tres primeros meses del año, tras el perfil de suave desaceleración del empleo que venía observándose en los últimos trimestres. Esta evolución situó la tasa de ocupación en el 66,8%, 1,1 puntos porcentuales (pp) por encima de la de hace un año. En el recuadro 1 se presenta un análisis comparado de la evolución de la tasa de empleo, actividad y paro en España y en la UE².

1. Medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. 2. Esta comparación se realiza a partir de los datos de la Encuesta Laboral que publica Eurostat. Los datos referidos a España proceden de la EPA, con pequeñas diferencias metodológicas que implican leves discrepancias de nivel en las tasas de actividad y de empleo.

	2004	2005	2006	2005				2006				2007	
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
OCUPADOS	3,9	4,8	4,1	4,3	5,0	5,1	4,9	4,9	4,2	3,7	3,6	3,4	3,4
Asalariados	4,2	5,8	4,6	4,7	6,2	6,4	6,0	6,1	4,3	3,9	3,9	3,9	4,1
<i>Por duración del contrato:</i>													
Indefinidos	3,2	3,1	3,5	3,1	3,1	3,0	3,3	3,8	2,6	3,6	3,9	6,1	8,2
Temporales	6,4	11,8	6,7	8,4	13,2	13,5	11,7	10,9	7,9	4,5	4,1	-0,4	-3,6
<i>Por duración de la jornada (b):</i>													
Jornada completa	3,5	2,2	4,7	0,3	2,1	3,6	2,7	6,6	4,9	3,9	3,7	3,7	4,2
Jornada parcial	12,3	42,2	3,2	49,3	46,2	35,1	38,8	2,8	0,6	3,7	5,8	5,4	4,1
No asalariados	2,7	0,5	2,0	2,7	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	3,7	2,6	1,8	1,2	0,2
OCUPADOS POR RAMAS DE ACTIVIDAD:													
Agricultura (1)	-0,2	1,0	-5,6	-1,6	0,5	2,7	2,5	-3,2	-3,0	-8,0	-8,4	0,5	-3,8
Industria (2)	0,4	0,5	0,4	1,0	0,3	1,1	-0,4	0,5	0,7	-0,7	1,0	-0,3	-1,3
Construcción (3)	7,2	7,7	7,9	8,1	7,6	8,0	7,0	7,3	7,8	8,1	8,3	9,4	7,6
Servicios	4,7	5,8	5,1	5,1	6,2	5,9	6,1	6,3	5,0	4,9	4,3	3,5	4,3
De mercado (4) (c)	4,9	4,4	6,0	3,6	4,4	4,3	5,4	6,1	5,7	6,9	5,3	4,6	5,4
De no mercado (c)	4,3	8,0	3,9	7,4	9,1	8,4	7,2	6,8	4,1	1,9	2,8	1,8	2,7
Economía de mercado (1 + 2 + 3 + 4)	3,8	3,8	4,2	3,3	3,7	4,0	4,1	4,3	4,3	4,3	3,8	4,0	3,7
OCUPADOS POR NACIONALIDAD:													
Nacionales	2,0	3,0	2,3	2,5	3,0	3,2	3,2	3,0	2,5	1,9	1,6	1,8	2,0
Extranjeros	27,6	23,0	18,9	23,8	25,4	23,6	19,5	21,3	18,7	17,4	18,7	15,4	13,5
Ocupados (variaciones interanuales, en miles)	680	873	774	766	901	932	895	907	798	705	688	669	674
PRO MEMORIA:													
<i>Niveles en %:</i>													
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	62,0	64,3	65,7	63,0	64,2	64,9	64,9	65,0	65,7	66,1	66,2	66,0	66,8
Ratio de asalarización	80,9	81,7	82,1	81,0	81,7	82,1	82,0	81,9	81,8	82,3	82,3	82,3	82,4
Ratio de temporalidad (d)	31,6	33,3	34,0	31,9	33,3	34,4	33,8	33,3	34,4	34,6	33,8	32,0	31,8
Ratio de parcialidad (e)	10,3	12,4	12,0	13,1	12,8	11,6	12,0	12,4	12,2	11,3	11,9	12,4	12,0

FUENTES: INE y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año, salvo indicación expresa.

b. Series oficiales de la EPA 2005.

c. Servicios de mercado comprende las actividades de comercio, hostelería, transportes, intermediación financiera y otros servicios de mercado. Servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

d. En porcentaje de asalariados.

e. En porcentaje de ocupados.

El crecimiento del empleo se sustentó en el vigor mostrado por el avance de los asalariados (véase gráfico 1), que aumentaron a una tasa del 4,1%, ya que el número de trabajadores por cuenta propia se incrementó a una tasa del 0,4%. En conjunto, la tasa de asalarización se elevó hasta el 82,4%, seis décimas por encima de su nivel hace un año.

Por duración del contrato, los datos de la EPA mostraron un nuevo repunte en el número de asalariados indefinidos, con una tasa de crecimiento interanual del 8,2%, 2,1 pp superior a la del primer trimestre, mientras que los asalariados temporales se desaceleraron con intensidad, hasta registrar una caída interanual del 3,6%, dando lugar a una contribución negativa al crecimiento del empleo asalariado (véase gráfico 2). De esta forma, la ratio de temporalidad se situó en el 31,8%, 2,6 pp por debajo de la registrada en el mismo trimestre de 2006, pero solo ligeramente inferior a la del primer trimestre de este año. Esta evolución refleja el impulso de la contratación indefinida observado a partir de la entrada en vigor de la reforma laboral en

En este recuadro se analiza la situación del mercado laboral español en comparación con la del resto de países de la Unión Europea en 2006, utilizando los datos anuales procedentes de la Encuesta de Fuerza Laboral (EFL), publicada por Eurostat a partir de encuestas nacionales¹. El pasado año se observó un mayor dinamismo en los mercados laborales europeos, que dio lugar a un aumento de la tasa de empleo de 0,9 pp en la UE², después de varios años con incrementos muy reducidos. A pesar de este avance, los principales indicadores se sitúan aún alejados de los objetivos fijados en la Cumbre de Lisboa para el año 2010. En particular, como puede observarse en el cuadro adjunto, la tasa de ocupación se situó en el 64,6% en

2006, frente al objetivo del 70% establecido para el año 2010. En cuanto al desempleo, en 2006 destacó el acusado descenso de la tasa de paro hasta el 8,4%, 0,7 pp por debajo de su nivel en 2005.

Centrándonos en la comparación de los resultados españoles con los agregados europeos, la tasa de empleo se situó en España en el 64,7% en 2006, muy cerca del objetivo del 66% fijado en el Plan Nacional de Reformas para 2010, y la brecha entre España y la UE se tornó, por primera vez, positiva. Con respecto a la UE 15³, el diferencial es aún negativo (1,4 pp), pero el descenso ha sido muy notable desde el año 2000. Con respecto a la tasa de participación, la brecha ha pasado también a ser positiva respecto al promedio de la UE y se ha reducido hasta los 0,9 pp respecto a la UE 15. Finalmente, el descenso de la tasa de desempleo en España hasta el 8,6% en 2006 redujo el diferencial con el agregado europeo hasta los 0,2 pp, frente a los 5 pp de hace seis años.

1. Los datos españoles proceden de la EPA, con algunas diferencias metodológicas. La principal es que la EFL analiza la participación laboral a partir de los 15 años, en lugar de los 16 años de la EPA, por lo que en el caso español todos los jóvenes de 15 años son considerados inactivos y, por tanto, las tasas de actividad y empleo de la EFL son inferiores a las estimadas por la EPA.

2. Los agregados comunitarios se han calculado excluyendo a España.

3. Esta comparación parece relevante, por tratarse de estructuras económicas más homogéneas.

Principales magnitudes del mercado laboral (a)

	Total (a)		Desagregación por sexo				Desagregación por edad					
			Varones (b)		Mujeres (b)		Menos de 30		Entre 30 y 44		Más de 45	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
TASA DE OCUPACIÓN (%)												
España	56,1	64,7	71,0	76,0	41,2	53,2	45,8	55,0	71,0	77,8	51,1	59,1
UE (c)	62,8	64,6	71,0	71,4	54,7	57,8	50,8	49,7	79,2	80,6	57,3	61,8
UE 15 (c)	64,0	66,1	72,7	72,9	55,5	59,2	53,2	51,8	79,7	80,9	57,8	63,2
TASA DE ACTIVIDAD (%)												
España	65,1	70,8	78,5	81,2	51,8	60,1	57,8	63,8	80,8	84,1	56,3	62,7
UE (c)	69,0	70,5	77,2	77,5	60,8	63,5	59,0	57,5	85,6	86,7	61,5	66,1
UE 15 (c)	69,5	71,7	78,1	78,8	60,9	64,6	60,6	59,5	85,2	86,6	61,7	67,2
TASA DE PARO (%)												
España	13,9	8,6	9,5	6,4	20,4	11,6	20,7	13,7	12,2	7,5	9,2	5,7
UE (c)	8,9	8,4	8,0	7,9	10,0	8,9	14,0	13,7	7,5	7,1	6,8	6,4
UE 15 (c)	7,8	7,8	7,0	7,4	8,9	8,3	12,2	12,9	6,5	6,6	6,3	5,9
INCIDENCIA DEL PLD (%) (d)												
España	42,4	22,1	36,3	18,4	46,8	24,9	34,3	14,1	46,4	22,3	53,7	38,3
UE (c)	46,1	47,5	45,3	47,5	46,9	47,5	37,3	35,1	48,3	50,2	56,5	61,2
UE 15 (c)	45,7	44,6	45,3	45,0	46,0	44,2	36,2	31,2	47,0	47,1	57,5	59,9
RATIO DE TEMPORALIDAD (%) (e)												
España	32,4	34,4	30,9	32,3	34,7	37,3	68,9	66,6	34,1	38,2	17,2	21,1
UE (c)	10,8	12,6	10,0	12,1	11,7	13,2	32,5	38,9	9,9	12,6	5,6	6,5
UE 15 (c)	11,7	12,0	10,6	11,2	12,9	12,8	35,8	38,2	10,7	11,7	5,8	5,8
RATIO DE PARCIALIDAD (%) (f)												
España	8,0	12,1	2,7	4,3	17,0	23,4	6,0	9,0	8,1	11,7	9,5	15,1
UE (c)	16,5	19,0	5,9	7,3	30,2	33,3	...	12,9	...	15,0	...	27,0
UE 15 (c)	18,5	21,4	6,1	7,9	34,6	38,0	11,6	14,5	16,0	16,9	26,3	30,5

FUENTE: Eurostat.

a. Los datos anuales corresponden al segundo trimestre de cada año.

b. Entre 15 y 64 años.

c. Sin España.

d. Peso de los parados que llevan un año o más en esa situación sobre el total. Sin Holanda.

e. Sin Estonia.

f. Sin Irlanda.

Por colectivos, el proceso de reducción de las disparidades entre España y la UE ha llevado a que, en el colectivo masculino, las tasas de ocupación y actividad sean ya superiores en 2006 a las del promedio europeo, y la tasa de desempleo, inferior. Mientras tanto, en el colectivo femenino, a pesar del avance registrado, aún se mantiene una brecha importante con Europa. Así, la tasa de actividad femenina fue 3,4 pp inferior a la de la UE en 2006, y la de ocupación se situó 4,6 pp por debajo. Por último, la diferencia en la tasa de desempleo se cifró en 2,7 pp.

Por edades, el acercamiento de la economía española a los patrones comunitarios es muy significativo entre los jóvenes que no superan los 30 años, que muestran un diferencial positivo de 6,3 pp respecto a la tasa de actividad promedio de la UE en 2006. Las tasas de participación y empleo de los colectivos de más edad, sin embargo, aunque redujeron su diferencial con el agregado europeo en 2006, aún se sitúan algo por debajo. Por otra parte, el acusado descenso del desempleo en España en los últimos años ha situado las tasas de

los tres colectivos por edades muy cercanas a las del promedio europeo. De hecho, el descenso del desempleo juvenil en 2006 cerró por completo la brecha existente en este grupo de edad y solo se mantuvo una diferencia de 0,4 pp en el grupo de edades intermedias. Finalmente, el paro de larga duración ha mostrado en el período más reciente una evolución notablemente más favorable en España que en el agregado europeo, lo que ha llevado a un diferencial negativo muy elevado en 2006.

Finalmente, en cuanto a las características más relevantes de los puestos de trabajo, en el año 2006 se mantuvieron prácticamente estabilizadas en niveles elevados las diferencias entre España y el resto de países comunitarios en el peso del empleo a jornada parcial y con contrato temporal. En particular, la ratio de temporalidad se situó en España en el 34,4% y mantuvo el diferencial con la UE por encima de los 20 pp. La utilización de los contratos a tiempo parcial, por su parte, continuó siendo inferior en España (12,1%) a la observada en los países de la UE (19%).

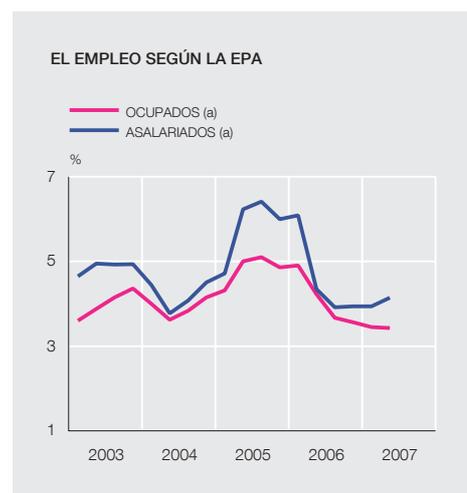
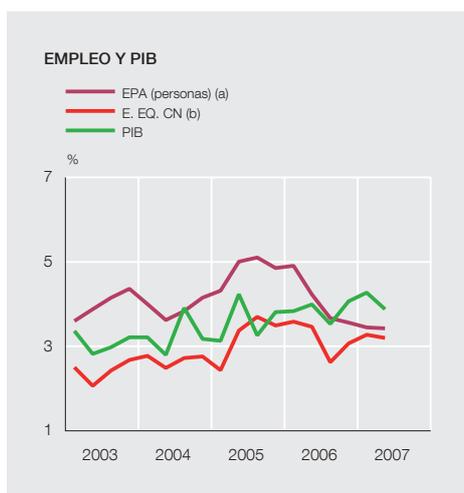
julio pasado, pero cuyos efectos, a tenor de la evolución de los contratos registrados en el INEM en los últimos meses, habrían empezado a atenuarse. Así, la contratación indefinida mantuvo en el segundo trimestre un dinamismo elevado (15,6%), aunque dentro de la pauta de desaceleración que se viene observando desde principios de año. Los últimos datos disponibles confirman esta moderación, pues en agosto se produjo una caída de los contratos indefinidos del 8,9% que ha situado el porcentaje de este tipo de contratos en el 9,9% del total, un nivel muy similar al de la primera mitad de 2006.

Respecto a la duración de la jornada, el empleo a tiempo parcial se desaceleró, tras la recuperación observada en el primer trimestre del año. Así, la tasa interanual de crecimiento de los asalariados a tiempo parcial se situó en el 4,1%, frente al 5,4% del trimestre pasado, mientras que los asalariados a tiempo completo crecieron un 4,2%, algo por encima del avance registrado en el primer trimestre. Como resultado de ello, la ratio de parcialidad disminuyó hasta el 12%, casi medio punto menos que el trimestre precedente.

Por ramas de actividad, la evolución del empleo volvió a caracterizarse por los elevados ritmos de avance en la construcción y en los servicios de mercado, así como por las caídas de la ocupación en la agricultura y, en menor medida, en la industria. En particular, en la agricultura el empleo descendió un 3,8% respecto al mismo trimestre de 2006, tras la leve recuperación mostrada a principios de año, mientras que en la industria el descenso fue del 1,3%, a pesar del dinamismo que siguió mostrando la actividad industrial. La construcción, por su parte, aunque con una intensidad algo inferior, mantuvo los elevados ritmos de creación de empleo de los últimos trimestres, alcanzando una tasa interanual del 7,6%. Finalmente, la ocupación en los servicios incrementó su ritmo de avance hasta el 4,3%, frente al 3,5% del trimestre previo, incremento que afectó tanto a las ramas destinadas al mercado, en las que el empleo creció un 5,4%, como a las no destinadas a la venta, donde aumentó un 2,7%. En conjunto, en la economía de mercado el empleo avanzó a una tasa interanual del 3,7%, 0,3 pp por debajo del crecimiento registrado a principios de año.

EMPLEO Y PIB
Tasas interanuales de series originales

GRÁFICO 1

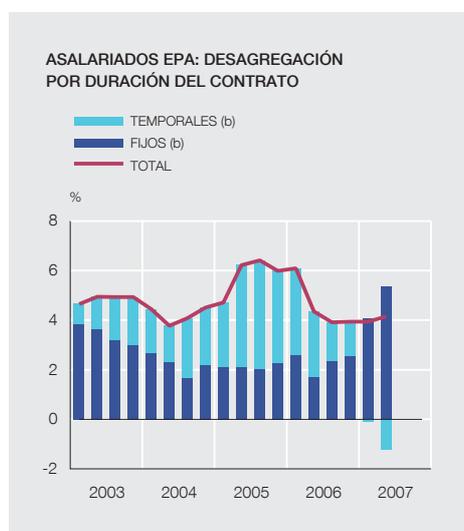


FUENTES: INE y Banco de España.

- a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.
b. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

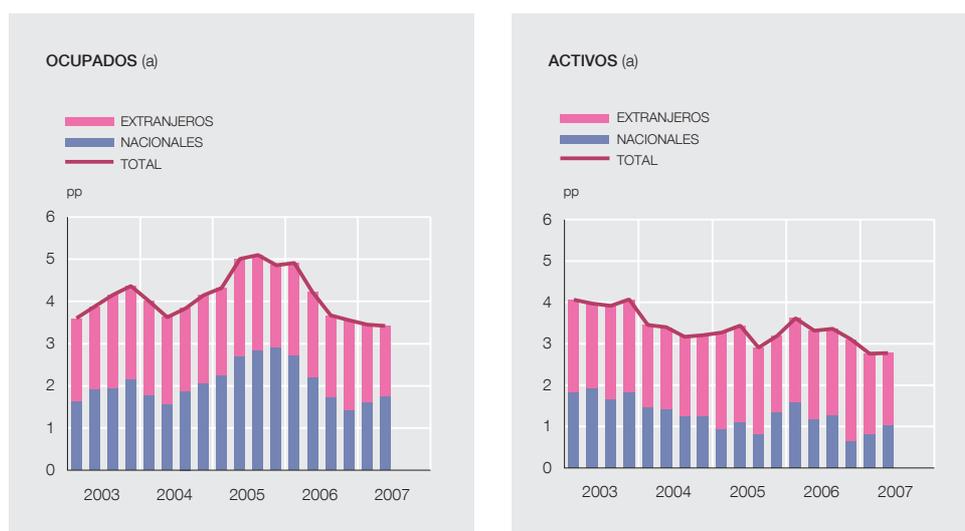
EMPLEO (a)
Tasas interanuales de series originales

GRÁFICO 2



FUENTES: INE y Banco de España.

- a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.
b. Contribuciones a la tasa de variación interanual del total.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.

En cuanto a la evolución del empleo por sexos, el colectivo femenino mantuvo, como viene siendo habitual, un mayor dinamismo que el masculino —con tasas interanuales del 4,6% y del 2,6%, respectivamente—, si bien se desaceleró ligeramente respecto al trimestre anterior (véase gráfico 2). Según la nacionalidad, los ocupados de nacionalidad extranjera mantuvieron un elevado crecimiento, con una tasa interanual del 13,5%, algo inferior a la observada a principios de año (15,8%). El aumento de la ocupación de los trabajadores nacionales, por su parte, fue moderado (del 2%), aunque superior al registrado tres meses antes. En conjunto, el empleo de nacionalidad extranjera mantuvo una contribución muy elevada al avance del empleo total, explicando casi la mitad (1,6 pp) del crecimiento de esta variable (3,4%) (véase gráfico 3).

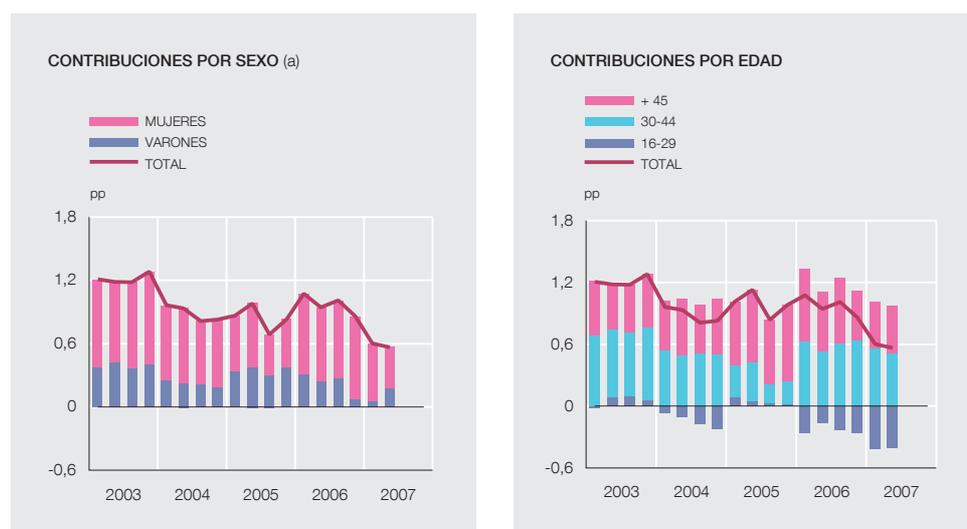
La población activa

La oferta de trabajo mantuvo un ritmo de avance igual que el del trimestre precedente (2,8%), confirmando la moderación del crecimiento de la población activa que empezó a detectarse el trimestre previo, después de haber mantenido durante varios años tasas de crecimiento superiores al 3%. Detrás de esta evolución se encuentra una cierta ralentización del ritmo de crecimiento de la tasa de actividad, que en términos interanuales se elevó en seis décimas, hasta alcanzar el 58,9% de la población en edad de trabajar, cifra que contrasta con los crecimientos en torno a 1 pp que se habían registrado con anterioridad (véase gráfico 4). Por el contrario, la población mayor de 16 años mantuvo un dinamismo algo superior al de los últimos trimestres (1,8%). Si la tasa de actividad se computa respecto a la población entre 16 y 64 años, como suele ser habitual en las comparaciones internacionales, el incremento interanual de dicha tasa es ligeramente superior, situándose en el 72,6% (véase cuadro 2).

El análisis de la evolución de la población activa por sexos muestra que la moderación en el crecimiento de esta variable obedece a la desaceleración de la oferta laboral del colectivo femenino, aunque mantiene ritmos de crecimiento muy superiores a los de la población activa masculina. El incremento de la oferta laboral femenina ascendió en el período abril-junio al 3,4%, en términos de su tasa interanual, por debajo del crecimiento alcanzado en el primer trimestre (4%) y en los últimos años. Por su parte, entre los hombres, el incremento de la

TASA DE ACTIVIDAD
Variaciones interanuales y contribuciones por sexo y edad

GRÁFICO 4



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARTICIPACIÓN SEGÚN LA EPA

CUADRO 2

	2004	2005	2006	2005				2006				2007	
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Población activa (a). Tasas interanuales	3,3	3,2	3,3	3,3	3,4	2,9	3,2	3,6	3,3	3,4	3,1	2,8	2,8
Tasa de actividad (a)	56,5	57,4	58,3	56,9	57,4	57,4	57,7	58,0	58,3	58,4	58,6	58,6	58,9
Entre 16 y 64 años	69,7	70,8	71,9	70,2	70,8	70,9	71,2	71,5	71,8	72,0	72,2	72,2	72,6
<i>Por sexos (a):</i>													
Hombres	68,2	68,8	69,1	68,4	68,7	69,0	68,9	68,9	69,1	69,5	69,0	68,9	69,3
Mujeres	45,4	46,4	48,0	45,9	46,5	46,3	47,0	47,5	47,9	47,8	48,6	48,6	48,8
<i>Por edades:</i>													
Entre 16 y 29 años	64,5	66,4	67,2	65,6	66,0	67,6	66,4	66,2	67,1	68,5	67,1	66,2	67,1
Entre 30 y 44 años	83,0	83,0	84,2	82,7	83,3	82,6	83,4	84,0	84,1	83,8	84,7	85,0	85,0
De 45 años en adelante	35,8	37,0	38,0	36,6	37,0	36,8	37,5	37,8	38,0	37,9	38,3	38,5	38,7
<i>Por formación (b):</i>													
Estudios bajos	30,2	29,1	28,6	30,2	28,8	28,6	28,7	28,8	28,8	28,2	28,6	28,5	28,3
Estudios medios	68,6	69,0	70,2	68,5	69,2	69,1	68,9	69,6	70,2	70,7	70,4	70,4	71,0
Estudios altos	81,2	81,1	81,6	81,4	81,3	80,6	81,2	81,2	81,8	81,2	82,0	81,7	81,8
<i>Por nacionalidad (a):</i>													
Nacionales	55,1	55,7	56,3	55,2	55,6	55,7	56,1	56,1	56,3	56,4	56,4	56,5	56,8
Extranjeros	75,0	75,5	77,1	76,1	76,5	75,6	73,8	76,3	77,5	77,1	77,6	76,3	76,0

FUENTES: INE y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.

b. Bajos: sin estudios o primarios; altos: universitarios y otros.

	2004	2005	2006	2005				2006				2007	
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Desempleados (a). Tasas interanuales	-1,5	-10,5	-3,9	-5,2	-9,6	-16,1	-11,5	-7,8	-5,5	0,0	-1,7	-4,1	-4,2
TASA DE PARO (a)	10,6	9,2	8,5	10,2	9,3	8,4	8,7	9,1	8,5	8,1	8,3	8,5	8,0
<i>Por sexos (a):</i>													
Hombres	8,0	7,0	6,3	7,8	7,3	6,5	6,6	6,8	6,4	6,0	6,1	6,3	6,1
Mujeres	14,3	12,2	11,6	13,6	12,2	11,2	11,6	12,2	11,5	11,1	11,4	11,4	10,5
<i>Por edades:</i>													
Entre 16 y 29 años	17,0	14,9	13,6	16,3	15,4	13,8	14,2	14,6	13,7	12,8	13,3	13,0	12,6
Entre 30 y 44 años	9,7	7,7	7,4	8,7	7,6	7,0	7,3	7,7	7,5	7,1	7,2	7,6	6,8
De 45 años en adelante	7,3	6,1	5,8	6,8	6,3	5,6	5,9	6,2	5,6	5,5	5,7	6,0	5,8
<i>Por formación (b):</i>													
Estudios bajos	12,5	10,8	10,3	11,6	10,8	10,2	10,3	10,9	10,4	9,5	10,3	10,6	10,7
Estudios medios	11,6	9,7	9,0	10,8	10,1	8,7	9,2	9,6	9,1	8,7	8,8	9,1	8,4
Estudios altos	7,9	6,5	5,8	7,2	6,2	6,2	6,2	6,3	5,7	5,6	5,6	5,2	4,8
<i>Por nacionalidad (a):</i>													
Nacionales	10,5	8,9	8,0	9,7	9,0	8,2	8,5	8,6	8,0	7,7	7,7	7,8	7,3
Extranjeros	11,5	11,4	11,8	14,0	11,6	10,1	10,2	12,3	12,0	10,8	12,0	12,6	12,0
PARO DE LARGA DURACIÓN:													
Incidencia (c)	36,1	28,9	25,6	29,6	28,5	28,8	28,7	26,1	25,9	25,5	25,0	25,6	24,6

FUENTES: INE y Banco de España.

a. Series enlazadas en el Servicio de Estudios en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de 2005.

b. Bajos: sin estudios o primarios; altos: universitarios y otros.

c. Peso sobre el total de los parados de aquellos que llevan más de un año en esa situación.

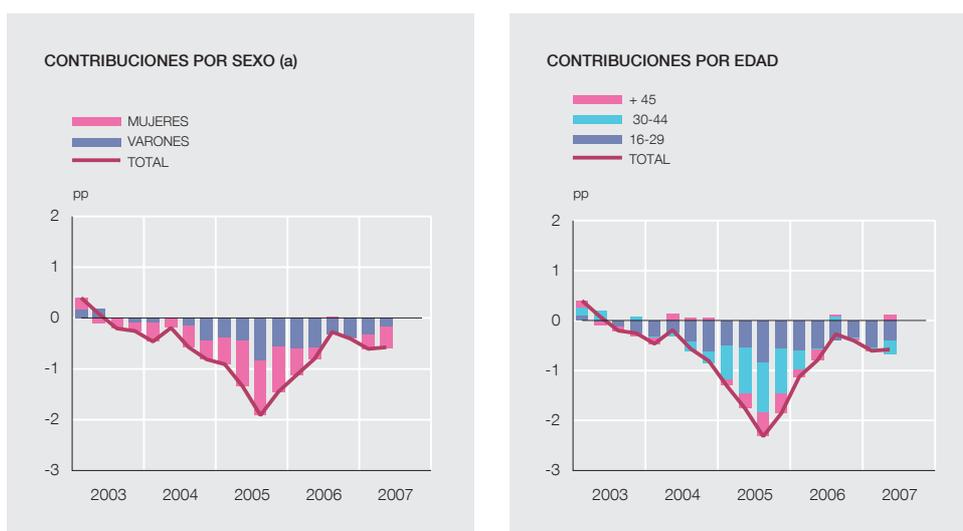
oferta laboral en el período abril-junio se elevó en cuatro décimas, hasta el 2,3%, en línea con el incremento medio del año anterior.

Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera mantuvieron un dinamismo muy elevado, con una tasa de crecimiento interanual del 13,6%, con lo que su tasa de actividad alcanzó el 76%. Por su parte, el avance de los activos nacionales continuó siendo moderado, del 1,2%. En conjunto, el peso de los activos extranjeros sobre el total de la población activa se situó en el 14,1%, 1,4 pp más que en igual período del año anterior, y su evolución explica casi dos terceras partes del crecimiento total de la población activa. Por edades, la tasa de actividad entre los más jóvenes se estabilizó en el nivel alcanzado un año antes (67,1%), mientras que se observaron incrementos interanuales en los grupos de población de mediana edad (de 0,9 pp, hasta el 85%) y, en menor medida, de los de edades más avanzadas (hasta el 38,7%).

El desempleo

El número de desempleados descendió en el segundo trimestre de 2007 en 96.000 personas, lo que supone una caída interanual del 4,2%, análoga a la del trimestre precedente (-4,1%). La tasa de paro se situó en el 8%, medio punto por debajo de la del período enero-marzo, así como de la que se había registrado un año antes (véase cuadro 3). La estadística de paro registrado indica también un descenso del desempleo en el segundo trimestre, si bien a un ritmo más moderado que en el primero y que el que proporciona la EPA. Como ya se ha señalado, la información más reciente, referida al mes de agosto, apunta a un aumento del paro registrado en los meses de verano, con una tasa interanual del 2,2%.

Variaciones interanuales y contribuciones por sexo y edad



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.

Por sexos, el descenso del desempleo fue más acusado entre las mujeres, a diferencia de lo ocurrido a lo largo de 2006 (véase gráfico 5). Así, el número de mujeres desempleadas se redujo un 6%, frente a la caída del 1,9% experimentada entre el colectivo masculino. La tasa de desempleo, no obstante, continúa siendo apreciablemente superior entre las mujeres (10,5%) que entre los hombres (6,1%). Por grupos de edad, el descenso interanual del paro fue más intenso entre los más jóvenes, situando su tasa de desempleo en el 12,6%, aunque todavía la brecha con la tasa de desempleo de los trabajadores de más edad (5,8%) continúa siendo elevada. Por niveles de estudios, los descensos del desempleo se concentraron en los trabajadores con mayor nivel de formación, observándose incluso un leve aumento interanual del paro entre los trabajadores con estudios bajos, lo que llevó a ampliar las ya elevadas diferencias entre estos colectivos.

Por último, el desempleo de larga duración mostró un nuevo descenso en el trimestre, tras el leve aumento observado a principios de año. De esta forma, su incidencia sobre el total de parados se situó en el 24,6%, 1 pp inferior a la del trimestre precedente. La evolución por sexos fue similar, manteniéndose, por tanto, una incidencia del desempleo de larga duración entre las mujeres (27,7%) superior a la registrada entre los hombres (20,8%). Por edades, el descenso se concentró entre los trabajadores más jóvenes, mientras que entre los de más edad permaneció en niveles muy elevados (41,6%, para los mayores de 45 años).

LA INFORMACIÓN MICROECONÓMICA SOBRE DETERMINACIÓN DE PRECIOS
Y LA CURVA DE PHILLIPS NEOKEYNESIANA

La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana

Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Álvarez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

En los últimos años se han producido avances considerables en la comprensión y modelización de los procesos inflacionistas, lo que resulta de particular interés para los bancos centrales. La idea tradicional de que la tasa de inflación depende de alguna medida de presión de la demanda y de sus propios retardos, plasmada en la denominada curva de Phillips, quedó en entredicho tras la crítica de la escuela de expectativas racionales. Sus impulsores defendieron la necesidad de considerar correctamente los procesos de formación de expectativas de los agentes, así como la de dotar a la teoría macroeconómica de fundamentos microeconómicos. La respuesta de los economistas keynesianos a dichas críticas ha consistido en incorporar estos aspectos en modelos en los que la política monetaria tiene efectos a corto plazo. Estos modelos teóricos — que caen dentro de una categoría que se conoce como «enfoque neokeynesiano» — se caracterizan por considerar que las decisiones de determinación de precios de las empresas se basan en su comportamiento racional, lo que supone que tienen en cuenta las condiciones de costes y demanda que esperan que prevalezcan en el futuro. Estas decisiones individuales de las empresas, debidamente agregadas, permiten relacionar la inflación con alguna medida agregada de actividad, con el mismo espíritu que una curva de Phillips tradicional, aunque con sólidos fundamentos microeconómicos. Las curvas de Phillips neokeynesianas constituyen, en la actualidad, el enfoque dominante en la modelización de las estrategias de determinación de precios y se han incorporado, asimismo, en los modelos dinámicos y estocásticos de equilibrio general (DSGE), que se utilizan cada vez en mayor medida en los bancos centrales y en las instituciones académicas.

El énfasis en la fundamentación microeconómica de los modelos de determinación de precios supone examinar en qué medida las hipótesis adoptadas en los diferentes modelos teóricos son realistas —por ejemplo, hasta qué punto los agentes son anticipadores (*forward looking*)—, lo que resulta fundamental, entre otros aspectos, para ayudar a discriminar entre versiones alternativas de la curva de Phillips. Afortunadamente, en los últimos años se ha producido una mejora sustancial de la comprensión de las características de los procesos de formación de precios sobre la base de información cuantitativa de precios de consumo, precios industriales y encuestas¹. En concreto, se han llevado a cabo numerosos estudios cuantitativos en las principales economías, incluyendo España.

El objetivo de este artículo, que es un resumen de un documento de trabajo de Álvarez (2007)², es determinar, a partir de la evidencia microeconómica reciente, la validez de las hipótesis que subyacen a los principales modelos teóricos propuestos en la literatura, lo que tiene implicaciones sobre la curva de Phillips. Después de esta introducción, el resto del artículo está organizado de la siguiente manera. La sección segunda presenta las diferentes relaciones de curva de Phillips que suponen los modelos utilizados en la literatura teórica. La sección tercera se refiere al grado de flexibilidad de los precios y a la heterogeneidad existente en su frecuencia de ajuste. La sección cuarta presenta evidencia relativa a algunos factores relevantes en

1. Para España, véanse Álvarez y Hernando (2006 y 2007) y Álvarez, Burriel y Hernando (2005). Para la zona del euro, Álvarez et al. (2006). Para Estados Unidos, Blinder et al. (1998), Bils y Klenow (2004) y Nakamura y Steinsson (2007). 2. La información presentada, tanto empírica como de modelos, es notablemente más amplia en el documento de trabajo. Este considera 25 modelos teóricos y la evidencia empírica disponible para un conjunto de países mucho mayor. Asimismo, se presta particular atención a la función de riesgo (*hazard rate*), que, por su carácter más técnico, no se aborda en este artículo.

las estrategias de revisión de precios de las empresas (lo que se conoce en la literatura como estrategias dependientes del tiempo, del estado o mixtas), y la sección quinta se dedica a examinar en qué medida los agentes siguen estrategias de determinación de precios anticipadoras (*forward looking*), concluyendo el artículo con una sección de consideraciones finales.

Las curvas de Phillips

La curva de Phillips tradicional liga la inflación (π_t) a alguna medida de actividad, como la brecha de producción o la desviación del desempleo respecto de su nivel natural, y, además, tiene en cuenta el carácter inercial de la inflación, que depende de sus valores pasados. En esta ecuación, las expectativas sobre las condiciones futuras no desempeñan papel alguno. Por el contrario, la curva de Phillips neokeynesiana supone que la inflación depende de la inflación futura que se espera en la actualidad ($E_t \pi_{t+1}$) y de la brecha de producción ($y_t - \bar{y}$), en términos de desviación del *output* (y_t) respecto a su nivel natural (\bar{y}). Una inflación esperada mayor o una brecha de producción positiva suponen una inflación corriente más elevada:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \delta (y_t - \bar{y})$$

Además, el impacto de la brecha de producción (δ) depende positivamente del grado de flexibilidad de precios, de modo que una mayor flexibilidad de precios implica un mayor efecto sobre la inflación. Este modelo supone que la inflación no presenta un carácter inercial intrínseco y que su persistencia viene dada por la de la brecha de producción.

La fundamentación microeconómica de la curva de Phillips neokeynesiana más utilizada³ es el modelo de Calvo (1983). En este modelo, una fracción dada de las empresas cambia sus precios cada período con una cierta probabilidad —que aproxima el grado de flexibilidad—, que es independiente de la fecha de la última modificación. Este modelo capta el ajuste infrecuente que se observa en el gráfico 1 y el hecho de que el tiempo durante el cual un precio se mantiene fijo no sea constante, como sucede en el modelo de Taylor (1980).

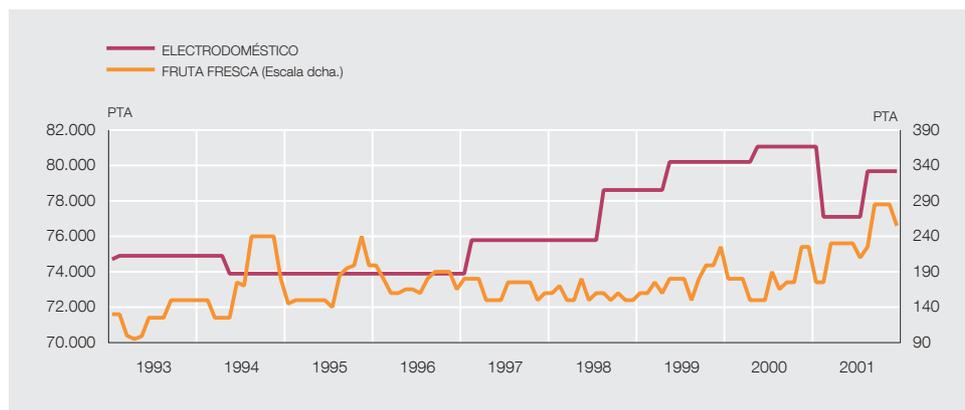
El modelo recoge, además, el carácter anticipador (*forward looking*) de las estrategias de determinación de precios de las empresas. Estas establecen racionalmente sus precios maximizando los beneficios esperados en el futuro y, cuando fijan sus precios, tienen en cuenta que estos no van a variar durante un tiempo, por lo que consideran las condiciones esperadas del mercado durante ese período. En concreto, las empresas aplican un margen sobre los costes marginales nominales esperados en el futuro, que descuentan en función de la probabilidad de ajuste de sus precios. Cuanto mayor sea esta probabilidad, menor será la importancia otorgada a los costes esperados en el futuro.

En cualquier caso, numerosos autores han señalado que la expresión pura de la curva de Phillips neokeynesiana no capta adecuadamente el carácter inercial de la inflación, es decir, la importancia de sus valores pasados, como sí lo hace la curva de Phillips tradicional. Esto ha conducido a versiones mixtas (*híbridas*) para recoger esta característica. Entre las propuestas, cabe destacar modelos que consideran indiciación generalizada [Christiano et al. (2005)] o reglas de ajuste sencillas [Galí and Gertler (1999)], y que conducen a modelos del tipo

$$\pi_t = \gamma_b \pi_{t-1} + \gamma_f E_t \pi_{t+1} + \psi (y_t - \bar{y})$$

de modo que la inflación corriente depende tanto de la inflación desfasada como de la inflación esperada en el futuro, además ser función de la brecha de producción.

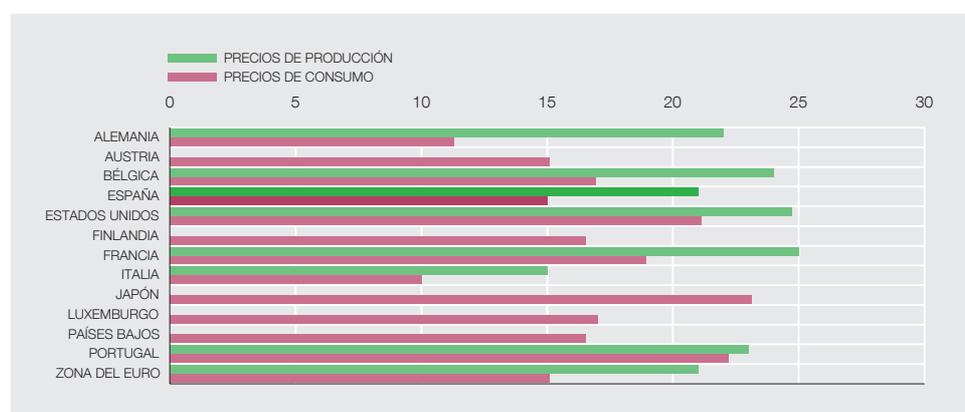
3. Los modelos de Taylor (1980) y Rotemberg (1982) conducen a la misma relación en términos agregados.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Álvarez y Hernando (2006).

a. Las series representadas corresponden a los precios de productos concretos en un establecimiento dado.

FRECUENCIA MENSUAL DE AJUSTE DE PRECIOS



FUENTES: Para España, Álvarez y Hernando (2006) para precios de consumo, y Álvarez, Burriel y Hernando (2005) para precios de producción. Para el resto de países, véanse las referencias del documento de trabajo.

La flexibilidad de precios: evidencia microeconómica y modelos teóricos

Como se ha mencionado, el grado de flexibilidad de precios afecta a la transmisión de las presiones de demanda sobre la inflación, por lo que resulta conveniente analizar este aspecto del proceso de fijación de precios. Por otro lado, los modelos teóricos se pueden clasificar en función de que el ajuste de precios sea continuo o infrecuente. Una forma de abordar el estudio de la flexibilidad de precios es considerar con qué frecuencia se producen ajustes de precios. El gráfico 1 muestra algunas series temporales de precios de consumo españoles, similares a las observadas en otros países, donde se observa que, con frecuencia, los precios permanecen inalterados durante varios meses. Además, estos no se modifican generalmente con una periodicidad fija. Por último, existe una acusada heterogeneidad en la frecuencia de cambios de precios.

Cuando se examina la información sobre las frecuencias mensuales de modificaciones de precios individuales de producción y de consumo, se pone de manifiesto que en los países de la zona del euro, incluida España, así como en Estados Unidos y Japón, las modificaciones de precios son infrecuentes, especialmente en el caso de precios de consumo (véase gráfico 2). En concreto, en promedio, el 15% de las empresas españolas modifica sus precios de consumo cada mes, y un 21%, sus precios de producción, cifras prácticamente idénticas a las

	Información de encuestas (% de empresas)					Duración media (meses)
	< 1	1	2-3	> 4	Mediana	
Alemania	44	14	21	21	1	13,5
Austria	24	51	15	11	1	12,7
Bélgica	18	55	18	8	1	11,9
Canadá	8	27	23	44	2-3	6,8
España	14	57	15	14	1	11,1
Estados Unidos	10	39	29	22	1	8,8
Francia	21	46	24	9	1	11,8
Italia	20	50	19	11	1	11,9
Japón	23	52	11	14	1	12,5
Luxemburgo	15	31	27	27	2-3	9,0
Países Bajos	10	60	19	11	1	10,7
Portugal	24	51	14	12	1	12,7
Reino Unido	6	37	44	14	2-3	8,2
Zona del euro	27	39	20	14	1	12,3

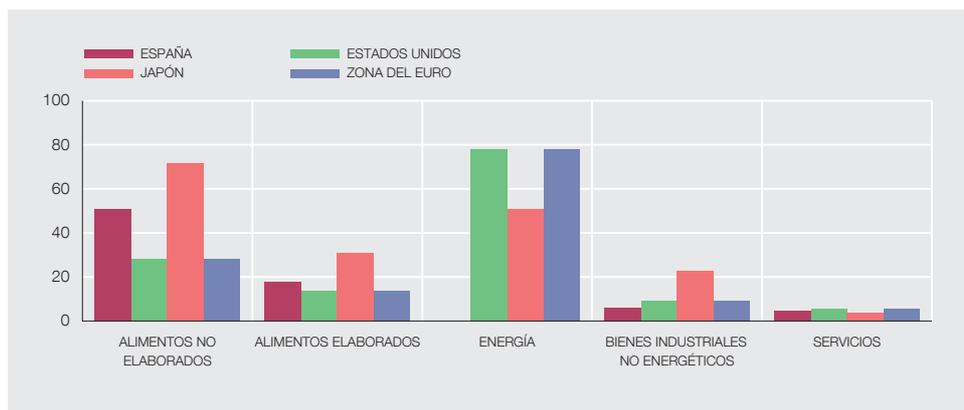
FUENTES: Para España, Álvarez y Hernando (2007). Para el resto de países, véanse las referencias del documento de trabajo.

del conjunto de la zona del euro. Estados Unidos (con unas frecuencias del 21,1% y del 24,7%, respectivamente) y Japón (23,1% para precios de consumo) muestran un grado de flexibilidad de precios algo mayor.

Las encuestas realizadas a empresas confirman el carácter infrecuente de los cambios de precios (véase cuadro 1). En la mayoría de los países, una parte sustancial de las compañías indica que ajustan sus precios anualmente y un porcentaje significativo señala que los modifica menos de una vez al año. En promedio, los precios se mantienen estables en torno a un año, aunque hay ciertas diferencias entre países. La duración media de los precios en la economía española es de 11,1 meses, algo inferior al promedio de la zona del euro (12,3 meses) y de Japón (12,5 meses), aunque por encima de países anglosajones, como Canadá (6,8 meses), Reino Unido (8,2 meses) y Estados Unidos (8,8 meses).

Este carácter infrecuente de los cambios de precios contrasta con las predicciones de un gran número de modelos teóricos propuestos en la literatura. Así, el modelo de Rotemberg (1982) supone que las empresas deben soportar un coste de ajuste que depende de la variación del precio elevada al cuadrado. Esto implica que las compañías deben ajustar sus precios continuamente, en claro desacuerdo con la evidencia microeconómica. Otros modelos, como el de rigidez informativa de Mankiw y Reis (2002), suponen que las empresas establecen sendas de precios predeterminadas para el futuro —en las que los precios son distintos en cada período—, revisando dichas sendas de forma infrecuente. Modelizaciones alternativas, como la de Christiano et al. (2005) —que se emplean particularmente en los modelos de equilibrio general dinámico (DSGE)—, suponen la existencia de iniciación generalizada, de modo que aquellas empresas que no establecen sus precios óptimamente los ajustan según la inflación. Aunque este modelo es capaz de tener en cuenta el carácter inercial de la inflación, supone que los precios se ajustan continuamente, en contra de la evidencia disponible.

Por el contrario, los modelos de costes de menú [por ejemplo, Dotsey et al. (1999)] permiten un ajuste infrecuente de los precios. Esto también sucede en modelos con estrategias de determinación de precios dependientes del tiempo [Taylor (1980), Calvo (1983), Galí y Gertler



FUENTES: Para España, Álvarez y Hernando (2006). Para el resto de países, véanse las referencias del documento de trabajo.

(1999) o Carvalho (2006)], que no restringen la frecuencia de ajuste, al igual que el modelo de contrato implícito de Rotemberg (2005).

Otro aspecto que la evidencia microeconómica señala con claridad es una acusada heterogeneidad en la frecuencia de ajuste de los precios, hecho que solo considera un número reducido de modelos teóricos. Esta omisión resulta muy relevante, ya que Carvalho (2006) muestra que los efectos reales de las políticas económicas son mayores y más persistentes en economías en las que las políticas de determinación de precios son heterogéneas, por un efecto composición. Cuando se produce una perturbación en una economía heterogénea, el proceso de ajuste se concentra inicialmente en aquellas empresas más flexibles, que modifican rápidamente sus precios. Según transcurre el tiempo, el ajuste pasa a estar dominado por aquellas empresas con políticas más rígidas, de modo que se produce una desaceleración gradual de la velocidad de ajuste.

La evidencia del gráfico 3 sugiere que existe, en efecto, una heterogeneidad notable. En concreto, los precios de consumo de productos energéticos y de alimentos no elaborados se modifican con gran frecuencia, mientras que los precios de los servicios se mantienen sin cambios durante períodos dilatados de tiempo. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos muestran una frecuencia de ajuste intermedia. En cualquier caso, la heterogeneidad dentro de cada uno de estos sectores es acusada. Por ejemplo, los precios de algunos servicios, como las tarifas aéreas, se modifican muy frecuentemente, mientras que determinados precios de productos energéticos, como los de la electricidad y el gas —que están regulados en numerosos países—, se mantienen estables durante largos períodos. También se observa que la frecuencia de ajuste varía con el tipo de establecimiento. En concreto, la frecuencia de los cambios de precios es apreciablemente mayor en supermercados e hipermercados que en las tiendas tradicionales, poniendo de manifiesto que la organización del comercio minorista desempeña un papel relevante para explicar diferencias en el grado de flexibilidad de precios. El análisis de los precios de producción muestra igualmente un carácter heterogéneo. Así, la energía y los productos alimenticios se caracterizan por un ajuste frecuente, mientras que los bienes duraderos y de equipo son los sectores cuyos precios muestran mayor rigidez.

En general, la heterogeneidad en el ajuste se encuentra relacionada con diferencias en características sectoriales, como la estructura de costes y el grado de competencia en los merca-

	Políticas de determinación de precios		
	Frecuencia de ajuste	Estrategias dependientes del tiempo (b)	Estrategias anticipadoras de determinación de precios (c)
Importancia de los costes laborales	Negativo	Positivo	Negativo
Competencia	Positivo	Negativo	Positivo
Condiciones de demanda	Positivo	Negativo	Positivo
Tamaño pequeño de la empresa	Negativo	Positivo	Negativo

FUENTES: Álvarez y Hernando (2006) para la frecuencia de ajuste. Elaboración propia en el resto.

a. Positivo (negativo) indica que el factor considerado incide positivamente (negativamente) sobre el aspecto. Por ejemplo, mayor competencia supone una mayor frecuencia de ajuste.

b. Probabilidad relativa de adoptar estrategias dependientes del tiempo respecto a dependientes del estado de la economía.

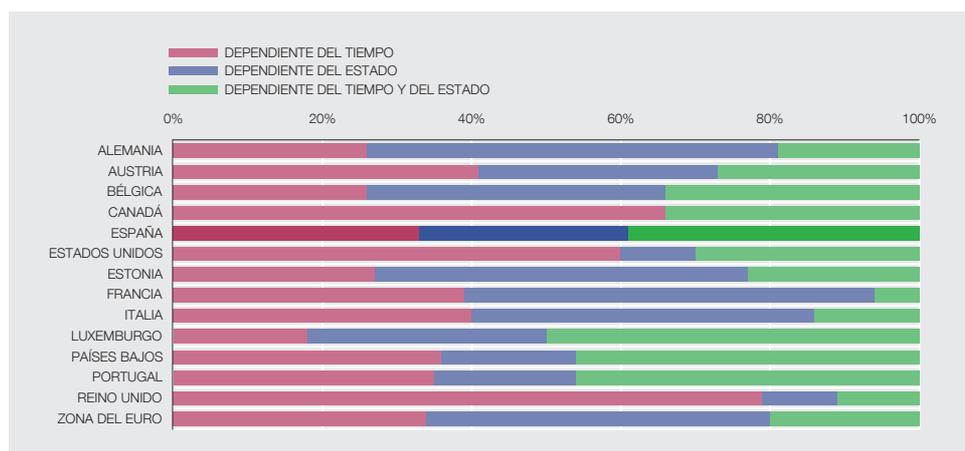
c. Probabilidad relativa de adoptar estrategias anticipadoras respecto a reglas sencillas.

dos (véase cuadro 2). Estructuras productivas intensivas en factor trabajo, como las de los servicios, conllevan precios más rígidos —dado que los salarios se modifican habitualmente solo una vez al año—, mientras que las tecnologías que emplean en mayor medida bienes intermedios favorecen ajustes de precios más frecuentes. Con respecto a la competencia en los mercados, la evidencia disponible muestra que una mayor competencia se traduce en mayor flexibilidad de precios.

La existencia de heterogeneidad es una característica que resulta necesario considerar en los modelos teóricos. No obstante, los modelos que consideran heterogeneidad, bien de forma general [por ejemplo, Taylor (1993) o Carvalho (2006)], bien de forma limitada [Galí y Gertler (1999)], son escasos.

Algunos factores relevantes en las estrategias de revisión de precios

Las encuestas realizadas a las empresas proporcionan información sobre los factores que les llevan a reconsiderar sus precios. En concreto, estas revisiones pueden efectuarse a intervalos de tiempo regulares; por ejemplo, una vez al año, lo que se conoce en la literatura como estrategias dependientes del tiempo. De forma alternativa, la revisión puede depender de algún suceso específico —por ejemplo, la firma de un convenio colectivo—, lo que se conoce como estrategias dependientes del estado. También se pueden considerar estrategias mixtas, en las que los precios se reconsideran a intervalos regulares o dependiendo del entorno económico. En los estudios realizados se observa que coexisten distintos tipos de estrategias (véase gráfico 4). Así, el 33% de las empresas españolas sigue estrategias dependientes del tiempo, cifra similar a la de la zona del euro (34%), aunque sustancialmente inferior a la de Estados Unidos (60%). Por otro lado, las políticas de determinación de precios de las empresas españolas dependen en mayor medida (39%) de las condiciones económicas que en Estados Unidos (30%) y que en la zona del euro (20%). Estas proporciones de uso de estrategias diferentes dependen de los sectores considerados. En general, las revisiones periódicas son más frecuentes en las actividades de servicios distintas del comercio, que en las manufacturas. Como se indica en el cuadro 2, las revisiones de precios periódicas son más habituales en los sectores intensivos en factor trabajo, como los servicios, reflejo de la mayor estabilidad de los costes marginales en estos sectores. Asimismo, un mayor grado de competencia se asocia a un menor uso de revisiones periódicas. Este resultado es coherente con la idea de que los precios de las empresas que operan en mercados más competitivos reaccionan en mayor medida a las variaciones de la situación económica. Asimismo, las empresas más pequeñas tienden a confiar más en estrategias dependientes del tiempo.



FUENTES: Para España, Álvarez y Hernando (2006). Para el resto de países, véanse las referencias del documento de trabajo.

En general, la evidencia señala que los modelos teóricos deberían prestar mayor atención a las políticas dependientes del estado, aunque los modelos habitualmente empleados para hacerlo, como los de costes de menú, no se ajustan al comportamiento de las empresas en la realidad. Así, los modelos de costes de menú, en los que las empresas han de hacer frente a un coste fijo cada vez que modifican sus precios, suponen que las empresas están constantemente revisando los precios que aplican⁴. Sin embargo, en la práctica, estas revisiones son bastante infrecuentes, aunque algo más que las modificaciones de precios. Así, el 57% de las empresas en el conjunto de la zona del euro no reconsidera sus precios más de una vez al año, y solo el 12% lo hace más de una vez al mes. Un problema adicional de esta teoría es que las empresas apenas le conceden importancia como razón explicativa de la rigidez de precios. Así, solo el 10% de las empresas españolas indica que los costes del menú son un motivo importante o muy importante para diferir sus decisiones de modificación de precios⁵. Asimismo, en el conjunto de la zona del euro, la explicación de costes de menú ocupa el octavo lugar entre 10 teorías consideradas.

Comportamiento anticipador (forward looking) de las empresas

Las encuestas realizadas a las empresas también permiten establecer en qué medida anticipan la evolución futura de la producción o de los costes a la hora de fijar los precios de sus productos. Esta información resulta muy útil para poder discriminar entre diferentes versiones de la curva de Phillips. En concreto, como se vio en la sección segunda de este artículo, la existencia de agentes con comportamiento anticipador constituye evidencia en contra de las curvas de Phillips tradicionales, mientras que la existencia de agentes que prestan atención a las condiciones pasadas es contraria a la versión pura de la curva de Phillips neokeynesiana.

La encuesta realizada en Estados Unidos muestra desviaciones importantes respecto de la hipótesis de que todos los agentes siguen un comportamiento anticipador, ya que el 70% de las empresas declara no prestar atención a las previsiones de producción futura del conjunto de la economía, y más del 50%, respecto de la inflación general esperada. Incluso los costes esperados en el futuro de la propia empresa solo son tenidos en consideración por el 45% de las compañías. La evidencia disponible para países europeos (véase cuadro 3) muestra, igual-

4. Nótese que una revisión de precios no implica necesariamente que estos se cambien, sino simplemente una valoración de la conveniencia de modificarlos. 5. Las teorías de contratos implícitos, falta de coordinación y contratos explícitos reciben el apoyo del 57,8%, 43,1% y 39,2% de las empresas, respectivamente.

	Porcentaje de empresas (%)		
	Regla sencilla	Basado en el pasado	Anticipador
Bélgica	37	29	34
España	33	39	28
Estonia	n.d.	59	41
Luxemburgo	32	34	34
Portugal	25	33	42

FUENTES: Para España, Álvarez y Hernando (2007). Para el resto de países, véanse las referencias del documento de trabajo.

mente, la relevancia de los comportamientos no anticipadores, en línea con versiones híbridas de la curva de Phillips. En las encuestas de algunos países, entre ellos España, se pregunta sobre si las estrategias de determinación de precios se basan en reglas sencillas (por ejemplo, aplicando un porcentaje fijo sobre el precio anterior), sobre si el conjunto de información se refiere a la evolución corriente y pasada de las variables o si se tiene en cuenta la situación esperada en el futuro. En general, el comportamiento anticipador de las empresas europeas es menor que el de las estadounidenses, siendo algo más bajo el porcentaje de empresas anticipadoras españolas. El uso de estrategias anticipadoras está ligado a algunas características sectoriales (véase cuadro 2). Así, las empresas intensivas en trabajo y las de tamaño reducido suelen emplear en menor medida estas estrategias, mientras que su uso es particularmente frecuente en empresas que operan en entornos muy competitivos o en las que las condiciones de demanda son especialmente importantes.

La evidencia disponible señala que aproximadamente un tercio de las empresas emplea reglas de ajuste sencillas, un aspecto que considera el modelo de Galí y Gertler (1999), pero que no se suele contemplar en la literatura. No obstante, Álvarez y Hernando (2007) encuentran que las empresas españolas que siguen reglas sencillas modifican sus precios con menor frecuencia que el resto, en contraste con el modelo de Galí y Gertler (1999), en el que estas empresas ajustan precios continuamente.

Consideraciones finales

Este artículo muestra que las versiones de las curvas de Phillips tradicionales y nekeynesiana en su versión extrema no son capaces de reflejar la evidencia que proporciona la información microeconómica acerca de la coexistencia de empresas que siguen comportamientos optimizadores y de otras que prestan exclusivamente atención a la información pasada, hecho que sí acomodan las versiones mixtas de la curva de Phillips. Por otro lado, existen diferencias notables en la coherencia de los modelos teóricos de determinación de precios con la evidencia microeconómica (véase cuadro 4). En general, ninguno de ellos es capaz de acomodar los principales hechos estilizados que se han identificado⁶, lo que indica la conveniencia de desarrollar modelos con fundamentos microeconómicos más realistas. Sorprendentemente, algunos modelos teóricos no pueden explicar ninguno de los principales rasgos de la evidencia individual.

Existen dos aspectos particularmente relevantes que deberían incorporarse a los modelos teóricos: la existencia de heterogeneidad en la frecuencia de ajuste de los precios y la existencia de empresas que utilizan estrategias sencillas. La incorporación de comportamientos heterogéneos es particularmente importante, dado que en su presencia la política económica

6. El modelo de Galí y Gertler (1999) capta los aspectos considerados en este artículo, pero no así la evidencia sobre la función de riesgo (*hazard rate*), considerada en el documento de trabajo.

	Ajuste de precios infrecuente	Heterogeneidad en el ajuste	Reglas sencillas
COSTE DE AJUSTE			
Rotemberg (1982)	No	No	No
RIGIDEZ INFORMATIVA			
Mankiw y Reis (2002)	No	No	No
INDICIACIÓN GENERALIZADA			
Christiano et al. (2005)	No	No	Sí
COSTE DE MENÚ			
Dotsey et al. (1999)	Sí	No	No
DEPENDIENTES DEL TIEMPO			
Calvo (1983)	Sí	No	No
Carvalho (2006)	Sí	Sí	No
Galí y Gertler (1999)	Sí	Sí	Sí
Taylor (1980)	Sí	No	No
CONTRATOS IMPLÍCITOS			
Rotemberg (2005)	Sí	No	No

FUENTE: Banco de España.

a. Sí (no) indica que el modelo considerado es (no es) capaz de acomodar la evidencia microeconómica sobre el aspecto que aparece en el título de la columna.

tiene efectos reales considerablemente mayores y más persistentes, debido a la existencia de efectos de composición en las empresas que ajustan precios. Por otro lado, un porcentaje sustancial de empresas emplea reglas sencillas, hecho que solamente incorpora de forma plena⁷ el modelo de Galí y Gertler (1999). Esto sugiere la necesidad de incluir esta característica⁸ en otros modelos teóricos y la de derivar sus implicaciones para la política económica. Probablemente, modelos en los que la regla sencilla suponga cambiar el precio una vez al año, en línea con la inflación anual, sean capaces de captar la dinámica de la inflación de forma más realista.

17.9.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J. (2007). *What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?*, Documentos de Trabajo, n.º 0729, Banco de España.
- ÁLVAREZ, L. J., P. BURRIEL e I. HERNANDO (2005). «Price Setting Behaviour in Spain: Evidence From Micro PPI Data», de próxima publicación en *Managerial and Decision Economics*.
- ÁLVAREZ, L. J., E. DHYNE, M. M. HOEBERICHTS, C. KWAPIL, H. LE BIHAN, P. LÜNNEMANN, F. MARTINS, R. SABBATINI, H. STAHL, P. VERMEULEN y J. VILMUNEN (2006). «Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence», *Journal of the European Economic Association*, 4, 2-3, pp. 575-584.
- ÁLVAREZ, L. J., e I. HERNANDO (2006). «Price Setting Behaviour in Spain. Evidence from consumer price micro-data», *Economic Modelling*, 23, pp. 699-716.
- (2007). «The Price Setting Behaviour of Spanish Firms: Evidence from Survey Data», en S. Fabiani, C. Loupias, F. Martins y R. Sabbatini (eds.), *Pricing Decisions in the Euro Area: How Firms Set prices and Why*, Oxford University Press.
- BILS, M., y P. KLENOW (2004). «Some Evidence on the Importance of Sticky Prices», *Journal of Political Economy*, 112, pp. 947-985.
- BLINDER, A., E. CANETTI, D. LEBOW y J. RUDD (1998). *Asking About Prices: A new Approach to Understanding Price Stickiness*, Russell Sage Foundation, Nueva York.
- CALVO, G. A. (1983). «Staggered Pricing in a Utility Maximizing Framework», *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 383-398.

7. En el modelo de Christiano et al. (2005), todas las empresas emplean reglas sencillas en algún momento. 8. Sin embargo, la evidencia disponible señala que las empresas que emplean estrategias sencillas de determinación de precios modifican sus precios con menor frecuencia que el resto, en vez de continuamente, como en Galí y Gertler (1999).

- CARVALHO, C. (2006). «Heterogeneity in Price Stickiness and the Real Effects of Monetary Shocks», *Frontiers of Macroeconomics*, vol. 2, 1, artículo 1.
- CHRISTIANO, L. J., M. EICHENBAUM y C. L. EVANS (2005). «Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy», *Journal of Political Economy*, 113, 1, pp. 1-45.
- DOTSEY, M., R. G. KING y A. L. WOLMAN (1999). «State-Dependent Pricing and the General Equilibrium Dynamics of Money and Output», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, 2, pp. 655-690.
- GALÍ, J., y M. GERTLER (1999). «Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis», *Journal of Monetary Economics*, 44, 2, pp. 195-222.
- MANKIW, N. G., y R. REIS (2002). «Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve», *Quarterly Journal of Economics*, 107, pp. 1295-1328.
- NAKAMURA, E., y J. STEINSSON (2007). *Five Facts about Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models*, mimeo, Harvard University.
- ROTEMBERG, J. (1982). «Monopolistic Price Adjustment and Aggregate Output», *Review of Economic Studies*, 49, pp. 517-531.
- (2005). «Customer Anger at Price Increases, Changes in the Frequency of Price Adjustment and Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, 52, pp. 829-852.
- TAYLOR, J. B. (1980). «Aggregate Dynamics and Staggered Contracts», *Journal of Political Economy*, 88, 1, pp. 1-23.

Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007

Este artículo ha sido elaborado por Miguel A. Tiana Álvarez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de julio de 2007, correspondientes a las diez entidades españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro¹. En esta ocasión, la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda en el segundo trimestre del año en curso y sobre las perspectivas para las mismas en el tercero.

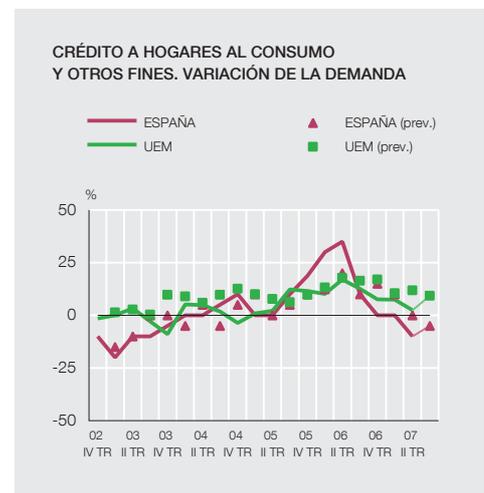
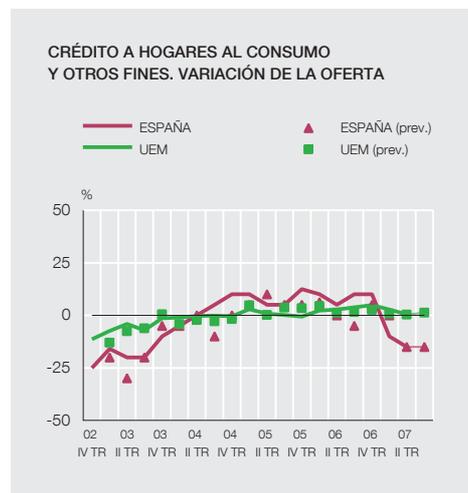
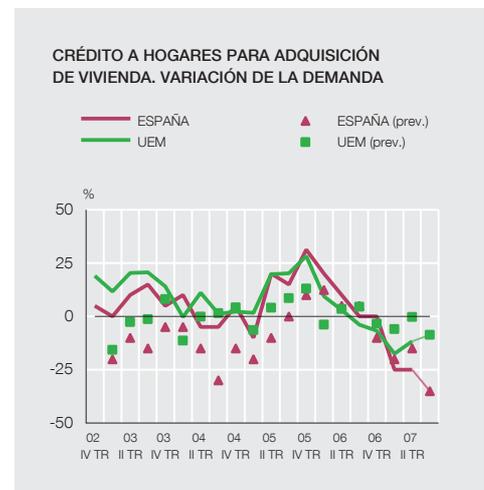
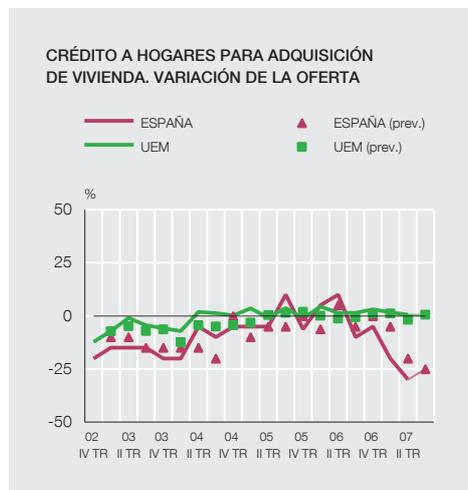
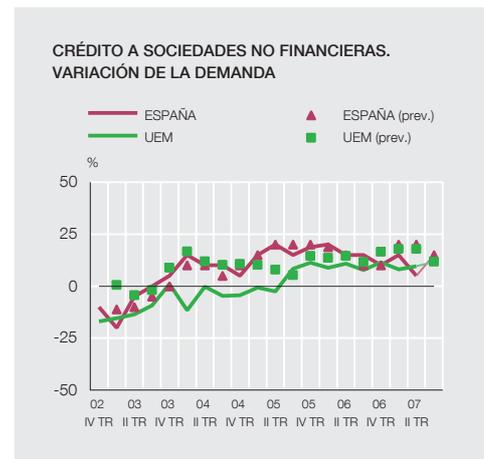
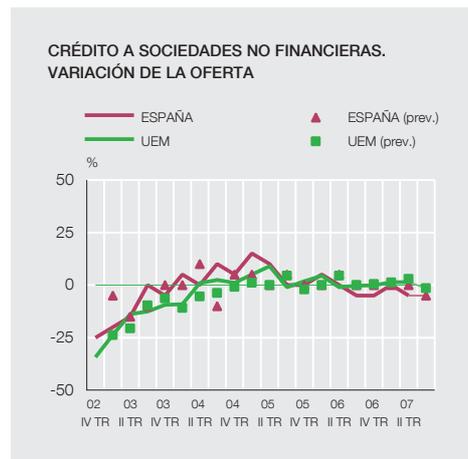
Como muestra el gráfico 1, entre los meses de marzo y junio de este año se redujo, en España, el grado de holgura de las condiciones de oferta aplicadas a los créditos solicitados por las familias y, aunque en menor medida, por las empresas. Las respuestas a las principales preguntas de cada una de las entidades españolas encuestadas (véase gráfico 2) revela que en el segundo trimestre ninguna de ellas expandió su oferta de préstamos en ninguno de los tipos de operaciones considerados. Por su parte, los resultados agregados para la zona del euro no revelan variaciones significativas en los correspondientes indicadores.

En cuanto a la demanda de nuevos préstamos, tanto en España como en la UEM las peticiones de crédito procedentes de las empresas continuaron aumentando, si bien en nuestro país lo hicieron a menor ritmo, y las de los hogares para la adquisición de viviendas volvieron a experimentar un notable descenso. En cambio, los fondos solicitados por las familias españolas para consumo y otros fines disminuyeron por primera vez desde hace catorce trimestres (véase gráfico 1). En el área del euro crecieron ligeramente.

Analizando con más detalle los resultados de la Encuesta que se presentan en el cuadro 1, se observa que el menor grado de holgura en los criterios de aprobación utilizados por las entidades españolas en las peticiones procedentes de las empresas fue algo más evidente en el caso de los fondos destinados a las compañías de gran tamaño y en el de las operaciones de largo plazo. El factor que más contribuyó a este desarrollo fueron los cambios en las perspectivas en algunos sectores y sociedades concretas², que se vieron reforzados por la evolución de las expectativas relativas a la actividad económica en general y los costes de la obtención de nuevo capital y recursos financieros para sostener el crecimiento del negocio. Las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos fueron también más exigentes, ampliándose los márgenes para todo tipo de transacciones. En la UEM, a pesar de que la oferta de financiación a las sociedades no mostró, en general, variaciones significativas, se relajaron las condiciones, especialmente las relativas a los márgenes ordinarios (que disminuyeron) y a los plazos de vencimiento (que aumentaron).

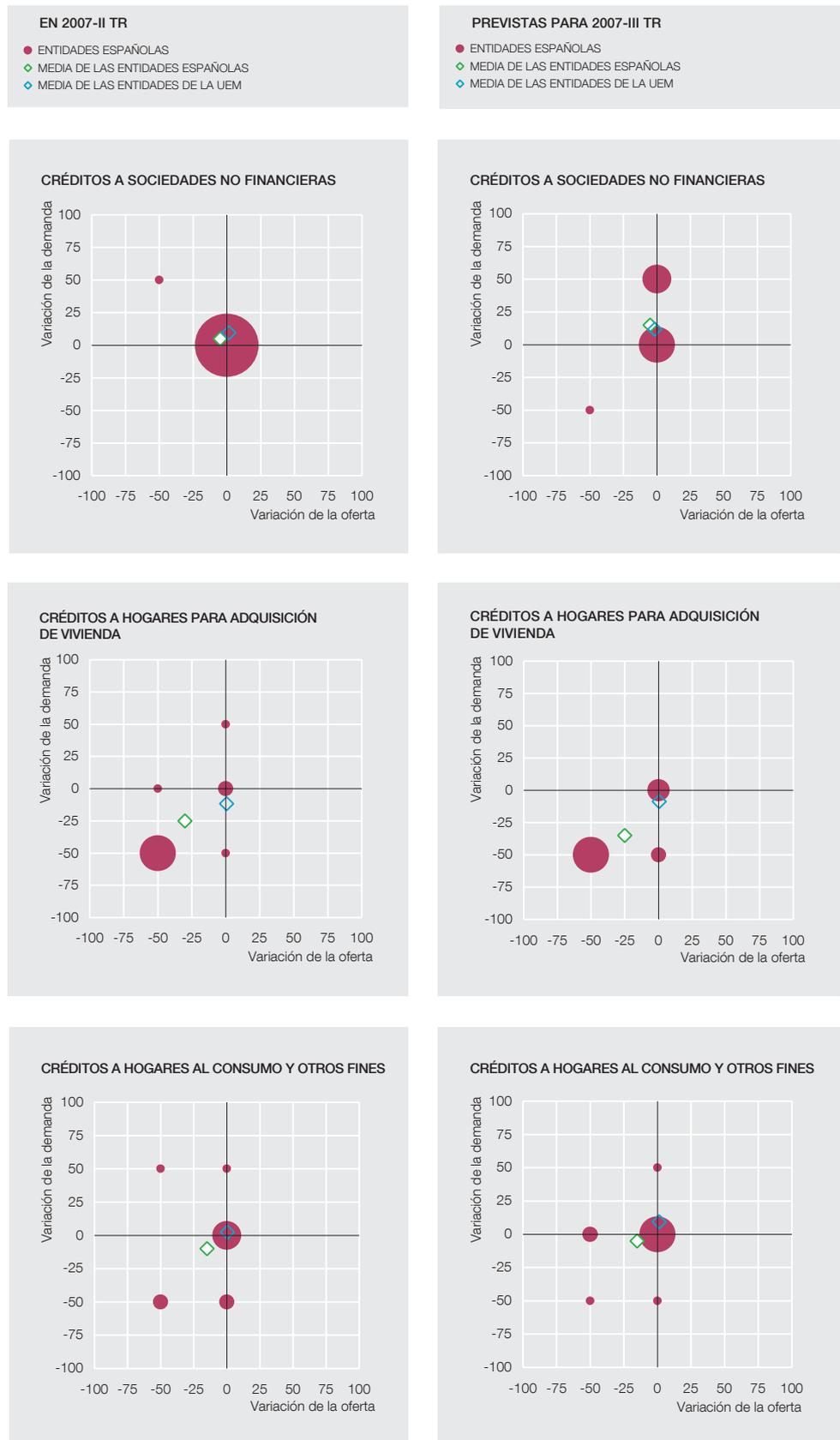
Por el lado de la demanda de financiación de las sociedades, las entidades españolas apreciaron un mantenimiento de la tendencia expansiva, si bien el crecimiento registrado, menor que en trimestres anteriores, resultó de las peticiones de crédito procedentes de las pequeñas

1. Para un mayor detalle sobre estos, véanse Banco Central Europeo (2007), «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2007», *Boletín Mensual*, agosto, y dirección de Internet del BCE (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Téngase en cuenta, no obstante, que los indicadores presentados aquí difieren de los utilizados por el BCE en sus análisis de las contestaciones a la Encuesta, por lo que los valores correspondientes a la UEM no coinciden en una y otra fuente. Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB y sobre los indicadores aquí utilizados, véase J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», Banco de España, *Boletín Económico*, mayo. 2. En particular, con el sector de la promoción de viviendas, señalado como un factor adicional por algunas de las entidades.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto aumento \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas por las entidades encuestadas para el trimestre correspondiente, el trimestre anterior.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El tamaño de las marcas de las entidades españolas depende del número de coincidencias de las respuestas en ese punto.

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso considerable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento considerable		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS:										
OFERTA (criterios para la aprobación)										
En general	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	1
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	4
Préstamos a grandes empresas	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	0
Préstamos a corto plazo	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	1
Préstamos a largo plazo	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	2
FACTORES DE OFERTA										
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-2
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	10	0	—	0	0
Situación de liquidez de la entidad	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-1
Competencia de otras entidades	0	0	9	1	0	10	5	16	0	17
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	10	0	—	0	4
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	6
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	2
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-0
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	10
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	10	-10	21	-10	-0
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	2
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	2
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	10	0	—	-10	3
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	7
PREVISIONES DE OFERTA										
En general	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-2
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	10	-5	16	-10	3
Préstamos a grandes empresas	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-3
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	10	0	—	5	1
Préstamos a largo plazo	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-2
DEMANDA										
En general	0	0	9	1	0	10	5	16	15	10
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	9	1	0	10	5	16	10	7
Préstamos a grandes empresas	0	0	10	0	0	10	0	—	10	6
Préstamos a corto plazo	0	0	9	1	0	10	5	16	10	6
Préstamos a largo plazo	0	0	10	0	0	10	0	—	5	8
FACTORES DE DEMANDA										
Inversiones en capital fijo	0	0	10	0	0	10	0	—	10	10
Existencias y capital circulante	0	0	10	0	0	10	0	—	15	11
Fusiones, adquisición y reestructuración de la empresa	0	0	10	0	0	10	0	—	5	14
Reestructuración de la deuda	0	0	9	1	0	10	5	16	5	4
Financiación interna	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-1
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-7
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	2
Emisión de valores de renta fija	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-3
Emisión de acciones	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-2
PREVISIONES DE DEMANDA										
En general	0	1	5	4	0	10	15	34	20	12
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	5	4	0	10	15	34	25	12
Préstamos a grandes empresas	0	0	7	3	0	10	15	24	20	9
Préstamos a corto plazo	0	0	6	4	0	10	20	26	25	9
Préstamos a largo plazo	0	1	7	2	0	10	5	28	15	11

Resultados detallados de las entidades españolas. Julio de 2007 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso considerable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento considerable		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	6	4	0	0	10	-30	26	-20	1
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-2
Competencia de otras entidades	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	8
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	3
Expectativas de la actividad económica en general	0	4	6	0	0	10	-20	26	-15	-3
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	7	3	0	0	10	-35	24	-20	-6
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	8	1	0	10	0	24	-10	14
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	10	-10	21	-10	-1
Garantías requeridas	0	3	7	0	0	10	-15	24	-15	-1
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	7	3	0	0	10	-35	24	-15	-2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	10	0	—	5	4
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	10	0	—	0	5
PREVISIONES DE OFERTA	0	5	5	0	0	10	-25	26	-20	1
DEMANDA	0	6	3	1	0	10	-25	35	-25	-12
FACTORES DE DEMANDA										
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	6	4	0	0	10	-30	26	-25	-12
Confianza de los consumidores	0	4	6	0	0	10	-20	26	-10	-0
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-0
Ahorro de las familias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-6
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	10	0	—	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	7	3	0	0	10	-35	24	-15	-9
CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	1
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-0
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	5	7
Competencia de instituciones no bancarias	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	1
Solvencia de los consumidores	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	-2
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-2
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	4
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	6	0	0	10	-20	26	-15	-5
Garantías requeridas	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	0
Plazo de vencimiento	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	6
Gastos, excluidos intereses	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	1
PREVISIONES DE OFERTA	0	3	7	0	0	10	-15	24	-15	1
DEMANDA	0	4	4	2	0	10	-10	39	0	2
FACTORES DE DEMANDA										
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	3	6	1	0	10	-10	32	0	1
Confianza de los consumidores	0	3	6	1	0	10	-10	32	0	1
Adquisición de valores	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-1
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-0
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	10	0	—	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	2	7	1	0	10	-5	28	0	9

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. En el caso de los factores y condiciones, un descenso (aumento) indica una contribución del correspondiente factor o condición al descenso (aumento) en la oferta o demanda, según el caso. Por tanto, no significa necesariamente un descenso (aumento) del factor o condición en sí mismo.

b. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto aumento \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1.

y medianas empresas y con horizontes temporales de corto plazo. Esta desaceleración se explica por el efecto nulo de varios factores que solían tener un importante impacto positivo, como las necesidades de fondos para financiar tanto nuevas inversiones como fusiones y adquisiciones. En el área del euro, estos elementos siguieron siendo los principales motores de la expansión de los préstamos solicitados.

En el segmento de la financiación a los hogares para adquisición de vivienda en España se acentuó la tendencia a la reducción en el grado de holgura en los criterios de aprobación utilizados, iniciada a mediados de 2006, como consecuencia de las perspectivas relativas a la actividad económica en general y, muy especialmente, al mercado de la vivienda. A dicho factor se unió el impacto negativo, aunque pequeño, sobre la oferta de crédito que, por primera vez desde que se realiza la Encuesta, tuvo la evolución de la competencia en el sector. En línea con lo anterior, las condiciones aplicadas a los préstamos fueron menos favorables para los prestatarios que en el trimestre anterior, si bien habría dejado de elevarse el margen de las operaciones ordinarias y, en contrapartida, se habría reducido más la relación préstamo-valor. En el ámbito de la UEM, los criterios de concesión de fondos permanecieron prácticamente inalterados, al tiempo que se ampliaron los plazos de vencimiento y se redujeron los márgenes ordinarios y el resto de gastos. Por su parte, la demanda de este tipo de financiación continuó descendiendo de forma importante, tanto en la UEM como, especialmente, en España. En ambos casos, el principal factor explicativo fueron las perspectivas relativas al mercado de la vivienda, a lo que se añadió el efecto asociado a los cambios en la confianza de los consumidores en nuestro país y al comportamiento de los créditos de otras entidades en el área del euro.

El grado de holgura de la oferta de financiación a los hogares españoles para consumo y otros fines también se redujo en el segundo trimestre. A ello habrían contribuido los cambios en la percepción de las entidades sobre las perspectivas de la situación económica general y la solvencia de las familias, el valor de las garantías y una cierta menor competencia procedente de instituciones no bancarias. Asimismo, las condiciones de los nuevos créditos fueron menos favorables para los prestatarios, destacando la ampliación de los márgenes. En el conjunto del área euro, los criterios de concesión permanecieron básicamente inalterados y las condiciones aplicadas se relajaron, a excepción de los márgenes de las operaciones de mayor riesgo, que se elevaron. Por su parte, la demanda de este tipo de financiación se redujo en España, después de haber permanecido estable los dos trimestres anteriores, y se desaceleró en la UEM. En ambos casos, dicha evolución se debió a las variaciones en el gasto en bienes de consumo duradero (en España, en particular, de automóviles) y en la confianza de los consumidores.

Finalmente, para el tercer trimestre del año las entidades españolas anticipaban el pasado mes de julio una continuación de la tendencia hacia un menor grado de holgura de la oferta de crédito a las familias y a las empresas. Las previsiones sobre la demanda apuntan a una nueva reducción tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda (que se acentuaría) como en el de los destinados a consumo y otros fines (que se moderaría), y a un incremento de las peticiones procedentes de las sociedades. Por su parte, las proyecciones para la UEM evidencian un mantenimiento de las condiciones de oferta, que vendría acompañado de un mayor volumen de solicitudes de créditos de empresas y de hogares para gasto en consumo y otros fines, y de una caída en la demanda asociada a la adquisición de vivienda.

7.9.2007.

INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

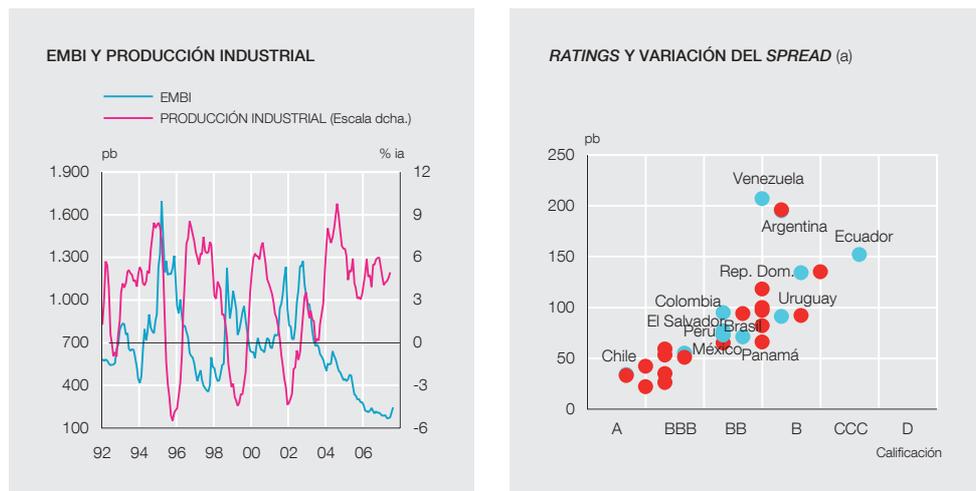
Introducción

En el período transcurrido de 2007, las economías latinoamericanas continuaron mostrando un crecimiento dinámico, auspiciado por las favorables condiciones de financiación que estuvieron vigentes hasta mediados de julio (véase gráfico 1) y por el mantenimiento de precios elevados en las principales materias primas de exportación. Por el momento, las turbulencias que han afectado recientemente a los mercados financieros globales han tenido un impacto limitado sobre la región, a pesar de que tradicionalmente esta ha estado muy expuesta a episodios de volatilidad financiera. La mejora de los fundamentos económicos y financieros ha situado a América Latina en una posición mucho más sólida que en el pasado para resistir estas turbulencias, sin descartar que puedan tener un impacto sobre el crecimiento.

El crecimiento del PIB agregado de la región fue del 5,2% interanual en el primer trimestre y del 5,6% en el segundo, en línea con el crecimiento medio del año 2006, aunque ligeramente por debajo del registrado en los últimos trimestres de ese año. Esta ligera moderación del crecimiento está dentro de lo previsible, dada la madurez de un ciclo expansivo de más de cinco años de duración, y que constituye la etapa de crecimiento más prolongada desde los años sesenta en América Latina. Cabe destacar, además, que gran parte de dicha desaceleración tuvo su origen en la debilidad de la actividad en México, que acusó desde el primer trimestre el impacto de un menor crecimiento de su principal socio comercial, Estados Unidos. Brasil mostró también un crecimiento inesperadamente bajo a comienzos de año, pero dicha evolución se vio compensada por un segundo trimestre robusto. En el resto de los países se mantuvo un importante dinamismo de la actividad (véase cuadro 1), que, a tenor de los indicadores de mayor frecuencia, ha continuado en el inicio del tercer trimestre.

El comportamiento de la inflación continuó siendo favorable a lo largo de todo el período, aunque a partir del mes de abril se produjo un moderado repunte, como consecuencia, principalmente, de la elevación de los precios de los alimentos, que aumentó la inflación agregada hasta tasas interanuales algo superiores al 5% en los meses de verano. No obstante, la inflación subyacente se mantuvo estable en el entorno del 4,5%. En este contexto, las políticas monetarias, que hasta marzo habían seguido trayectorias divergentes, tendieron a endurecerse en la mayor parte de los países, con la destacada excepción de Brasil, lo que permite hablar de una consolidación del ciclo alcista en los tipos de interés de la región. En conjunto, cabe seguir valorando como positiva la evolución de la inflación, en un contexto en que gran parte de las recientes presiones sobre los precios puede explicarse por el alza en los componentes más volátiles. Sin embargo, dada la elevada ponderación de estos precios en los patrones de consumo, la tendencia al cierre de las brechas de producto en varios países y un contexto financiero de mayor complejidad, parece justificarse plenamente el sesgo de mayor cautela adoptado por las políticas monetarias, con el fin de evitar efectos de segunda vuelta.

El cambio que se produjo en los mercados financieros internacionales durante los meses de julio y agosto truncó la evolución benigna que habían tenido hasta ese momento, solo alterada por breves episodios de aumento de la volatilidad. El intenso aumento de la aversión al riesgo que tuvo lugar a mediados de julio, originado por la crisis en el mercado estadounidense de hipotecas de baja calidad, afectó a la práctica totalidad de los activos con riesgo, incluidos los de los mercados emergentes. Los mercados financieros latinoamericanos habían registrado un comportamiento particularmente favorable desde el inicio del año, con una acentuación de la entrada de capitales en algunos países. Sin embargo, no resultaron inmunes al proceso de reevaluación del riesgo y huida hacia la calidad. Este cambio de rumbo se tradujo en un des-



FUENTES: JP Morgan y estadísticas nacionales.

a. Variación del diferencial entre el máximo y el mínimo alcanzados entre el 18 de julio y el 7 de septiembre.

censo de las bolsas más pronunciado que en los mercados desarrollados, una ampliación de los diferenciales soberanos relativamente limitada (salvo en los casos de Argentina y Venezuela) y una rápida reversión de la apreciación experimentada por los tipos de cambio de las principales divisas desde comienzos de año, en un movimiento que revistió inicialmente características de contagio. Sin embargo, el deterioro de los principales indicadores financieros se contuvo en las semanas posteriores, lo que supone un importante cambio respecto a episodios de inestabilidad similares en el pasado.

La evolución comparativamente favorable de los mercados financieros latinoamericanos refleja la percepción de menor vulnerabilidad ante *shocks* externos que se deriva de la mejora de los fundamentos en la mayor parte de las economías de la región. La mayor credibilidad de las políticas económicas, el descenso de las tasas de inflación, la mejora de las posiciones fiscales, los superávits exteriores, la reducción de la exposición al tipo de cambio de los pasivos financieros, la flexibilidad de los tipos de cambio y la sustancial acumulación de reservas, que han avalado en los últimos años una mejora muy significativa de las calificaciones crediticias, dotan a las economías latinoamericanas de un fondo de solidez que debería ser suficiente para mitigar los efectos de un eventual endurecimiento de las condiciones externas. En cualquier caso, una reevaluación ordenada del riesgo puede ser beneficiosa desde el punto de vista de la estabilidad financiera y económica, en la medida en que ayude a corregir posibles excesos en las valoraciones de algunos activos y a reforzar la cautela por parte de las autoridades y de los agentes en estos países. Una distribución más equilibrada del crecimiento entre Estados Unidos, Europa y Asia —con especial protagonismo de China, que tiene una relevancia creciente para América Latina— también constituye un elemento de fortaleza ante una mayor volatilidad financiera. Todo ello hace pensar que el crecimiento económico de la región debería ser lo suficientemente sólido como para acomodar sin excesivos problemas, aunque probablemente con cierta ralentización, la persistencia de la incertidumbre financiera en los mercados globales. En este sentido, no es casual que los países con fundamentos económicos menos sólidos se hayan visto penalizados por los mercados en mayor medida (véase gráfico 1).

Por otra parte, aunque aún es pronto para evaluar con precisión el alcance de este nuevo período de turbulencia financiera, no puede descartarse que, en un horizonte de medio plazo,

	2003	2004	2005	2006	2005		2006				2007	
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	2,3	6,2	4,5	5,4	4,7	4,2	5,6	4,3	5,6	5,8	5,2	5,6
Argentina	8,8	9,1	9,1	8,5	9,2	9,0	8,8	7,7	8,7	8,6	8,0	8,7
Brasil	1,2	5,7	3,0	3,7	3,1	3,1	4,0	1,5	4,5	4,8	4,4	5,4
México	1,4	4,2	2,8	4,8	3,1	2,5	5,5	4,9	4,5	4,3	2,6	2,8
Chile	4,0	6,0	5,7	4,0	5,2	4,2	5,0	4,0	2,6	4,3	5,8	6,1
Colombia	3,8	4,9	6,7	6,7	5,9	1,5	5,3	6,3	7,6	7,7	8,3	7,2
Venezuela	-7,6	19,4	10,3	10,3	10,2	10,9	9,8	9,4	10,1	11,8	9,1	8,9
Perú	4,1	5,1	6,7	7,6	6,5	7,9	7,9	5,8	8,6	8,1	8,0	7,6
Uruguay	2,3	12,0	6,6	7,1	5,6	6,9	7,1	7,9	7,2	6,1	6,7	4,8
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	10,9	6,0	6,3	5,2	6,0	6,0	5,8	5,1	5,0	4,8	4,9	5,0
Argentina	14,9	4,4	9,6	10,9	9,8	11,7	11,6	11,4	10,6	10,1	9,5	8,8
Brasil	14,8	6,6	6,9	4,2	6,2	6,1	5,5	4,3	3,8	3,1	3,0	3,3
México	4,6	4,7	4,0	3,6	4,0	3,1	3,7	3,1	3,5	4,1	4,1	4,0
Chile	2,8	1,1	3,1	3,4	3,3	3,8	4,1	3,8	3,5	2,2	2,7	2,9
Colombia	7,1	5,9	5,1	4,3	4,9	5,1	4,3	4,0	4,6	4,3	5,3	6,2
Venezuela	31,4	21,7	16,0	13,7	15,4	15,2	12,6	11,2	14,6	16,1	19,1	19,5
Perú	2,3	3,7	1,6	2,0	1,2	1,3	2,4	2,3	1,8	1,5	0,4	0,8
Uruguay	19,4	9,2	4,7	6,4	3,9	4,8	6,4	6,4	6,6	6,2	7,0	8,1
SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB) (b)												
América Latina (a) (b)	-1,9	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,2
Argentina	0,4	2,5	1,4	1,7	1,2	1,4	1,4	1,5	1,8	1,7	1,5	1,4
Brasil	-3,3	-2,3	-2,8	-2,9	-2,2	-2,8	-3,2	-3,0	-3,1	-2,9	-2,4	-2,1
México	-0,7	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,1	0,7	0,3
Chile	-0,8	2,4	4,7	8,0	4,4	4,7	6,1	6,6	7,9	8,0	7,9	8,7
Colombia	-2,6	-0,6	-0,5	-0,5	-1,7	-0,5	0,2	0,6	1,8	-0,5	...	...
Venezuela	-4,4	-2,0	2,4	-1,5	4,1	2,4	-1,3	-5,5	-3,7	-1,5	...	...
Perú	-1,8	-1,3	-0,7	1,4	-0,3	-0,7	-0,1	0,7	1,0	1,4	1,5	1,2
Uruguay	-2,9	-2,0	-0,8	-0,6	-1,6	-0,8	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-1,0	0,2
DEUDA PÚBLICA (% PIB) (b)												
América Latina (a) (b)	52,0	48,0	40,3	38,6	40,9	40,3	40,4	38,6	39,0	38,6	38,6	...
Argentina	129,9	120,3	66,8	59,8	66,6	66,8	69,0	59,1	59,9	59,8	62,0	...
Brasil	52,4	47,0	46,5	44,9	46,6	46,5	46,6	45,5	45,0	44,9	44,8	44,3
México	22,9	21,3	20,8	22,7	22,6	20,8	21,7	21,3	23,9	22,7	23,1	5,0
Chile	12,5	10,0	6,8	5,2	7,6	6,8	6,2	5,5	5,4	5,2	4,9	5,0
Colombia	50,7	47,0	46,6	44,9	46,1	46,6	46,9	47,7	45,6	44,9	43,6	...
Venezuela	56,9	53,3	48,2	41,9	50,1	48,2	36,1	38,2	40,0	41,9	39,0	37,3
Perú	47,0	44,3	37,8	32,6	38,1	37,8	36,1	35,0	33,1	32,6	30,8	30,0
Uruguay	108,2	100,7	83,8	70,9	82,5	83,8	73,1	74,9	75,5	70,9	74,7	...
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)												
América Latina (a) (b)	1,0	1,4	1,8	1,9	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6
Argentina	5,9	2,2	2,9	3,5	2,4	2,9	3,6	3,3	3,2	3,5	3,5	3,1
Brasil	0,8	1,8	1,8	1,3	1,7	1,8	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4
México	-1,4	-0,9	-0,6	-0,3	-0,9	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8
Chile	-1,0	2,2	1,1	3,6	0,9	1,1	1,7	2,8	3,9	3,6	4,8	5,4
Colombia	-1,2	-0,9	-1,5	-2,3	-1,5	-1,5	-1,7	-2,0	-1,9	-2,3	-2,9	...
Venezuela	13,8	15,3	22,3	19,5	20,7	22,3	23,6	24,2	22,5	19,5	17,1	14,6
Perú	-1,5	0,0	1,4	2,8	0,9	1,4	1,0	1,3	2,2	2,8	2,9	2,9
Uruguay	-0,8	0,0	0,2	-2,2	-0,1	0,2	0,2	-0,3	-1,0	-2,2	-1,9	...
DEUDA EXTERNA (% PIB) (b)												
América Latina (a) (b)	45,1	38,5	26,5	22,4	28,8	26,5	25,4	23,2	23,2	22,4	23,4	...
Argentina	119,6	107,6	59,1	47,5	61,4	59,1	56,1	48,1	49,1	47,5	51,0	...
Brasil	36,7	28,9	19,2	16,2	22,5	19,2	17,6	15,8	15,4	16,2	16,5	...
México	21,6	18,9	15,4	13,0	17,2	15,4	15,2	15,4	15,3	13,0	13,6	...
Chile	50,9	41,7	33,5	32,0	37,2	33,5	32,8	31,5	33,1	32,0	30,1	29,6
Colombia	43,4	35,0	28,4	26,5	28,9	28,4	30,0	28,9	28,2	26,5	29,0	...
Venezuela	50,3	42,5	39,3	29,6	38,6	39,3	31,3	28,9	29,2	29,6	31,3	33,6
Perú	47,1	42,0	35,3	28,2	36,4	35,3	34,3	28,8	29,3	28,2	29,4	27,6
Uruguay	98,0	87,6	68,6	54,6	67,3	68,6	58,6	59,3	59,0	54,6	56,7	...

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados.

b. 2007: estimado.

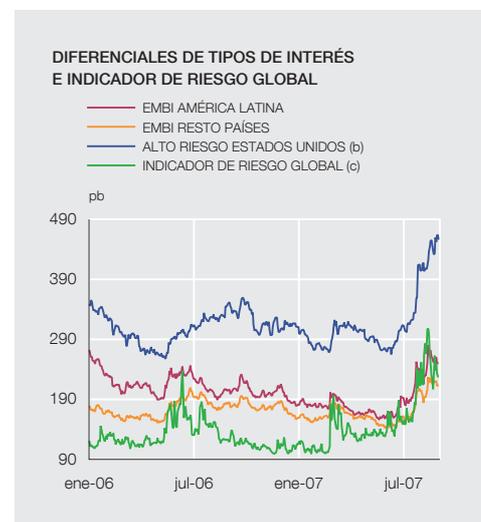
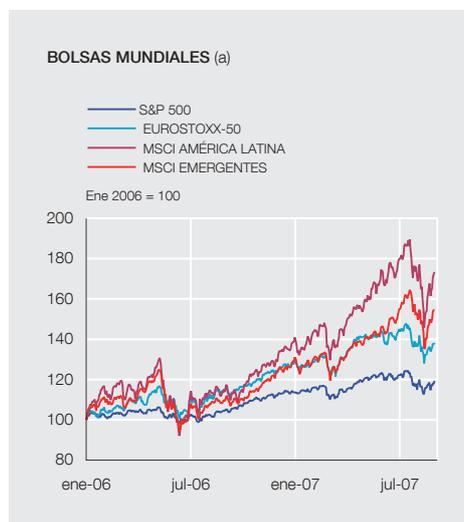
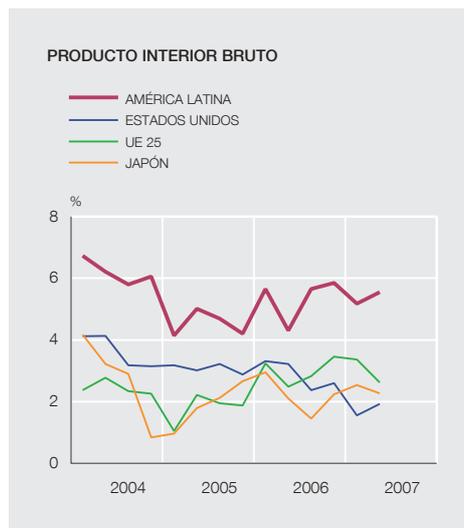
las dificultades en los mercados globales de crédito tengan un efecto relativamente duradero sobre elementos cualitativos —pero cruciales— para el funcionamiento de los mercados financieros, como la aversión al riesgo. Un aumento generalizado de la aversión al riesgo, una reasignación de carteras como consecuencia de las pérdidas en otros mercados o una menor disponibilidad de crédito podrían frenar el volumen de entradas de capitales en la región. América Latina, como región exportadora de materias primas, es especialmente vulnerable a un escenario de intensa desaceleración del crecimiento mundial y simultáneo endurecimiento de las condiciones de financiación.

Evolución económica y financiera

ENTORNO EXTERIOR

Hasta el mes de julio, el entorno exterior continuó configurándose como netamente positivo para la evolución de las economías latinoamericanas, en un contexto de sólido crecimiento de la economía mundial (véase gráfico 2) y condiciones financieras favorables. En Estados Unidos, el PIB mostró una aceleración sustancial en el segundo trimestre, si bien siguió reflejando la profundidad del ajuste inmobiliario y no despejó las dudas sobre el posible mantenimiento de un menor crecimiento del consumo privado en la segunda mitad del año. La evolución de los precios registró una moderación y la inflación subyacente flexionó hacia tasas consideradas confortables por la autoridad monetaria. Por su parte, en Japón el crecimiento de la actividad se moderó apreciablemente en el segundo trimestre, mientras que en el área del euro se registraba también una cierta moderación en el ritmo de crecimiento. El contrapunto vino de las economías emergentes, y en particular de China, donde se acentuó el ya muy dinámico ritmo de expansión, si bien el aumento de la inflación propició un progresivo tensionamiento de las condiciones monetarias en ese país. En las economías desarrolladas —con la excepción de Estados Unidos— el ciclo alcista de los tipos de interés solo se interrumpió a raíz de los problemas financieros recientes, al tiempo que los bancos centrales inyectaban importantes cantidades de liquidez en los mercados monetarios. Japón, el área del euro y Reino Unido han congelado las subidas previstas, y la Reserva Federal adelantó el inicio de las bajadas con una reducción de 50 puntos básicos (pb) en su reunión de septiembre (véase gráfico 2).

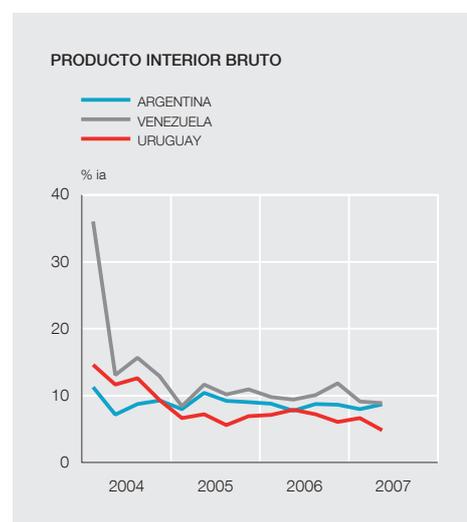
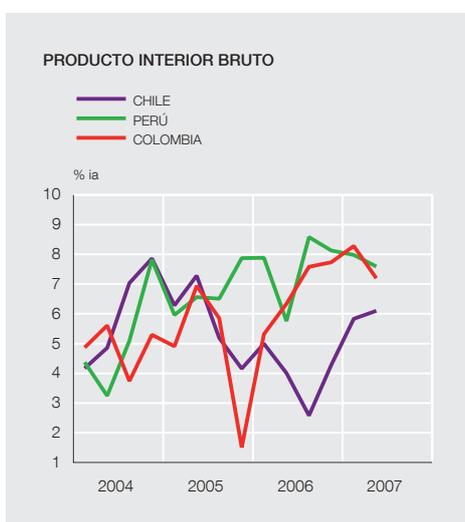
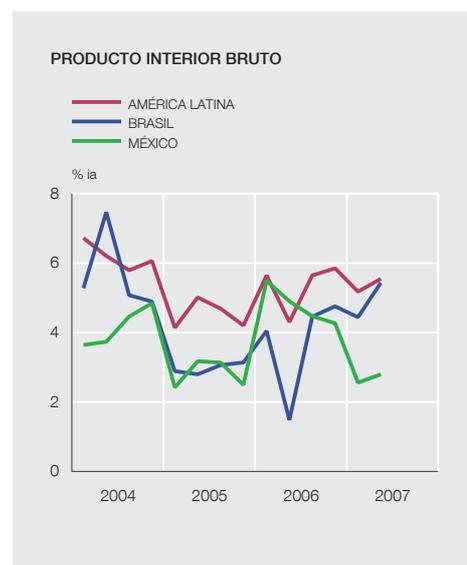
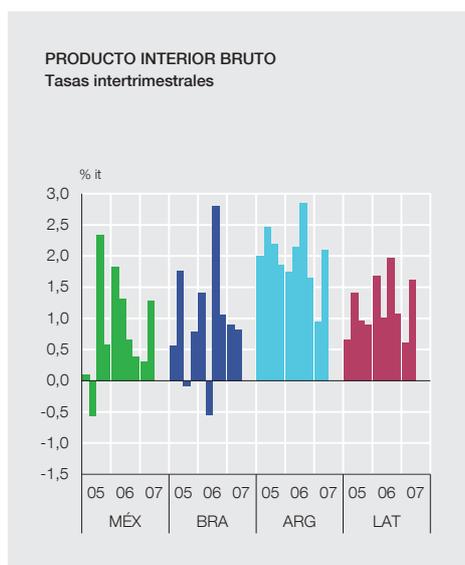
Uno de los aspectos más destacados de la evolución financiera internacional en los meses previos a la turbulencia fue la tendencia al alza registrada por los tipos de interés a largo plazo, particularmente acusada en Estados Unidos, donde las rentabilidades a diez años aumentaron hasta niveles por encima del 5,25% en junio. Este movimiento fue atribuido, principalmente, a un aumento de la prima por plazo derivado de la mejora de las perspectivas de crecimiento y, en parte también, al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de los tipos oficiales. Posteriormente, durante los meses de julio y agosto, el deterioro de la situación del mercado hipotecario de alto riesgo en Estados Unidos provocó una huida hacia la calidad que, aunque favoreció especialmente a los títulos sin riesgo de muy corto plazo, también incidió en un descenso de las rentabilidades a largo plazo, hacia niveles del 4,50%. Más significativos aún fueron los incrementos ocurridos en los diferenciales de crédito (véase gráfico 2), sobre todo en los bonos corporativos de las empresas de peor calificación crediticia (más de 150 pb entre julio y agosto), que se hicieron extensivos, aunque con menor intensidad, a los bonos soberanos de países emergentes, especialmente de Asia y América Latina. Por su parte, las bolsas, que hasta finales de julio habían mantenido una fuerte tendencia al alza, experimentaron correcciones importantes, especialmente acusadas en el caso de los mercados emergentes, cuya subida había sido también de mayor magnitud (véase gráfico 2). El índice Standard and Poors y el Eurostoxx registraron caídas del orden del 10% entre mediados de julio y mediados de agosto, mientras que el índice MSCI en dólares de mercados emergentes llegó a caer más de un 15%, y aún más el índice MSCI de Latinoamérica. No obstante, tras la recuperación de las últimas semanas, las bolsas se han situado en valores positivos respecto a comienzos de año.



FUENTES: Bureau Economic Analysis, Eurostat, Bloomberg y JP Morgan.

- a. Índices en dólares.
- b. Bono calificación B1.
- c. Volatilidad implícita en opciones del CBOE.

Las turbulencias en los mercados financieros tuvieron también su reflejo en los mercados de cambios. El tipo de cambio del dólar frente al euro se vio favorecido temporalmente por el carácter del dólar como moneda refugio. Por su parte, el yen llegó a apreciarse un 7% frente al dólar, a mediados de agosto, y aún más frente a las divisas de muchos países con altos tipos de interés, como el dólar australiano, el real brasileño o la lira turca, en un movimiento de reversión de las operaciones de *carry-trade*. Finalmente, otro aspecto destacado del último trimestre fue el movimiento oscilante del precio del petróleo, que, tras caer hacia los 68 dólares por barril ante la incertidumbre sobre en qué medida la inestabilidad financiera afectaría al crecimiento de la economía mundial, se recuperó hasta los niveles máximos previos, cercanos a los 80 dólares. Las materias primas, especialmente las metálicas, registraron una evolución similar a la del petróleo, mientras que los productos agrícolas a partir de los que se elabora biofuel (trigo, maíz y soja) experimentaron un fuerte encarecimiento en los meses de verano.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

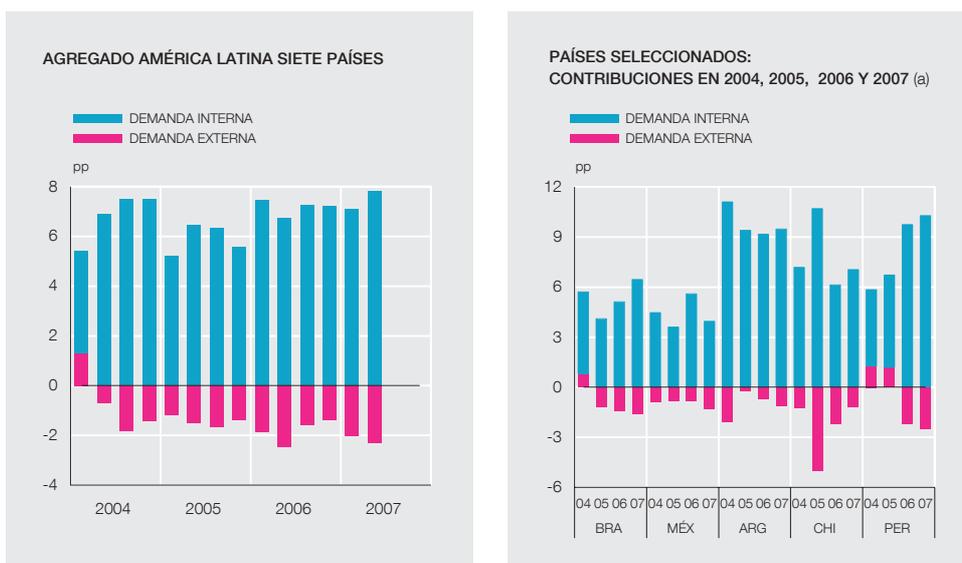
ACTIVIDAD Y DEMANDA

La actividad económica en América Latina registró un crecimiento de 5,4% en el primer semestre de 2007, en línea con el crecimiento medio de 2006, aunque con una ligera moderación respecto al segundo semestre de ese año. La desaceleración fue notable en el primer trimestre, pero se compensó durante el segundo, con un aumento intertrimestral del 1,7%, muy superior a los registrados a finales de 2006 (véase gráfico 3).

Por países, el crecimiento se elevó significativamente en Brasil y Chile, y disminuyó en el resto, aunque, en general, de forma moderada y partiendo de tasas muy elevadas. Este es el caso de Argentina, Colombia, Venezuela y Perú. Resulta particularmente significativa la evolución de la actividad en México, cuyo ritmo de crecimiento prácticamente se recortó a la mitad, desde tasas próximas al 5% en 2006, hasta un 2,6% en el primer trimestre y un 2,8% en el segundo, como consecuencia del menor crecimiento de su principal socio comercial, Estados Unidos, y de la ralentización de la demanda interna. De hecho, prácticamente toda la desaceleración de la actividad en la región ocurrida en el primer semestre puede atribuirse a México. Mientras Brasil aportó 1,9 puntos porcentuales (pp) al crecimiento y Argentina 1,2 pp, México tan solo aportó siete décimas, cuatro menos que en el segundo semestre de 2006.

APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB
Puntos porcentuales

GRÁFICO 4

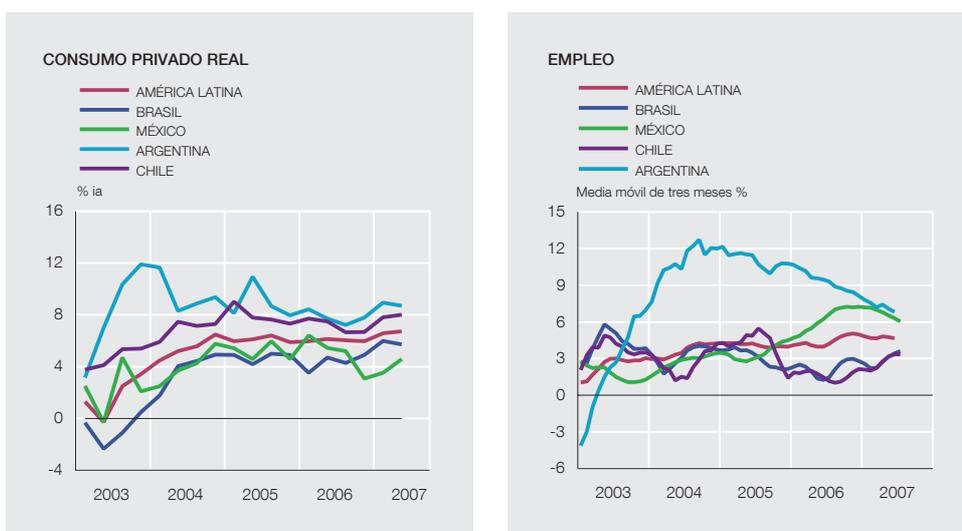


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Primer semestre 2007.

CONSUMO PRIVADO Y MERCADO LABORAL
Tasas interanuales y su media móvil de tres meses

GRÁFICO 5

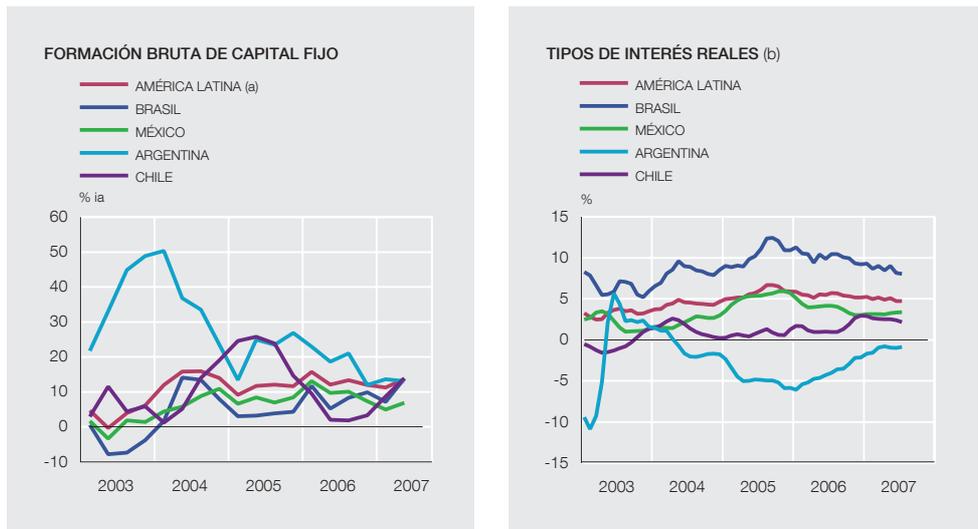


FUENTE: Estadísticas nacionales.

Por componentes, la contribución de la demanda interna al crecimiento se amplió respecto al segundo semestre de 2006, alcanzando los 7,9 pp en el segundo trimestre, mientras que la demanda externa experimentó un cierto deterioro, con una contribución negativa de 2,3 pp (véase gráfico 4). Este deterioro fue bastante generalizado por países, con la excepción significativa de Chile. El consumo privado se aceleró, alcanzando una tasa de crecimiento del 6,8% interanual en el segundo trimestre (véase gráfico 5), impulsado por su crecimiento en Argentina y Chile, y por el despegue experimentado en Brasil, después de un año de relativa atonía. Este comportamiento refleja la buena situación del mercado de trabajo en la región, donde el empleo creció a un ritmo superior al registrado en 2006 (en torno al 5% en el primer trimestre) y los salarios reales aumentaron en torno al 5,4%, si bien se ralentizaron en el segundo trimestre.

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y TIPO DE INTERÉS REAL
Tasa interanual y tanto por ciento anual

GRÁFICO 6



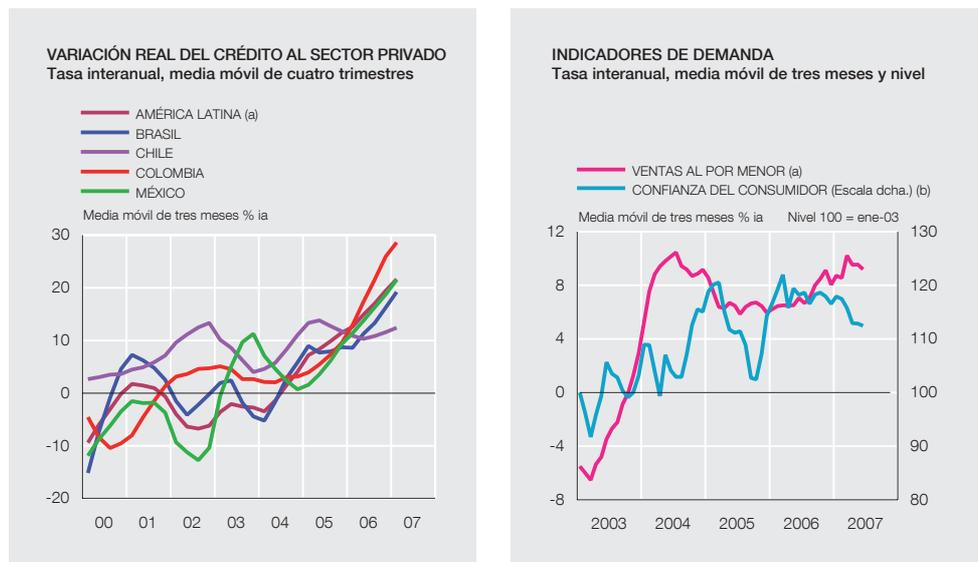
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

- a. Ocho mayores economías.
- b. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

DEMANDA

GRÁFICO 7

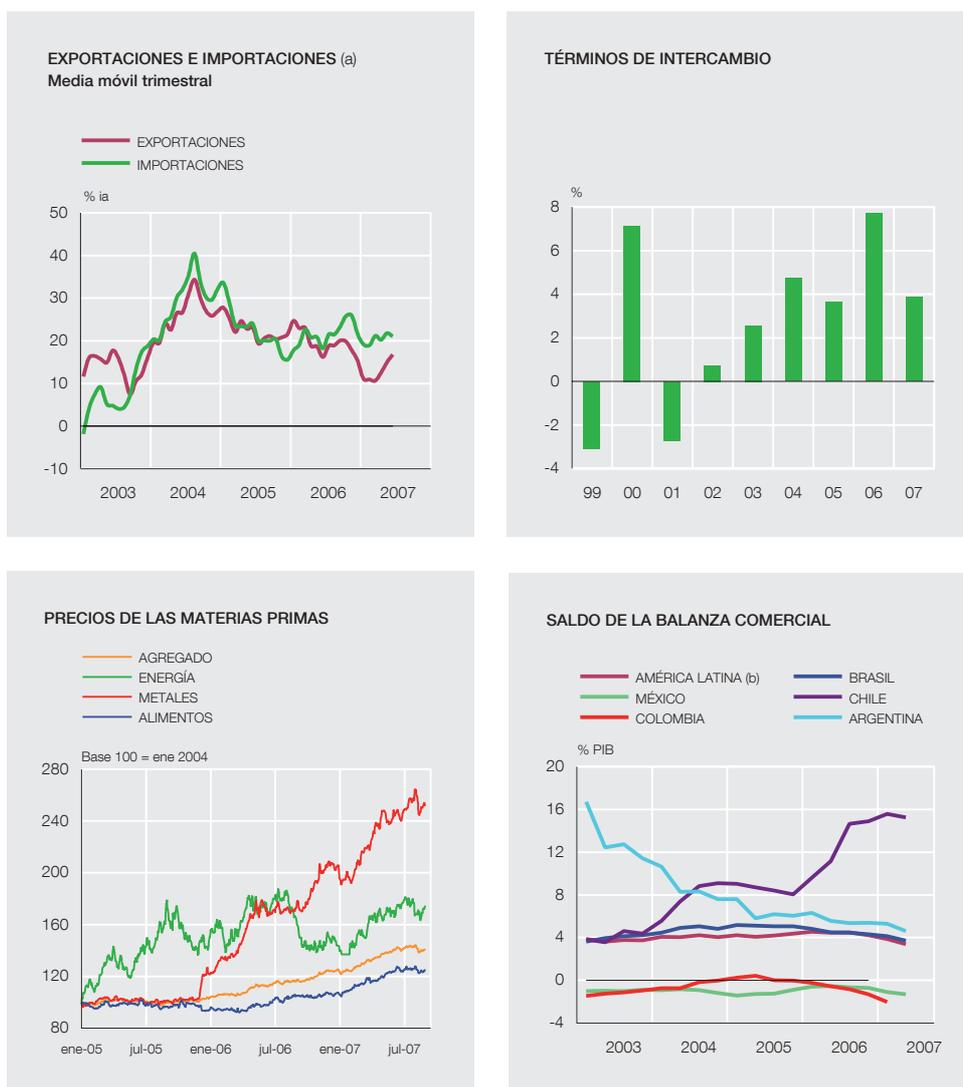
Media móvil de tres meses de la tasa de variación interanual y niveles



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Ocho mayores economías, sin Perú ni Uruguay.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.

La tasa de paro se mantuvo en niveles relativamente reducidos, del 7,7% de la población activa, en el segundo trimestre. El crecimiento del crédito, que se incrementó de forma generalizada (20,5% interanual, en términos reales), y el mantenimiento de los tipos de interés reales en niveles reducidos continuaron siendo también soportes importantes del consumo y de la inversión (véase gráfico 6). La inversión mantuvo un ritmo de crecimiento en torno al 14% interanual en el segundo trimestre, muy similar al del último semestre de 2006, siendo además el componente más dinámico de la demanda interna en la mayoría de los países. De hecho, en Chile, Colombia y —en el segundo trimestre— en Brasil y Perú la formación bruta de capital tendió a



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

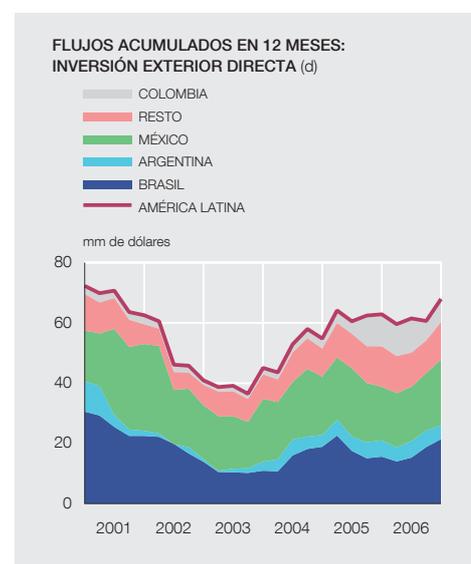
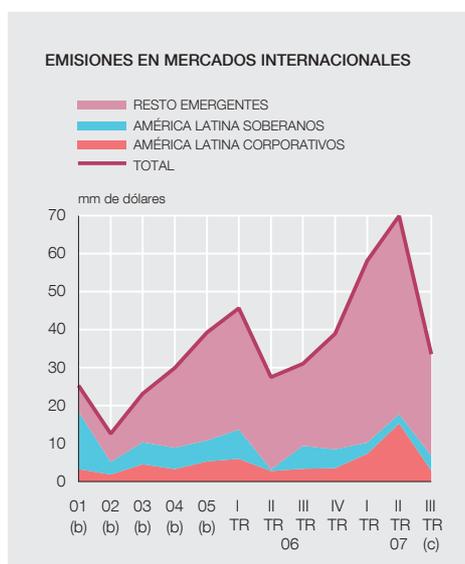
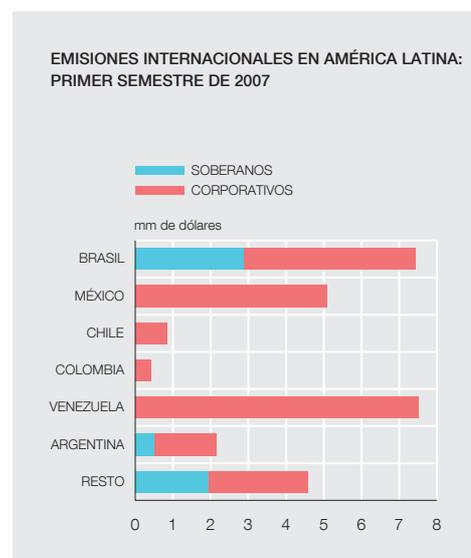
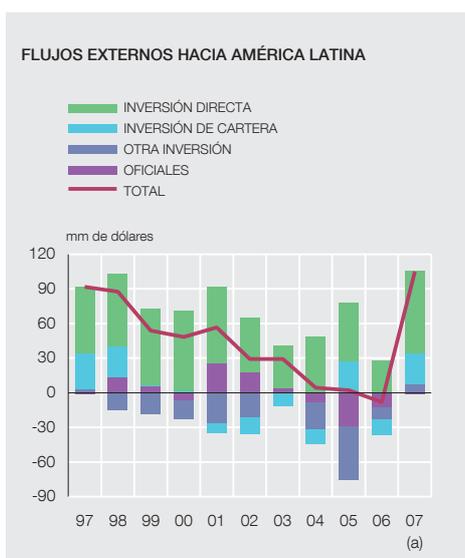
a. Datos de aduanas en dólares.

b. Agregación de las nueve mayores economías.

acelerarse sustancialmente (véase gráfico 6). El consumo público se moderó, especialmente durante el primer trimestre, registrando un aumento del 2,7% interanual en el segundo trimestre, una tasa relativamente baja desde la perspectiva de los dos últimos años.

La evolución de los indicadores de mayor frecuencia —como las ventas al por menor (véase gráfico 7)— avala el mantenimiento de un buen comportamiento del consumo privado al comienzo del tercer trimestre. Sin embargo, el deterioro experimentado por los índices de confianza del consumidor (en muchos países), la ralentización en el ritmo de creación de empleo y el aumento de la inestabilidad en los mercados financieros constituyen factores de cautela de cara al futuro.

El sector exterior continuó registrando resultados positivos, gracias al favorable comportamiento de la relación real de intercambio (véase gráfico 8), a pesar de la ampliación de la contribución negativa al crecimiento de la demanda externa. El saldo de la balanza comercial se situó en el 3,7% del PIB en el segundo trimestre, lo que constituye un superávit sustancial en una fase



FUENTES: JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

- a. 2007: estimación.
- b. Media trimestral.
- c. Datos hasta agosto y estimación para septiembre de 2007.
- d. Hasta el primer trimestre de 2007.

madura del ciclo, a pesar de ser ocho décimas inferior al máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2006. Las exportaciones se ralentizaron en el conjunto de la región, hasta tasas del 11%, en el primer trimestre, para recuperarse fuertemente en el segundo (16%), mientras que las importaciones se mantuvieron creciendo a ritmos superiores al 20% durante todo el primer semestre, reflejo de la pujanza de la demanda interna. Por países, destaca Chile, donde el superávit comercial alcanzó el 16% del PIB (véase gráfico 8). En el resto, países como Brasil y Argentina, que mantienen un superávit comercial, experimentaron un deterioro moderado en términos del PIB, que fue más acentuado en aquellos, como Colombia y México, que registran déficits. Con todo, la balanza corriente continuó siendo fuertemente positiva en el agregado (1,6% del PIB en el segundo trimestre), aunque la tendencia es claramente decreciente, desde el máximo del 2% del PIB alcanzado a mediados del pasado año.

La evolución de los mercados financieros en el último semestre ha atravesado dos fases claramente diferenciadas. Desde abril hasta finales de julio se observó un aumento de las entradas de capital netas en la región, que, tras años de moderación, retornaron a cotas similares a las anteriores a 1998 (véase gráfico 9); en los dos últimos meses, por el contrario, se ha producido un apreciable ajuste en los precios de los activos financieros, como consecuencia del impacto de la turbulencia financiera reciente.

Durante el primer semestre de 2007 se produjo un sustancial aumento de los flujos netos de capital hacia América Latina y, en general, hacia los mercados financieros emergentes. En América Latina, buena parte de las entradas de capital tuvo lugar en forma de inversión extranjera directa, atraída probablemente por la mejora en las perspectivas económicas de la región, por su mayor estabilidad y por los beneficios derivados de la globalización. También se produjo un cambio de signo en los flujos netos de inversión de cartera, que pasaron a ser positivos, si bien su permanencia es más incierta en la actual fase de inestabilidad financiera. La entrada de capitales a corto plazo del primer semestre puede explicar la tendencia a la apreciación experimentada hasta julio por la mayoría de los tipos de cambio de la región, así como la intensificación de los procesos de compra de reservas por parte de algunos bancos centrales, que fue notoria en el caso del Banco Central de Brasil. Todo ello generó la aparición de algunos dilemas y dificultades en la gestión de las políticas monetarias, que se analizan en el recuadro 1 en los casos de Brasil y Colombia.

En este contexto, las emisiones corporativas en mercados internacionales mantuvieron su dinamismo a lo largo del primer semestre, ascendiendo a más de 22.000 millones de dólares, una cifra muy superior al volumen total de emisiones soberanas, que siguió reduciéndose durante el mismo período. De hecho, Chile, México, Colombia y Venezuela no realizaron emisiones soberanas en los mercados internacionales durante el primer semestre.

Entre mediados de julio y agosto se produjo un fuerte ajuste en los precios de los activos financieros latinoamericanos (véase gráfico 10). Los diferenciales soberanos, que, medidos por el índice EMBI, se habían situado en mínimos históricos en junio, en torno a los 150 pb, tendieron a ampliarse en más de 100 pb. Esta ampliación, similar a la de otras áreas emergentes, pero menor que la de los diferenciales corporativos de alto riesgo americanos, fue significativa, pues llegó a situar dichos diferenciales en los máximos del último año y medio. Inicialmente, la ampliación de diferenciales fue generalizada, y se produjo un aumento de la correlación entre mercados como indicio de huida hacia la calidad y de cierta falta de discriminación entre distintos riesgos. No obstante, con suficiente perspectiva, se observa que los diferenciales soberanos de Argentina y Venezuela, países de mayor riesgo crediticio, han registrado la ampliación más notoria (de más de 250 pb desde abril en ambos países). Las turbulencias tuvieron un impacto mucho más limitado en los diferenciales soberanos de México y Chile, que se ampliaron tan solo en torno a 30 pb respecto a los mínimos; y tampoco fue importante la ampliación en Brasil (unos 50 pb). En conjunto, los diferenciales soberanos se han mantenido en niveles muy bajos, en relación con el promedio histórico, si bien la ampliación de los diferenciales de rentabilidad de la deuda emitida en moneda local fue mucho más acusada en prácticamente todos los mercados.

El aumento de la volatilidad tuvo un impacto apreciable en los mercados de renta variable y en los mercados de cambios. El índice MSCI de América Latina llegó a registrar pérdidas cercanas al 20% entre mediados de julio y agosto, en línea con otros mercados emergentes, si bien posteriormente registró una sensible recuperación (véase gráfico 10). Esta recuperación ha permitido que la mayor parte de los índices de bolsa locales registren, a mediados de septiembre, ganancias respecto a comienzos de año.

Las buenas condiciones económicas han generado desde hace varios años presiones a la apreciación generalizada de los tipos de cambio en América Latina, que se han exacerbado en los primeros meses de 2007. La fuerte apreciación nominal registrada durante los últimos años arrastró a los tipos de cambio reales, con potenciales implicaciones negativas sobre la competitividad de determinados sectores exportadores. Por esta razón, a pesar de la generalización de los regímenes de tipos de cambio flexible, la mayoría de los bancos centrales latinoamericanos ha tratado de mitigar las apreciaciones nominales, con un notable activismo en los mercados de cambios, a través de la acumulación de reservas (véanse gráficos 1 y 2). Colombia y Brasil son probablemente los dos países del área donde estas presiones han sido más acusadas, si bien recientemente las turbulencias financieras globales las han interrumpido.

En este recuadro se describen las distintas implicaciones que la fuerte apreciación de los tipos de cambio ha tenido para ambos países, analizándose sus causas y su impacto sobre la política monetaria.

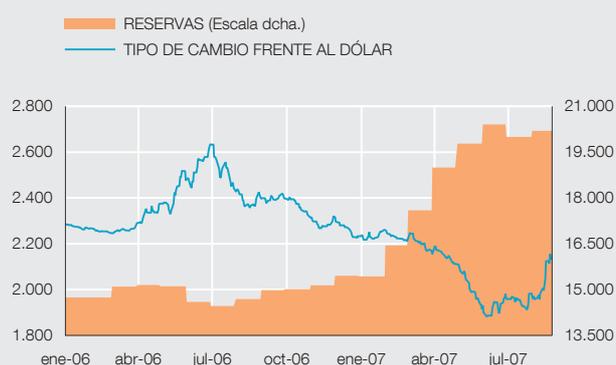
En el caso de Colombia, las presiones a la apreciación registradas desde 2004 fueron consecuencia de las fuertes entradas de flujos financieros (véase gráfico 2), en su mayor parte de largo plazo (inversión directa y determinados flujos de inversión de cartera), en un contexto de mayor estabilidad política y de mejora en las perspectivas de crecimiento de la economía colombiana. Por el contrario, las presiones a la apreciación del real brasileño durante los últimos tres años vinieron impulsadas principalmente por los fuertes superávits de cuenta corriente, si bien a partir de 2006 comenzaron a producirse entradas netas de flujos financieros de gran magnitud (véase gráfico 3). En el primer semestre de 2007, la fuerte apreciación del real y del peso frente al dólar (16% y 18%, respectivamente, hasta julio) vino explicada por el fuerte incremento en las entradas de flujos financieros, tal y como muestran los gráficos 3 y 4.

Así, el Banco Central de la República de Colombia (BCRC) intervino regularmente en el mercado cambiario desde 2004, en la mayor parte de los casos con el objetivo de evitar la apreciación del tipo de cambio. Las compras de reservas se aceleraron de manera muy no-

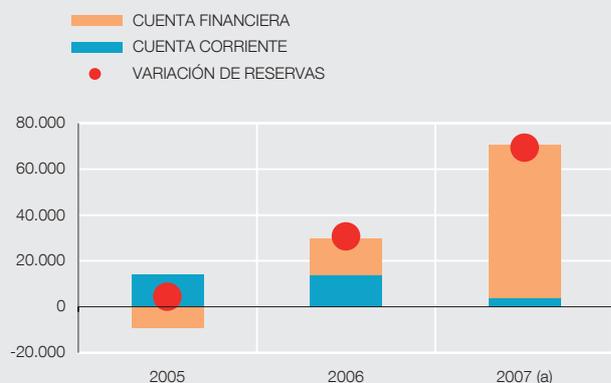
1 BRASIL



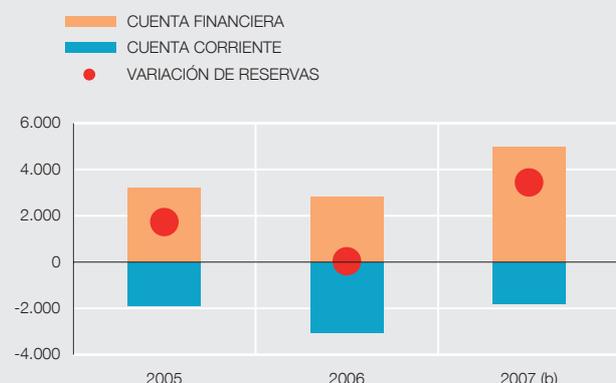
2 COLOMBIA



3 BRASIL



4 COLOMBIA



FUENTES: Banco Central de Brasil y Banco de la República.

a. Hasta julio.
b. Hasta marzo.

table en los primeros meses de 2007, período en el que alcanzaron los 20.000 millones de dólares —un incremento del 31% sobre el dato de fin de 2006—. Hasta junio, no obstante, esta política de acumulación de reservas no logró contener las presiones a la apreciación del peso frente al dólar, y además generó conflictos con los objetivos de política monetaria. En efecto, el hecho de que las compras de reservas realizadas durante 2006 no fueran esterilizadas generó una fuerte expansión de la base monetaria durante dicho año, a pesar de lo cual la inflación se mantuvo relativamente contenida. No obstante, a finales de ese año la inflación comenzó a aumentar sustancialmente, situándose fuera de los objetivos de inflación del banco central desde comienzos de 2007. Las compras de reservas realizadas durante 2007 pasaron a esterilizarse, a medida que seguían aumentando los tipos de interés oficiales (un aumento acumulado de 325 pb desde abril). El aumento de los tipos de interés, junto con la habilitación, a principios de marzo, de una facilidad de depósito ilimitada y remunerada en el banco central, contribuyó, probablemente, a alimentar las entradas de flujos financieros de corto plazo y también las presiones a la apreciación. De este modo se puso en marcha un círculo vicioso con consecuencias negativas: el BCRC se encontró ante un dilema de política monetaria, al disociarse los objetivos de control de inflación y de tipo de cambio. En este contexto, se aprobaron medidas excepcionales, como la imposición de coeficientes de reservas, con objeto de reducir la liquidez; se estableció un depósito obligatorio durante seis meses por valor del 40% de los créditos obtenidos en el extranjero, y límites al apalancamiento de los intermediarios del mercado cambiario en sus operaciones de derivados (medidas orientadas a reducir el atractivo de las entradas de flujos financieros de corto plazo). Por otra parte, el Gobierno estableció medidas de control de capital, consistentes en la constitución de un depósito en moneda local en el BCRC por un plazo de seis meses por el 40% del valor de todas las inversiones de cartera de capital exterior. Además, para compensar a los sectores más perjudicados por la apreciación, se puso en marcha un paquete de ayuda a los exportadores.

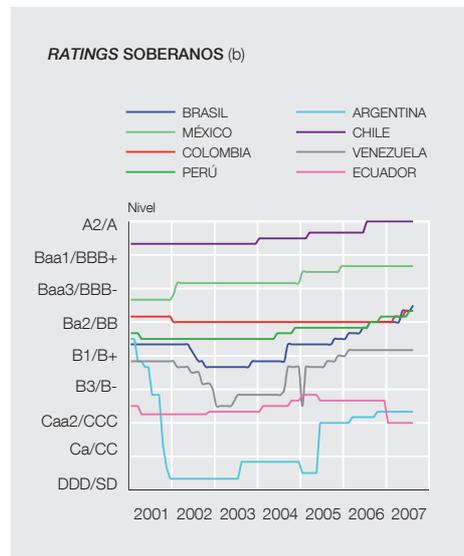
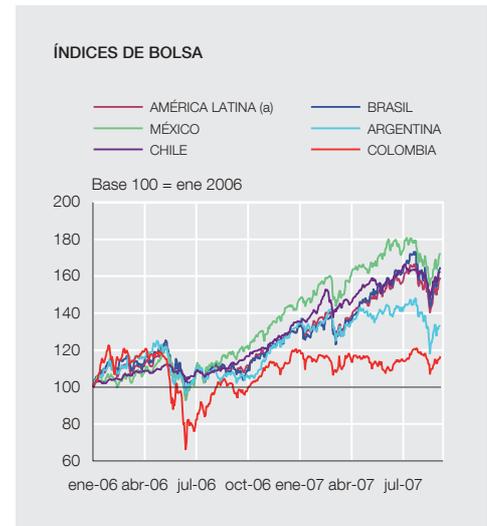
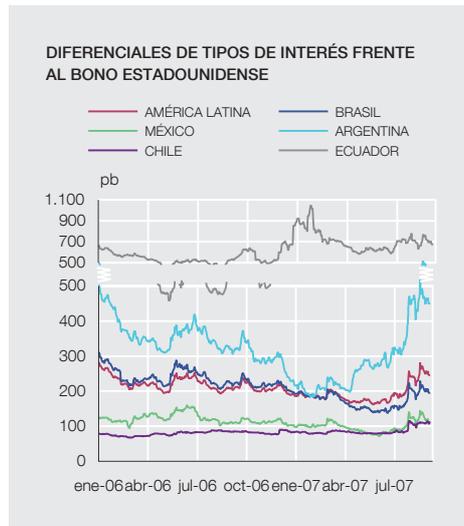
Por su parte, el Banco Central de Brasil (BCB) llevó a cabo fuertes compras de reservas esterilizadas durante 2006, que se incrementaron de manera muy significativa durante el primer semestre de 2007, de manera que estas pasaron de 85.000 millones de dólares a 136.000 millones. A diferencia de Colombia, las compras de reservas no generaron conflictos significativos con la conducción de la política monetaria, dado que el BCB se hallaba inmerso en un largo ciclo de recortes de los tipos de interés, que han contribuido a mitigar las presiones apreciatorias. Sin embargo, ello no quiere decir que esas presiones no hayan incidido en la conducción de la política monetaria. En efecto, el BCB había optado a principios de 2006 por reducir el ritmo de recortes de tipos de interés, de 50 pb a 25 pb dentro de su ciclo expansivo de política monetaria. En junio, tras un período de fuertes entradas de flujos financieros de corto plazo, optó por reducir los tipos de interés en 50 pb, decisión que mantuvo en julio. La aceleración en el ritmo de recortes fue atribuida, en gran medida, a los intentos de frenar las entradas de flujos financieros de corto plazo y una mayor apreciación del real. Por otra parte, de modo similar a Colombia, el Ministerio de Economía diseñó programas de créditos y subsidios a exportadores, con el objeto de establecer compensaciones a determinados sectores afectados por la apreciación. Además, se han introducido determinados cambios en la regulación prudencial, con objeto de evitar exposiciones excesivas al tipo de cambio, y que permitieron reducir las entradas de flujos financieros.

Estos episodios muestran las crecientes dificultades de conciliar las apreciaciones del tipo de cambio con la gestión de la política monetaria, incluso en los casos en que una significativa apreciación del tipo de cambio real sea coherente con la buena evolución de los fundamentos económicos. Aunque las presiones a la apreciación se han interrumpido en el contexto de la turbulencia global reciente, las economías latinoamericanas pueden volver a enfrentarse a los dilemas y cuestiones asociados a las fuertes entradas de capitales y su impacto sobre las variables monetarias y cambiarias.

Por su parte, en los mercados de cambios el aumento de la aversión al riesgo tuvo un claro impacto en aquellas divisas de altos tipos de interés que habían sido objeto de *carry-trade* en los últimos meses. Mención especial merecen el real brasileño y el peso colombiano, que revirtieron en agosto buena parte de la apreciación que habían registrado desde el inicio del año, en un contexto de fuerte aumento de la volatilidad (véase gráfico 10). Esta reversión llevó al Banco Central de Brasil a interrumpir sus compras de reservas. Pero también aquellas divisas que habían mostrado una menor apreciación, como el peso mexicano o el peso argentino, tendieron a depreciarse moderadamente (en torno al 3%), este último a pesar de las ventas de dólares del banco central y la banca pública. El peso chileno y el sol peruano se mantuvieron, sin embargo, relativamente estables durante todo el período. En el ámbito de las emisiones, durante el período de turbulencia tuvieron que cancelarse o posponerse algunas emisiones de deuda soberana previamente anunciadas (Argentina, Brasil, Bono del Sur de Venezuela), e incluso también algunas emisiones de renta fija privada.

**DIFERENCIALES SOBERANOS, BOLSAS, RATING Y TIPO DE CAMBIO
NOMINAL FRENTE AL DÓLAR**
Puntos básicos e índices

GRÁFICO 10



FUENTES: J.P. Morgan, Bloomberg, Moody's, Standard and Poor's y Fitch.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

b. Media simple de las calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch IBCA.

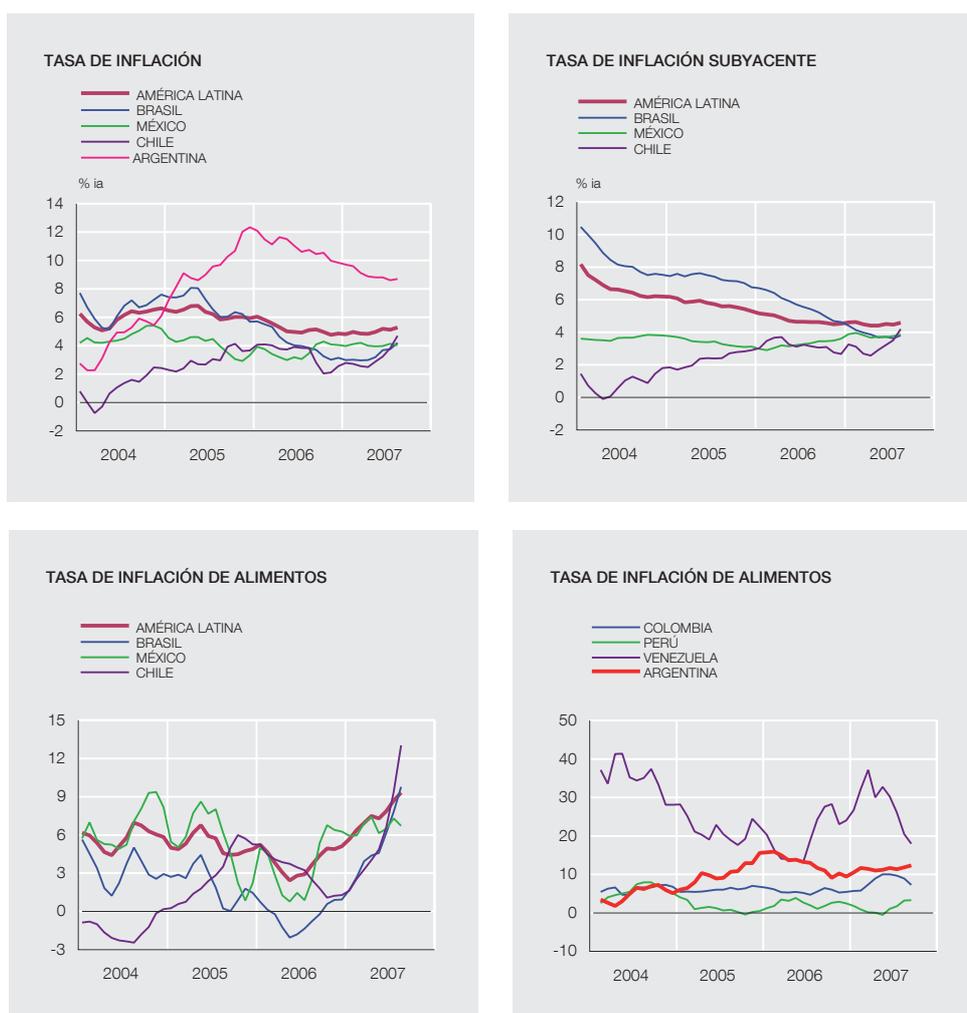
En cualquier caso, los sólidos fundamentos de las economías latinoamericanas y su menor vulnerabilidad financiera, junto con una menor exposición directa de sus sistemas bancarios a los activos estructurados de alto riesgo, han permitido que el impacto del canal financiero haya sido relativamente contenido hasta la fecha. En este sentido, resulta significativo que Brasil viese revisada al alza su calificación crediticia a finales de agosto, hasta un escalón por debajo del *rating* de inversión, revisión que sigue a las de Perú, en julio, y Colombia, en junio, así como a la mejora de las perspectivas para la calificación de México en el mismo mes. Sin embargo, es pronto para descartar la posibilidad de que un eventual aumento de la aversión al riesgo o una reasignación de carteras, a raíz de las pérdidas que puedan materializarse en otros mercados, deterioren las condiciones de financiación en los mercados. En este sentido, la mayor parte de los emisores soberanos de la región tienen sus necesidades de financiación para 2007 cubiertas, lo que les permite aislarse temporalmente de una eventual situación de menor disponibilidad de crédito. Pero también hay países, como

Argentina, donde el Tesoro se encuentra todavía con importantes necesidades de financiación, y que podrían resultar más expuestas de prolongarse la inestabilidad, lo que conllevaría posiblemente un aumento del recurso al banco central. Otros, como Colombia o México, se enfrentan a una dependencia mayor de los flujos de capital externos, al mantener un déficit por cuenta corriente, aunque este se haya financiado hasta ahora con entradas de capital a largo plazo. Finalmente, hay que destacar la interacción del canal financiero con los canales de transmisión reales, cuyo impacto en América Latina podría ser muy importante, sobre todo si una desaceleración del crecimiento de la economía mundial hiciera retraerse los precios de las materias primas, sobre los que la región ha basado gran parte de su reciente expansión.

La inflación repuntó moderadamente en los últimos seis meses, situándose en tasas del 5,3% en agosto, frente al mínimo de 4,7% alcanzado en el segundo semestre de 2006 (véase gráfico 11). El repunte tuvo un carácter generalizado por países (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), observándose una cierta dispersión en cuanto a su intensidad y en cuanto al origen de las presiones en los precios, si bien el componente alimenticio estuvo presente en la mayoría de los casos. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en torno al 4,5% en el agregado de la región.

El aumento de la inflación fue especialmente acusado en Chile, donde se situó en un 4,7%, en agosto, más de 2 pp por encima de las tasas del primer trimestre. Este incremento tuvo su origen en la subida de los precios de los alimentos y de los combustibles, y en el aumento de las tarifas eléctricas (véase gráfico 11). Sin embargo, también la inflación subyacente repuntó sensiblemente, hasta un 4,2%, superando el objetivo del Banco Central, en un contexto de probable cierre de la brecha de producción. En estas circunstancias, el Banco Central elevó en tres ocasiones el tipo oficial en 25 pb, en julio, agosto y septiembre, situándolo en el 5,75%. En México, el repunte de los precios de los alimentos fue el determinante principal de la subida de la inflación hasta el 4,1% en agosto, mientras que la inflación subyacente se vio afectada en menor medida (3,8%). Con todo, al superarse el límite superior de la banda de objetivos del Banco de México, este elevó en abril su tipo de referencia en 25 pb, hasta el 7,25%, manteniendo posteriormente un sesgo alcista en sus comunicados de política monetaria. Por su parte, en Colombia la inflación, que había superado tasas del 6% en el segundo trimestre, flexionó hasta el 5,7% tras un notable endurecimiento de la política monetaria y la aplicación de una serie de medidas administrativas de control del crecimiento del crédito. Finalmente, en Brasil la inflación se situó en agosto, en el 4,2%, incrementándose en más de un punto porcentual respecto al comienzo del año. Sin embargo, la inflación subyacente continuó comportándose de forma muy favorable, lo que permitió nuevos descensos de los tipos de interés oficiales, hasta un mínimo histórico del 11,25% en septiembre. En Argentina y Venezuela, la inflación se mantuvo en tasas de crecimiento muy elevadas. Las dudas que ha planteado la metodología de cálculo de los precios de consumo en Argentina han puesto en cuestión la caída de la inflación hasta el 8,7% en agosto, mientras que en Venezuela el recorte del IVA en 5 pp tuvo un efecto a la baja transitorio en la inflación, que se situó en el 15,9%, mínimo del último año.

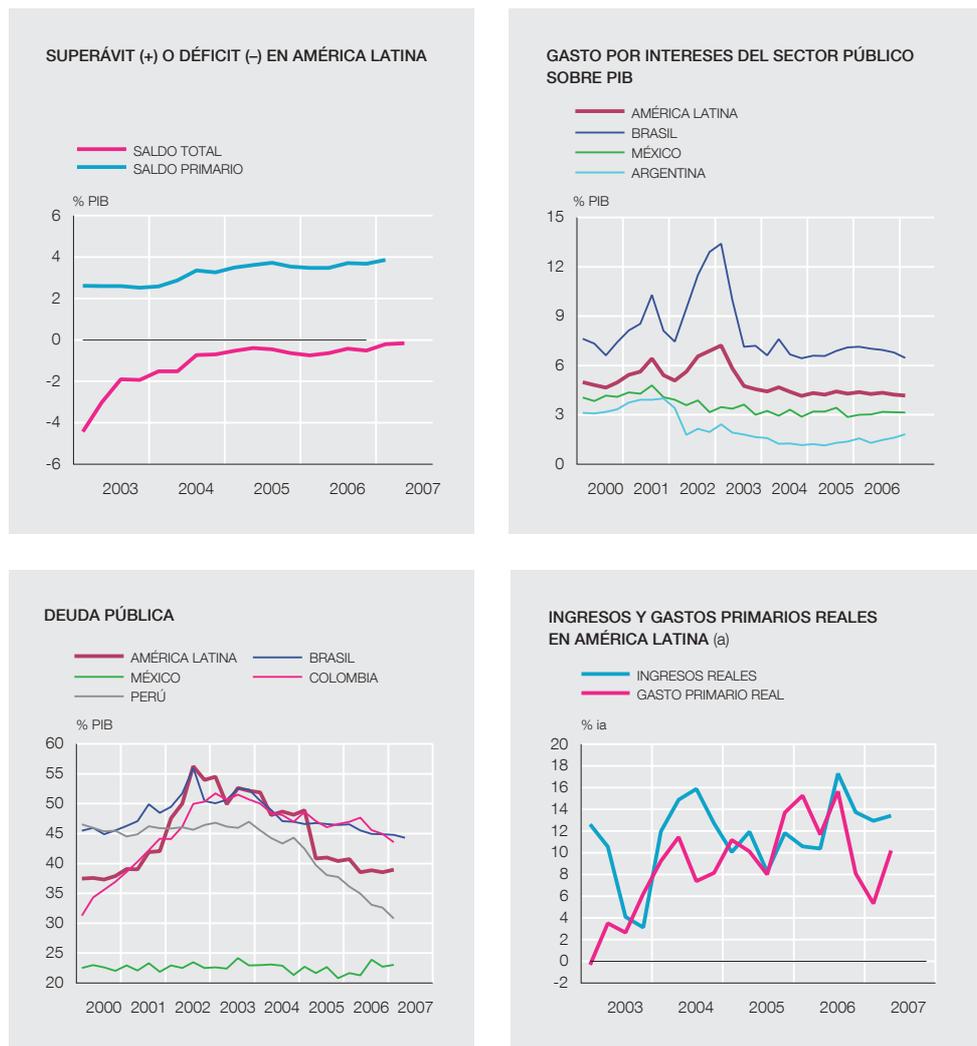
En conjunto, cabe seguir valorando como positiva la evolución de la inflación en la región, dada la madurez del ciclo y el dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, la elevada ponderación de los alimentos en los patrones de consumo de muchos países y los indicios de presiones en otros componentes en algunos de ellos no permiten descartar un cierto cambio de tendencia en el proceso de desinflación de los últimos años. Por ello, cobran especial relevancia en este momento aspectos como la coherencia de las políticas económicas, sobre todo en un contexto de mayor incertidumbre sobre los efectos de la inestabilidad financiera



FUENTE: Estadísticas nacionales.

global. La credibilidad ganada por los bancos centrales en los últimos años, en particular los que mantienen objetivos de inflación, y el volumen de reservas acumulado (que asciende a más del 11% del PIB de la región) deberían permitir un cierto grado de autonomía de las políticas monetarias respecto de la evolución de los mercados cambiarios, siempre que el impacto financiero de las turbulencias no se agudice. Sin embargo, si como resultado de una mayor aversión al riesgo se produjera una tendencia a la depreciación de los tipos de cambio, se reduciría uno de los canales más importantes de contención de la inflación en los últimos tiempos.

En la vertiente fiscal no se han producido grandes cambios, dado que la posición cíclica y la positiva contribución del precio de las materias primas a los ingresos fiscales continuaron favoreciendo mejoras en los saldos fiscales de algunos países (Chile, Uruguay) y un mantenimiento en el resto (véase gráfico 12). Resulta destacable el caso de Chile, donde el gobierno aumentó la previsión de superávit fiscal para el año desde el 4,4% al 7,1%, tras elevar en julio la proyección del precio promedio del cobre para 2007. En México y Brasil, el comportamiento del gasto está siendo muy moderado, mientras que en Venezuela es destacable la contención registrada por el gasto público respecto a trimestres pasados, al contrario que en Argentina. En el conjunto de la región, el saldo presupuestario total ha alcanzado el equilibrio y el primario se ha consolidado en el 4% del PIB, por tercer año consecutivo, anotándose cierto



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

descenso en la carga por intereses, con la excepción de Argentina. Las ratios de deuda se mantuvieron estables. En México se presentó el Plan Nacional de Desarrollo para el sexenio 2007-2012, que contiene inversiones en infraestructuras por valor de 225 mm de dólares, 35 mm de los cuales se destinarían al sector energético. Ello favorecería, según cálculos oficiales, un aumento del PIB potencial de 0,6 puntos por año. Como muestra de compromiso con la disciplina fiscal, su financiación está ligada a la aprobación de la propuesta de reforma impositiva, que se analiza en el recuadro 2.

INTEGRACIÓN COMERCIAL
Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

En los primeros meses de 2007 se produjo una paralización de los procesos de integración, cuya consecución parecía al alcance a finales del pasado año. Por un lado, la adhesión plena de Venezuela a MERCOSUR no se materializó en la fecha prevista, al no recibir la aprobación de los parlamentos de dos miembros fundadores, de forma que el ejecutivo venezolano se planteó el reingreso en la Comunidad Andina, que había abandonado seis meses antes. Todo ello ilustra el carácter errático de los proyectos de integración regional en América del Sur, en un ámbito que debería caracterizarse por los compromisos firmes. En este contexto, el entendimiento alcanzado entre Estados Unidos y Uruguay podría ser el primer paso para la conse-

El pasado 20 de junio, la Secretaría de Hacienda presentó el proyecto de reforma impositiva elaborado por la nueva administración. El objetivo fundamental de la reforma es reducir la dependencia de los ingresos fiscales del sector petrolero y lograr un salto en la recaudación tributaria que permita afrontar un ambicioso plan de inversiones públicas en la presente legislatura. En la actualidad, los ingresos fiscales en México suponen algo más del 22% del PIB, cifra muy similar a la del resto de países de la región¹, pero que se reduce al 10% cuando se considera solo la recaudación a través de impuestos (directos e indirectos), el menor porcentaje de todos los países de la OCDE e inferior al de muchos latinoamericanos con menor renta per cápita (véase gráfico 1). Cerca del 37% de los ingresos presupuestarios totales proviene del sector petrolero, frente al 22% que suponen los ingresos del cobre en Chile, por ejemplo. La proporción pone de manifiesto una dependencia del petróleo respecto a los ingresos fiscales todavía más elocuente si se considera que el sector petrolero representa tan solo un 8% de la actividad en México. Ello supone una clara vulnerabilidad si se tiene en cuenta la reciente tendencia descendente del volumen de producción de crudo (véase gráfico 2), tanto por el agotamiento de los principales pozos de producción como por la falta de inversiones por parte de la petrolera estatal PEMEX.

El objetivo principal de la reforma es, pues, aumentar los ingresos públicos en 2,8 puntos del PIB en el horizonte del año 2012, esto es, cerca de un tercio de los ingresos tributarios actuales. Este aumento se pretendía lograr, fundamentalmente, con la creación de un nuevo impuesto sobre las empresas, la Contribución Empresarial a Tasa Única (CETU), cuya recaudación adicional esperada era de un 1,85% del PIB. Este impuesto sustituiría al impuesto sobre los activos empresariales, y se aplicaría con una tarifa inicial del 16%, que subiría al 19% en 2009, sobre la diferencia entre los flujos de ingresos y pagos por gastos e inversiones realizadas por las compañías. El impuesto se calcularía en paralelo al impuesto sobre la renta actual que pagan las empresas, y la empresa pagaría la mayor de las dos cantidades resultantes. Con el objeto de evitar la doble imposición, del impuesto

serán deducibles las retenciones sobre las nóminas de los empleados a cuenta del impuesto sobre la renta de estos. Entre los principales elementos de la reforma cabe también destacar la creación de un impuesto contra la informalidad, que consistiría en un recargo del 2% para los depósitos en efectivo superiores a 20.000 pesos mensuales, deducible después en el impuesto sobre la renta, con el objeto de desincentivar la utilización de medios de pago más habituales en la economía informal².

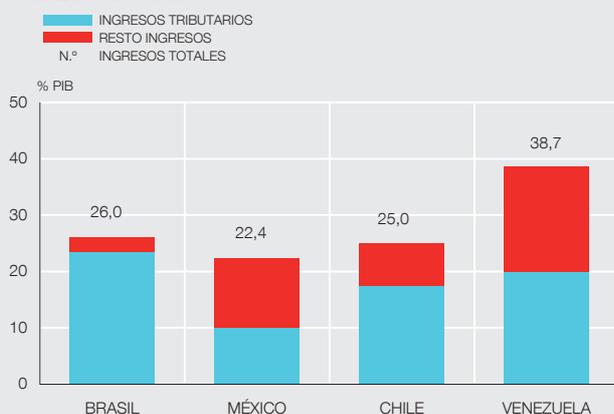
La reforma fiscal propuesta incluía también cambios en la participación de los estados en los ingresos públicos, en la medida en que se permite a estos crear recargos sobre algunos de los impuestos especiales (IEPS), se les otorga un tercio de los ingresos adicionales creados por las medidas impositivas mencionadas, y se reforman las aportaciones del Gobierno Federal a los estados, en especial las vinculadas a la prestación de servicios educativos. Respecto al gasto, se constituye un Consejo Nacional de Evaluación para concentrar la evaluación de todas las políticas públicas y la ejecución de los programas, y se privilegia como principio el gasto en inversión sobre el gasto corriente.

La reforma fue discutida en septiembre en el Congreso y aprobada el pasado día 14, con cambios mínimos respecto a la propuesta original. En el texto definitivo, la CETU se transforma en el Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU), con una tarifa superior en 2008 (17,5%, frente al 16%) e inferior en el resto de años (17% en 2009 y 17,5% a partir de 2010, frente al 19% de la propuesta de reforma del Ejecutivo). Además, se han introducido un impuesto a la gasolina, que se cobrará gradualmente a partir de 2008 y cuya recaudación irá a parar a los estados y municipios, y otro impuesto a los operadores de loterías y juegos de azar, con una tarifa del 20%; y se ha eliminado una

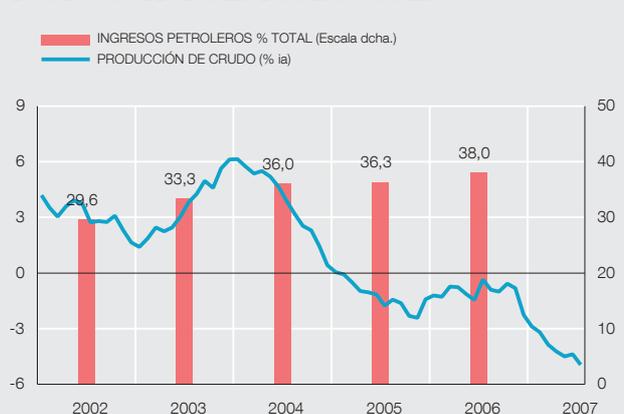
2. Además, se crean otras dos figuras impositivas, un impuesto sobre la venta de aerosoles (del 50%) y sobre la participación en loterías (del 20%), aunque su impacto recaudatorio es mínimo. El resto del incremento de los ingresos se derivaría de una mejoría de la eficiencia recaudatoria, que comenzaría aportando dos décimas de PIB en 2008, para llegar a un punto en 2012, y que se fundamentaría en el establecimiento de nuevas facilidades para el cumplimiento de las obligaciones fiscales, el fortalecimiento de los procesos de auditoría y control, etc.

1. Así, en 2006 los ingresos públicos en porcentaje del PIB fueron del 17% en Argentina, 26% en Brasil, 25% en Chile, 17,8% en Colombia, 17,3% en Perú y 33,7% en Venezuela.

1 INGRESOS IMPOSITIVOS



2 PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO E INGRESOS FISCALES



FUENTES: INEGI y Secretaría de Hacienda.

de las exenciones del impuesto sobre la renta para gravar las compras y ventas de empresas a través de la bolsa. Finalmente, el Congreso mejoró el régimen fiscal de la petrolera estatal PEMEX, reduciendo sus aportaciones al Estado en 30.000 millones de pesos, lo que le permitirá mejorar su solvencia financiera y elevar la inversión en explotación y extracción. Estos cambios suponen que la recaudación en 2010 aumentaría el 2,5% del PIB, en lugar del 2,8% del proyecto inicial.

La reforma, siendo menos ambiciosa de lo que quizá sería deseable, dada la posición de partida y las recomendaciones de los organismos multilaterales (por no incluir modificaciones en el IVA o en el impuesto sobre la renta), ha sido aceptada, sin embargo, por todos los estamentos del Estado, al contrario de lo que ocurrió con los proyectos presen-

tados por anteriores administraciones³. Además, el incremento de la recaudación es notable, pues supondría elevar en un 30% los ingresos tributarios y una mayor implicación de los estados en la obtención y gestión de los ingresos, y no solo del gasto. La valoración inicial debe ser, por tanto, positiva, si bien debe asumirse como un primer paso para afrontar reformas de mayor calado, que hagan sostenibles a largo plazo una mayor inversión y gasto social del sector público.

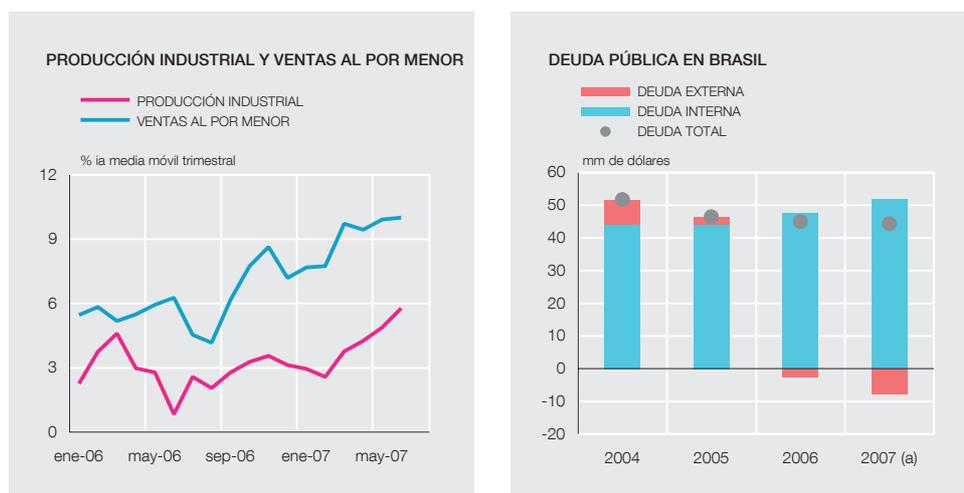
3. La administración anterior había presentado dos paquetes impositivos, que fueron rechazados en el Congreso. El primero pretendía extender la aplicación del IVA a alimentos, medicinas y matrículas de colegios, manteniendo la tarifa del 15% y compensando a algunos sectores desfavorecidos por el aumento del coste de la vida. El segundo perseguía aumentar la base imponible de este impuesto con una rebaja al 10% de la tarifa.

cución de un tratado de libre comercio entre ambos países, que pondría en dificultades la continuidad de MERCOSUR en su configuración actual. Por otro lado, el cambio de mayoría parlamentaria en Estados Unidos frenó los procesos de aprobación de los tratados de libre comercio, entre ellos los firmados con Panamá, Perú y Colombia. Sin embargo, los países de la Comunidad Andina consiguieron prorrogar en junio (por ocho meses adicionales) las preferencias arancelarias con Estados Unidos. La prórroga se extendió a Ecuador y Bolivia, que no tienen intención, por el momento, de negociar acuerdos comerciales con Estados Unidos. En Chile entró en vigor el acuerdo de libre comercio con Japón y se reintegró en la Comunidad Andina en junio. Por otro lado, el tratado de libre comercio con Centroamérica y la República Dominicana (CAFTA + DR) entró en vigor en este último país el 1 de marzo de 2007, mientras que en Costa Rica las dificultades para lograr su aprobación en el parlamento llevaron a la convocatoria de un referéndum, previsto para finales de septiembre.

Tampoco en los seis últimos meses se han producido avances importantes en el ámbito de las reformas estructurales. De hecho, tan solo la administración mexicana impulsó algunas reformas, como la del sistema de pensiones de los empleados públicos, que contribuirá a aliviar la carga fiscal por pensiones en un horizonte de medio plazo, y la mencionada reforma fiscal. En Brasil, por otra parte, tras la aprobación del Plan de Aceleración de Crecimiento, cuya ejecución no parece muy avanzada, está prevista la presentación de un proyecto de reforma fiscal. Finalmente, en Chile se reformó la Ley de Responsabilidad Fiscal, con el fin de reducir del 1% al 0,5% del PIB el saldo estructural objetivo del sector público, liberando de este modo fondos que serán invertidos fundamentalmente en educación. En Colombia, se inició a finales de agosto la privatización de la petrolera estatal, al tiempo que, en dirección opuesta, Venezuela avanzó en los procesos de nacionalización de industrias básicas (telefonía, electricidad y las explotaciones petroleras de la Faja del Orinoco), y en Bolivia entraron en vigor los nuevos contratos para la explotación del gas natural, un año después de la nacionalización del sector, y se nacionalizó la principal empresa de telecomunicaciones.

Evolución de los principales países

En *Brasil*, el PIB registró un crecimiento interanual del 4,3% e intertrimestral del 0,9% en el primer trimestre de 2007, lo que supuso una cierta desaceleración respecto a trimestres anteriores. Sin embargo, en el segundo trimestre se produjo una importante recuperación, hasta el 5,4% interanual, 0,8% trimestral, con una fuerte aceleración de la formación bruta de capital, que creció un 13,8% interanual, frente al 7,3% del trimestre anterior, apoyada en la reduc-



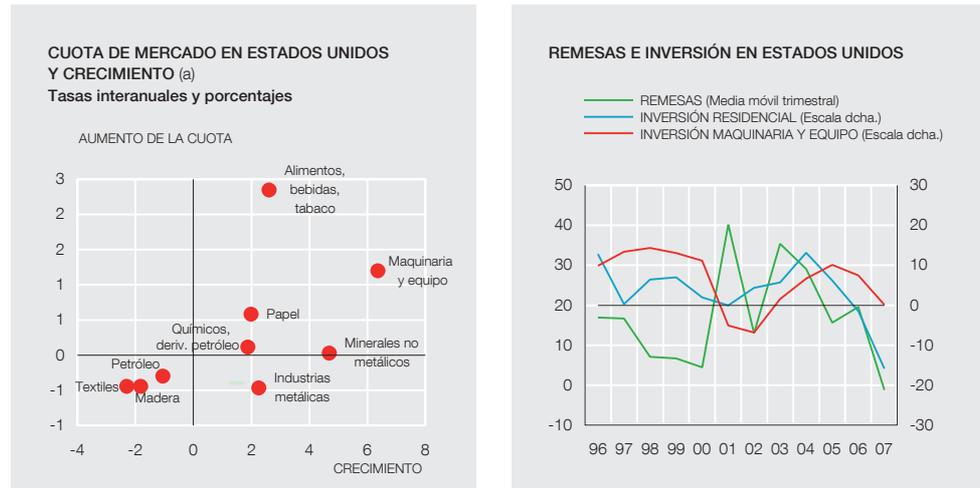
FUENTE: IBGE.

a. Hasta julio.

ción de los tipos de interés y la fuerte apreciación del real. El consumo privado mantuvo un importante vigor (5,7% interanual), como anticipaban los datos de ventas al por menor (véase gráfico 13), si bien su ritmo de crecimiento se redujo ligeramente respecto al primer trimestre. La aportación de la demanda externa mejoró, al acelerarse las exportaciones y ralentizarse las importaciones.

El superávit de la balanza por cuenta corriente acumulado en los doce meses hasta julio fue algo superior al 1% del PIB, lo que supone una ligera reducción en relación con el año anterior (1,3%), consecuencia del menor superávit comercial y del aumento del déficit de rentas. El superávit registrado por la cuenta financiera hasta julio alcanzó los 66,8 mm de dólares, más de diez veces superior al registrado en el mismo período del año anterior, siendo particularmente destacables las entradas brutas de IED en dicho período (24,4 mm de dólares, por encima de las registradas durante el conjunto de 2006, 18,9 mm de dólares) y de flujos de inversión a corto plazo, en parte ligados a operaciones de *carry-trade* (véase gráfico del recuadro 1). En este contexto, se produjeron fuertes presiones apreciatorias, que generaron importantes compras de reservas, que superaron los 70 mm de dólares entre enero y julio, y que han duplicado el saldo de reservas en un año. La fuerte apreciación del real frente al dólar (que se corrigió parcialmente entre julio y agosto, en el contexto de las turbulencias en los mercados financieros) contribuyó a la adopción de determinadas medidas de carácter prudencial, orientadas a limitar la adopción de riesgo de tipo de cambio, además del establecimiento de programas de ayuda a exportadores.

En el frente fiscal, el objetivo de superávit primario para 2007 se mantuvo constante, en reales, pero la revisión de la contabilidad nacional de marzo generó una reducción de dicho objetivo en términos del PIB para 2007, desde el 4,25% al 3,8%. El superávit primario acumulado en los doce meses hasta julio fue del 4,3% del PIB, por encima del objetivo, y el déficit público fue de un 2,2% del PIB, como consecuencia tanto del incremento del superávit nominal como de la reducción de los pagos por intereses, lo que muestra una importante holgura en el cumplimiento de los objetivos fiscales para 2007 hasta ese momento. Por otra parte, el gasto asociado al Programa de Aceleración de Crecimiento 2007-2010 (cuyo objetivo primordial es la mejora en la infraestructura pública, mediante obra pública, y los programas de apoyo bilateral) fue relativamente reducido en la primera mitad del año, y



FUENTES: INEGI, Banco de México, US Census y Bureau of Economic Analysis.

a. Cambio entre 2005 y 2007 del porcentaje de las exportaciones estadounidenses de cada tipo de bien que provienen de México.

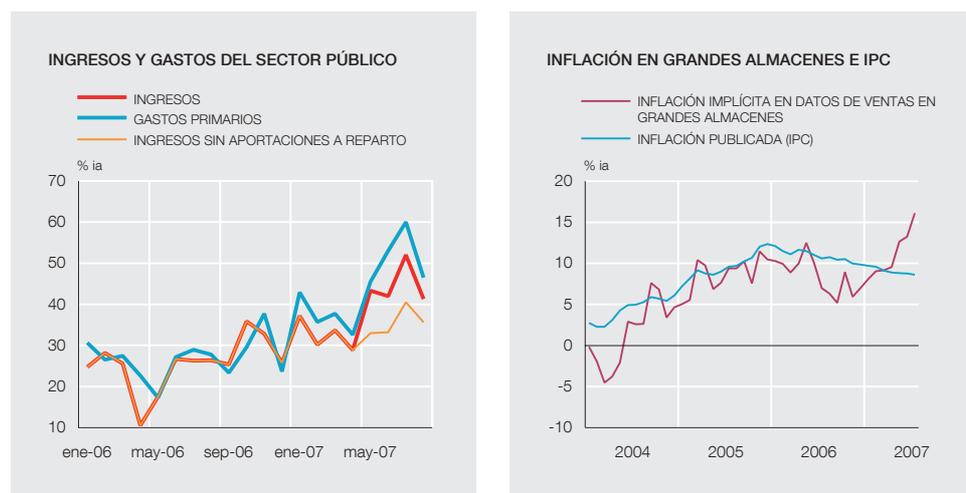
se estima que podría incrementarse en el segundo semestre. Si bien la deuda pública neta se mantuvo prácticamente estable, las fuertes compras de reservas del Banco Central de Brasil generaron importantes cambios en su composición, al impulsar la posición acreedora del sector público en moneda extranjera, pero también la ampliación de la deuda del sector público en moneda local por las operaciones de esterilización (véase gráfico 13). Pese a la mejora en la composición de la deuda —menos expuesta ahora a las variaciones del tipo de cambio—, el elevado saldo vivo continúa siendo una fuente de vulnerabilidad ante un potencial endurecimiento de las condiciones de financiación internacionales. La inflación, que se mantuvo alrededor del 3% hasta abril, se incrementó paulatinamente, hasta situarse en el 4,2% en agosto, dentro del intervalo objetivo del Banco Central (4,5% \pm 2%). Durante el semestre, se prolongó el ciclo bajista de tipos de interés, produciéndose dos recortes de 25 pb en las reuniones de marzo y abril, dos de 50 pb en las reuniones de junio y julio, y uno de 25 pb en septiembre, hasta el 11,25%. De esta manera, los tipos de interés oficiales se han reducido en 850 pb desde septiembre de 2005. Por el lado de las reformas, el Ministerio de Hacienda anunció su intención de presentar una propuesta de reforma fiscal que simplifique el actual sistema impositivo, sin que hasta la fecha se hayan conocido más detalles sobre esta.

En México, la actividad se desaceleró notablemente en el primer semestre de 2007, situándose la tasa interanual en el 2,5% en el primer trimestre y en el 2,8% en el segundo, frente a un crecimiento medio del 4,8% en 2006. En el primer trimestre, la desaceleración provino tanto de la reducción de la contribución positiva de la demanda interna (por el escaso avance de la inversión y la contracción del consumo público) como de la contribución negativa de la demanda externa, mientras que en el segundo trimestre fueron el consumo público y sobre todo la demanda externa los componentes que se comportaron más débilmente. Por el lado de la oferta, los sectores de la construcción y, especialmente, las manufacturas registraron una acusada desaceleración, en línea con la desaceleración de la actividad en Estados Unidos. De hecho, la correlación entre el crecimiento del PIB de las dos economías ha aumentado en los últimos meses, siendo los sectores que más crecieron en la economía mexicana en 2006 los que ganaron cuota de mercado en Estados Unidos (véase gráfico 14).

Desde la vertiente exterior, la balanza comercial registró un déficit cercano a los 5.000 millones de dólares en el primer semestre del año, algo inferior al observado en el segundo semestre de 2006, y con una leve tendencia a la reducción por la aceleración de las exportaciones, que a pesar de ello siguen creciendo por debajo de las importaciones. La balanza por cuenta corriente registró un importante deterioro en los seis primeros meses del año (pasando a un déficit del -0,8% del PIB en el segundo trimestre, frente al saldo prácticamente equilibrado de 2006), como consecuencia de unos mayores pagos de dividendos e intereses y una caída de los ingresos por remesas. Esta caída se profundizó en los últimos meses, en lo que constituiría un primer efecto de los problemas en el sector de la construcción y el mercado hipotecario estadounidense sobre la economía mexicana (véase gráfico 14). Los flujos de inversión extranjera directa fueron muy elevados durante el primer semestre, alcanzando un promedio trimestral de 6,6 mm de dólares, frente al promedio de 4,8 mm recibidos en 2006. En el ámbito fiscal, se acumuló un superávit equivalente al 0,3% del PIB en el semestre, frente al 0,1% de 2006. El saldo primario fue una décima menos que en 2006, del 2,7% del PIB, debido al ascenso de los gastos primarios.

La inflación se mantuvo cerca del objetivo máximo del Banco de México para el año (4%), repuntando en julio y agosto hasta el 4,1% interanual. Esta evolución de los precios ha dependido, en gran medida, de factores de oferta, en particular la subida de los precios de los alimentos. La inflación subyacente se mantuvo estable, situándose en agosto en el 3,8%. Para evitar un deterioro de las expectativas de inflación, el Banco Central elevó en 25 pb los tipos de interés oficiales en abril, hasta el 7,25%, en lo que constituye un cambio de ciclo en la política monetaria en el país. Desde entonces, los tipos oficiales no se han modificado, si bien las autoridades monetarias han mantenido el sesgo contractivo. En cualquier caso, la curva de rendimientos del mercado interbancario no ha modificado su pendiente a lo largo del semestre. Hasta finales de julio, las variables financieras del país mostraron un buen comportamiento, y el diferencial soberano medido por el EMBI alcanzó un mínimo histórico a principios de junio. En las últimas semanas, estos indicadores se han deteriorado, si bien México ha resultado relativamente menos afectado por las turbulencias financieras que el resto de grandes países de América Latina. En la medida en que la vulnerabilidad financiera del país se ha reducido de forma importante a lo largo de los últimos años, la exposición de la economía mexicana vendría principalmente a través del canal comercial y, posiblemente también, por los flujos de remesas. La correlación entre el ciclo estadounidense y las remesas es mucho mayor ahora que en la desaceleración de 2001, cuyo origen fue una caída de la inversión en el sector tecnológico, mientras que la actual está originada en el sector de la construcción, en el que la presencia de inmigrantes mexicanos es importante.

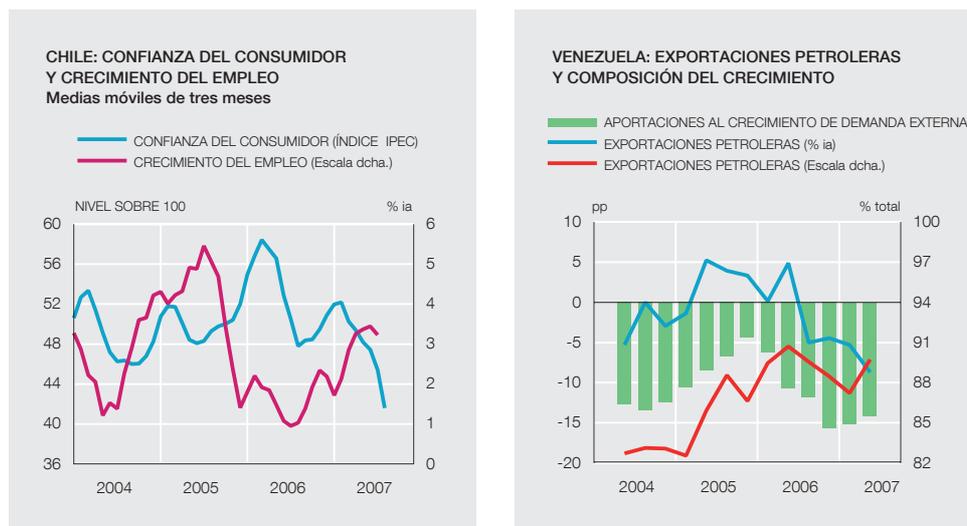
En *Argentina* la tasa de crecimiento en el primer trimestre fue de un 8% en tasa interanual (1% en tasa intertrimestral, la más baja desde que se inició la recuperación) y de un 8,7% en el segundo trimestre. Pese a ser elevadas, estas tasas suponen una cierta ralentización respecto al segundo semestre de 2006, y el hecho de que el repunte del segundo trimestre se explique fundamentalmente por la acumulación de existencias podría apuntar a que la desaceleración continuará en los próximos trimestres. La moderada desaceleración del crecimiento se ha debido fundamentalmente al sector externo, ya que en general todos los componentes de la demanda interna han seguido creciendo de forma muy robusta. Dentro de la inversión se observaron tendencias diferentes: la inversión en construcción se desaceleró y el crecimiento de la inversión en equipo superó el 23% en tasa interanual. Desde el punto de vista de la oferta, la desaceleración vino explicada por la industria y la construcción. En julio se produjeron problemas energéticos que tuvieron un impacto en los indicadores de actividad (menor dinamismo) y en los de balanza comercial (aumento de las importaciones energéticas). Esos problemas fueron debidos, en parte, a factores climatológicos, pero estructuralmente cabe esperar



FUENTE: Secretaría de Hacienda e INDEC.

problemas en este frente en el futuro, pues la demanda de energía sigue creciendo por encima de la oferta. Pese a la mejora en los términos de intercambio, en el primer semestre del año (4,5% interanual) se produjo una reducción del superávit comercial, que se trasladó a un menor superávit por cuenta corriente (3,5% del PIB en el primer trimestre y 3,1% en el segundo). Las cuentas públicas exhibieron una evolución menos positiva que en períodos anteriores, pues, aunque el superávit fiscal primario fue un 15% superior en tasa interanual, en los primeros siete meses del año el gasto público creció un 46%, por encima de los ingresos públicos (39%), a pesar de que estos incorporaron ingresos extraordinarios ligados a la reforma del sistema de pensiones aprobada en el mes de abril (véase gráfico 15).

La inflación, tanto la general como la subyacente, se redujo, hasta situarse en agosto en el 8,7% y el 9,4%, respectivamente. Sin embargo, existe un notable escepticismo sobre si estos datos reflejan la verdadera evolución de los precios. Los precios de las ventas de supermercados (véase gráfico 15) y distintas encuestas apuntan a una subestimación de la inflación efectiva, que se situaría algunos puntos porcentuales por encima de la publicada por el instituto de estadística. El banco central continuó elevando gradualmente los tipos de interés de referencia, en siete ocasiones, en un total de 200 pb, hasta el 8,25%, desde principios de año, aunque siguen por debajo de la inflación. Al mismo tiempo, el banco central, durante el primer semestre, mantuvo su política de tipo de cambio estable en torno a los 3,07-3,10 pesos por dólar, lo que exigió una importante acumulación de reservas internacionales, más de 12 mm de dólares desde principios de año, esterilizadas en su mayor parte. En términos efectivos reales se produjo una depreciación del peso por la depreciación nominal frente al real y al euro. Las turbulencias financieras globales registradas desde mediados de julio impidieron al Tesoro la emisión de deuda e intensificaron la tendencia a la ampliación del diferencial soberano, que ya se había iniciado antes del verano por diversos motivos internos (credibilidad de los datos de inflación, crisis energética, deterioro de las cuentas públicas) y que fue más apreciable que la de la mayoría de las economías emergentes. Esta situación provocó un alza de los tipos de interés en el mercado local, que, junto con cierto aumento de la demanda de dólares, llevó al banco central a flexibilizar los mecanismos de provisión de liquidez en el mercado interbancario. Además, las presiones depreciatorias impulsaron al banco central —junto a otros bancos públicos— a intervenir vendiendo dólares en magnitudes importantes. En el ámbito institucional, el gobierno autorizó, por primera vez desde el final de la convertibilidad, aumentos en las tarifas a los usuarios residenciales en una empresa de gas que se encuentra bajo jurisdicción del Estado.



FUENTES: Banco Central de Chile y Banco Central de Venezuela.

En *Chile*, el PIB se aceleró de manera significativa en el primer semestre, situándose en tasas interanuales del 5,8% y del 6,1% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, desde el 4,3% del último trimestre de 2006 (la escasez de gas y de recursos hídricos se estima que pudieron recortar el crecimiento del PIB en el segundo trimestre en torno a 0,5 pp). A pesar del mayor impulso del consumo privado y de la inversión, especialmente en bienes de equipo, la reducción de la aportación negativa de la demanda externa fue el principal factor explicativo del mayor crecimiento. Esta reducción fue consecuencia de la notable aceleración de las exportaciones, principalmente de cobre, que está llevando el saldo comercial y por cuenta corriente (cercano al 8% del PIB) a nuevos máximos históricos. Asimismo, se produjo una fuerte aceleración en la creación de empleo y una reducción de la tasa de paro. No obstante, la confianza del consumidor registró un lento —pero sostenido— deterioro durante todo el semestre (véase gráfico 16). La inflación general se mantuvo relativamente estable hasta abril (2,5% interanual), pero desde entonces subió de manera considerable, hasta el 4,7% de agosto, como consecuencia principalmente de los precios de los alimentos y de los combustibles, así como del aumento de las tarifas eléctricas. El aumento de la inflación subyacente fue menor, pero igualmente significativo, desde el 2,6% de abril hasta el 4,2%, por encima de la banda superior del objetivo del banco central. Dado este comportamiento y el cierre de la brecha de producción, el banco central incrementó los tipos de interés en 25 pb en las reuniones de julio, agosto y septiembre, hasta situarlos en el 5,75%.

La revisión al alza del precio promedio del cobre en 2007 llevó al gobierno, como en ejercicios anteriores, a elevar la previsión de superávit fiscal para 2007. En el primer semestre del año, el superávit ha superado al del mismo período de 2006. Conviene destacar también que el gobierno modificó la regla fiscal contracíclica para que a partir de 2008 se requiera un superávit del 0,5% del PIB, frente al 1% anterior, lo que conducirá a una política fiscal más expansiva el próximo año. Las turbulencias financieras registradas desde mediados de julio generaron una respuesta en los indicadores financieros chilenos de igual signo, pero de menor magnitud que en el resto de economías emergentes, dada la extraordinaria posición fiscal y exterior de la que goza el país y los fondos estructurales acumulados durante los últimos años. En el ámbito de las reformas estructurales se aprobó una iniciativa en las Cámaras Legislativas, que establece que el techo máximo de inversión en el exterior para los fondos de pensiones será de un 45% en un intervalo de nueve meses (anteriormente era del 30%), y en agosto, en un primer paso, se elevó hasta el 35%.

La actividad continuó su aceleración en *Colombia* en el primer trimestre del año, con un crecimiento interanual del 8,3% y del 7,2% en el segundo, gracias a la aceleración del consumo privado y a la fortaleza de la inversión, como consecuencia del dinamismo de la demanda interna. El fuerte crecimiento de las importaciones llevó a un aumento del déficit de la balanza comercial, que se situó en el -2% del PIB y provocó también una ampliación adicional del déficit corriente hasta -2,9%. Sin embargo, la cuenta financiera registró un notable superávit, en parte asociado a las cuantiosas entradas de inversión extranjera directa, pero también de capitales de corto plazo. Desde el punto de vista fiscal, el dinamismo de la economía tuvo su reflejo en unos mayores ingresos públicos y en una mejora de las cuentas fiscales, particularmente en el segundo trimestre. La inflación superó el intervalo objetivo del banco central (3,5%-4,5% para 2007) desde enero, situándose por encima del 6%. Este desbordamiento propició una fuerte elevación de los tipos de interés de referencia, en 175 pb adicionales a lo largo del primer semestre, hasta situarlos en el 9,25%, en un contexto de fuerte apreciación de la moneda, que agravó el dilema de la política monetaria. Las turbulencias financieras que comenzaron a finales de julio se saldaron con una depreciación del peso de más de un 9%. En el segundo trimestre, la tendencia al alza de la inflación se interrumpió, y desde junio los tipos de interés oficiales se han mantenido constantes. En el campo de las reformas se aprobó la reforma del Sistema General de Participaciones, que estará vigente de 2008 a 2016, y que regula las transferencias del gobierno central a las entidades territoriales para ayudar al proceso de consolidación fiscal.

En *Perú*, la actividad se desaceleró ligeramente en el primer semestre, si bien continuó registrando tasas de crecimiento muy elevadas, del 8% y del 7,6%, respectivamente, en el primer y segundo trimestres (8,5% en el cuarto trimestre de 2006). El origen de la desaceleración estuvo en el menor dinamismo de la demanda interna, como consecuencia de la ralentización de la inversión (que, aun así, continúa siendo el componente más dinámico) y del consumo público, pues el consumo privado se aceleró. Por el contrario, la demanda externa redujo su aportación negativa al crecimiento durante el semestre. La balanza comercial mantuvo un superávit en el primer semestre de año similar al registrado en el mismo período de 2006 (9,1% del PIB), gracias al aumento en los términos de intercambio, pues el volumen exportado apenas creció. Las cuentas fiscales registraron hasta julio mejores resultados que el año anterior, si bien el superávit primario fue levemente inferior. En los cuatro primeros meses del año, la inflación mantuvo una tendencia decreciente, manteniéndose por debajo del intervalo objetivo de inflación del banco central (1%-3%), pero a partir de junio se ha vuelto a situar dentro de este intervalo. En este contexto, dado el fuerte ritmo de actividad, el banco central decidió aumentar en 25 pb los tipos de interés oficiales en julio y otros 25 pb en septiembre, hasta el 5%, con carácter preventivo. Las principales agencias de calificación mejoraron la calificación o las perspectivas de la deuda soberana de Perú y el gobierno colocó por primera vez un bono denominado en soles (a treinta años) en los mercados internacionales para el pago anticipado de parte de la deuda que mantiene el país con el Club de París. El terremoto de agosto podría tener un impacto de algunas décimas en el crecimiento de 2007 (0,3 pp-0,4 pp, según estimaciones oficiales).

En *Venezuela*, el crecimiento del PIB registró una ralentización cercana a 1,5 pp respecto al semestre anterior, como consecuencia de cierta moderación de la demanda interna. Aun así, las tasas de crecimiento interanuales del primer y segundo trimestres fueron del 9,1% y del 8,9%, respectivamente. El sector externo amplió su aportación negativa al crecimiento (-14,6 pp en el semestre), como consecuencia de la caída de las exportaciones, principalmente petroleras (-7%) (véase gráfico 16), que podría estar relacionada tanto con la disminución de las cuotas de la OPEP como con la retirada de capital extranjero de ciertas empresas. Como resultado de la reducción del saldo comercial, el superávit por cuenta corriente bajó del 19,5%

del PIB, a finales de 2006, al 14,6%, mientras que el déficit de la cuenta financiera aumentó. Las reservas experimentaron una fuerte caída (-21,5%), como consecuencia de diversas transferencias a fondos y empresas estatales. En el frente fiscal y en lo referente a los ingresos, la reducción del IVA se vio compensada, en parte, por un mejor desempeño en la recaudación fiscal no petrolera. Resulta particularmente destacable la notable reducción del ritmo de crecimiento del gasto fiscal primario. La inflación se mantuvo cercana al 20% durante la primera mitad del año, pero tendió a ceder hacia el 15% por el recorte del IVA. El diferencial soberano registró una fuerte ampliación, como consecuencia del aumento de la volatilidad en los mercados financieros en agosto, llegando a aumentar en más de 150 pb. Finalmente, el gobierno ha propuesto la supresión de la independencia del banco central en el proyecto de la nueva Constitución.

En *Uruguay*, el PIB se aceleró hasta una tasa del 6,9% interanual en el primer trimestre, frente al 6,3% del cuarto trimestre de 2006, pero se moderó en el segundo trimestre, hasta el 4,8% interanual. La composición del crecimiento fue más equilibrada, ya que se redujeron la aportación positiva de la demanda interna y la negativa de la demanda externa. Se mantuvieron las entradas de flujos financieros y las compras de reservas por parte del banco central durante la mayor parte del semestre. El incremento de la inflación se prolongó hasta abril, manteniéndose desde entonces estable en el entorno del 8%, claramente por encima de los objetivos (informales) del banco central, pese a las medidas contractivas de política monetaria. Además, se anunciaron el abandono de la instrumentación de política monetaria mediante objetivos sobre agregados monetarios y el establecimiento de una operativa basada en el manejo de tipos de interés, con un tipo de interés interbancario objetivo del 5% interanual. En *Ecuador*, la actividad registró una fuerte desaceleración a finales de 2006, hasta el 2,2% interanual, desaceleración que tendió a agudizarse en el primer trimestre de 2007, como consecuencia de la caída del volumen de exportaciones. El ejecutivo convocó elecciones para una Asamblea Constituyente, que se celebrarán a finales de septiembre. En *Bolivia* se produjo también una importante desaceleración de la actividad, hacia tasas del 2% en el primer trimestre, en un contexto de aceleración de los precios (10,4% interanual). Los contratos para explotación de los hidrocarburos entraron en vigor, finalmente, un año después de la nacionalización del sector.

17.9.2007.

CRISIS DE DEUDA SOBERANA: ¿QUÉ PAPEL PUEDE JUGAR UN TRIBUNAL INTERNACIONAL?

Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional?

Este artículo ha sido elaborado por Aitor Erce, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Durante las últimas tres décadas se ha producido un cambio muy importante en la forma en que las economías emergentes financian su crecimiento económico. La creciente integración de los mercados financieros les ha permitido pasar de una situación en la que dependían casi exclusivamente de la financiación de un grupo reducido a bancos¹, a otra en la que la financiación la obtienen principalmente en los mercados internacionales mediante la emisión de deuda. Las cifras ponen de manifiesto la magnitud del cambio. Mientras que en 1980 el *stock* de deuda soberana o con garantía pública ascendía a unos 11.500 millones de dólares y la relación entre deuda y préstamos era del 10%, en el año 2006 el *stock* de deuda se había elevado a 420.000 millones de dólares y la proporción de deuda sobre préstamos superaba el 200%.

Este incremento tan significativo de la financiación obtenida en los mercados internacionales ha sido posible gracias al impresionante desarrollo que han experimentado los mercados financieros durante ese período. Las economías emergentes han podido acceder a una fuente de financiación que tradicionalmente había estado muy limitada para ellas, y acceder, además, a un número creciente de jurisdicciones en las que realizar sus emisiones de deuda y utilizar un número mayor de instrumentos, con los que poder llegar a un número cada vez más amplio de inversores. Por su parte, para los inversores este desarrollo ha supuesto nuevas oportunidades de inversión y de diversificación del riesgo. Todo ello ha contribuido a aumentar la profundidad de los mercados y a reducir el coste de financiación.

Ahora bien, las grandes ventajas que se han derivado del desarrollo de los mercados financieros para las economías emergentes han venido acompañadas de riesgos, para los que, de momento, no se han encontrado soluciones óptimas. A este respecto, cabe destacar dos tipos de riesgos: (i) la mayor vulnerabilidad ante una reversión de los flujos de capital, y (ii) la mayor complejidad a la que se ven sujetos los procesos de reestructuraciones de deuda.

En efecto, el acceso a los mercados de capitales ha dejado a las economías emergentes en una situación de mayor vulnerabilidad ante un cambio rápido de expectativas y/o del apetito por el riesgo por parte de los inversores. Posiblemente, el mejor ejemplo de este tipo de problemas son los llamados *sudden-stops*, esto es, procesos en los que, de forma repentina e inesperada, una economía se encuentra con salidas masivas de capitales y es incapaz de encontrar financiación adicional en los mercados internacionales. Las crisis de mediados de los noventa y principios de esta década, que han afectado a países como México, Corea, Rusia, Brasil, Argentina y Turquía, entre otras, han puesto de manifiesto la rapidez y la severidad con que puede producirse este tipo de crisis de balanza de pagos y los problemas que pueden plantear para el pago de la deuda.

Las crisis de balanza de pagos pueden ser crisis de liquidez —cuando las diferencias entre los flujos de ingresos y pagos impiden al país hacer frente al calendario de pagos de su deuda— o de solvencia, cuando, además, es necesaria una reducción de su monto. En ambos casos, el país se enfrenta a un proceso de reestructuración que se ha complicado con el de-

1. Los bancos concedían financiación a través de préstamos sindicados.

sarrollo de los mercados financieros. La existencia de una gran cantidad de emisiones de bonos, realizadas en distintas jurisdicciones y en manos de una gran cantidad de inversores, plantea importantes problemas de coordinación, que dificultan enormemente los procesos de reestructuración.

La falta de coordinación entre acreedores puede generar, al menos, dos problemas importantes. Por un lado, ante la dificultad de coordinar sus acciones, los inversores individuales pueden decidir no aceptar las propuestas de reestructuración e insistir en cobrar en los términos iniciales (*rush for the exits*), conduciendo a que un país que se enfrentaba a una crisis de liquidez caiga en una crisis de solvencia. Por otro lado, la particular estructura legal de la deuda bonificada, que (en ausencia de cláusulas especiales) solo permite la modificación de sus términos cuando existe unanimidad, puede dejar a los países y a los acreedores dispuestos a renegociar en manos de aquellos inversores que prefieren quedarse al margen de la negociación (*hold-outs*), ya sea por falta de interés (*free-riders*) o en un intento de obtener mejores condiciones, bien a través de un acuerdo unilateral (*inversores buitres*) o bien litigando (*strangulation by litigation*).

Todas estas consideraciones han generado un intenso debate, todavía abierto, sobre cómo debería reformarse la llamada «Arquitectura Financiera Internacional» (AFI) con vistas a prevenir —o, al menos, reducir— el impacto de futuras crisis. En este debate están, por un lado, los partidarios de soluciones de mercado —como las cláusulas de acción colectiva (CAC)— y, por otro lado, los partidarios de soluciones de tipo estatutario, entre las que se encuentra la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje. De momento, la discusión se ha saldado a favor de las soluciones de mercado, que han contado con mayor aceptación.

El enfoque de mercado que se ha venido siguiendo hasta ahora se caracteriza por aplicar soluciones ad hoc, con elementos diferenciados que varían en cada caso. Con ello se dota de flexibilidad al sistema para poder abordar diferentes tipos de crisis, pero también se genera incertidumbre. De hecho, al no existir un mecanismo preespecificado que dirija los procesos de renegociación, estos pueden alargarse indefinidamente, con el perjuicio que ello conlleva tanto para deudores como para acreedores. La experiencia más reciente, basada en el caso del impago argentino, ha puesto de manifiesto que el sistema sigue siendo vulnerable a problemas de coordinación entre acreedores y a la existencia de *hold-outs* e inversores buitres. En definitiva, todavía no existe un marco suficientemente robusto, capaz de solucionar de forma rápida y eficiente los problemas que plantea un proceso de reestructuración de deuda².

En el contexto actual de creciente importancia de los flujos de capitales, en el que las soluciones de mercado no han conseguido, de momento, eliminar plenamente los problemas que se plantean en las reestructuraciones de deuda, cabe la posibilidad de reabrir la discusión sobre la búsqueda de soluciones multilaterales y, entre ellas, las de carácter estatutario, que, a pesar de su consistencia económica, han sido desechadas hasta ahora, por las dificultades que plantean sus amplias implicaciones legales. En este contexto, el objetivo de este artículo es revisar de forma crítica las diferentes propuestas para la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje y la institucionalización de la figura de los *standstills* (suspensiones de pagos temporales), así como las implicaciones que de ello se podrían derivar.

En la siguiente sección se hace un breve resumen de las dos principales líneas de reforma de la AFI, en torno a las cuales se sitúa el debate sobre este tema: el enfoque de mercado y el

2. De las Casas, Fernández de Lis, González-Mota y Mira-Solana (2004) contiene una excelente revisión de las propuestas y reformas a las que se alude en el texto.

estatutario. A continuación, se exponen las principales propuestas que se han hecho desde el enfoque de tipo estatutario, en particular las que hacen referencia a la creación de una institución internacional de arbitraje y al papel que esta podría —o debería— desempeñar, para pasar luego a analizar las contribuciones teóricas más recientes y, en particular, un trabajo realizado en el Banco de España³, en el que se presenta una nueva perspectiva en el análisis de los efectos que una institución de ese tipo podría tener.

Dos enfoques: de mercado frente a estatutario

Durante los últimos diez años, tanto en círculos académicos como en entornos oficiales, se han estado discutiendo vías de reforma de la AFI, con objeto de mejorar los mecanismos de prevención y resolución de crisis de deuda externa. Una parte muy importante de la discusión se ha articulado en torno al origen de las crisis y, sobre esta base, han surgido dos enfoques principales: el que considera que las crisis en economías emergentes se han producido como consecuencia de la existencia de fallos en los mercados financieros internacionales, y el que considera que las crisis se deben principalmente a una elección errónea de políticas económicas. Para los que piensan que las crisis son, sobre todo, consecuencia de la existencia de fallos de mercado, una vía de solución pasaría por la creación de un sistema de ayuda financiera oficial (*official financial safety net*), articulado en torno al Fondo Monetario Internacional (FMI), que funcionaría como prestamista de última instancia. Sin embargo, para aquellos que consideran que la clave para entender las crisis se encuentra en una ejecución de políticas económicas inadecuadas, lo esencial es resolver los problemas de riesgo moral (*moral hazard*) que se plantean y evitar, por tanto, el establecimiento de esquemas que distorsionen los incentivos tanto de deudores como de acreedores⁴.

Este debate también se ha planteado, desde una perspectiva distinta, pero íntimamente relacionada con la anterior, en torno a la naturaleza de las reformas necesarias para mejorar la gestión y prevención de las crisis. De nuevo, destacan dos enfoques: el contractual o de mercado y el estatutario. Los defensores del enfoque de mercado, que es el que más calado ha tenido dentro de la comunidad internacional, abogan por soluciones que impliquen un mínimo de intervención institucional; así, defienden la creación de códigos de conducta y la inclusión de CAC en los bonos soberanos. Estas cláusulas permiten que una mayoría de bonistas, preespecificada en las mismas, apruebe los términos de una reestructuración de deuda, mitigando la posibilidad de que los procesos de reestructuración caigan cautivos en manos de prestamistas «buitre» (*rogue*). Además, las CAC tienen potencial para mitigar los problemas de acción colectiva inherentes a los procesos de reestructuración. En general, la utilización de las CAC está siendo exitosa, ya que el mercado las ha convertido en una práctica habitual en un corto espacio de tiempo⁵. Es más, contrariamente a lo que auguraban algunos críticos, hasta el momento no se ha encontrado evidencia de que este tipo de cláusulas afecte negativamente al coste de emisión de la deuda, medido a través del *spread*, como demuestra la experiencia de países como México. No obstante, su capacidad para resolver una situación de crisis todavía está por comprobar, y la proporción de deuda externa que no incluye CAC sigue siendo relativamente elevada. Cabe pensar, además, que, para conseguir evitar que una minoría de

3. Aitor Erce (2006), *Using Standstills to Manage Sovereign Debt Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 0636. 4. Hasta el momento, el resultado de este debate ha sido la adopción de intrincados compromisos que se sitúan a medio camino entre ambos puntos de vista. El Marco de Praga para la resolución de crisis, adoptado por la comunidad internacional en 2001, es un buen ejemplo de esto. De acuerdo con este Marco de acción, las crisis de liquidez deberían resolverse mediante una combinación de ayuda oficial (limitada, predecible y catalizadora de flujos de capitales privados) y participación del sector privado (*private sector involvement*). 5. A finales de junio de 2005, el volumen de deuda soberana viva, emitida por emergentes, conteniendo CAC, era del 53% en valor, con un 86% (en valor) de las nuevas emisiones entre el primer trimestre de 2003 y el segundo de 2005 incluyéndolas. Véase FMI (2005), *Financial Stability Report*.

prestamistas pueda bloquear un proceso de reestructuración, pueden hacer falta otras innovaciones, como las súper CAC o las cláusulas de agregación⁶.

Frente al enfoque de mercado, los defensores del enfoque estatutario argumentan que es necesario disponer de una legislación y de una institución internacionales con capacidad para marcar las pautas que se deben seguir en situaciones en las que, para restablecer la solvencia de una economía, sea necesario realizar una reestructuración de la deuda o bien declarar una suspensión de pagos. Dicha institución podría tomar la forma de un Régimen Internacional de Solvencia [véanse Sachs (1995) o Rogoff (2003)] o de un Mecanismo de Reestructuración de Deuda (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism* o SDRM, por sus siglas en inglés), propuesto por Anne Krueger (2002). La propuesta para establecer un Régimen Internacional de Solvencia se basaba en la ley de bancarrota americana (*US Bankruptcy Code*, capítulo 11) e implicaba la creación de una regulación internacional y de un tribunal encargado de dirimir disputas entre deudores y acreedores, al que todos los países deberían atenerse. Por su parte, el SDRM abogaba por la creación de un sistema que permitiese a una supermayoría de los acreedores de un país imponer una reestructuración a todos los acreedores, a la vez que impidiera a los *hold-outs* tomar acciones legales. El sistema otorgaba inmunidad al país mediante una suspensión de pagos (*standstill*) de unos meses, en los que se negociaría la reestructuración. En su primera versión (2001), el poder para declarar el *standstill* se le daba al FMI, a petición del país afectado. Sin embargo, esto suscitó tal polémica, que, en una segunda versión (2002), la decisión sobre la conveniencia de declarar un *standstill* se hizo recaer conjuntamente en el deudor y en una supermayoría de acreedores. Ahora bien, debido a su corte (excesivamente) intervencionista, el enfoque estatutario fue desechado por la comunidad internacional.

Las propuestas de creación de un Tribunal Internacional

Jeffrey Sachs fue el primer analista que, en una serie de artículos (1984-1996), abogó por la conveniencia de crear un Tribunal Internacional de Solvencia o, al menos, de desarrollar los elementos para que el entramado financiero internacional avanzase en dicha dirección. Argumentaba que la creación de un sistema internacional que recogiese la posibilidad de imponer suspensiones de pagos estaba motivada por la existencia de crisis fiscales, en las que los gobiernos soberanos perdían de forma repentina la capacidad para reestructurar su deuda externa a través de procesos de *roll-over* y para obtener nuevos préstamos de bancos y/o de inversores internacionales⁷. Tradicionalmente, la solución para solventar este tipo de problemas ha pasado por una combinación de ayuda financiera por parte del FMI y una reestructuración de la deuda bilateral a través de negociaciones con el Club de París y de los créditos bancarios mediante negociaciones con el Club de Londres —si bien la importancia de estas últimas se ha ido reduciendo progresivamente, al dejar de estar la deuda en manos de un número reducido de bancos—. Ahora bien, para Sachs, la falta de un proceso legal definido lleva a reestructuraciones ad hoc con resultados inciertos, y por ello ha defendido el establecimiento de una ley de bancarrota, bajo la cual se pudieran declarar, de forma automática, suspensiones de pagos y evitar que los deudores en bancarrota puedan ser perseguidos sin tener la opción de suspender pagos temporalmente⁸. En su opinión, un sistema de resolución de problemas financieros (*financial work-outs*), para ser eficiente, debería: (i) evitar que el gobierno se paralice durante el proceso de reestructuración; (ii) proveer instrumentos para que los acreedores se puedan coordinar, y (iii) incorporar incentivos y penalizaciones para hacer una gestión responsable de la deuda, de forma que se mitiguen los problemas de riesgo moral.

6. Cabe destacar que este tipo de cláusulas ha sido incluido en los recientes episodios de reestructuración en Argentina, República Dominicana y Uruguay [FMI (2005), p. 44]. 7. En su artículo «The International Lender of Last Resort: What are the alternatives?» distinguía tres tipos de crisis de liquidez y argumentaba que la utilización de suspensiones de pagos estaba justificada en el caso de dificultades de liquidez provenientes de problemas de *debt overhang*. 8. Este proceso implicaría la existencia del *debtor-in-possession finance*, que según Sachs bien podría ser desempeñado por el FMI.

Parcialmente de acuerdo con esta idea, Eichengreen y Portes (1998) presentaron una agenda de reforma que incluía la organización de comités de bonistas y la creación de un Tribunal de Arbitraje independiente, que ayudase a coordinar las negociaciones entre el comité de bonistas, el Club de París y el de Londres, y considerase las reclamaciones de bonistas disidentes. Asimismo, daban al FMI un papel relevante a través de la concesión del derecho para declarar suspensiones de pagos temporales. Resulta particularmente interesante seguir la evolución de la opinión de Barry Eichengreen sobre este tema, ya que en un principio había dudado de la aplicabilidad de este tipo de medidas estatutarias⁹ y abogaba por soluciones de mercado, como las CAC (1998). Sin embargo, terminó reconociendo que, al margen de las dificultades legales que pudieran entrañar la creación de un Tribunal Internacional y la formalización de la figura de las suspensiones de pagos, era una opción que se justificaba desde un punto de vista económico. No obstante, a diferencia de Jeffrey Sachs, consideraba que una medida de este tipo sería especialmente eficaz para resolver crisis de liquidez, al evitar las implicaciones negativas para la actividad económica que se pueden derivar de una carrera entre los acreedores por recuperar su inversión (*grab race*). De entre los posibles efectos negativos, destacaba el posible incremento en la volatilidad de los flujos de capital, ya que podría incentivar flujos de salidas preventivos (*rush for the exits*) e incluso efectos contagio¹⁰.

El Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá¹¹ presentaron una propuesta conjunta, según la cual la mejor forma de hacer frente a las crisis, una vez que estallan, pasa por una combinación de financiación oficial (posiblemente, a través de la política de préstamos en mora¹² del FMI) y la participación del sector privado (*private sector involvement*), ya sea de forma voluntaria, a través de intercambios y *roll-overs* de deuda, o involuntaria, a través de suspensiones de pagos (*standstills*), que den el tiempo necesario a acreedores y a deudores para encontrar una solución cooperativa; desde el punto de vista operativo, la decisión de declarar un *standstill* debe recaer en el deudor, con los prestamistas oficiales apoyando al país a través de financiación puente (*lending-into-arrears*). En su opinión, un *standstill* ayudaría a los acreedores a coordinarse, alinearía los incentivos de deudores y acreedores, y dotaría a los deudores de un balón de oxígeno que les permitiría respirar mientras se ponen en marcha políticas que devuelvan la economía a una senda de crecimiento sostenible. Ahora bien, frente a estos aspectos positivos, reconocían que podían plantearse críticas importantes: (i) podría incentivar el impago voluntario; (ii) generar flujos de salida preventivos; (iii) requeriría de controles de capitales; (iv) podría aumentar el riesgo de contagio, y (v) su efecto sobre el coste y la capacidad de financiación podría ser, cuando menos, incierto. Además, reconocían el formidable esfuerzo que requeriría su implantación, ya que implicaría un cambio legal en multitud de jurisdicciones. Para evitar este problema, abogaban por un enfoque no estatutario, basado en unos principios similares a los que se aplican en la política de préstamos en mora del FMI.

Finalmente, el FMI presentó y promovió la posibilidad de crear el SDRM, al que se ha hecho referencia anteriormente, una propuesta que, aunque fue rechazada, bien puede decirse que fue la que más lejos llegó en su discusión.

Algunas contribuciones teóricas

La literatura que evalúa las posibles consecuencias que la creación de un Tribunal Internacional podría tener para resolver los problemas que se plantean en los procesos de reestructuración de deuda es muy amplia. La mayor parte de la literatura ha utilizado la teoría de juegos para analizar tanto los problemas de coordinación entre los acreedores como la existencia de

9. La reducción de los derechos de los acreedores era otro posible problema de las suspensiones de pagos que, en opinión de Eichengreen, justificarían la no creación de dicha institución. 10. En su opinión, la mejor opción para enfrentarse a problemas estrictamente de solvencia y reestructuración por insolvencia pasaba por el desarrollo de mecanismos de mercado. 11. Véase Haldane y Kruger (2001). 12. Política de *lending-into-arrears*.

asimetrías informativas. No obstante, la teoría financiera también ha abordado este tipo de análisis con una metodología distinta, que, por su relevancia, vamos a exponer en primer lugar. A continuación se presenta un resumen de las implicaciones que se derivan de los trabajos académicos que más influencia han tenido.

Miller y Zhang (2000), utilizando un modelo estocástico para la valoración de activos ilíquidos, muestran que renunciar a la inmunidad soberana puede conducir a que los inversores, en vez de llevar a cabo reestructuraciones ordenadas, se lancen a la carrera por adquirir una compensación a través de la apropiación de los activos del soberano (*grab races*), lo cual puede aumentar los costes derivados del impago¹³. Por tanto, consideran que la deuda soberana necesita de procedimientos de reestructuración en casos de impago. Adicionalmente, y con el mismo modelo, analizan el efecto que tiene en el valor de la deuda el que el FMI actúe, bien como un prestamista de última instancia, o bien como un tribunal de bancarrota declarando suspensiones de pagos y forzando a los inversores a aceptar reducciones de la deuda. Sus resultados muestran que, cuando el FMI actúa como prestamista de última instancia, aumentan los problemas de riesgo moral por parte de los inversores, ya que dejan de preocuparse por el riesgo de sus inversiones, al saber que, en caso de crisis, el Fondo acudirá para hacer un rescate (*bail-out*). Para evitar este problema, sería preciso contar con un mecanismo por el cual el Fondo actúe, en primer lugar, como prestamista y, si la situación es extrema, declare una suspensión de pagos y plantee la necesidad de acometer una reducción de deuda. La posibilidad para los inversores de enfrentarse a una reducción de deuda en vez de a un *bail-out* actúa como incentivo para que tengan en cuenta el riesgo de sus inversiones.

Haldane et al. (2002) presentan un juego de coordinación que les permite estudiar las zonas grises en las que la diferencia entre solvencia e insolvencia está en las expectativas de los inversores. Consideran tanto los procesos de *roll-over* como los de reestructuración¹⁴. Los autores muestran que medidas diseñadas para prevenir las crisis de solvencia pueden reducir la posibilidad de observar crisis de liquidez, y concluyen que, en términos de bienestar, no hay diferencia entre utilizar *standstills* y un prestamista de última instancia¹⁵. Observan, además, toda una serie de problemas que la aplicación de *standstills* podría generar, en particular: (i) riesgo moral de los deudores, ya que el menor coste de un posible impago reduce los incentivos de los deudores a aplicar políticas sólidas; (ii) pueden afectar a la cantidad de crédito disponible, así como a su coste, y (iii) tienen el potencial de crear fenómenos de *rush for the exits*, definidos como procesos en los que los inversores, por miedo a que una suspensión de pagos les impida la salida del país, se anticipan al evento sacando sus capitales hoy, y contribuyan (posiblemente) con ello a la precipitación de la crisis. Algunos de estos aspectos son analizados con más rigor en Martin y Peñalver (2003) y en Gai y Shin (2004).

Martin y Peñalver (2003) presentan un análisis de los efectos que la legalización de la figura de las suspensiones de pagos podría tener, tanto sobre cantidades como sobre vencimientos y costes. En su modelo, las suspensiones, por un lado, reducen la liquidez disponible para acreedores de corto plazo, lo cual hace que los tipos de interés a corto plazo sean más altos, y, por otro, reducen la posibilidad de observar una crisis, lo que, a su vez, disminuye el tipo de interés que se ha de pagar por la deuda de largo plazo. Estos dos efectos apuntan hacia una

¹³. La inmunidad soberana es una de las diferencias básicas con la deuda corporativa. Hace que el deseo de cumplir (*willingness to repay*) tenga una importancia capital en la determinación de los impagos. ¹⁴. En su modelo, la decisión sobre cuándo declarar una suspensión de pagos no es parte del análisis, y no existe ningún agente que tenga la capacidad de declarar *standstills*. ¹⁵. Haldane et al. (2004), utilizando un modelo más rico, encuentran que esa indiferencia solo es cierta en casos de liquidez, mientras que, en casos en que el problema de fondo sea uno de solvencia, la mejor opción pasa por reestructurar la deuda a través la intervención de una Corte Internacional de Bancarrota. Haldane, Irwine y Saporta (2004) también encuentran que los *standstills* son útiles para resolver crisis de liquidez.

curva de rendimientos más plana. El efecto en el total de deuda es incierto, aunque podría darse el caso de que la capacidad de endeudamiento se viera negativamente afectada. Por su parte, Gai y Shin (2004) muestran que la existencia de un Tribunal Internacional, que fuera capaz de aumentar la tasa de recuperación (*recovery rate*), no implica obligatoriamente la existencia de procesos de *rush for the exits*.

Ninguna de las aportaciones que se acaban de exponer considera la modelización explícita de un Tribunal que esté a cargo de dirigir el proceso de reestructuración. Sin embargo, algunos trabajos sí incluyen la toma de decisiones por el tribunal como parte del modelo. Ghosal y Miller (2003) analizan las implicaciones de un mecanismo de reestructuración de deuda que incluye una agencia pública encargada de aplicarlo. Encuentran que, si las reglas por las que se rige el mecanismo de reestructuración no son aceptadas desde el principio, este no es capaz de incentivar a los deudores a aplicar las políticas económicas correctas y, por tanto, se hace necesario dotarle de una naturaleza estatutaria. Eaton (2003) demuestra que el mayor riesgo de crear un Tribunal Internacional proviene de sus implicaciones para el riesgo moral y muestra que este riesgo aumenta cuando la precisión de la información que utiliza la corte es menor. Eaton utiliza este resultado para argumentar que las suspensiones deberían declararse únicamente cuando puedan aumentar los incentivos de los deudores soberanos para repagar sus deudas, lo que apunta a que el acceso a la institución sea condicional. Por último, en línea con el resultado anterior, Gai y Shin (2004) encuentran que la efectividad de las suspensiones de pagos depende en gran medida de la calidad de la supervisión que realice el sector oficial.

**Nuevo enfoque teórico:
suspensiones de pagos
y el problema de
coordinación¹⁶**

Como continuación de los análisis teóricos que se acaban de exponer, y con objeto de mostrar que el debate todavía sigue abierto, en este apartado se presenta la aportación de Erce (2006), que constituye una de las contribuciones teóricas más recientes al enfoque estatutario para la resolución de crisis.

El análisis se realiza utilizando un marco que difiere de propuestas anteriores en la medida en que está diseñado para solucionar crisis de liquidez y no de solvencia. Bajo esta propuesta, el sistema financiero internacional se reestructuraría mediante la creación de una entidad internacional, un Tribunal Internacional de Arbitraje, que, cuando se le solicitase, se encargaría de analizar la situación de países con problemas financieros, se le otorgaría la capacidad de guiar un proceso de reestructuración de deuda y, si fuera necesario, de declarar de forma unilateral suspensiones de pagos¹⁷. Sobre esta base, se analiza el potencial de dicha institución para la resolución ordenada de las crisis de liquidez, centrándose el análisis en el efecto que podría tener para resolver el problema de coordinación al que se enfrentan los múltiples poseedores de contratos de deuda soberana.

El problema de coordinación que subyace a los procesos de reestructuración de deuda, y la posibilidad de que las crisis financieras se deban a problemas de liquidez que desembocan en impagos innecesarios, se encuentra en la base de gran parte de los análisis teóricos sobre posibles reformas de la AFI. En general, este tipo de literatura, por la naturaleza del problema de coordinación —que implica la existencia de equilibrios múltiples—, ha sido incapaz de generar recomendaciones firmes para el diseño de políticas. Una excepción son los llamados modelos de «juegos globales», en los que, con una modelización detallada de la información en manos de los inversores, se consiguen resultados robustos. Esta técnica, que ha sido aplicada con éxito para analizar el impacto de las CAC y el de la financiación

¹⁶. Esta sección resume Erce (2006). ¹⁷. Aun cuando se reconocen las dificultades políticas que entrañaría hacer operativa una institución de este tipo, el análisis se limita a señalar las ventajas e inconvenientes que dicho ente traería consigo.

multilateral en tiempos de crisis¹⁸, no había sido utilizada hasta ahora, con la excepción del trabajo de Haldane et al. (2002), para entender los canales a través de los cuales las suspensiones de pagos pueden afectar a los procesos de reestructuración y a los flujos de capitales, en general.

Utilizando esta metodología, ampliada para recoger la existencia del Tribunal, se argumenta que, si se pudiera diseñar contratos que permitiesen que deudores y acreedores se sometiesen a un proceso de arbitraje para decidir sobre la necesidad y la forma en que la deuda debería ser reestructurada, se conseguiría reducir los problemas de coordinación. Y, con ello, la incidencia y la intensidad de las salidas de capitales que se producen por las decisiones en masa de los inversores, basadas, no en desarrollos fundamentales, sino en expectativas que conducen a su propio cumplimiento (*self-fulfilling prophecies*).

En la medida en que la posible acción de la Corte reduce la necesidad de los inversores de anticipar el movimiento de otros inversores, se reduce el problema de coordinación, haciendo que, en situaciones de estrés financiero, los inversores sean menos agresivos, y, por tanto, las crisis de liquidez (infundadas), menos frecuentes. Un resultado importante, y ausente en anteriores estudios, es que, para que este efecto se dé, no es necesario que la información que maneje la Corte sea de mejor calidad que la de los inversores¹⁹. En cualquier caso, el manejo de una información más precisa por parte de la institución, en la medida en que esta actúe con cautela, en el sentido de declarar moratorias solo cuando sean realmente necesarias, llevará a un menor problema de coordinación.

Por último, el trabajo estudia las implicaciones que la creación de un Tribunal podría tener en los incentivos de los deudores²⁰. Los resultados muestran que, en ausencia de una adecuada condicionalidad, un Tribunal que actúe como un seguro en caso de crisis tiene muchas posibilidades de reducir los incentivos de los deudores para aplicar las medidas de política económica que les devuelvan a una senda de crecimiento sostenible²¹.

Se observa, por tanto, que la creación de un Tribunal internacional podría tener efectos beneficiosos, no solo porque permitiría tener un instrumento que ayudase a resolver las crisis de forma ordenada cuando sucediesen, sino porque reduciría la posibilidad de observarlas en primer lugar. Sin embargo, frente a este efecto positivo, se reconoce el riesgo de que dicha institución induzca a problemas de riesgo moral para los deudores, aunque este riesgo podría mitigarse mediante la imposición de una condicionalidad en la capacidad de recurrir a la institución. Cuestiones como el efecto que el Tribunal podría tener en el coste de la deuda o en la disponibilidad de crédito no han formado parte del análisis, pero, dada su importancia, deberían ser consideradas en estudios posteriores.

Conclusiones

Este artículo ha resumido el estado del debate acerca de las implicaciones que la creación de un Tribunal Internacional de Arbitraje podría tener sobre la estabilidad del sistema financiero internacional. Aunque esta idea hace tiempo que ha dejado de debatirse en los círculos institucionales, el debate académico sigue vivo. Ello se debe a que, con independencia de las

18. Véanse Haldane et al. (2004) en el primero, y Corsetti et al. (2006), Rochet y Vives (2004) o Morris y Shin (2006) acerca del segundo. 19. Este resultado, teniendo en cuenta las limitaciones del modelo, restaría importancia a la crítica acerca de la posible existencia de *rush for the exits* [Gai y Shin (2004)]. 20. El modelo es parametrizado para analizar en qué situaciones la creación del tribunal puede provocar problemas de incentivos para los gobiernos. 21. Ahora bien, si la posibilidad de reclamar arbitraje fuera contingente a que los países actuaran de buena fe (entendida como la observancia de un código de conducta o la aplicación de políticas económicas coherentes), es probable que el tribunal no solo no fuera un desincentivo, sino todo lo contrario; podría ser una recompensa y, por tanto, un incentivo para aplicar una adecuada combinación de políticas económicas.

implicaciones políticas y legales, el enfoque estatutario tiene una justificación económica sólida, especialmente en casos en los que las crisis sean de liquidez.

En línea con este argumento, se han comentado los resultados de un modelo teórico que muestra cómo la creación de un Tribunal Internacional podría reducir los problemas de coordinación presentes en los procesos de reestructuración de deuda. La aplicación de suspensiones de pagos (*standstills*) por parte del Tribunal reduciría el número de crisis de liquidez y, aun en los casos en que estas no pudieran evitarse, su incidencia sería menor, debido a la menor envergadura del problema de coordinación. No obstante, para limitar los problemas de riesgo moral que se podrían generar, el acceso debería quedar condicionado, lo cual convertiría la presencia de la institución en un incentivo a aplicar políticas económicas sólidas.

Los aspectos positivos de las medidas de carácter estatutario, que las contribuciones académicas ponen de manifiesto, y el hecho de que, de momento, no exista un sistema suficientemente sólido para resolver los problemas que plantean las reestructuraciones de deuda, abren el camino a seguir analizando y pensando sobre los enfoques estatutarios. Actualmente, la atención de la comunidad internacional está más centrada en la prevención que en la resolución de crisis; sin embargo, siempre será necesario un marco sólido de resolución y, una vez se reabra la discusión sobre este tema, no sería de extrañar que las soluciones de tipo estatutario se pongan de nuevo sobre la mesa.

18.9.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- CORSETTI, G., B. GUIMARAES y N. ROUBINI (2006). «International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of IMF's Catalytic Finance», *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, pp. 441-471.
- DE LAS CASAS, M., S. FERNÁNDEZ DE LIS, E. GONZÁLEZ-MOTA y C. MIRA-SALAMA (2004). *A Review of Progress in the Reform of the International Financial Architecture since the Asian Crisis*, Documentos Ocasionales, n.º 0407, Banco de España.
- EATON, J. (2003). *Standstills and an International Bankruptcy Court*, mimeo.
- EICHENGREEN, B. (1998). *International Economic Policy in the Wake of the Asian Crises*, Working Paper, Institute of Business and Economic Research (University of California).
- EICHENGREEN, B., y R. PORTES (1998). *Managing Financial Crises in Emerging Markets*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Managing Financial Instability.
- ERCE, A. (2006). *Using Standstills to Manage Sovereign Debt Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 0636, Banco de España.
- FISHER, S. (2000). «Managing the International Monetary System», discurso en la *International Law Association Biennial Conference*.
- FMI (2005). *Financial Stability Report*.
- GAI, P., y H. S. SHIN (2004). «Debt Maturity Structure with Pre-emptive Creditors», *Economic Letters*, 85, 2, pp. 195-200.
- GHOSAL, S., y M. MILLER (2003). «Coordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures», *The Economic Journal*, 113, pp. 276-304.
- HALDANE, A. G., S. HAYES, A. PEÑALVER, V. SAPORTA y H. S. SHIN (2002). «Binding-in the Private Sector», presentado en la conferencia del Bank of England sobre *The Role of The Official and Private Sectors in Resolving Financial Crisis*.
- HALDANE, A. G., G. IRWIN y V. SAPORTA (2004). «Bail Out or Work Out? Theoretical Considerations», *The Economic Journal*, vol. 114, pp. 130-148.
- HALDANE, A. G., y M. KRUGER (2001). *The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds*, mimeo, Bank of England.
- KRUEGER, A. (2002). «New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update to our Thinking», conferencia sobre *Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards*.
- MARTIN, B., y A. PEÑALVER (2003). *The Effect of Payments Standstills on Yields and the Maturity Structure of International Debt*, Working Paper, Bank of England.
- MILLER, M., y L. ZHANG (2000). «Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payments Standstill», *The Economic Journal*, 110, pp. 335-352.
- MORRIS, S., y H. S. SHIN (2006). «Catalytic Finance: When Does it Work?», *Journal of International Economics*, 70, pp. 161-177.
- ROCHET, J. C., y X. VIVES (2004). «Coordination failures and the lender of last resort: Was Bagehot right after all?», *Journal of the European Economic Association*, 2(6), pp. 1116-1147.
- ROGOFF, K. (2003). Emerging market Debt. What is the problem? discurso en la *SDRM Conference*.
- SACHS, J. (1995). *Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets*, mimeo
- (2000). *The International Lender of Last Resort: What Are the Alternatives?», mimeo*

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 ¹	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	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 ¹ (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 ¹ (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 ¹ (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	48*
	MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
8.2		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
8.3		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
8.4		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
8.5		Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
8.6		Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
8.7		Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
8.8		Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
8.9		Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
8.10		Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

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

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 plazo¹ (BE) 62*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 63*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

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

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

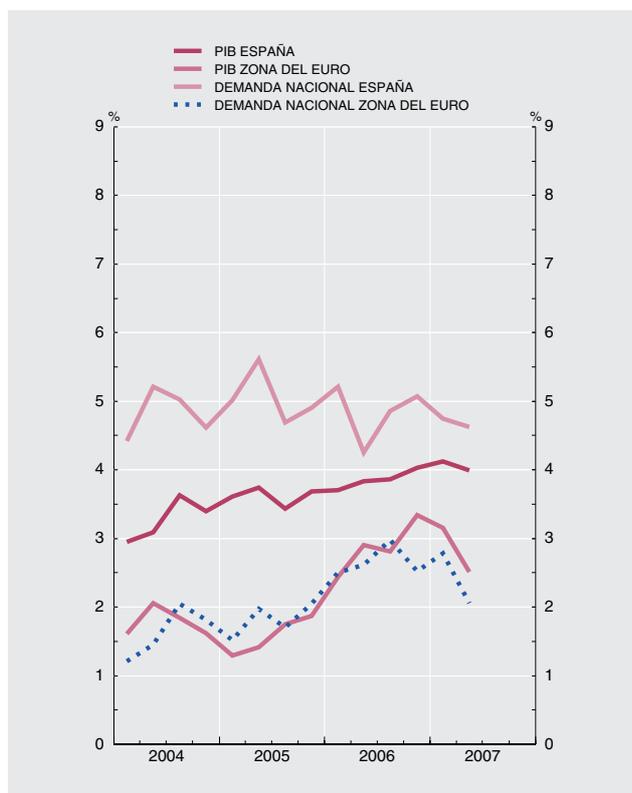
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04	P	3,3	1,8	4,2	1,5	6,3	1,3	5,1	1,9	4,8	1,6	4,2	6,4	9,6	6,3	841	7 746
05	P	3,6	1,6	4,2	1,5	5,5	1,4	6,9	2,8	5,1	1,8	2,6	4,5	7,7	5,3	908	8 020
06	P	3,9	2,9	3,8	1,8	4,8	1,9	6,8	5,3	4,9	2,7	5,1	8,2	8,3	7,8	981	8 407
04	III	3,6	1,8	4,1	1,1	7,1	1,3	5,3	1,8	5,0	1,8	4,5	6,8	9,4	7,7	212	1 944
	IV	3,4	1,6	3,7	1,8	6,4	0,8	5,2	1,8	4,6	1,6	3,7	6,2	8,1	7,1	216	1 958
05	I	3,6	1,3	4,4	1,4	5,6	1,1	6,0	1,2	5,0	1,3	0,2	4,0	5,4	4,8	220	1 974
	II	3,7	1,4	4,6	1,5	5,9	1,5	8,0	2,3	5,6	1,4	3,1	3,5	9,7	5,3	225	1 993
	III	3,4	1,7	4,0	1,9	5,1	1,4	6,3	3,5	4,7	1,7	3,7	5,3	8,0	5,4	229	2 015
	IV	3,7	1,9	3,9	1,3	5,4	1,5	7,2	4,1	4,9	1,9	3,4	5,2	7,7	5,8	234	2 038
06	I	3,7	2,4	4,1	1,8	4,9	2,1	7,8	4,5	5,2	2,4	5,7	8,6	10,6	9,1	238	2 059
	II	3,8	2,9	3,5	1,8	4,0	1,6	5,7	5,7	4,3	2,9	4,9	8,1	6,1	7,5	243	2 092
	III	3,9	2,8	3,7	1,7	4,8	1,8	6,8	5,0	4,9	2,8	4,2	6,9	7,5	7,5	247	2 114
	IV	4,0	3,3	3,7	2,1	5,7	2,2	7,0	5,9	5,1	3,3	5,7	9,2	8,9	7,2	252	2 143
07	I	4,1	3,2	3,4	1,4	5,7	2,0	6,6	7,3	4,7	3,2	3,7	6,7	5,9	5,9	257	2 180
	II	4,0	2,5	3,3	1,5	5,5	1,9	6,6	4,3	4,6	2,5	4,8	6,1	6,7	5,1	261	2 199

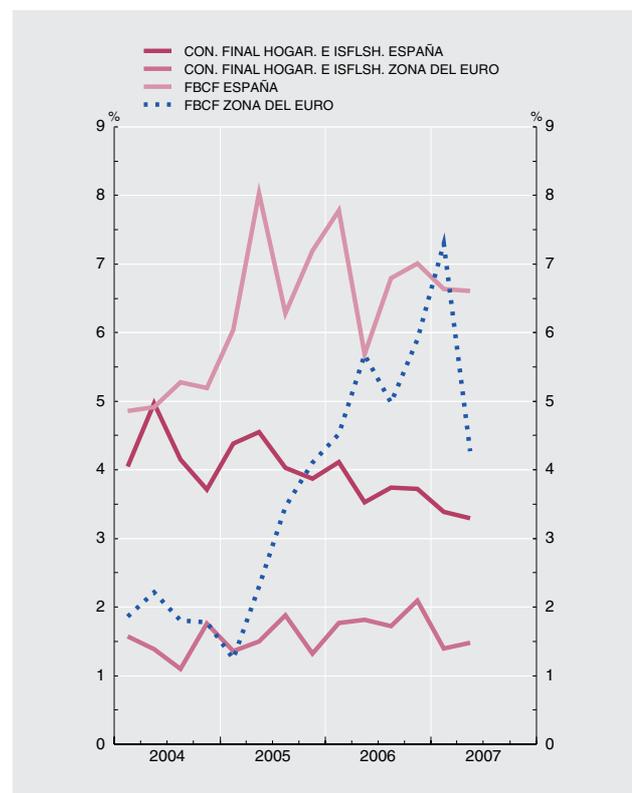
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

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.

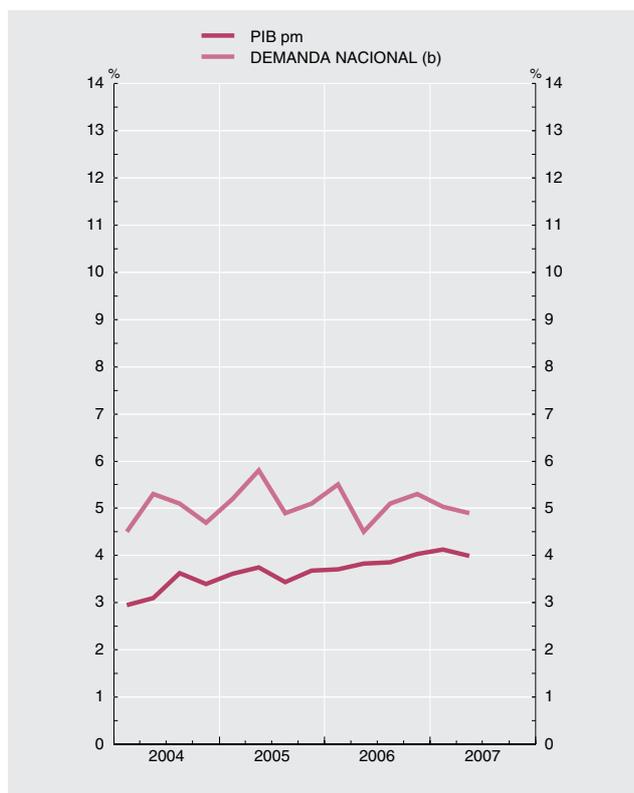
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

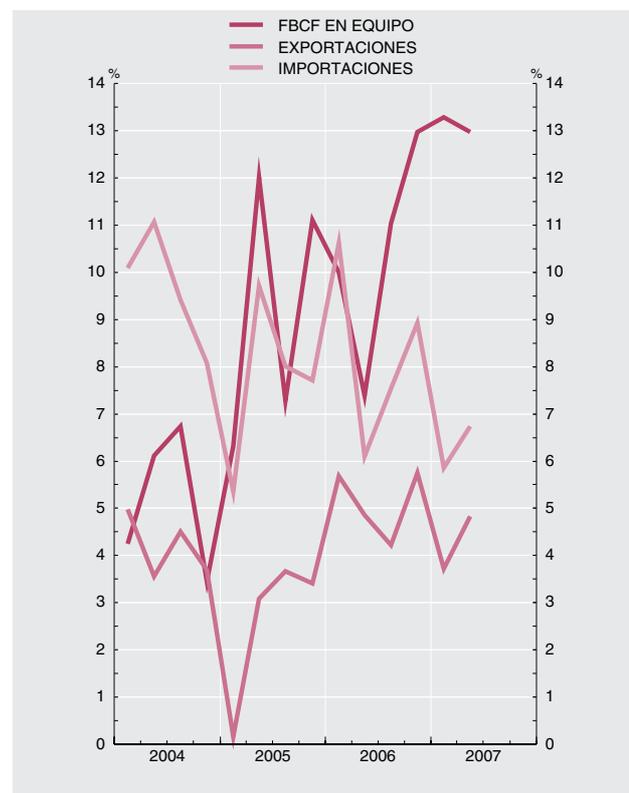
Tasas de variación interanual

		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
04	P	5,1	5,1	5,4	3,8	0,0	4,2	5,1	0,1	4,5	9,6	9,7	19,3	7,6	4,9	3,3
05	P	6,9	9,2	6,1	6,4	-0,1	2,6	1,1	2,3	9,7	7,7	7,1	20,6	8,2	5,3	3,6
06	P	6,8	10,4	6,0	4,6	0,1	5,1	4,6	1,5	11,0	8,3	8,0	6,0	10,0	5,1	3,9
04	///	5,3	6,7	5,2	3,4	0,1	4,5	5,7	0,7	3,6	9,4	9,4	16,0	8,4	5,1	3,6
	IV	5,2	3,4	6,0	5,0	0,1	3,7	2,6	3,3	9,5	8,1	7,6	22,4	7,9	4,7	3,4
05	I	6,0	6,3	5,8	6,4	-0,0	0,2	-2,0	1,8	8,3	5,4	4,8	23,5	4,5	5,2	3,6
	II	8,0	12,0	6,4	7,9	-0,1	3,1	1,8	1,7	10,5	9,7	10,4	24,9	3,5	5,8	3,7
	III	6,3	7,3	6,1	5,6	-0,1	3,7	1,8	3,2	12,6	8,0	6,2	19,0	14,5	4,9	3,4
	IV	7,2	11,1	6,0	5,6	-0,1	3,4	2,7	2,3	7,4	7,7	6,8	15,7	10,3	5,1	3,7
06	I	7,8	10,0	7,1	7,1	-0,0	5,7	5,2	0,5	13,2	10,6	10,4	4,6	13,0	5,5	3,7
	II	5,7	7,4	5,5	3,8	0,0	4,9	3,9	5,5	8,2	6,1	4,7	4,0	13,6	4,5	3,8
	III	6,8	11,0	5,9	3,7	0,1	4,2	4,5	0,6	6,6	7,5	8,0	11,4	4,5	5,1	3,9
	IV	7,0	13,0	5,5	3,8	0,1	5,7	4,8	-0,5	16,2	8,9	9,1	4,2	9,4	5,3	4,0
07	I	6,6	13,3	5,2	2,3	0,1	3,7	3,6	1,5	6,5	5,9	5,6	7,0	6,7	5,0	4,1
	II	6,6	13,0	4,6	4,3	0,0	4,8	4,8	-2,3	12,2	6,7	6,3	4,5	9,3	4,9	4,0

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

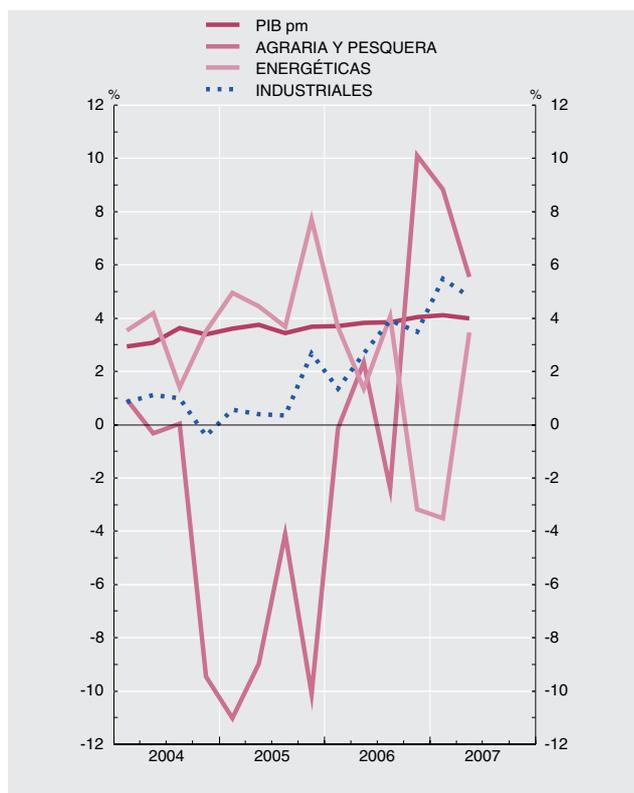
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

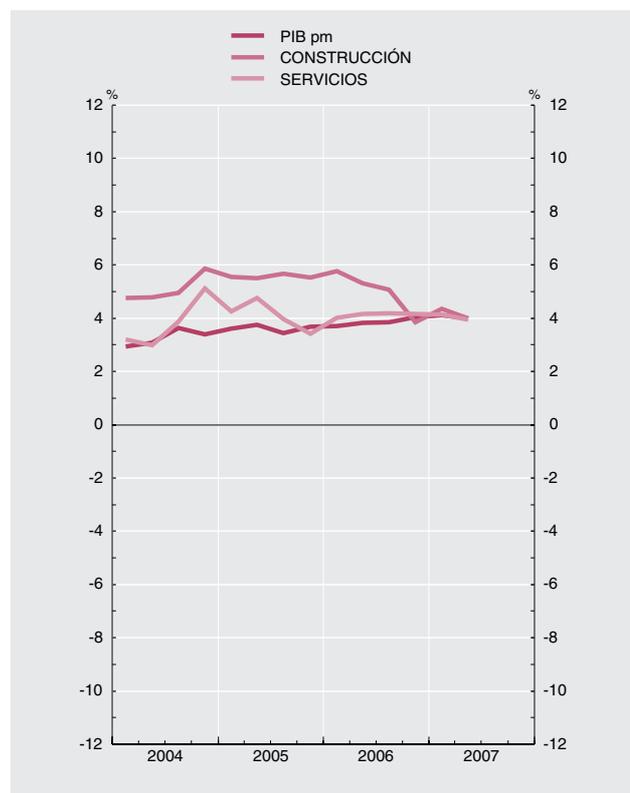
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11	
							6	7	8				
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos	
04	P	3,3	-2,3	3,2	0,6	5,1	3,8	3,8	3,7	2,6	12,4	7,0	
05	P	3,6	-8,6	5,2	1,0	5,6	4,1	4,1	3,9	5,5	4,9	7,3	
06	P	3,9	2,4	1,4	2,9	5,0	4,1	4,1	4,3	4,3	5,9	2,3	
04	III	P	3,6	0,0	1,4	1,0	5,0	3,9	3,5	5,1	2,7	3,1	13,8
	IV	P	3,4	-9,5	3,5	-0,4	5,9	5,1	5,1	5,0	3,2	18,7	-3,0
05	I	P	3,6	-11,0	5,0	0,6	5,5	4,2	4,2	4,6	6,2	-1,1	9,1
	II	P	3,7	-9,0	4,4	0,4	5,5	4,8	4,6	5,3	6,0	7,7	2,4
	III	P	3,4	-4,1	3,7	0,4	5,7	4,0	4,3	2,7	5,4	4,9	3,4
	IV	P	3,7	-10,1	7,7	2,7	5,5	3,4	3,3	3,3	4,3	8,4	14,9
06	I	P	3,7	-0,1	3,7	1,4	5,8	4,0	4,1	3,6	4,8	10,5	2,7
	II	P	3,8	2,3	1,4	2,7	5,3	4,2	4,1	4,5	4,3	5,6	1,3
	III	P	3,9	-2,4	4,1	3,9	5,1	4,2	4,3	3,8	4,1	5,1	-0,4
	IV	P	4,0	10,1	-3,2	3,5	3,9	4,2	3,9	5,2	3,8	2,8	5,6
07	I	P	4,1	8,8	-3,5	5,5	4,4	4,1	4,1	4,2	4,0	-2,0	1,8
	II	P	4,0	5,5	3,5	4,8	4,0	3,9	3,8	4,5	3,5	-2,3	2,9

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



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

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

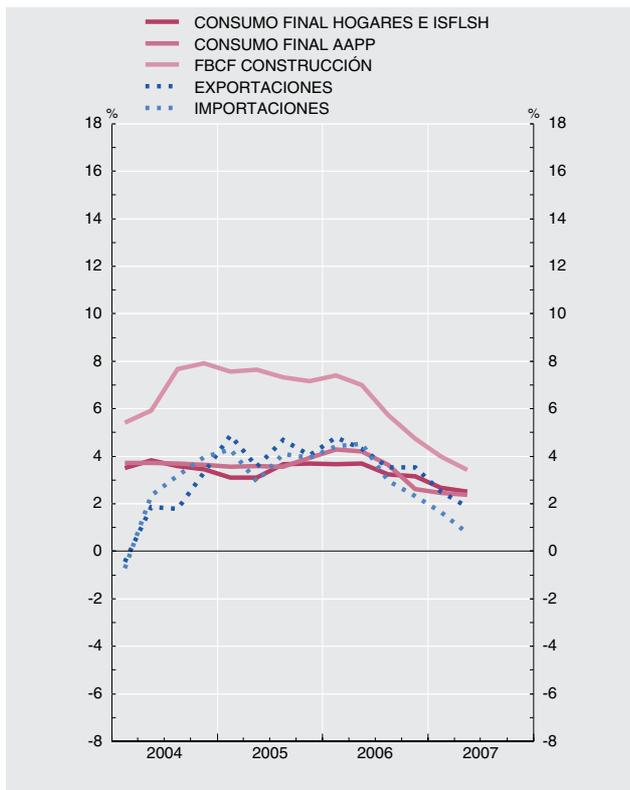
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

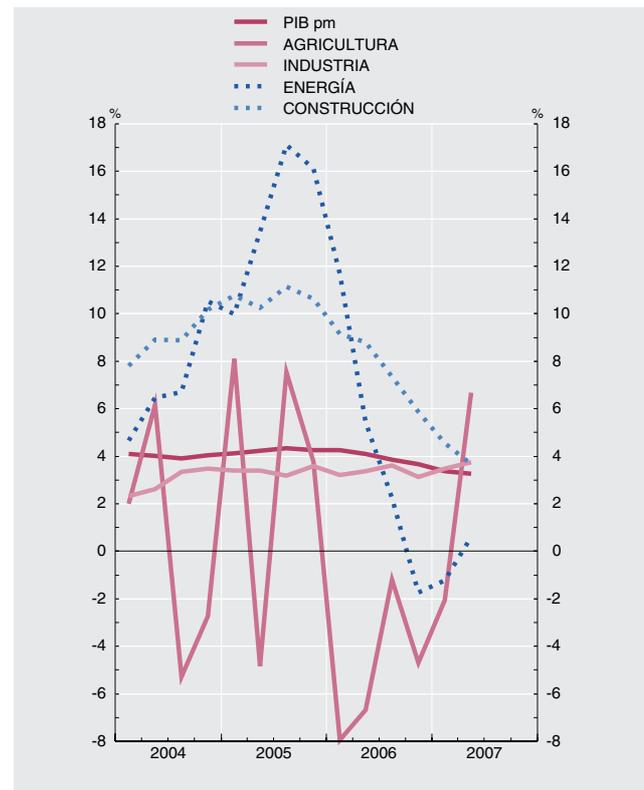
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes	Construcción	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
04	P	3,6	3,7	2,2	6,8	6,0	1,6	2,2	4,0	0,0	7,1	2,9	9,0	3,3	3,1
05	P	3,4	3,7	3,0	7,4	4,4	4,3	3,8	4,2	3,4	14,3	3,4	10,7	2,7	2,4
06	P	3,4	3,7	2,0	6,2	3,7	4,0	3,5	4,0	-5,2	4,1	3,3	7,7	3,0	2,8
04	P	3,6	3,7	2,4	7,7	6,2	1,8	3,2	3,9	-5,3	6,7	3,3	8,9	2,9	2,9
IV	P	3,5	3,6	2,2	7,9	6,2	3,3	4,0	4,1	-2,7	10,5	3,5	10,2	2,7	2,4
05	P	3,1	3,6	2,5	7,6	5,4	4,9	4,3	4,1	8,1	10,0	3,4	10,8	2,2	2,1
II	P	3,1	3,6	3,6	7,7	4,8	3,6	2,9	4,2	-4,8	13,4	3,4	10,3	2,4	2,3
III	P	3,7	3,6	2,7	7,3	4,2	4,7	4,1	4,3	7,5	17,1	3,2	11,1	3,0	2,5
IV	P	3,7	3,9	3,1	7,2	3,5	4,0	3,9	4,3	3,8	16,1	3,6	10,6	3,2	2,9
06	P	3,6	4,3	1,6	7,4	2,9	4,8	4,4	4,3	-8,0	11,7	3,2	9,2	2,8	2,5
II	P	3,7	4,2	1,8	7,0	3,7	4,3	4,5	4,1	-6,7	5,4	3,4	8,8	3,0	2,8
III	P	3,2	3,6	2,4	5,7	3,9	3,5	3,0	3,9	-1,2	2,2	3,6	7,3	3,3	3,3
IV	P	3,1	2,6	1,9	4,7	4,4	3,5	2,3	3,7	-4,7	-1,7	3,1	5,9	2,8	2,7
07	P	2,7	2,5	3,2	4,0	6,0	2,5	1,7	3,4	-2,1	-1,2	3,5	4,6	3,2	3,2
II	P	2,5	2,4	2,9	3,4	5,6	1,9	0,8	3,3	6,7	0,6	3,7	3,7	3,3	3,4

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



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

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

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

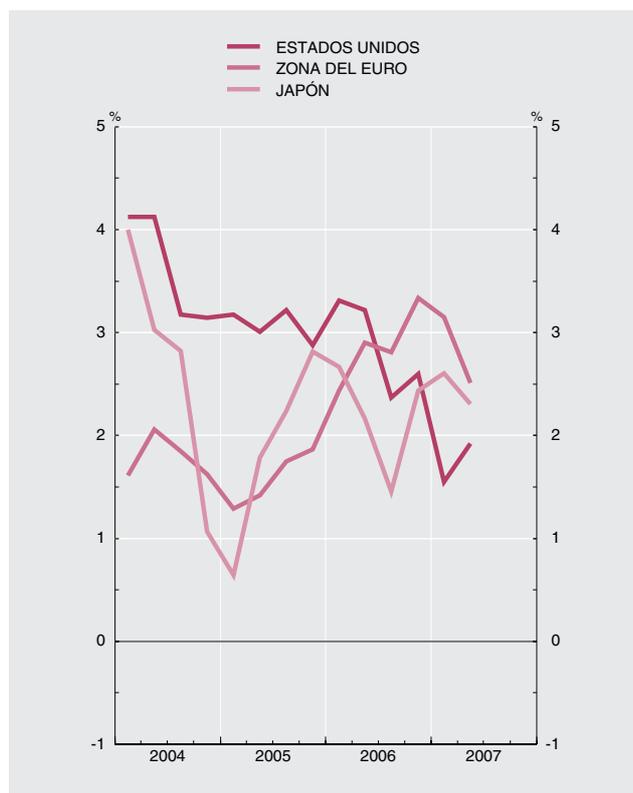
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

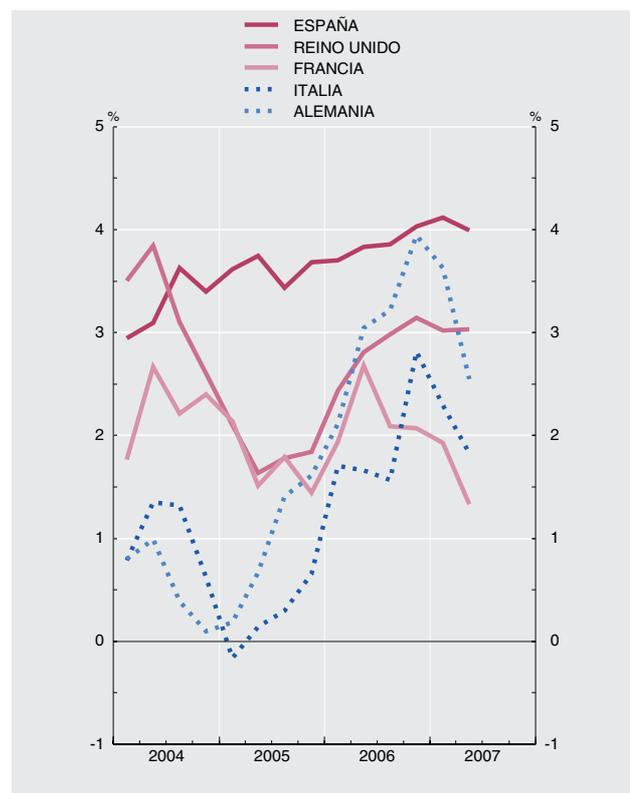
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

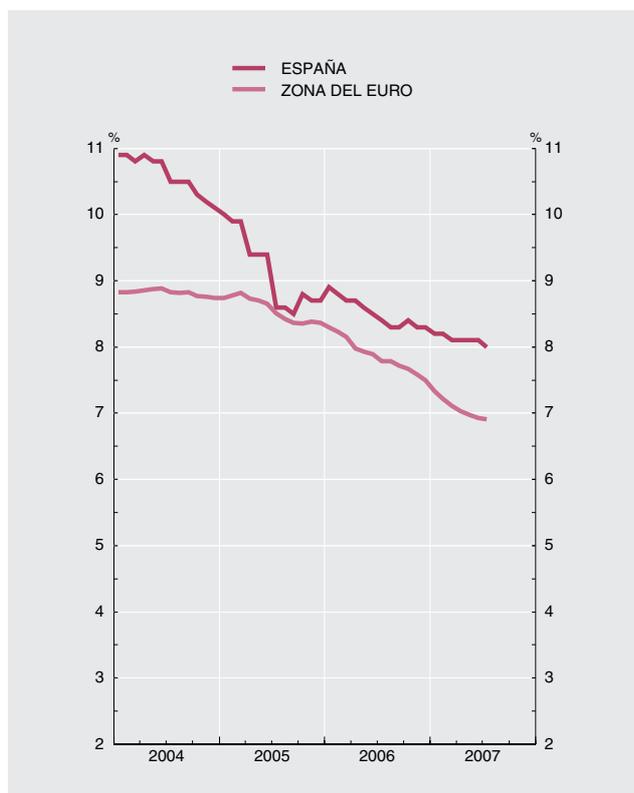
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

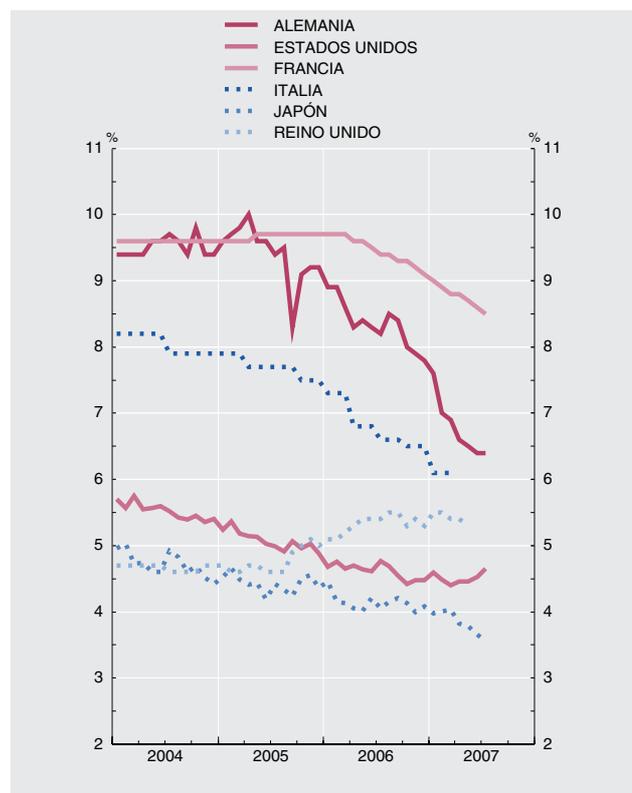
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

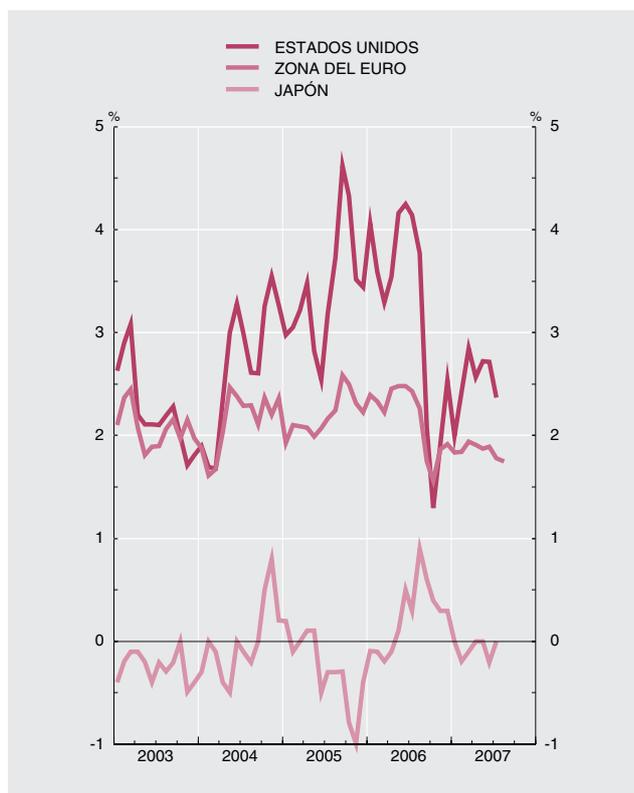
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

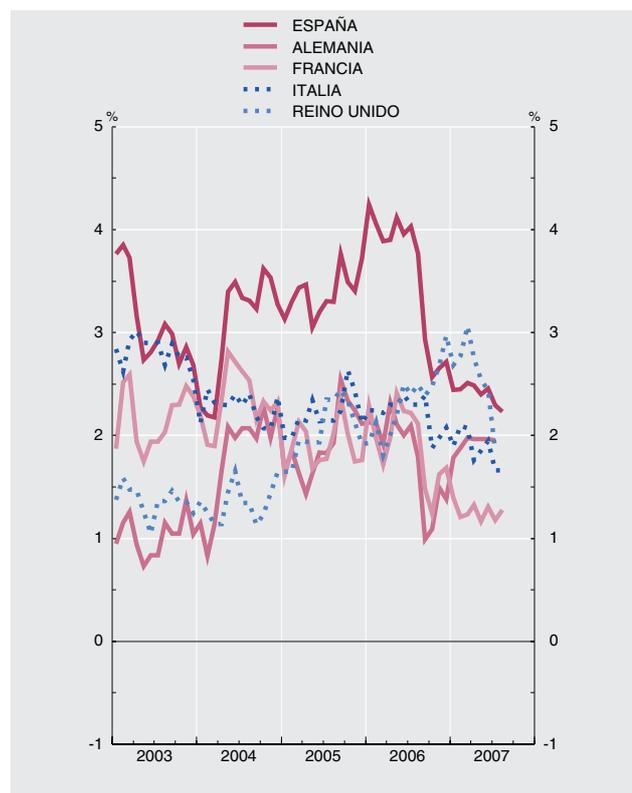
Tasas de variación interanual

	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
03	2,3	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,2	1,4
04	2,3	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
05	2,5	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
06	2,6	2,2	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
06 Mar	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
07 Ene	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>	2,3	...	1,9	2,0	2,4	2,7	1,2	1,9	-	2,5
<i>Jun</i>	2,2	...	1,9	2,0	2,5	2,7	1,3	1,9	-0,2	2,4
<i>Jul</i>	2,0	...	1,8	2,0	2,3	2,4	1,2	1,7	-	1,9
<i>Ago</i>	...	...	1,7	...	2,2	...	1,3	1,7	...	...

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

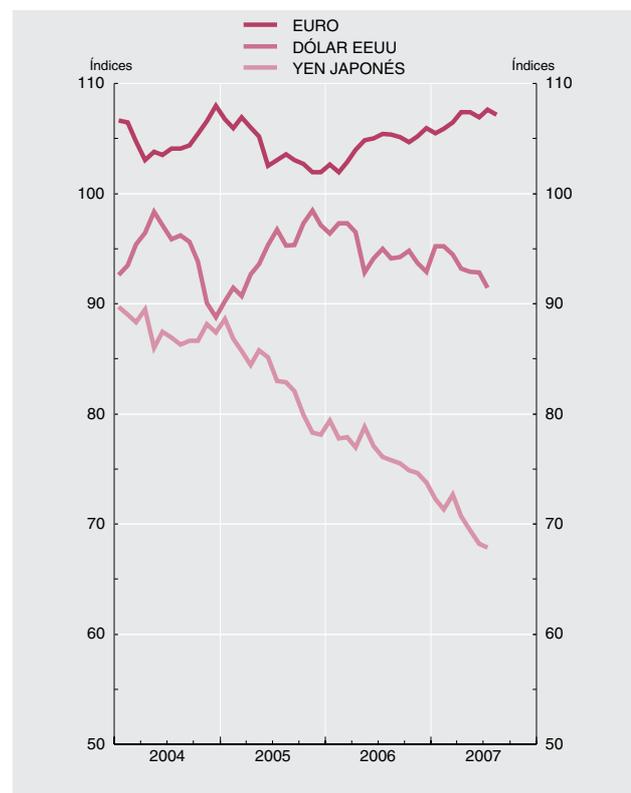
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
04	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,1	94,5	83,4	102,5	96,3	83,5
06	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,4	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
06 E-A	1,2411	143,55	115,70	103,2	87,3	94,8	104,0	95,4	77,5	102,4	97,0	78,6
07 E-A	1,3391	160,48	119,84	106,6	84,4	88,2	106,8	93,6	70,3	105,6	94,4	72,6
06 Jun	1,2650	145,11	114,72	104,2	85,8	94,7	105,0	94,1	77,1	103,3	96,5	77,9
Jul	1,2684	146,70	115,66	104,5	86,2	93,9	105,4	95,0	76,1	103,9	95,9	77,6
Ago	1,2811	148,53	115,94	104,6	85,6	93,1	105,4	94,1	75,8	103,8	95,4	77,1
Sep	1,2727	148,99	117,07	104,4	86,0	92,4	105,2	94,2	75,5	103,4	94,7	77,7
Oct	1,2611	149,65	118,67	103,9	86,9	91,6	104,6	94,8	74,9	103,4	95,3	77,0
Nov	1,2881	151,11	117,31	104,5	86,0	91,8	105,2	93,7	74,7	103,9	94,6	76,9
Dic	1,3213	154,82	117,18	105,5	85,3	90,8	106,0	92,9	73,8	104,9	93,8	75,9
07 Ene	1,2999	156,56	120,45	104,9	87,0	89,0	105,5	95,2	72,3	104,3	95,2	74,3
Feb	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	88,8	105,9	95,2	71,3	104,8	95,3	73,6
Mar	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,4	94,5	72,7	105,2	95,0	74,8
Abr	1,3516	160,68	118,88	107,1	84,4	88,6	107,4	93,2	70,7	106,3	94,1	72,8
May	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,9	87,1	107,4	92,9	69,4	106,1	94,5	71,4
Jun	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	85,9	106,9	92,8	68,2	105,8	94,3	70,5
Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,6	107,6	91,4	67,8	106,5	92,4	70,5
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	82,0	89,7	107,1	...	...	106,0	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

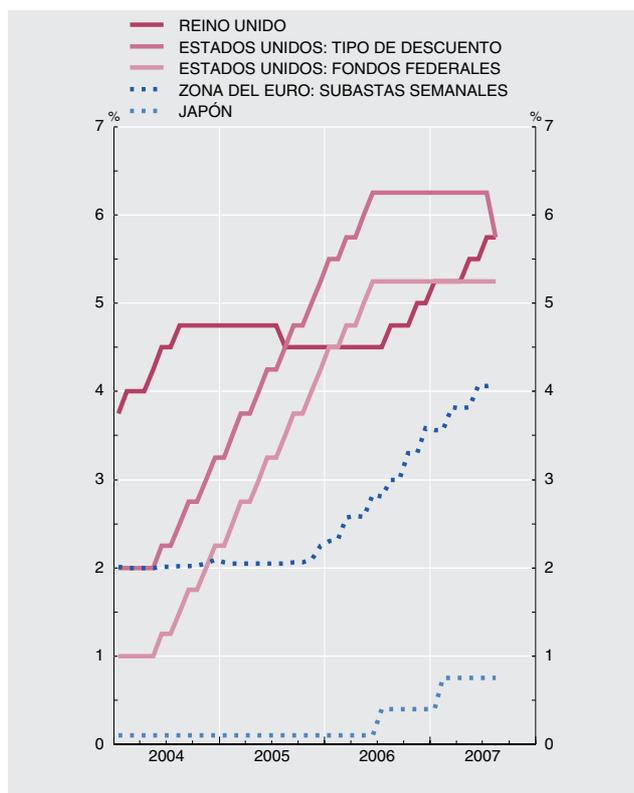
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

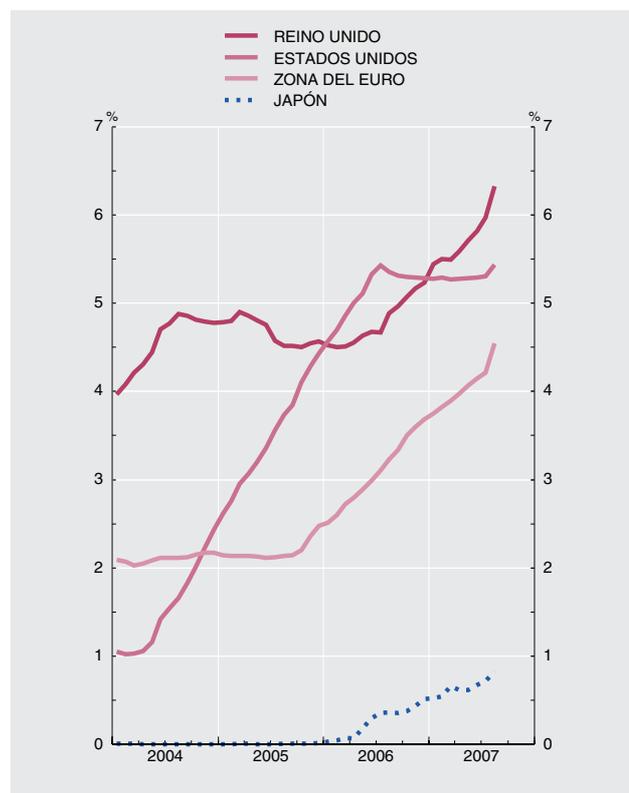
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
06	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
06 Mar	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,32	2,98	2,72	-	-	4,86	-	-	0,07	4,51
Abr	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,41	3,05	2,79	-	-	5,00	-	-	0,06	4,55
May	2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
Jun	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
Jul	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
Ago	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
Sep	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
Oct	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
Nov	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
Dic	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
07 Ene	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
Feb	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
Mar	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
Abr	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
May	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
Jun	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
Jul	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

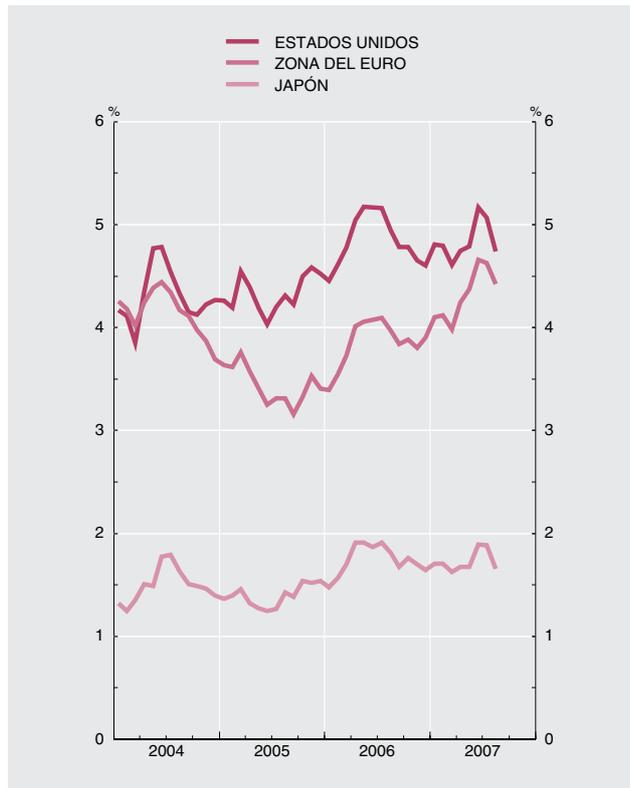
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

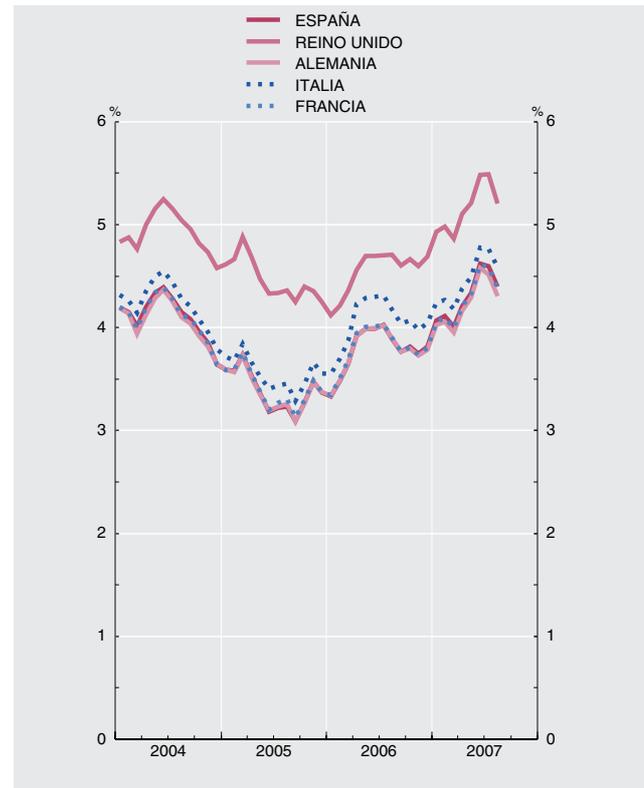
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
04	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
06 Mar	3,89	3,81	3,73	3,66	3,65	4,78	3,68	3,87	1,70	4,36
Abr	4,15	4,08	4,01	3,91	3,92	5,04	3,95	4,23	1,91	4,56
May	4,24	4,15	4,06	3,99	3,99	5,18	4,01	4,29	1,91	4,70
Jun	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70
Jul	4,25	4,18	4,10	4,02	4,02	5,16	4,03	4,31	1,91	4,70
Ago	4,10	4,08	3,97	3,90	3,89	4,95	3,90	4,18	1,81	4,71
Sep	3,95	3,95	3,84	3,76	3,76	4,78	3,77	4,04	1,68	4,60
Oct	3,98	3,99	3,88	3,80	3,81	4,78	3,81	4,07	1,76	4,67
Nov	3,89	3,91	3,80	3,73	3,75	4,66	3,74	3,97	1,70	4,60
Dic	3,88	3,98	3,90	3,79	3,82	4,60	3,80	4,04	1,64	4,69
07 Ene	4,08	4,22	4,10	4,03	4,07	4,81	4,06	4,24	1,71	4,93
Feb	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98
Mar	3,96	4,15	3,98	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86
Abr	4,11	4,36	4,25	4,16	4,21	4,75	4,21	4,38	1,68	5,10
May	4,18	4,48	4,37	4,29	4,34	4,79	4,33	4,49	1,68	5,21
Jun	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49
Jul	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49
Ago	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20

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.

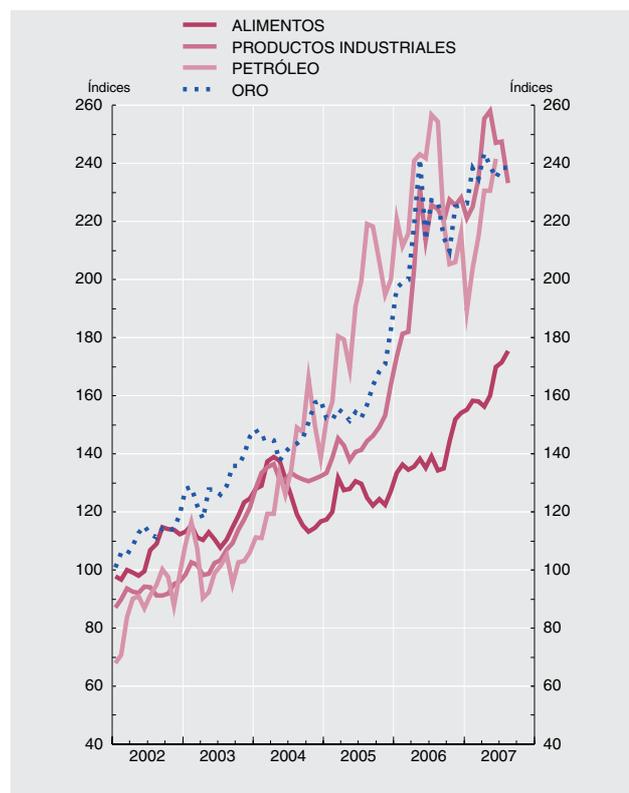
Base 2000 = 100

	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
02	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
06 E-A	123,4	165,7	135,8	204,6	152,1	233,0	235,9	67,4	215,7	601,7	15,55
07 E-A	135,7	196,8	163,1	240,3	158,3	285,1	...	66,3	236,7	660,2	15,85
06 Jul	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
07 Ene	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	230,6	67,8	243,5	679,4	16,15
<i>May</i>	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	230,6	67,4	239,0	666,9	15,87
<i>Jun</i>	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	241,5	71,8	235,0	655,5	15,70
<i>Jul</i>	137,8	204,6	171,5	247,4	161,9	294,0	...	77,9	238,4	665,0	15,59
<i>Ago</i>	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	...	71,7	238,4	665,1	15,70

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.

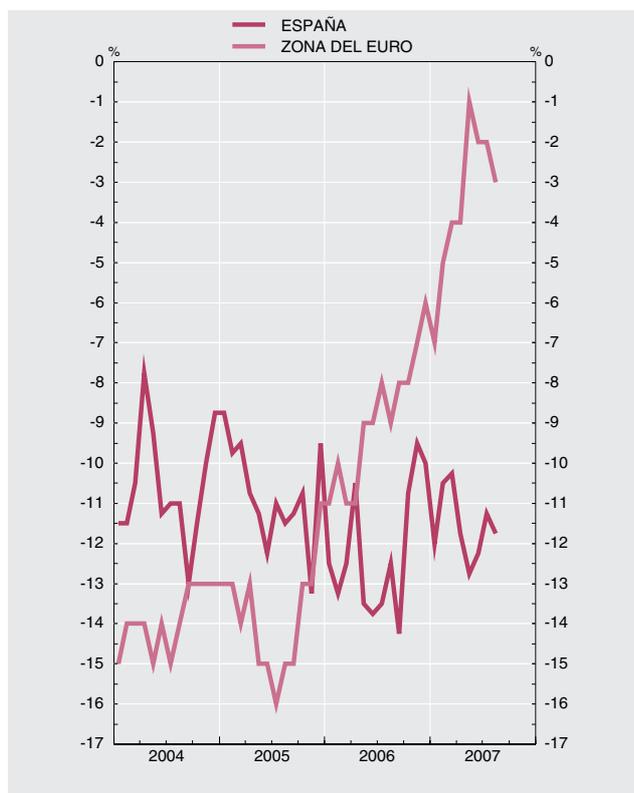
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

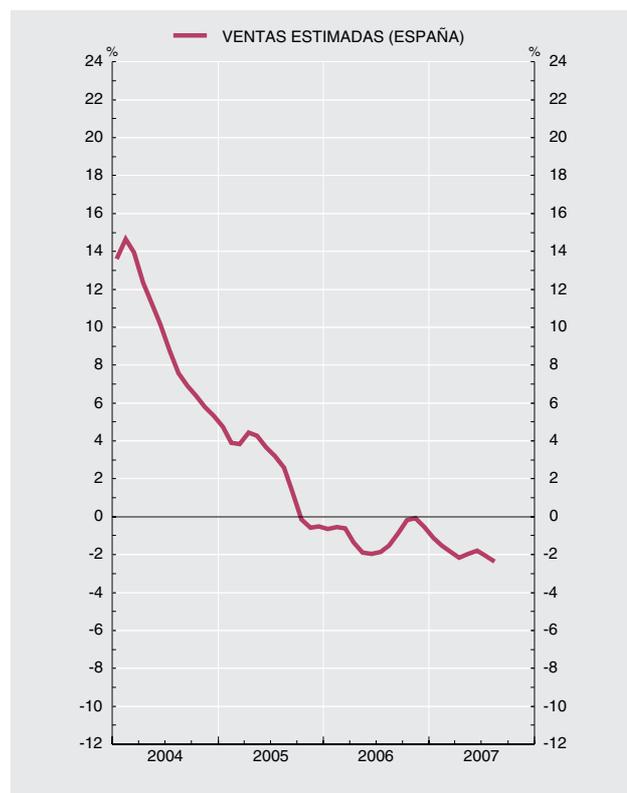
Tasas de variación interanual

	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		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04		-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	10,3	1,0	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,5
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	1,6	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3
06	P	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	2,8	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	2,1
06 E-A	P	-13	-12	-3	-10	-10	-1	-1,1	-0,9	-1,3	2,0	4,9	0,9	2,4	0,3	1,3	2,0
07 E-A	A	-12	-10	-2	-10	-4	1	-1,0	-2,0	-1,5	...	...	...	...	...	...	...
06 Sep	P	-14	-13	-4	-5	-8	3	-6,4	-6,4	-6,1	0,7	5,4	3,0	6,3	1,5	4,0	1,7
Oct	P	-11	-10	-2	-7	-8	4	7,1	8,1	8,0	-0,2	4,2	2,3	-1,2	-1,2	4,6	1,6
Nov	P	-10	-9	-1	-11	-7	3	1,9	2,1	2,3	4,7	5,8	3,6	3,7	3,2	3,9	2,1
Dic	P	-10	-11	-2	-8	-6	-	-4,7	-6,3	-3,8	12,5	5,5	3,3	2,8	3,0	3,5	2,9
07 Ene	P	-12	-11	-2	-12	-7	-1	9,1	11,3	2,7	-2,8	6,2	4,6	1,7	3,2	5,5	0,8
Feb	P	-11	-10	-3	-10	-5	-1	-4,3	-4,7	-4,4	-3,7	5,3	3,6	2,9	1,8	4,8	1,2
Mar	P	-10	-8	-	-12	-4	-	-0,4	-6,6	-0,2	0,6	7,1	5,4	7,8	4,6	5,9	2,6
Abr	P	-12	-12	-3	-11	-4	-	-5,9	-2,2	-6,0	-5,6	3,1	1,5	-1,7	-0,4	2,8	1,6
May	P	-13	-10	-4	-8	-1	2	-0,2	-4,0	-0,2	-1,0	4,7	3,2	2,3	2,3	3,8	0,3
Jun	A	-12	-9	-3	-9	-2	2	-1,9	-4,8	-1,8	0,5	5,6	4,1	5,6	3,3	4,5	0,9
Jul	A	-11	-9	-2	-14	-2	3	-0,3	0,2	-0,0	...	4,7	3,3	0,8	1,0	4,9	...
Ago	A	-12	-10	-2	-7	-3	4	-3,6	-3,1	-2,7	...	...	...	...	...	...	...

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.

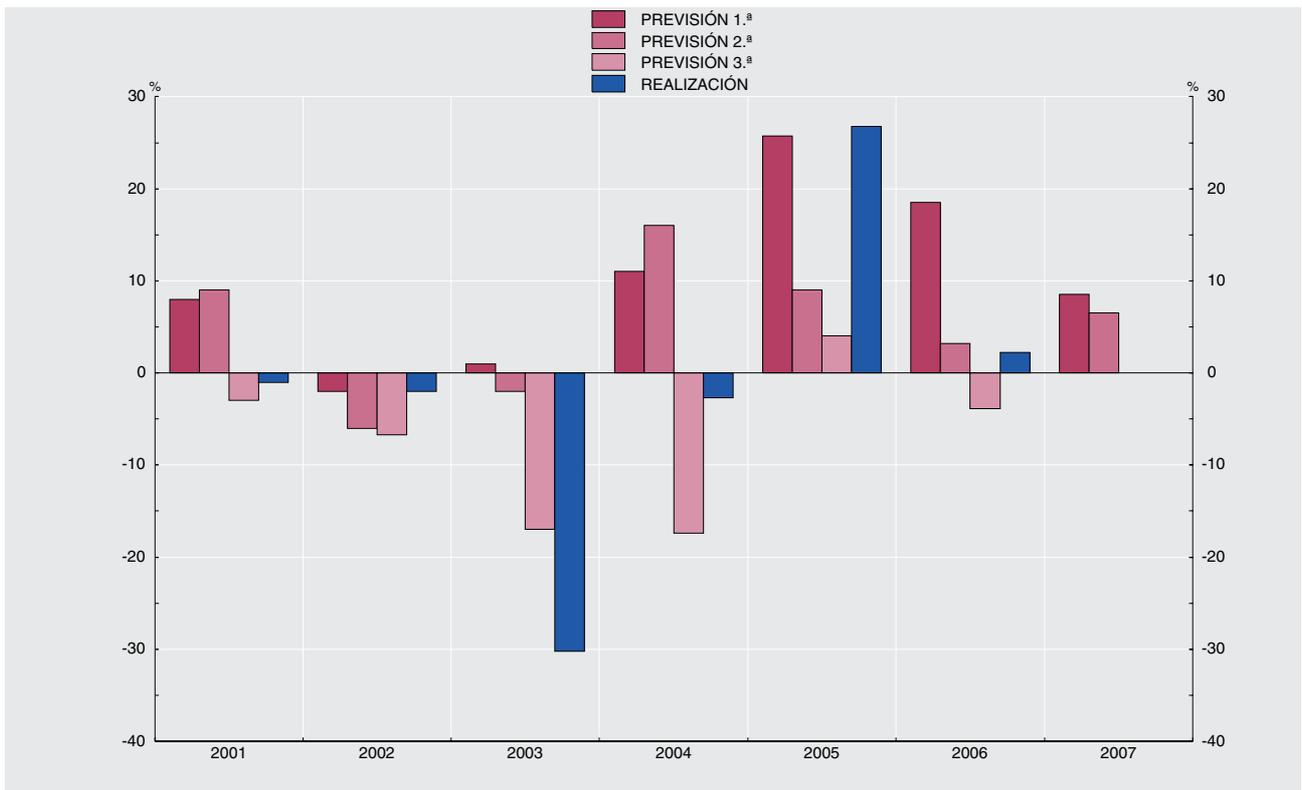
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
01	1			
02		-1		
03		-2		
04		-30		
05		-3		
06		27		
07		2		
		...		
			8	
			-2	
			1	
			11	
			26	
			19	
			9	
				9
				-3
				-7
				-2
				-17
				-17
				4
				-4
				...
				7
				...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

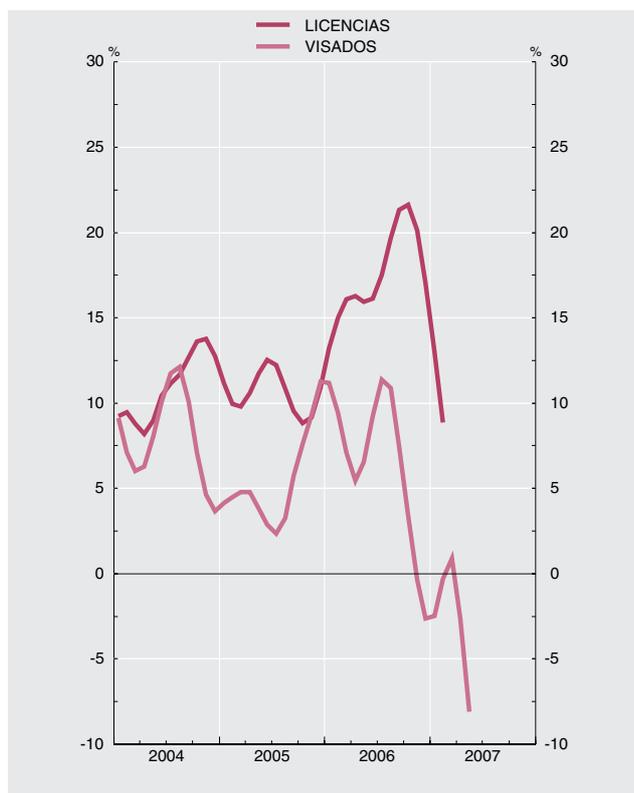
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

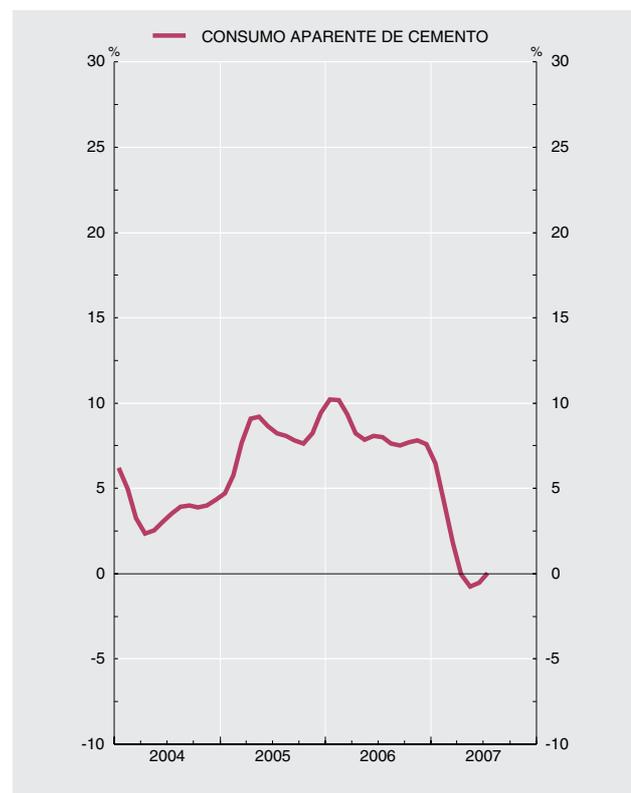
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
04	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
05	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
06	P 22,0	P 20,1	P 20,4	P 31,9	P 14,2	P 16,5	P 31,3	P 31,3	P 26,9	P 61,8	P 57,3	P 15,9	P 33,3	P 8,5
06 E-J	P 14,5	P 12,4	P 12,4	P 25,0	P 9,1	P 11,4	P 21,3	P 21,3	P 27,9	P 57,7	P 87,1	P 18,4	P 18,3	P 9,8
07 E-J	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A 1,6
06 Abr	P 12,6	P 2,8	P 5,1	P 61,8	P -16,0	P -13,8	P 25,9	P 17,8	P 38,7	P -28,8	P 6,2	P 58,9	P 20,2	P -8,9
06 May	P 16,1	P 8,1	P 7,3	P 63,0	P 11,2	P 15,3	P 68,9	P 28,6	P 46,5	P 203,4	P 144,8	P 15,9	P 78,7	P 9,9
06 Jun	P 1,6	P 4,6	P 3,9	P -11,9	P 12,3	P 15,2	P 11,0	P 25,3	P 4,8	P 54,5	P 5,8	P -3,4	P 14,8	P 10,8
06 Jul	P 9,9	P 10,2	P 10,3	P 8,7	P 13,5	P 20,6	P 0,7	P 21,3	P -13,2	P -47,7	P 4,5	P 7,3	P 8,7	P 9,4
06 Ago	P 28,3	P 22,5	P 24,4	P 65,7	P 34,1	P 36,8	P 31,1	P 22,9	P 44,2	P 18,5	P 44,5	P 58,2	P 26,9	P 6,3
06 Sep	P 28,7	P 30,4	P 31,0	P 19,5	P 83,9	P 93,7	P 25,3	P 23,1	P 70,1	P 184,8	P 179,7	P 41,0	P 10,9	P 1,7
06 Oct	P 46,3	P 42,5	P 42,7	P 67,5	P 18,3	P 20,1	P 58,0	P 26,7	P 37,2	P 164,2	P 32,5	P 10,1	P 66,7	P 13,1
06 Nov	P 36,1	P 31,4	P 32,0	P 63,0	P -7,6	P -8,5	P 45,1	P 28,3	P -12,3	P -19,5	P -27,1	P -10,4	P 100,2	P 7,1
06 Dic	P 20,6	P 23,0	P 23,7	P 9,9	P -14,6	P -16,4	P 61,3	P 31,3	P 25,9	P 120,0	P 21,3	P -5,3	P 76,1	P 4,9
07 Ene	P 24,7	P 27,9	P 26,4	P 8,5	P -1,4	P -2,7	P 7,4	P 7,4	P -17,0	P -68,4	P -16,2	P 33,2	P 19,3	P 15,1
07 Feb	P -2,5	P -2,3	P -1,8	P -3,6	P -5,4	P -5,3	P 56,3	P 22,9	P 95,4	P 2,6	P 22,5	P 139,0	P 32,1	P 4,0
07 Mar	P ...	P ...	P ...	P ...	P 23,8	P 27,8	P 3,1	P 15,1	P 9,9	P -20,1	P -24,0	P 27,8	P -0,7	P -2,1
07 Abr	P ...	P ...	P ...	P ...	P 8,4	P 5,7	P -12,0	P 7,7	P -24,0	P 74,1	P 44,5	P -37,1	P -5,9	P 0,0
07 May	P ...	P ...	P ...	P ...	P -19,0	P -22,3	P -9,6	P 2,9	P -3,1	P -46,1	P -24,4	P 18,8	P -11,9	P -2,6
07 Jun	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A -3,3
07 Jul	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A ...	A 3,7

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



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



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

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

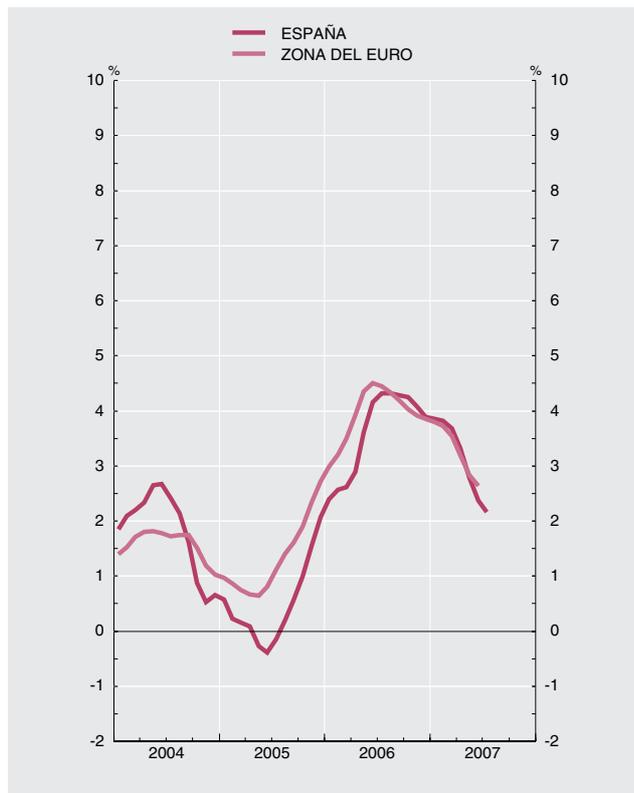
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

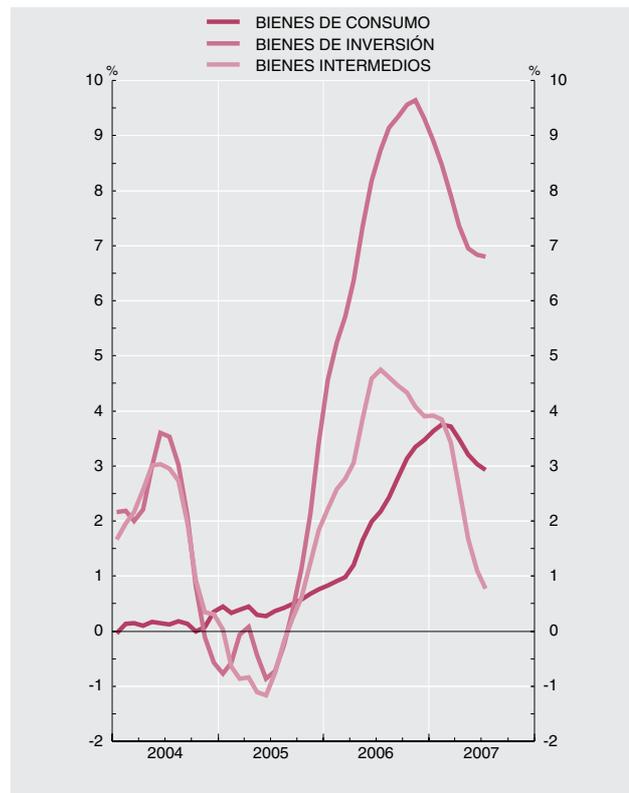
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,2	2,2	0,6	3,4	2,4
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,4	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	4,4	2,5	5,8	5,0
06 E-J	MP	108,6	3,8	1,8	7,5	4,0	2,5	2,5	4,0	2,3	3,9	4,0	2,3	5,3	4,5
07 E-J	MP	112,4	3,5	4,0	7,4	2,8	-1,4	-1,0	4,1	-0,9	...	...	...	...	...
06 Abr	P	96,7	-9,8	-12,5	-10,0	-9,8	-3,6	-4,8	-10,5	-5,1	2,0	1,0	0,1	2,9	2,6
May	P	115,6	8,1	7,6	13,2	7,4	3,2	4,5	8,7	3,7	6,0	6,7	4,9	8,5	7,2
Jun	P	115,8	5,2	2,6	8,7	6,2	3,0	1,2	5,6	2,7	4,9	5,3	2,9	5,6	7,2
Jul	P	110,8	4,2	1,2	7,1	5,1	4,1	-7,3	3,9	7,2	3,6	3,9	1,5	4,4	5,2
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	7,8	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	5,3	4,6
Oct	P	112,3	7,3	7,5	12,2	7,1	0,4	11,6	7,8	2,0	4,1	4,8	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	2,6	6,5	3,4
Dic	P	97,4	0,6	-0,8	6,6	0,5	-3,1	3,8	1,2	-3,0	5,0	6,2	4,3	7,6	7,8
07 Ene	P	109,6	7,5	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,2	5,5	4,2	7,0	5,3
Feb	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	4,1	6,0	3,1	7,5	7,1
Mar	P	119,0	2,1	2,9	4,1	3,0	-4,2	-8,4	2,9	-2,0	4,2	5,8	4,4	6,8	6,5
Abr	P	102,8	6,3	6,2	8,6	4,7	7,8	0,7	6,1	9,0	2,8	3,9	2,9	5,2	3,6
May	P	118,0	2,1	2,6	4,0	0,1	3,9	-0,4	2,0	3,1	2,6	2,9	2,1	3,9	2,4
Jun	P	115,5	-0,3	-0,6	3,8	-1,4	-2,7	-2,4	-	-2,0	2,2	2,6	1,4	4,1	2,6
Jul	P	115,2	4,0	6,2	9,8	2,4	-3,8	13,6	5,0	-4,5	...	...	...	...	...

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

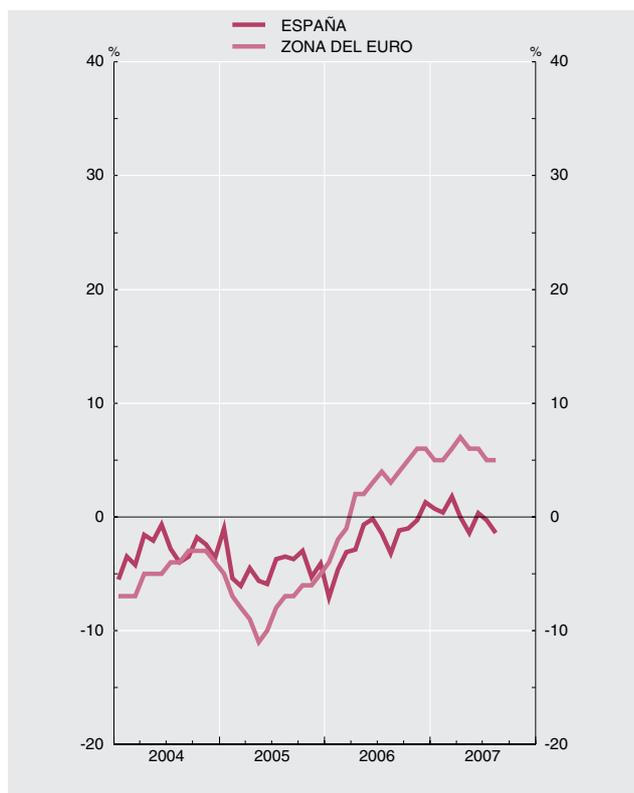
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

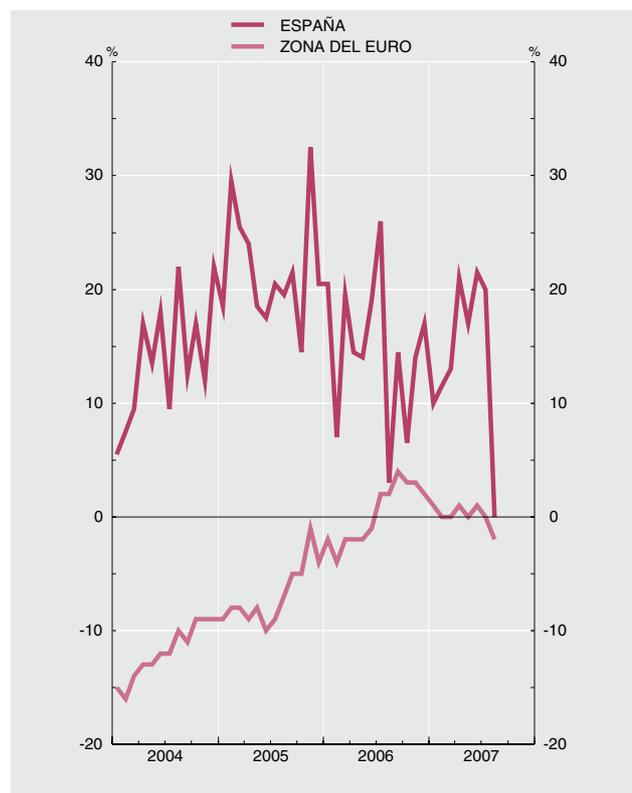
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-4	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-12
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-	0
06 E-A	M	-3	5	6	-3	-12	12	-4	-1	-3	-1	15	31	23	30	13	1	-3	-1
07 E-A	M	0	8	7	3	-6	10	-2	4	-1	-2	14	28	16	30	26	6	7	0
06 May		-1	2	9	1	-8	12	-4	4	-1	-3	14	31	18	47	25	2	-2	-2
Jun		-0	10	9	1	-7	11	-1	1	0	-2	19	51	22	34	9	3	2	-1
Jul		-2	11	8	-2	-9	11	-2	-2	-1	-2	26	39	37	22	16	4	3	2
Ago		-3	12	2	-	-9	12	-6	-5	-1	1	3	38	-1	7	3	3	3	2
Sep		-1	9	10	-1	-11	13	-1	3	-3	-1	15	51	21	21	5	4	4	4
Oct		-1	10	7	1	-9	11	-5	6	-2	-3	7	10	13	12	3	5	5	3
Nov		-0	10	8	3	-10	12	-0	2	-1	-1	14	13	18	2	30	6	6	3
Dic		1	12	7	6	-9	9	-1	6	1	-2	17	9	32	7	38	6	8	2
07 Ene		1	3	8	6	-10	12	2	2	0	-1	10	19	9	28	8	5	6	1
Feb		0	5	8	4	-7	11	-1	4	0	-2	12	15	14	18	24	5	7	-
Mar		2	7	8	6	-8	8	-2	7	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-
Abr		-	9	4	5	-5	9	-3	3	1	-2	21	27	24	27	20	7	9	1
May		-1	9	6	1	-7	11	-3	4	-3	-1	17	39	19	26	17	6	8	-
Jun		0	14	9	1	-3	9	-2	7	-2	1	22	34	28	48	16	6	7	1
Jul		-0	13	5	2	-1	8	-1	8	-4	-4	20	53	25	19	29	5	5	-
Ago		-1	7	8	2	-8	14	-2	1	-2	-6	-	34	-4	19	47	5	7	-2

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

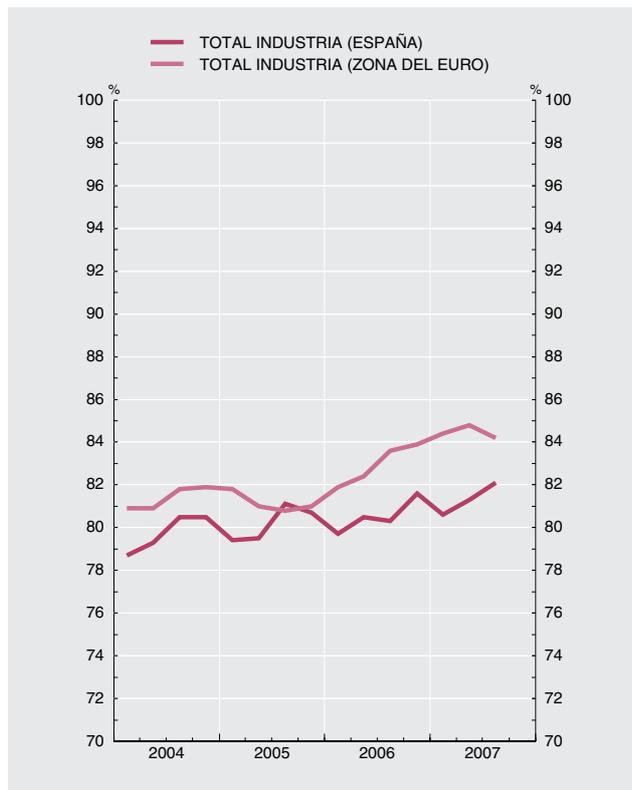
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

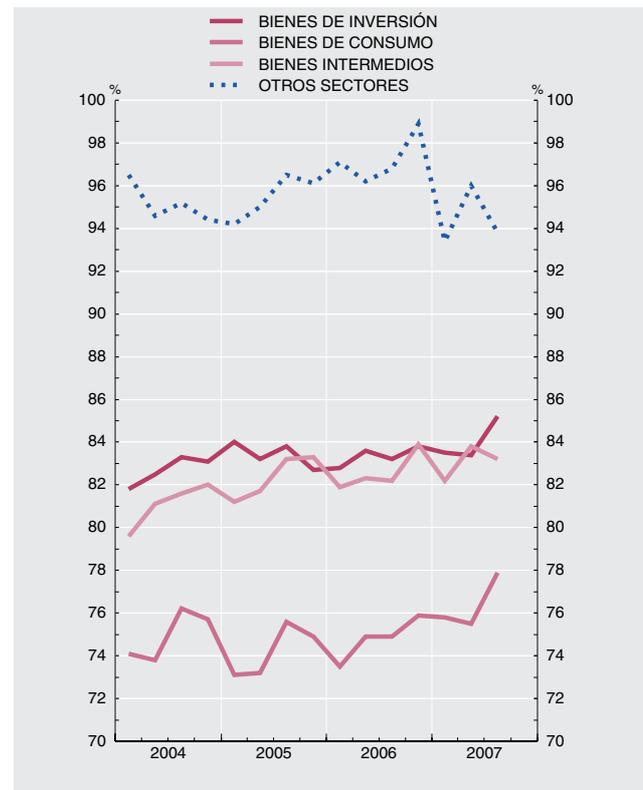
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
04	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
05	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
06	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
06 I-III	80,2	81,3	5	74,4	76,4	4	83,2	83,4	8	82,1	83,1	5	96,7	97,2	-	82,6
07 I-III	81,3	82,6	2	76,4	78,2	5	84,0	84,8	-2	83,1	84,3	1	94,4	95,3	-	84,5
05 I	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
II	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
III	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
IV	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
06 I	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
II	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
III	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
IV	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
07 I	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
II	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
III	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,2

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

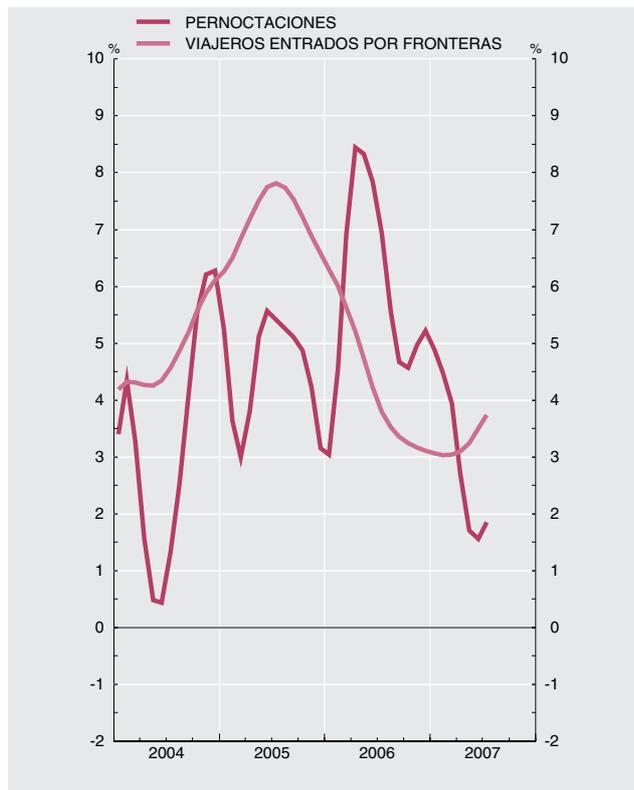
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

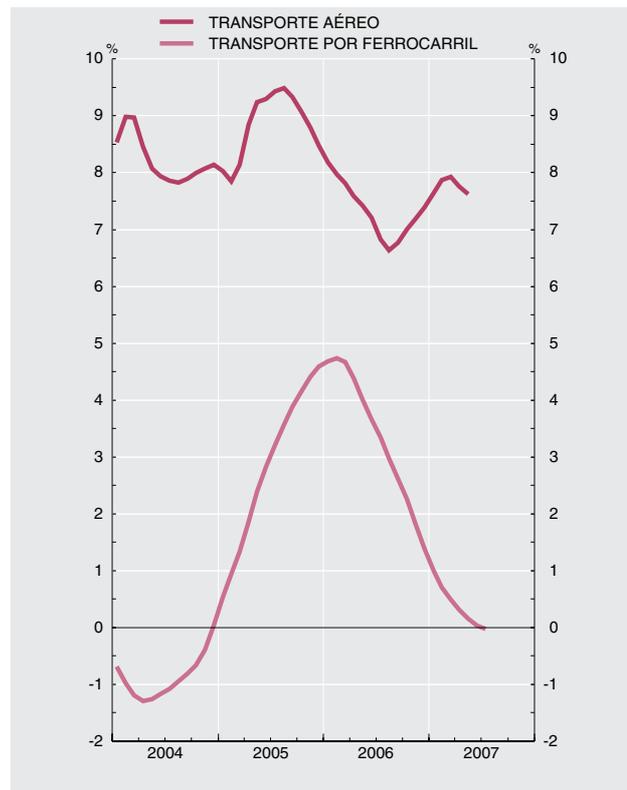
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
04	6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,1	
05	5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5	
06	5,9	6,2	6,2	6,5	3,8	4,3	3,1	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	1,3	2,0	-3,1	
06 E-J	P	7,0	8,5	7,8	9,2	4,3	5,0	3,2	7,2	6,9	7,5	-7,2	7,8	4,2	2,0	0,7
07 E-J	P	3,4	3,3	2,3	2,0	3,0	2,0	4,6	...	...	...	...	...	-0,0	...	
06 Abr		21,5	19,4	24,6	18,1	16,0	18,4	12,6	15,1	9,5	19,6	-16,2	37,8	4,3	-6,5	-22,1
May		4,5	8,4	5,7	8,9	7,3	7,2	7,5	6,9	5,4	8,0	-6,3	-2,4	5,2	1,7	7,9
Jun		8,0	11,4	9,9	12,0	0,7	5,3	-7,7	9,0	7,3	10,1	-6,8	14,1	-0,4	0,4	-0,2
Jul	P	4,8	6,1	8,6	10,4	-1,3	1,1	-5,8	4,0	1,7	5,5	-2,8	11,9	3,9	5,0	1,9
Ago	P	4,5	4,8	4,4	4,7	2,9	3,3	2,3	3,9	2,5	4,8	-2,5	9,5	3,5	2,0	6,2
Sep	P	3,4	2,6	2,8	2,6	3,2	4,9	0,1	6,0	4,3	7,2	-3,3	10,6	4,4	0,5	-12,3
Oct	P	4,8	2,8	3,9	1,3	2,9	3,6	1,6	6,4	8,7	4,8	-3,9	15,0	10,5	5,8	-13,6
Nov	P	4,8	2,7	5,5	4,0	3,4	1,4	6,0	6,6	8,3	5,0	2,4	7,7	-40,0	1,9	-7,5
Dic	P	5,4	1,7	7,0	4,6	4,1	1,8	6,7	9,2	10,2	8,3	3,2	29,8	8,1	-0,1	-10,0
07 Ene	P	5,1	8,3	3,4	4,9	3,9	4,0	3,8	6,7	6,2	7,2	5,6	5,3	0,3	-0,0	-2,0
Feb	P	3,8	7,4	3,2	5,4	1,3	4,4	-2,6	9,1	8,9	9,4	6,5	5,6	6,9	-2,0	-3,7
Mar	P	7,5	8,6	6,9	7,9	6,6	6,9	6,1	12,0	10,7	13,2	1,3	17,3	1,7	5,6	4,0
Abr	P	1,8	1,7	2,9	2,0	-0,8	-3,5	3,5	6,1	7,6	5,0	4,2	-0,8	4,3	0,8	8,5
May	P	0,7	-0,6	-0,7	-1,0	-3,0	-1,4	-6,0	6,8	8,4	5,6	9,1	...	...	-0,7	-4,3
Jun	P	5,4	3,5	2,2	0,5	7,9	4,8	14,3	...	...	...	...	...	...	-2,0	...
Jul	P	1,7	1,7	1,1	1,0	5,1	1,8	11,4	...	...	...	...	...	...	-1,9	...

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.

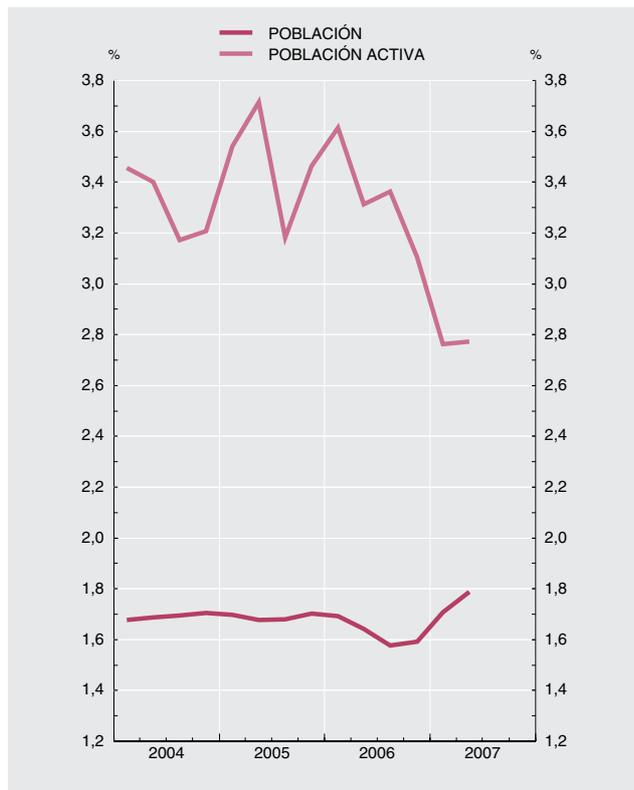
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ 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 (%)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
		1	2	3	(a)	5	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	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-II	36 866	605	1,7	58,14	21 433	1 435	703	732	3,5
07	I-II	37 510	645	1,7	58,72	22 026	1 187	757	430	2,8
04	IV	36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2
05	I	36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
	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
	II	37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	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)

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.

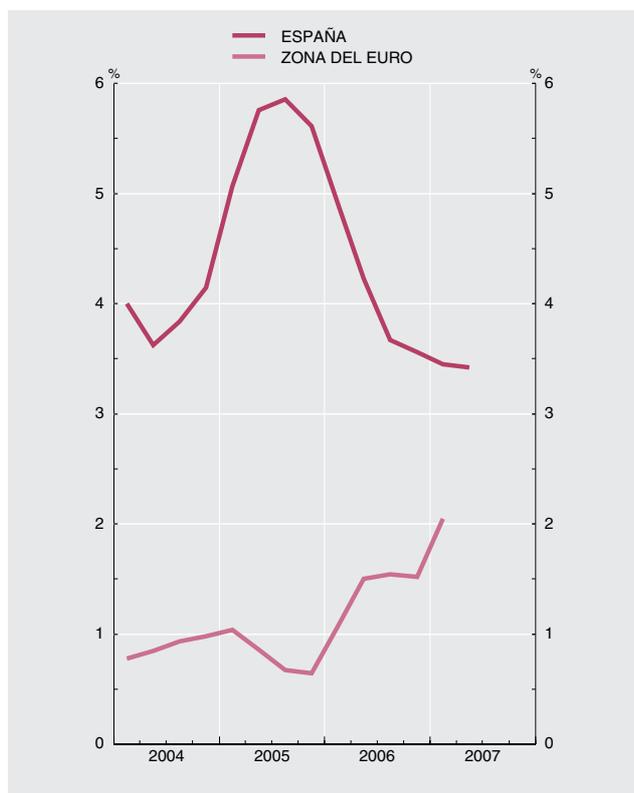
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

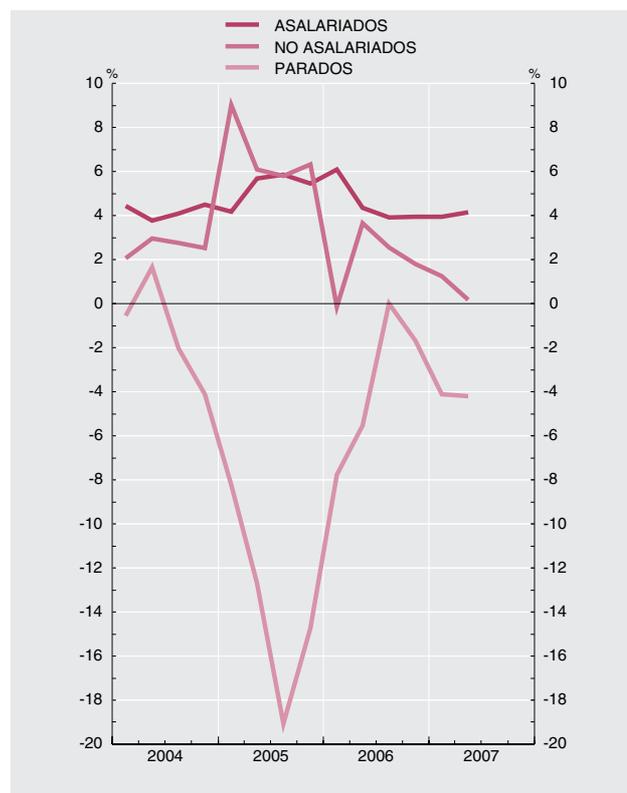
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9						
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	7,89
06 I-II	M	19 547	853	4,6	16 000	792	5,2	3 546	61	1,8	1 886	-135	-6,7	8,80	1,3	8,08
07 I-II	M	20 218	672	3,4	16 647	647	4,0	3 571	25	0,7	1 808	-78	-4,2	8,21	...	...
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
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
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
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	8,24
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	7,93
III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,5	7,78
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	7,60
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	7,24
II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	...	...

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)

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.

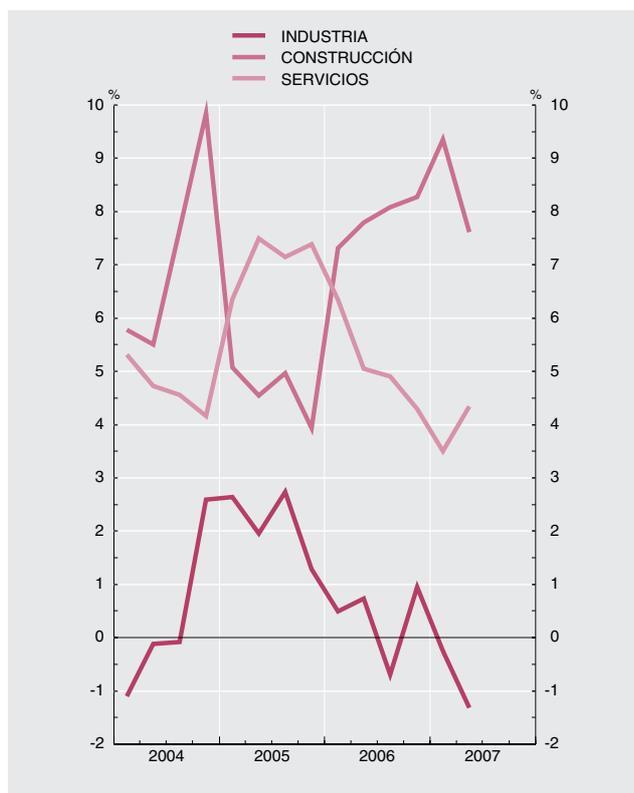
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

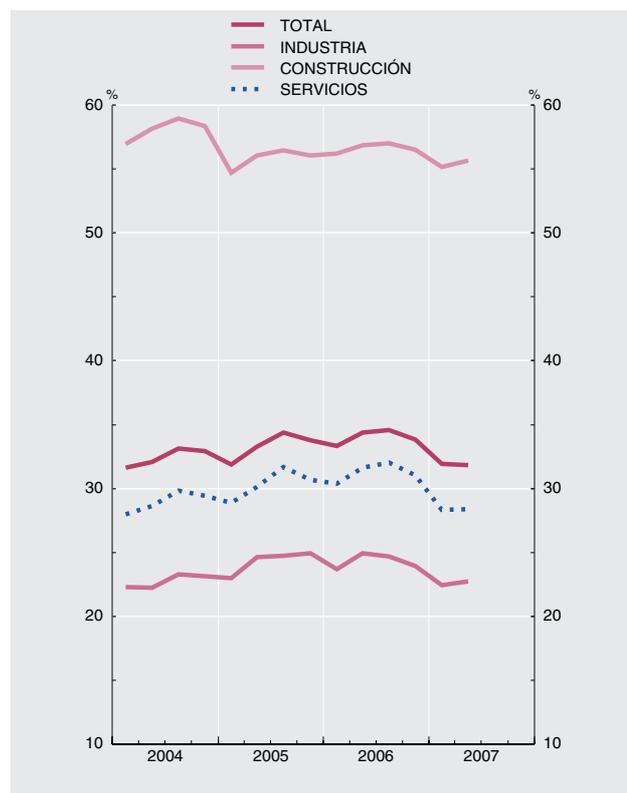
Tasas de variación interanual y porcentajes

		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-II	M	4,6	5,2	4,0	-3,1	4,2	-2,6	0,6	0,9	2,2	7,6	7,9	2,1	5,7	6,0	5,1	4,6	...	...
07 I-II	M	3,4	4,0	-5,8	-1,6	4,0	1,4	-0,8	-0,6	-7,2	8,5	9,6	-2,0	3,9	4,3	-8,5	3,8	...	...
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	...	...
07 II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8	...	...

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.

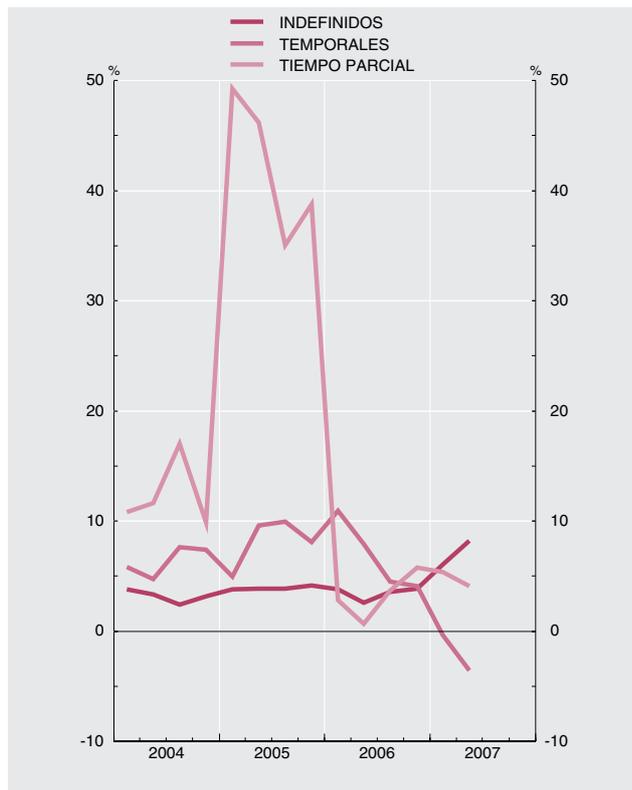
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

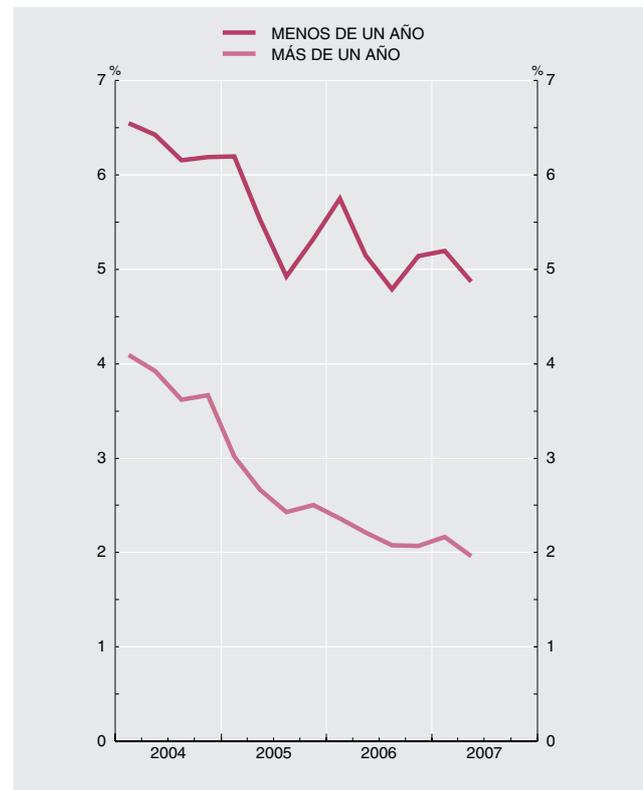
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados								
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)				
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año						
		Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
06 I-II	M	328	3,2	464	9,4	33,86	659	4,9	33	1,7	12,42	5,45	-3,9	2,29	-16,6	...	...	...
07 I-II	M	755	7,1	-108	-2,0	31,90	587	4,2	94	4,7	12,50	5,03	-5,0	2,06	-7,3	...	...	...
04 IV		308	3,2	340	7,4	32,94	524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38
05 I		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
05 II		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
05 III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
05 IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
06 II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
06 III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
06 IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...
07 II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	...	...	...

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)

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.

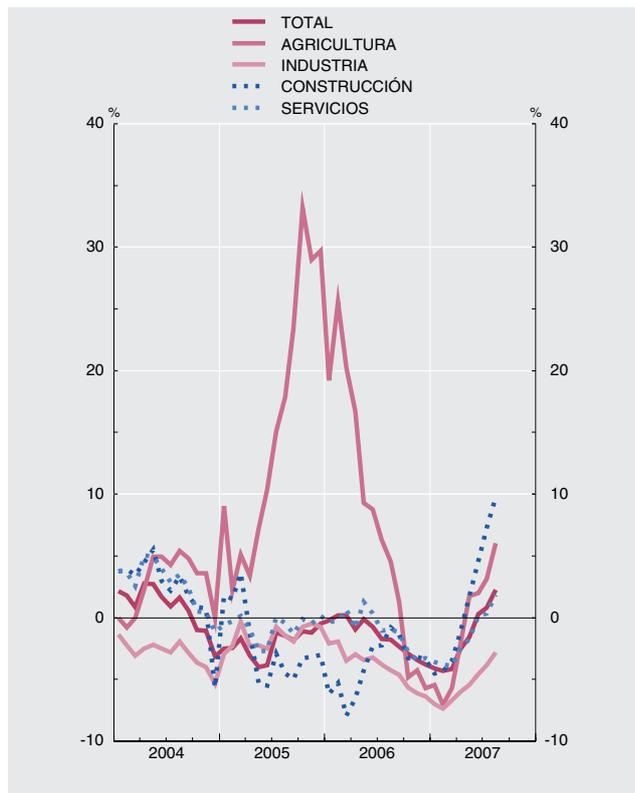
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

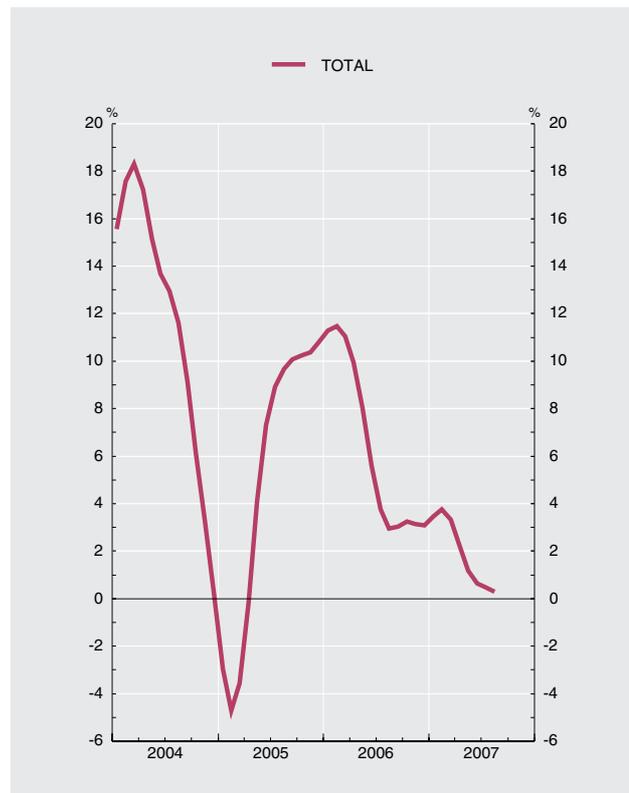
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
						Total	Agricultura	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-A	M	2 058	-13	-0,6	0,4	-0,8	13,6	-1,2	-3,1	-4,6	-0,1	1 498	8,9	10,64	22,51	89,36	1 441	8,0
07 E-A	M	2 022	-36	-1,8	-0,0	-2,0	-1,1	-2,0	-5,5	1,1	-1,7	1 533	2,3	11,96	22,84	88,04	1 480	2,7
06 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	
06 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	
06 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	
06 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	
06 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	
06 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	
07 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	
07 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	
07 Abr	2 023	-53	-2,5	0,3	-2,9	-2,2	-2,9	-6,0	-1,2	-2,5	1 386	6,3	12,19	22,84	87,81	1 360	7,1	
07 May	1 973	-31	-1,6	0,3	-1,8	1,8	-1,9	-5,4	1,8	-1,7	1 625	-0,7	11,71	22,90	88,29	1 587	-0,5	
07 Jun	1 966	6	0,3	3,0	-0,0	2,0	-0,1	-4,6	4,6	0,1	1 582	-4,4	11,27	23,39	88,73	1 529	-3,9	
07 Jul	1 970	15	0,8	2,1	0,6	3,2	0,5	-3,9	7,3	0,3	1 755	5,0	10,30	24,89	89,70	1 694	6,2	
07 Ago	2 028	45	2,2	2,2	2,3	6,1	2,1	-2,8	9,8	1,8	1 287	-2,7	9,91	22,51	90,09	1 249	-0,3	

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

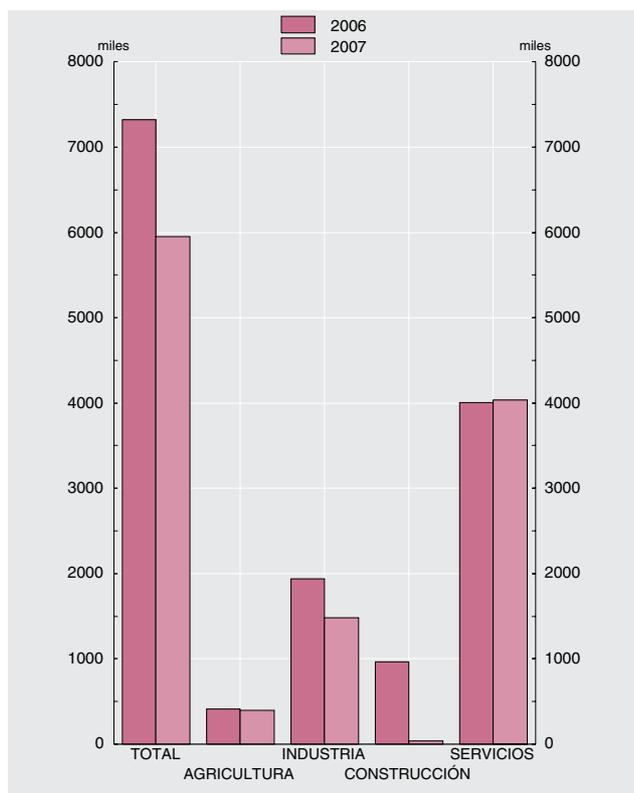
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

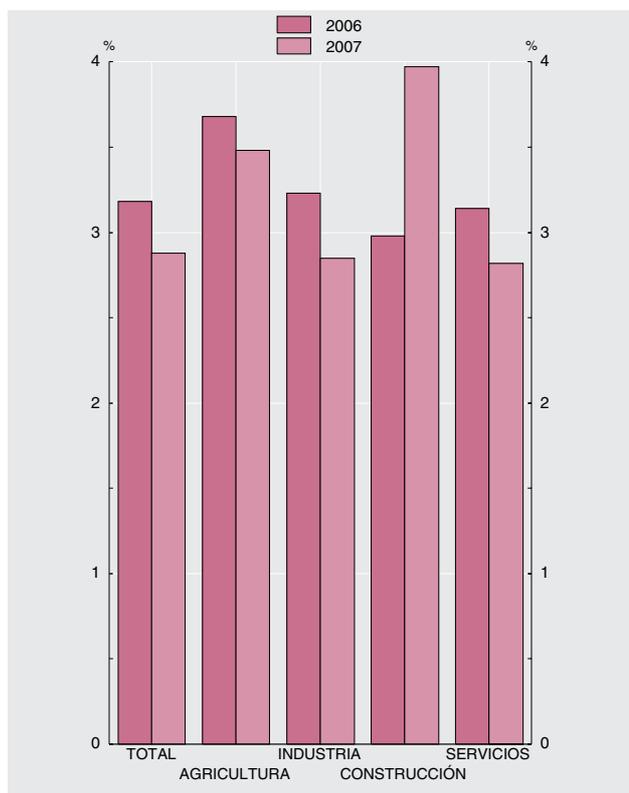
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	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
05	10 756	3,17	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
06	10 378	3,27	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
06 Feb	9 697	3,23	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
Mar	9 749	3,23	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
Abr	10 054	3,25	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
May	10 197	3,26	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
Jun	10 242	3,26	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
Jul	10 248	3,26	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
Ago	10 248	3,26	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
Sep	10 363	3,28	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
Oct	10 374	3,28	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
Nov	10 375	3,28	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
Dic	10 378	3,27	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
07 Ene	5 721	2,87	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
Feb	5 724	2,87	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
Mar	5 725	2,87	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
Abr	5 930	2,87	4 723	19	4 742	-1 630	354	1 108	34	3 245	2,88	3,11	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
May	5 930	2,87	4 723	45	4 767	-1 650	354	1 126	34	3 254	2,88	2,93	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
Jun	5 939	2,87	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
Jul	5 941	2,87	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-julio



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-julio



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

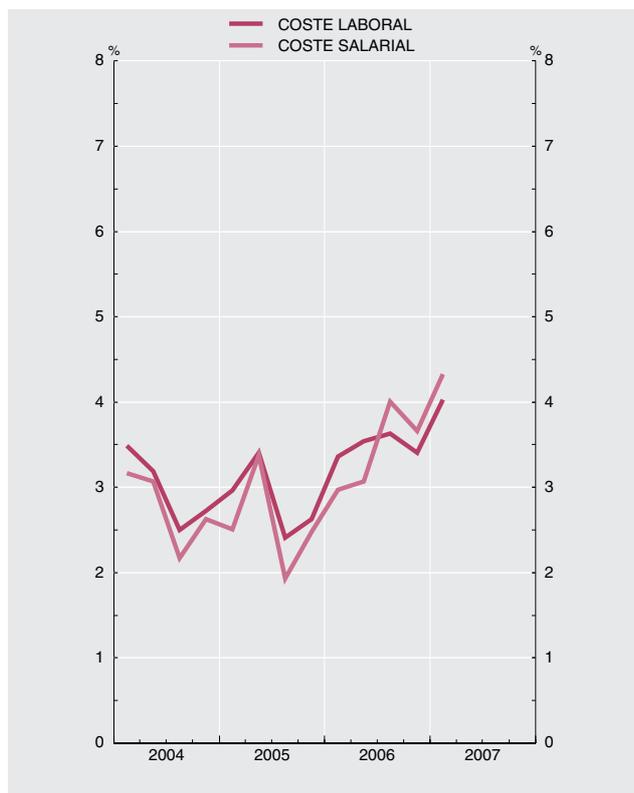
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

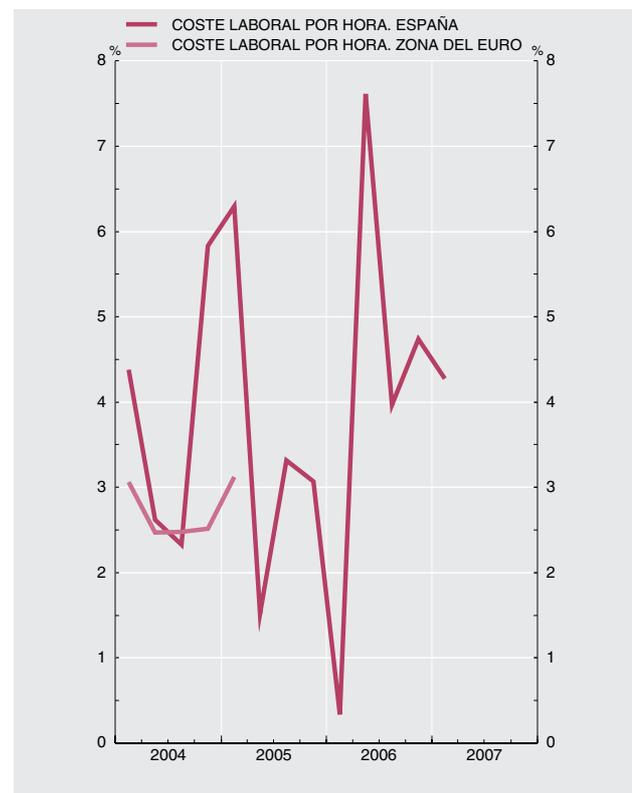
Tasas de variación interanual

		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.

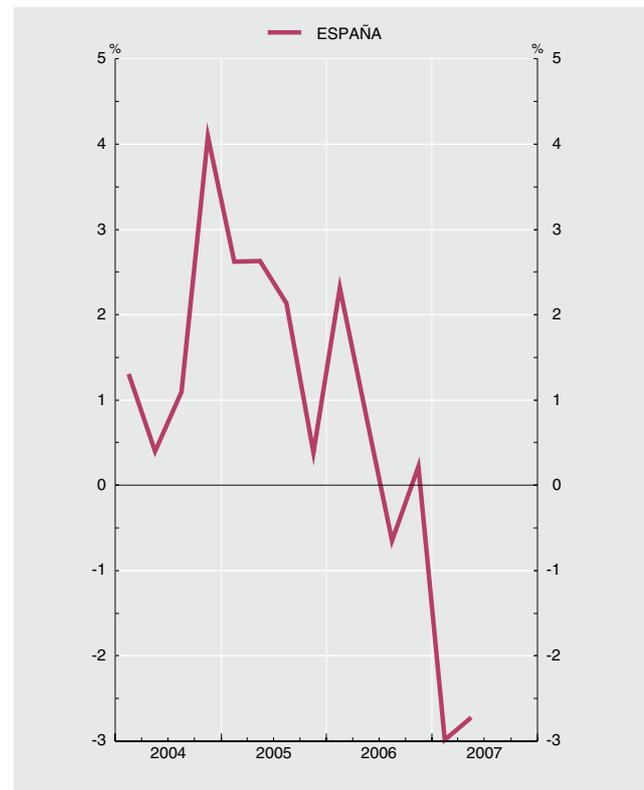
Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

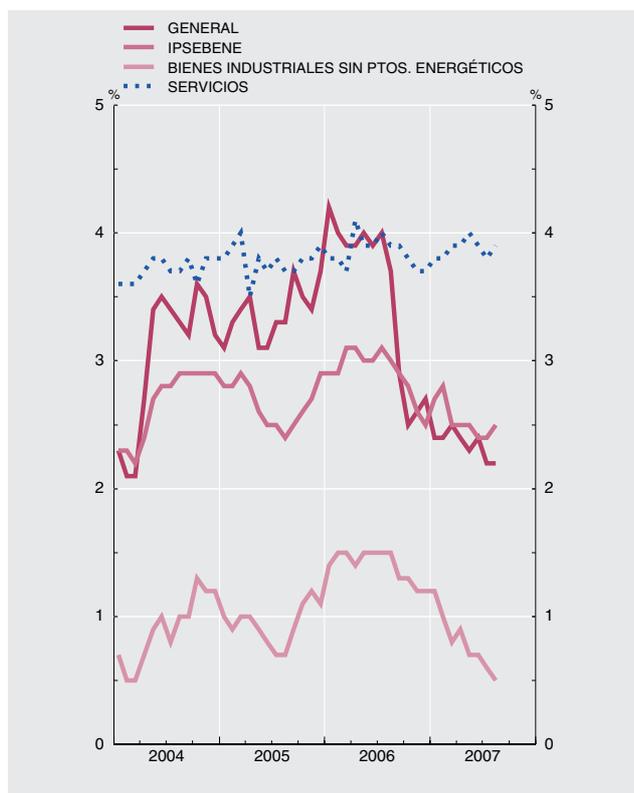
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

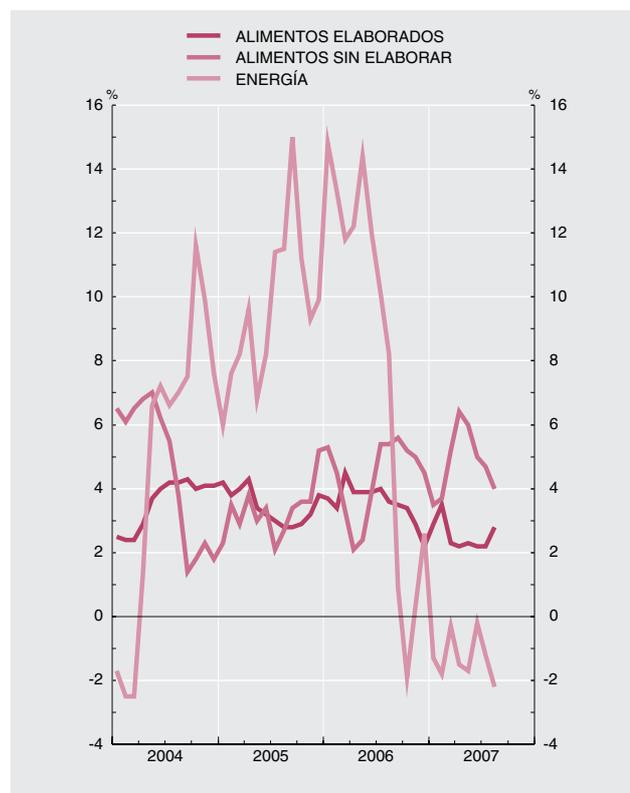
Índices y tasas de variación interanual

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

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

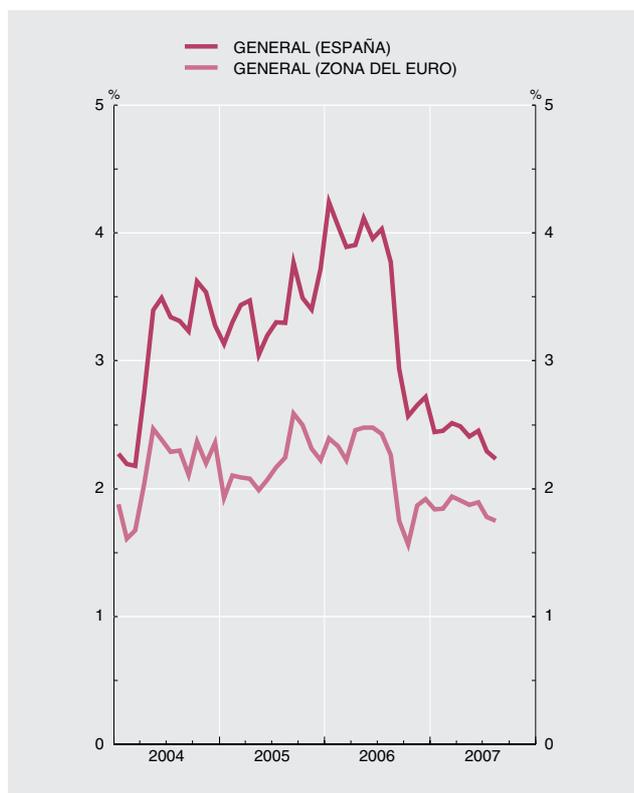
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

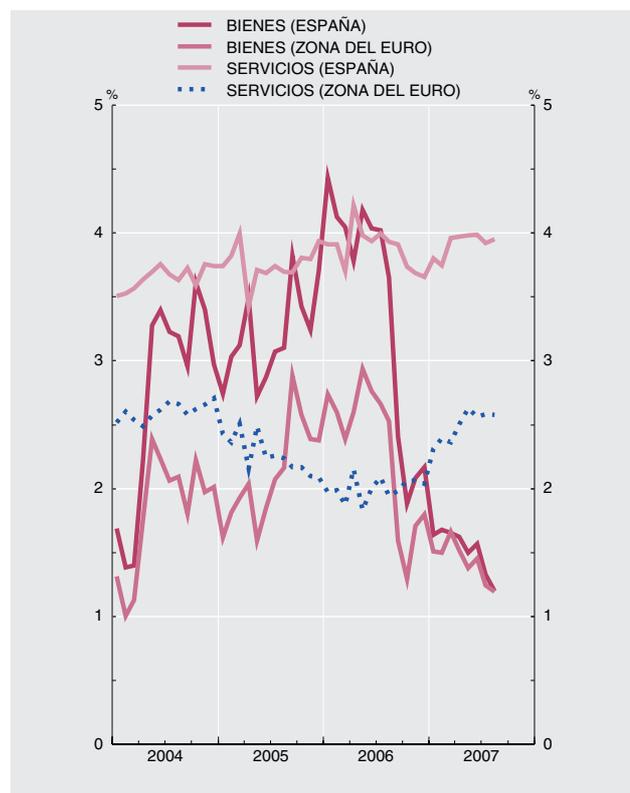
Tasas de variación interanual

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

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)

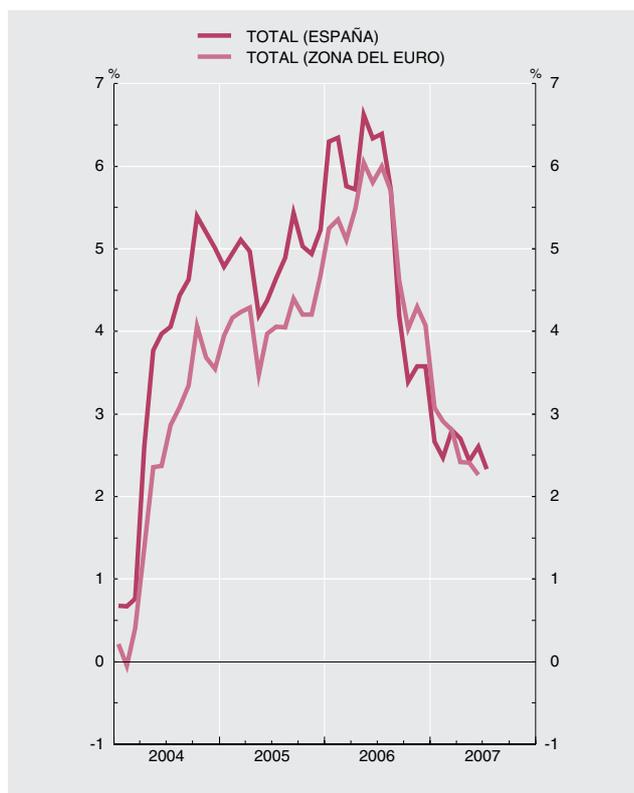
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

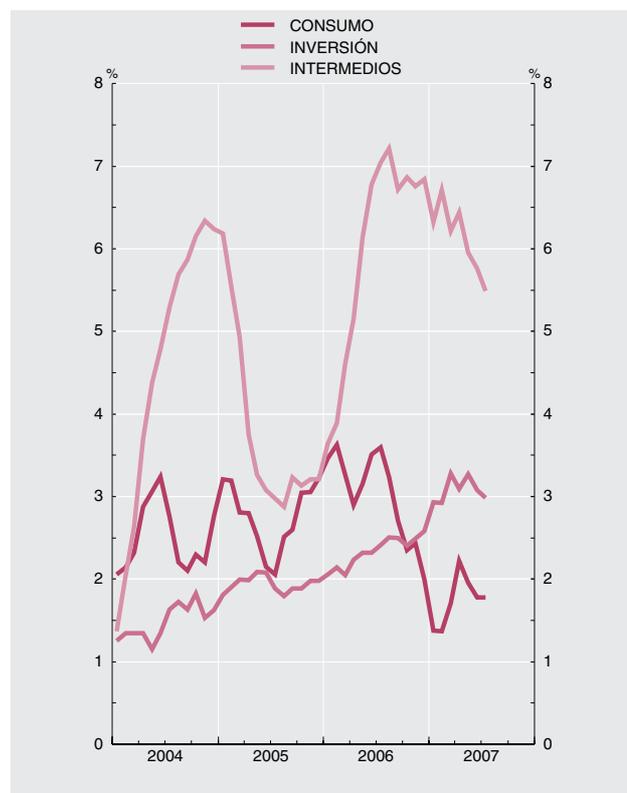
Tasas de variación interanual

		General (100%)		Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m ₁ ¹ (b)	T ₁₂ ¹	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
			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-J	MP	118,3	-	6,2	-	3,4	-	2,2	-	5,3	-	16,9	5,6	1,7	1,2	3,7	17,7
07 E-J	MP	121,3	-	2,6	-	1,7	-	3,1	-	6,1	-	-2,1	...	...	...	...	...
06 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	1,9	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	6,5	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	6,1	6,9
Dic	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,4	1,8	6,1	6,2
07 Ene	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,3	-1,1	3,1	1,5	2,0	6,2	1,7
Feb	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,2	6,7	-0,4	-2,5	2,9	1,6	2,1	6,0	1,1
Mar	P	120,9	0,6	2,8	0,3	1,7	0,4	3,3	0,4	6,2	1,2	-1,6	2,8	1,5	2,0	5,9	1,0
Abr	P	121,5	0,5	2,7	0,5	2,2	0,1	3,1	0,7	6,4	0,7	-2,6	2,4	1,7	2,0	5,8	-0,7
May	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,3	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,4	1,7	2,0	5,4	-0,2
Jun	P	122,3	0,2	2,6	0,1	1,8	-	3,1	0,2	5,8	0,6	-1,4	2,3	1,6	1,9	5,1	-0,6
Jul	P	122,7	0,3	2,3	0,2	1,8	-	3,0	0,1	5,5	0,9	-2,5	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

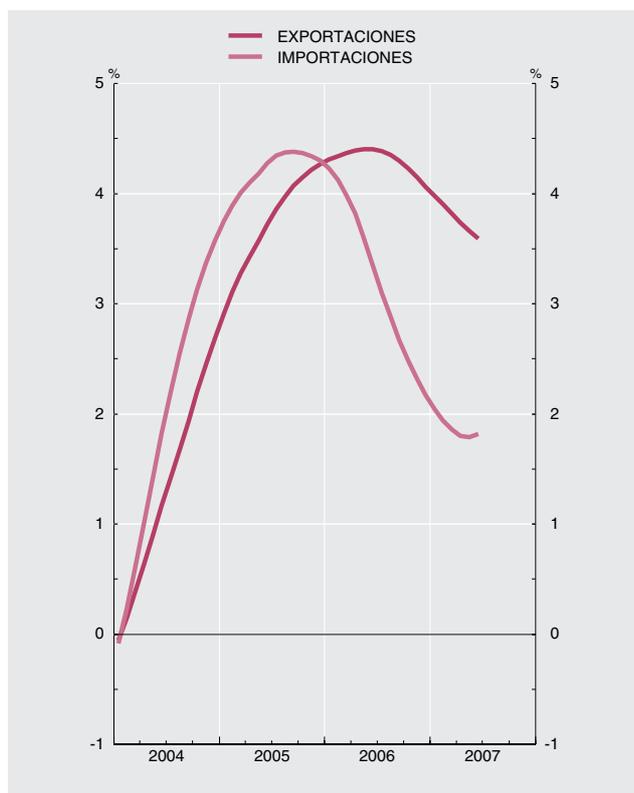
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

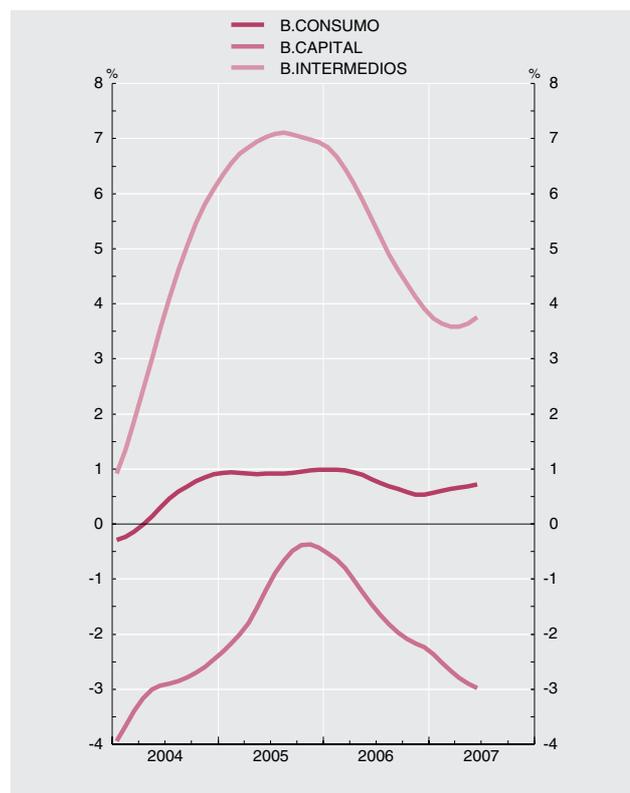
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones						
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
04	1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3		1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1		5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0		5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
06 E-J	4,5	2,4	5,5	6,0	23,9		5,0	5,6	0,7	-0,4	9,3	33,1	2,9
07 E-J	3,6	3,6	-0,2	4,3	-8,7		5,5	0,3	2,1	-3,3	0,1	-7,5	3,2
06 Ene	4,2	1,6	9,4	5,8	24,8		4,7	5,6	-6,5	-5,1	15,2	44,0	7,3
Feb	3,3	0,7	4,7	5,1	29,3		3,5	6,6	2,5	3,2	9,2	36,9	1,9
Mar	5,0	2,1	0,6	8,1	33,2		6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,2	1,9
Abr	4,8	1,9	6,8	6,6	25,0		5,4	7,4	3,2	-4,2	11,7	30,5	5,8
May	4,5	5,0	1,0	4,9	16,0		4,3	6,1	4,2	-0,6	8,2	35,1	1,0
Jun	5,3	3,3	10,3	5,6	15,3		5,5	1,7	-1,5	-3,2	4,2	24,7	-0,3
Jul	6,1	8,2	-0,3	6,2	22,4		5,5	1,1	0,5	-7,3	3,1	16,3	-0,5
Ago	5,7	4,2	8,6	6,5	17,7		6,1	2,3	-0,6	-0,5	4,0	18,1	-0,3
Sep	5,4	5,6	-4,6	7,1	14,9		7,0	0,8	2,4	-5,0	1,0	8,0	0,4
Oct	5,7	5,9	-4,0	7,2	14,6		7,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	8,9	3,2
Nov	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0		6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
Dic	3,9	2,1	8,3	4,7	-2,8		4,7	1,2	-2,2	4,1	2,1	7,7	0,5
07 Ene	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8		5,6	0,8	8,6	0,8	-3,2	-5,9	-1,2
Feb	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7		7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
Mar	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3		5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
Abr	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4		4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
May	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9		6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7		4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

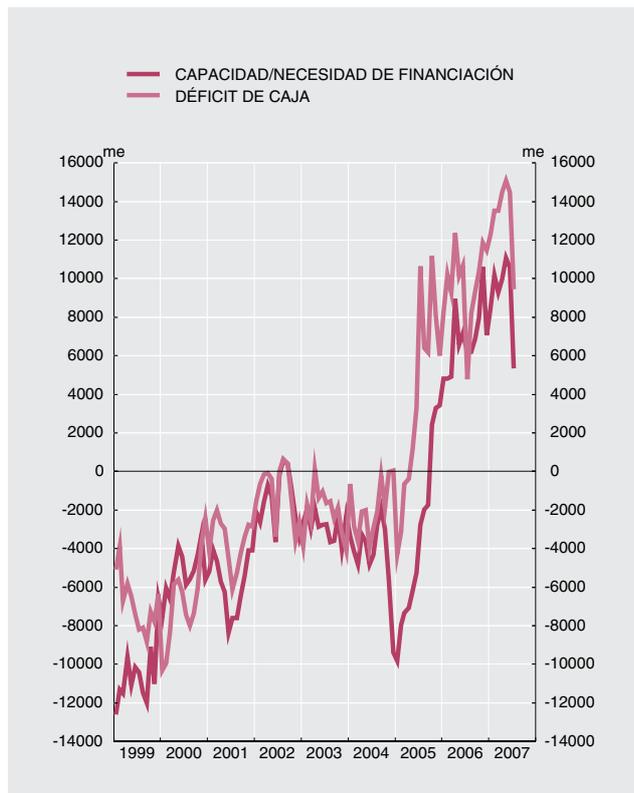
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

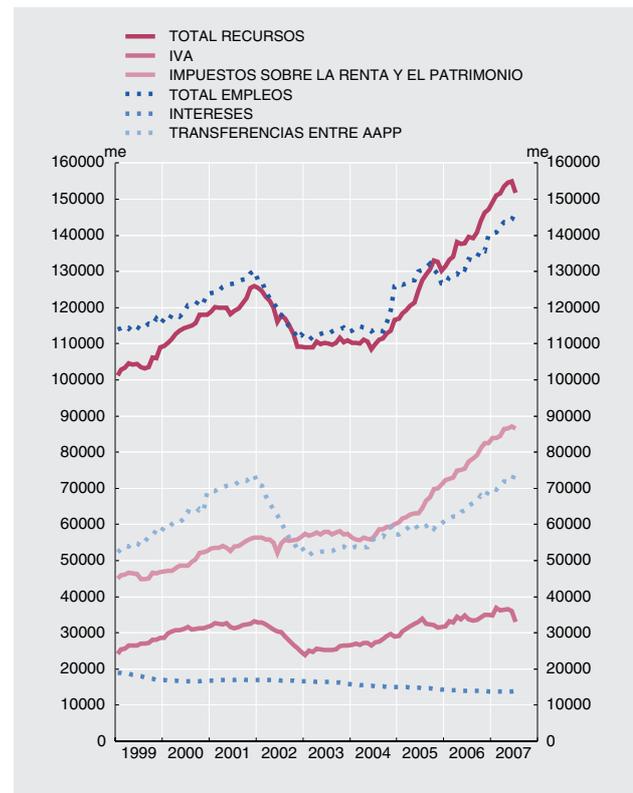
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
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	P 7 057	147 205	34 946	11 330	5 263	82 541	13 125	140 148	16 798	13 819	69 200	3 620	36 711	11 471	141 847	130 375
06 E-J	P 9 727	82 001	26 993	6 349	2 563	40 147	5 949	72 274	9 598	8 050	36 962	2 433	15 231	5 324	80 499	75 175
07 E-J	A 8 027	86 632	25 035	7 375	3 492	44 158	6 572	78 605	10 200	8 128	42 364	1 707	16 206	3 317	85 774	82 457
06 Oct	P 12 515	24 830	6 504	974	235	15 928	1 189	12 315	1 276	1 191	7 145	105	2 598	11 674	24 166	12 492
Nov	P -2 561	9 059	1 291	1 060	1 018	4 706	984	11 620	1 318	1 137	5 600	132	3 433	-1 517	8 512	10 030
Dic	P -14 594	10 761	287	979	893	5 869	2 733	25 355	2 196	1 133	8 863	2 054	11 109	-5 598	9 485	15 083
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
May	A -6 481	3 919	161	995	539	851	1 373	10 400	1 328	1 184	5 495	186	2 207	-5 286	3 423	8 709
Jun	A -8 282	4 162	21	1 115	311	1 077	1 638	12 444	2 309	1 159	5 684	248	3 044	-7 051	3 604	10 655
Jul	A 1 942	16 300	1 521	1 245	723	11 950	861	14 358	1 329	1 216	8 822	725	2 266	-852	16 648	17 500

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

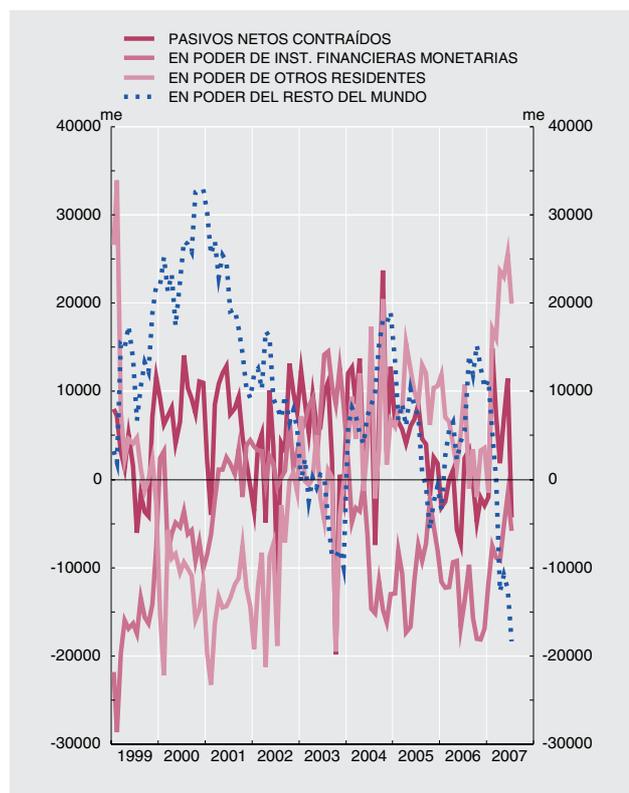
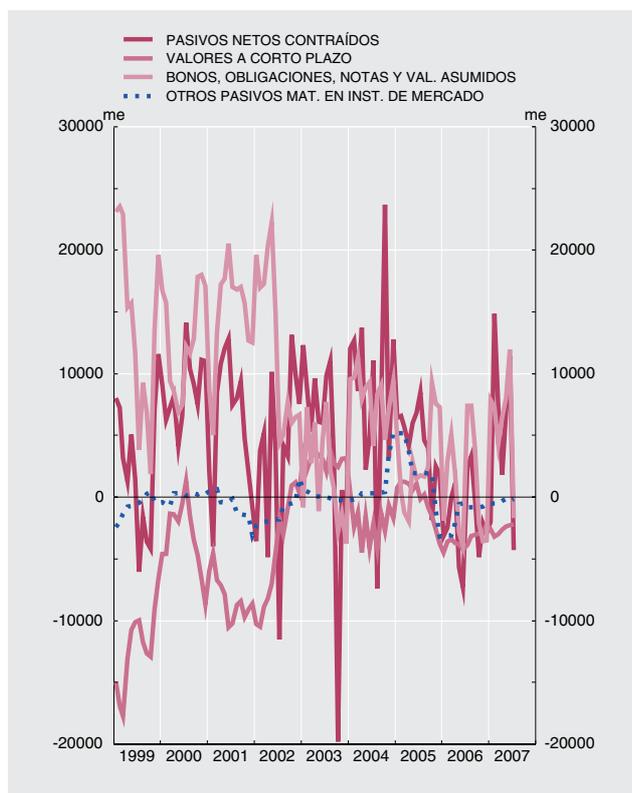
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
		Total	Depósitos en el Banco de España	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
				Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (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	-4 230	0	-1 956	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-575	8 019	8 524	-505	-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	2 600	-8 026	10 627	-758	-161
06	P 7 057	4 131	-200	-2 926	175	-2 198	-3 488	-486	-533	3 778	-13 283	-16 865	3 582	10 357	-6 704
06 E-J	P 9 727	7 971	-200	-1 756	1 178	-321	-4 476	-	-573	3 614	-9 257	-13 405	4 148	7 501	-5 370
07 E-J	A 8 027	4 920	299	-3 107	-29	-342	-2 688	-583	-194	700	18 094	-2 391	20 485	-21 201	-3 807
06 Oct	P 12 515	4 353	1	-8 162	5	-2 161	-7 024	-	20	1 003	-9 171	-3 460	-5 711	1 009	-9 165
Nov	P -2 561	2 023	-1	4 584	6	1 764	2 221	-	12	586	4 156	482	3 674	427	3 997
Dic	P -14 594	-11 017	0	3 577	9	-1 805	2 286	-486	13	3 568	4 226	-395	4 621	-648	9
07 Ene	A 2 894	-2 111	0	-5 005	9	1 628	-29	-	8	-6 611	-7 108	-2 688	-4 420	2 103	1 606
Feb	A 9 918	24 708	0	14 790	8	-3 064	3 148	-	-1	14 708	17 844	2 372	15 473	-3 054	83
Mar	A -5 951	-8 269	20	-2 318	4	2 220	686	-	7	-5 232	644	116	528	-2 962	2 913
Abr	A 13 987	8 121	6 773	-5 866	-11	-2 623	970	-583	21	-3 651	5 861	-3 075	8 936	-11 727	-2 215
May	A -6 481	-3 451	107	3 030	9	2 148	985	-	24	-127	2 287	3 749	-1 462	743	3 157
Jun	A -8 282	-2 856	-4 491	5 426	8	-2 681	6 512	-	-136	1 731	4 998	1 662	3 336	428	3 695
Jul	A 1 942	-11 222	-2 109	-13 164	-56	2 031	-14 960	-	-117	-118	-6 432	-4 526	-1 906	-6 732	-13 046

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

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



FUENTE: BE.

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

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

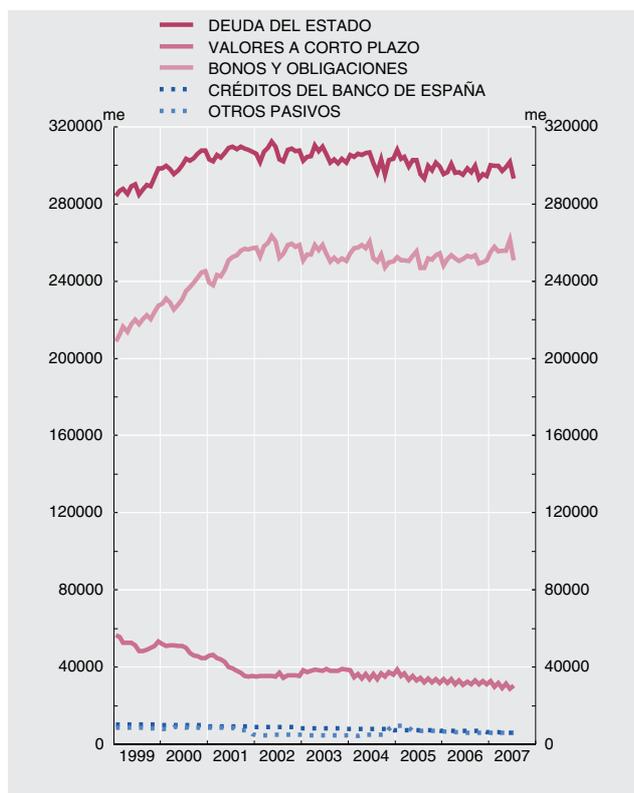
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:		
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual: En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalas prestados (saldo vivo)	
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	P	303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05	P	299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06	Sep	P 299 642	518	33 130	253 610	6 902	6 000	169 754	22 464	147 290	152 351	100	5 649
	Oct	P 293 134	523	31 106	249 106	6 902	6 020	163 622	21 017	142 605	150 529	100	5 645
	Nov	P 295 340	516	32 762	249 643	6 902	6 033	162 670	21 792	140 878	154 462	100	5 960
	Dic	P 294 332	515	31 687	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 299 862	382	31 834	255 553	6 416	6 060	176 083	23 783	152 300	147 563	120	5 681
	Abr	A 297 000	381	29 191	255 895	5 832	6 081	184 612	23 439	161 174	135 826	6 893	5 718
	May	A 299 174	382	31 340	255 896	5 832	6 105	186 043	23 439	162 604	136 570	7 000	5 716
	Jun	A 301 746	386	28 640	261 304	5 832	5 969	188 394	23 535	164 859	136 887	2 508	6 166
	Jul	A 293 158	386	30 511	250 962	5 832	5 852	186 493	23 384	163 110	130 048	399	...

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

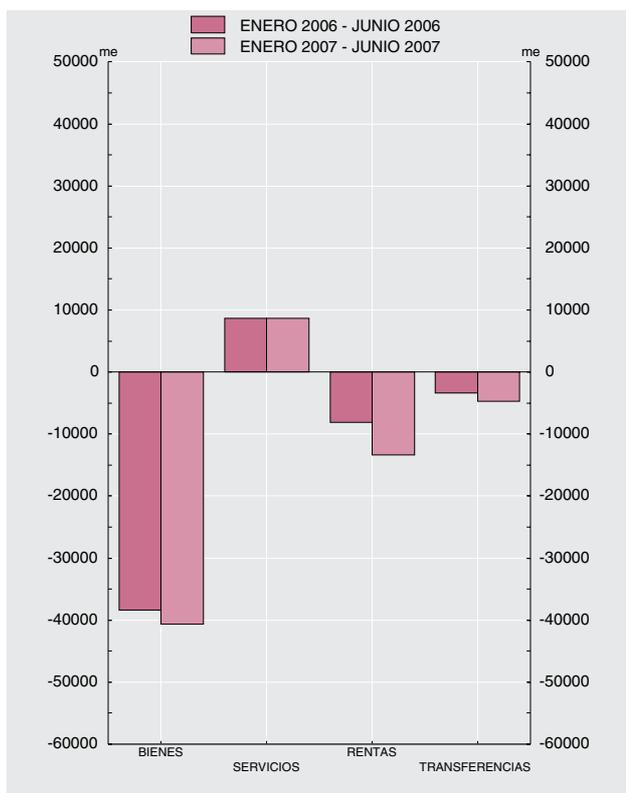
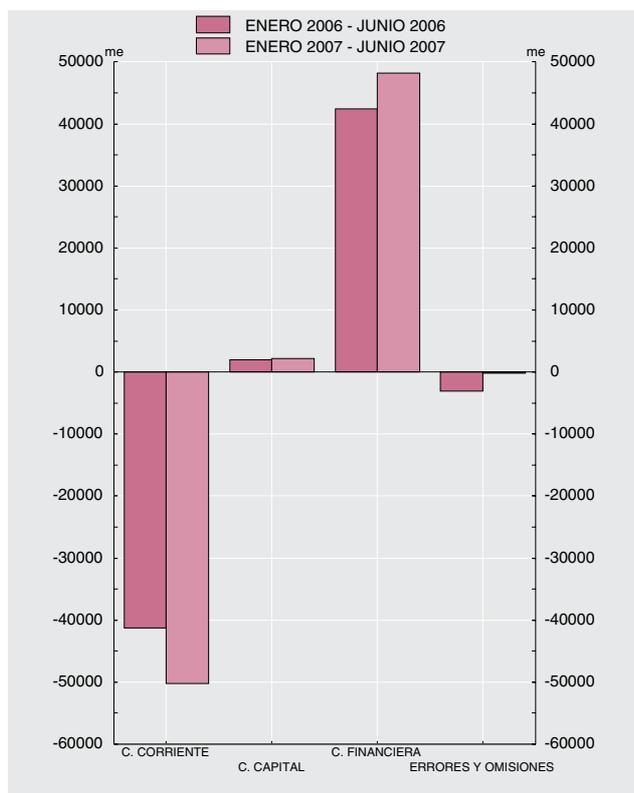
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- rencias 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						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
													6						7	8	9
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)		
04	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885	
05	-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	
06	-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	
06 E-J	P -41 267	-38 359	87 349	125 708	8 611	38 385	17 354	29 773	5 693	-8 166	18 390	26 556	-3 353	1 935	-39 331	42 417	-3 086	
07 E-J	P -50 203	-40 687	93 116	133 802	8 620	41 538	17 977	32 918	6 127	-13 412	23 395	36 807	-4 724	2 156	-48 046	48 228	-182	
06 Mar	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	
06 Abr	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	
06 May	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	
06 Jun	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	
06 Jul	P -8 445	-6 453	13 789	20 242	3 116	8 658	4 936	5 542	1 334	-4 200	2 957	7 156	-908	572	-7 873	8 039	-167	
06 Ago	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	
06 Sep	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	
06 Oct	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	
06 Nov	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	
06 Dic	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	
07 Ene	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	
07 Feb	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	
07 Mar	P -7 885	-6 774	16 599	23 373	1 130	6 856	2 814	5 726	1 076	-2 226	3 823	6 049	-14	102	-7 783	7 292	491	
07 Abr	P -8 851	-6 944	14 539	21 483	1 140	6 542	2 717	5 402	996	-2 120	3 834	5 954	-927	276	-8 575	6 468	2 107	
07 May	P -8 181	-7 045	16 279	23 324	2 151	7 415	3 358	5 264	779	-2 693	3 271	5 964	-594	244	-7 937	8 400	-464	
07 Jun	P -7 683	-7 451	16 363	23 814	2 429	8 442	4 124	6 013	1 252	-2 483	5 870	8 353	-178	102	-7 581	9 042	-1 461	

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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

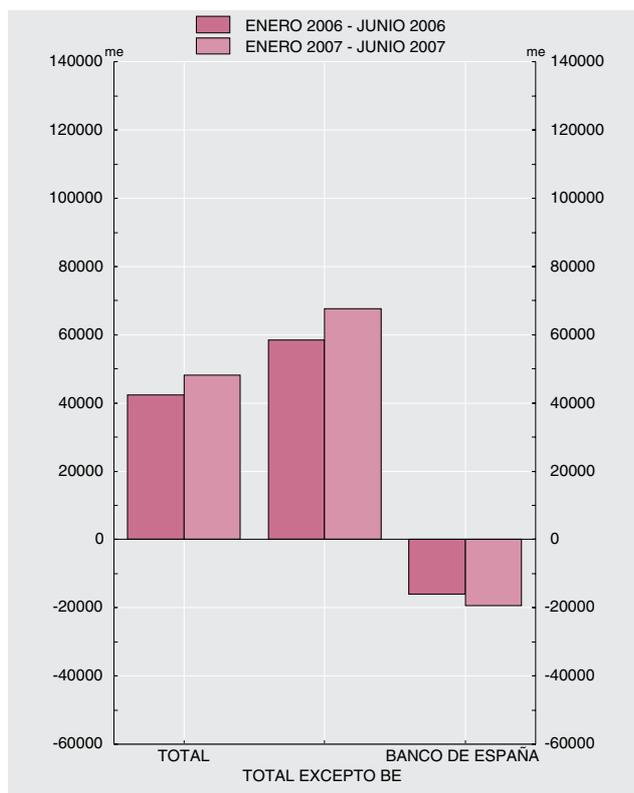
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

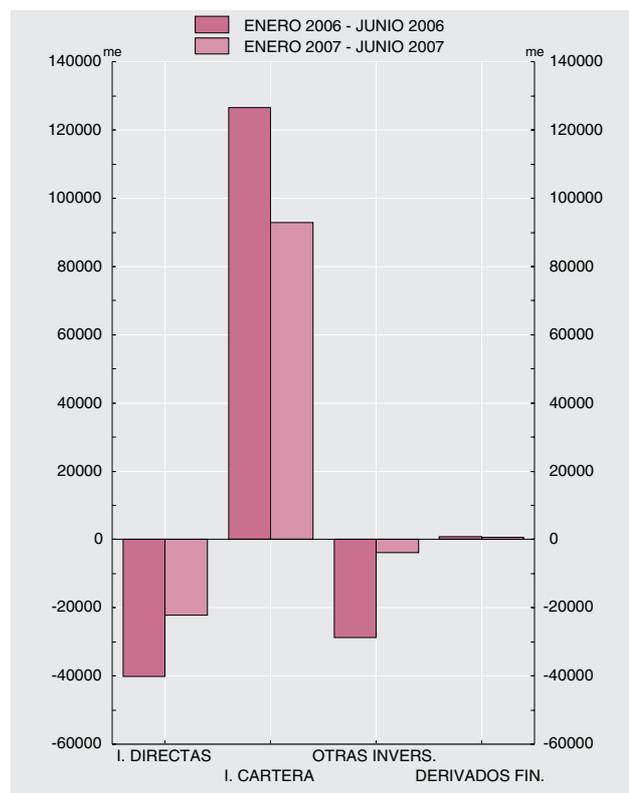
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
																1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+15+16	14	15	16
04	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05	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
06	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
06 E-J	P 42 417	58 394	-40 156	46 558	6 402	126 641	-1 166	125 475	-28 840	38 852	10 013	750	-15 977	127	-15 161	-944
07 E-J	P 48 228	67 621	-22 249	33 672	11 423	92 963	18 217	111 180	-3 787	35 849	32 061	694	-19 393	-311	-11 339	-7 743
06 Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
07 Ene	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
Feb	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
Mar	P 7 292	6 518	-4 662	2 483	-2 179	18 410	5 597	24 007	-7 622	19 297	11 675	392	774	-33	2 645	-1 838
Abr	P 6 468	20 239	-6 340	12 778	6 438	18 014	932	18 946	7 472	-13 089	-5 617	1 093	-13 771	-17	-12 813	-941
May	P 8 400	6 564	-9 661	11 760	2 099	9 722	5 364	15 086	7 987	4 585	12 572	-1 484	1 836	-29	3 622	-1 756
Jun	P 9 042	10 692	-885	1 627	743	12 394	1 260	13 654	-801	8 449	7 648	-16	-1 650	-308	321	-1 663

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

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

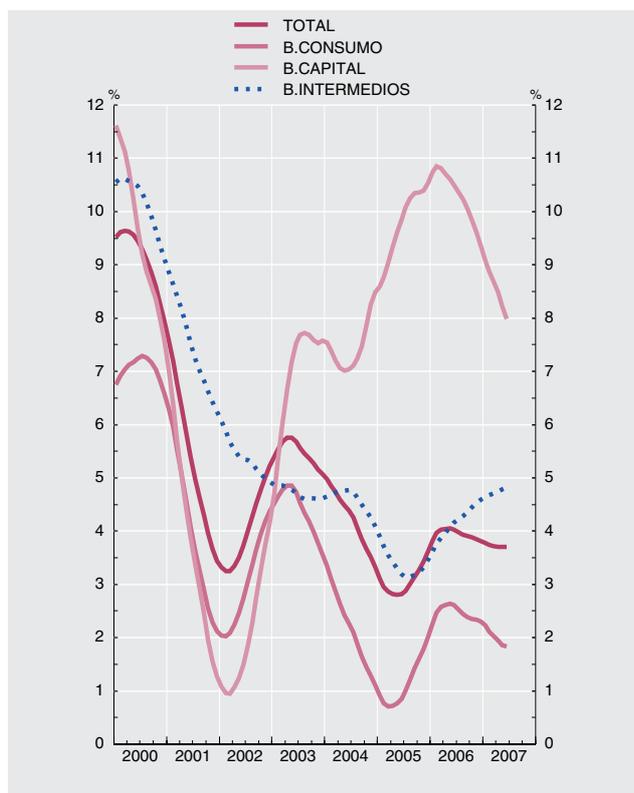
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Del cual: Estados Unidos
02	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
03	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
04	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
05	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
06	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
06 May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
07 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Abr	14 399	9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,0	8,1	10,1	4,8	-12,0	45,0	42,2	-4,6
May	16 019	3,5	0,2	-5,9	1,6	4,6	-6,2	5,1	4,4	3,4	5,6	2,5	-22,1	-11,0	-14,4	-10,9
Jun	16 110	6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	2,3	3,0	4,2	24,3	14,2	22,0	14,4

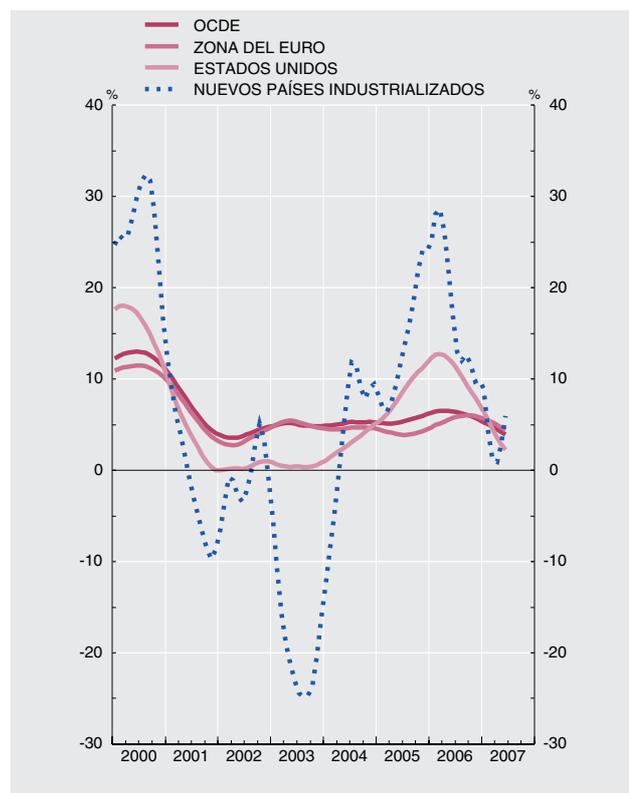
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

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

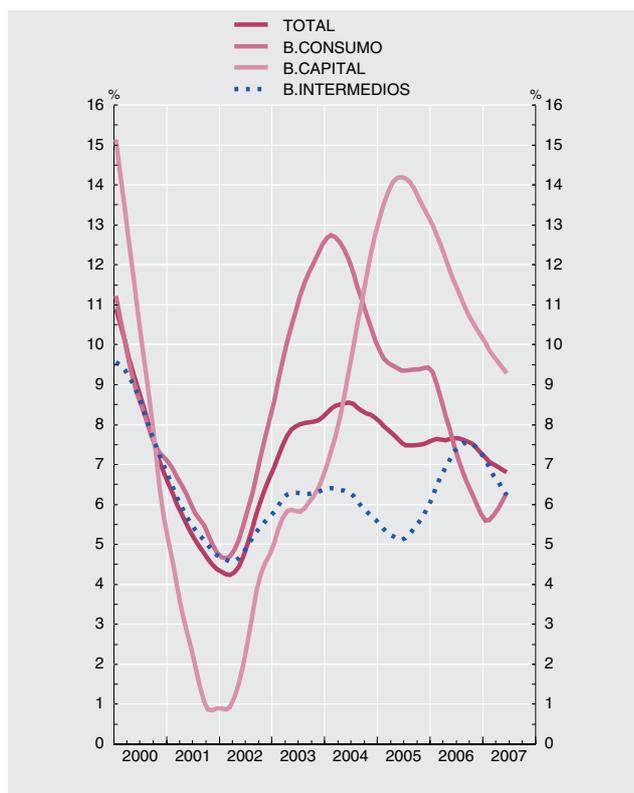
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Estados Unidos
02	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6
05	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
06	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
06 May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
07 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Abr	22 059	10,0	12,3	10,6	9,3	13,5	1,9	16,4	12,1	12,3	13,3	11,8	11,6	-11,3	5,5	-1,9
May	23 943	4,1	6,8	-0,1	17,6	8,0	6,4	8,4	5,6	5,3	7,5	6,5	18,0	-10,0	-26,2	-10,6
Jun	24 426	6,8	3,6	7,2	6,2	1,4	1,0	1,5	6,7	6,2	6,2	6,3	18,1	-2,4	3,3	13,7

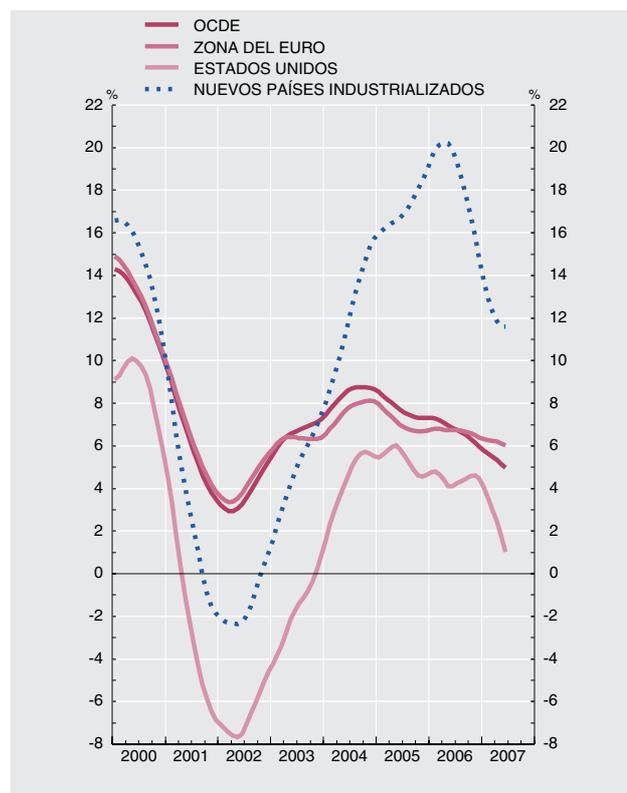
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

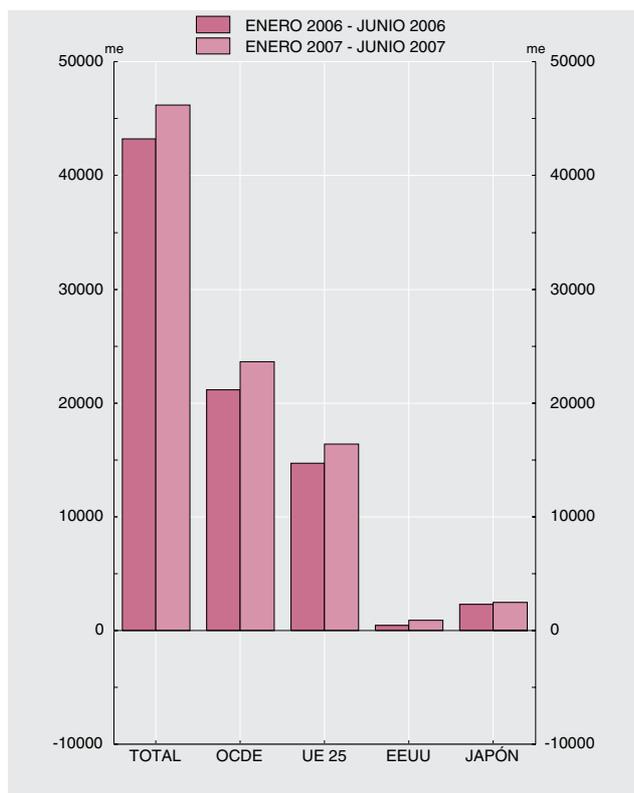
7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

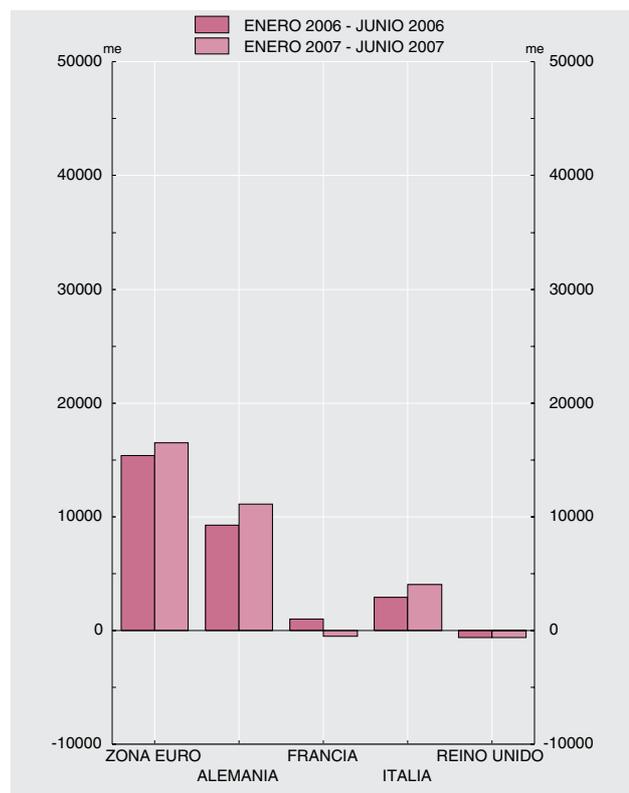
Millones de euros

	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		
01	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176		
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176		
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600		
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104		
05	-77 950	-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		
06	-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		
06 E-J	-43 213	-15 646	-14 688	-15 404	-9 270	-1 010	-2 923	645	72	-21 166	-468	-2 268	-8 758	-1 393	-2 283		
07 E-J	-46 216	-17 248	-16 384	-16 503	-11 134	510	-4 045	633	-514	-23 612	-887	-2 459	-7 602	-1 293	-2 269		
06 Jun	-7 685	-3 060	-2 923	-3 136	-1 594	-597	-475	194	19	-4 015	28	-421	-1 560	-207	-476		
Jul	-7 177	-2 676	-2 675	-2 716	-1 563	-101	-680	-19	60	-3 540	-209	-336	-1 549	-118	-359		
Ago	-8 078	-2 856	-2 773	-2 708	-1 491	-165	-483	-68	3	-3 752	2	-326	-1 716	-123	-301		
Sep	-7 647	-2 359	-2 256	-2 251	-1 396	-83	-460	-5	-0	-3 437	-43	-372	-1 476	-429	-322		
Oct	-8 402	-2 612	-2 481	-2 582	-1 597	93	-672	97	4	-3 939	-95	-455	-1 601	-582	-439		
Nov	-8 775	-3 075	-2 890	-2 844	-1 642	65	-898	87	-134	-4 392	-202	-375	-1 336	-531	-476		
Dic	-6 396	-2 961	-2 807	-2 709	-1 483	-209	-606	-78	-20	-3 565	37	-361	-1 422	84	-405		
07 Ene	-7 624	-2 214	-1 825	-1 918	-1 456	112	-438	150	-57	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-354		
Feb	-6 889	-2 374	-2 316	-2 375	-1 756	167	-605	145	-86	-3 338	-80	-401	-1 206	-180	-341		
Mar	-7 804	-2 837	-2 799	-2 826	-1 840	170	-642	183	-156	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-355		
Abr	-7 660	-3 344	-3 257	-3 061	-1 908	-68	-749	-113	-83	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-285		
May	-7 924	-2 863	-2 679	-2 718	-1 974	153	-714	81	-42	-4 191	-269	-407	-1 268	-192	-394		
Jun	-8 316	-3 617	-3 508	-3 606	-2 199	-24	-897	188	-90	-4 529	73	-410	-1 463	-111	-540		

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.

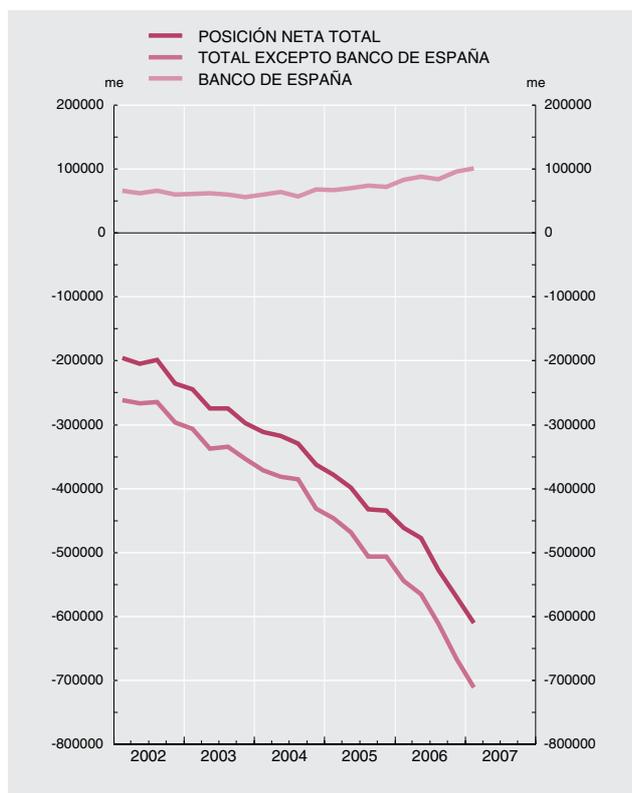
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

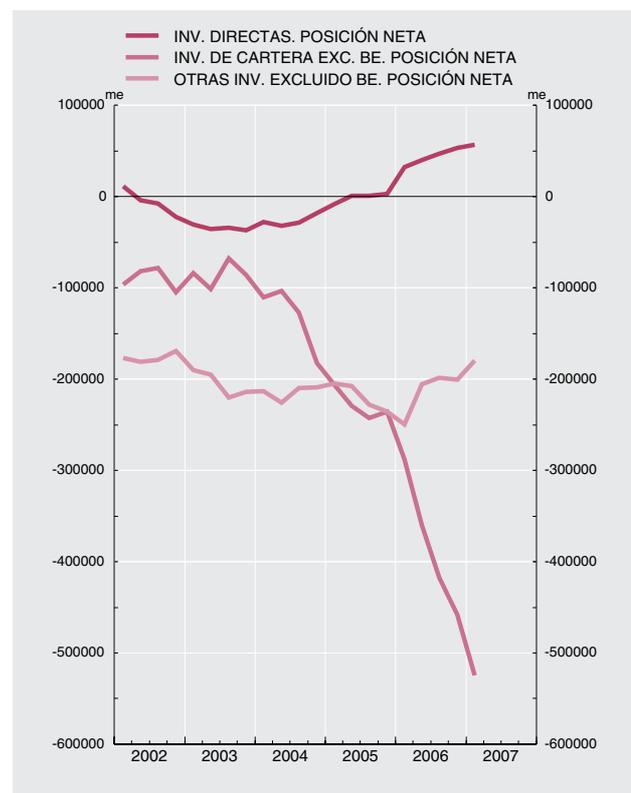
Saldos a fin de periodo en mm de euros

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	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16
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	-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	-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	-378,6	-445,9	-8,1	287,3	295,4	-232,7	366,5	599,2	-205,1	240,3	445,4	-	67,3	13,3	25,2	28,8
II	-398,2	-468,6	0,5	298,8	298,3	-261,4	390,8	652,2	-207,6	255,7	463,3	-	70,4	13,7	22,0	34,7
III	-432,3	-506,3	0,4	302,8	302,4	-278,9	417,7	696,6	-227,9	255,5	483,4	-	74,0	14,0	21,2	38,7
IV	-434,3	-506,5	2,6	317,0	314,4	-273,6	454,7	728,4	-235,5	269,1	504,6	-	72,2	14,6	17,1	40,5
06 I	-461,5	-544,5	32,2	348,6	316,4	-327,1	476,7	803,8	-249,6	286,2	535,8	-	83,0	15,4	26,8	40,8
II	-477,2	-565,0	40,0	360,7	320,7	-399,2	444,3	843,5	-205,8	301,4	507,2	-	87,8	14,6	32,4	41,0
III	-527,4	-611,2	46,7	375,6	328,9	-459,1	447,7	906,8	-198,8	316,5	515,3	-	83,8	15,0	25,2	43,4
IV	-569,7	-665,7	53,0	386,6	333,6	-508,9	455,7	964,6	-201,0	328,4	529,4	-8,8	96,0	14,7	29,4	52,0
07 I	-610,5	-711,2	56,4	392,9	336,5	-577,5	463,5	1041,0	-179,9	363,8	543,7	-10,2	100,8	14,0	31,9	54,9

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

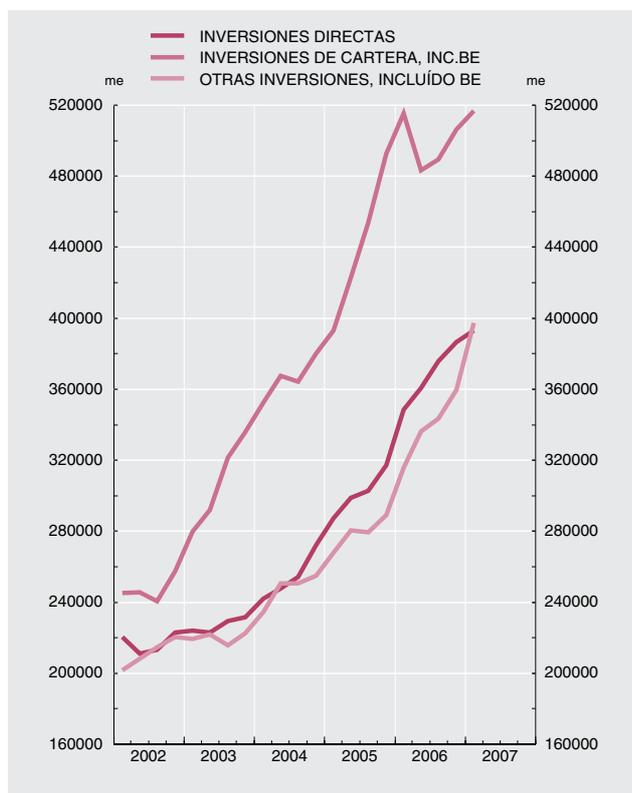
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

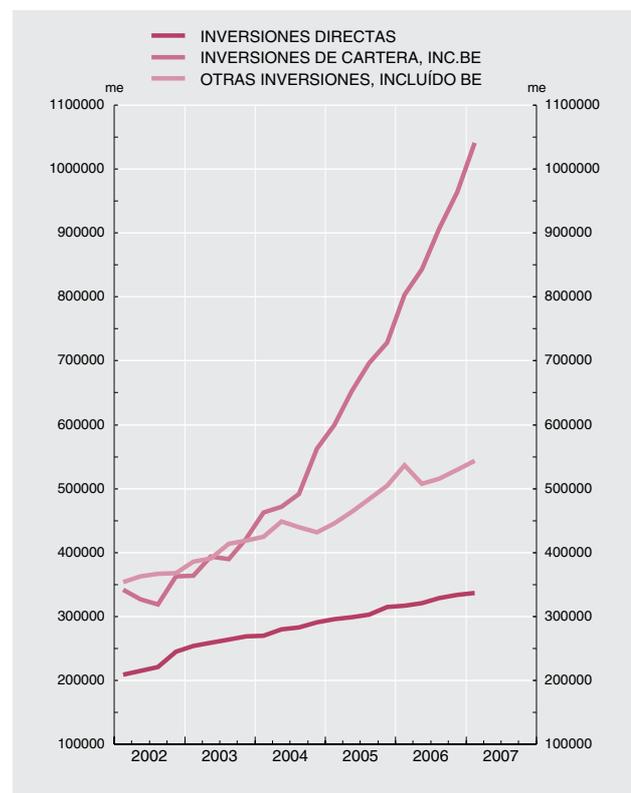
Saldos a fin de periodo en millones de euros

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

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

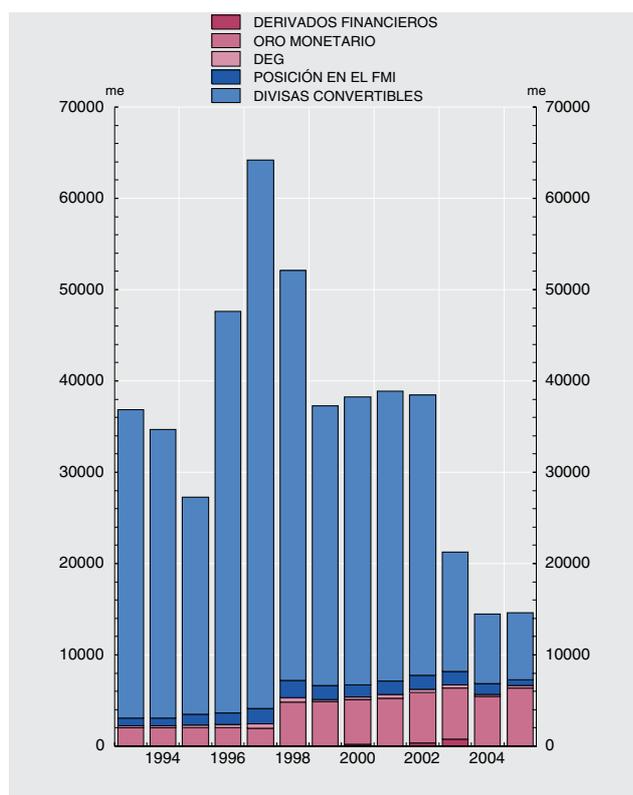
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

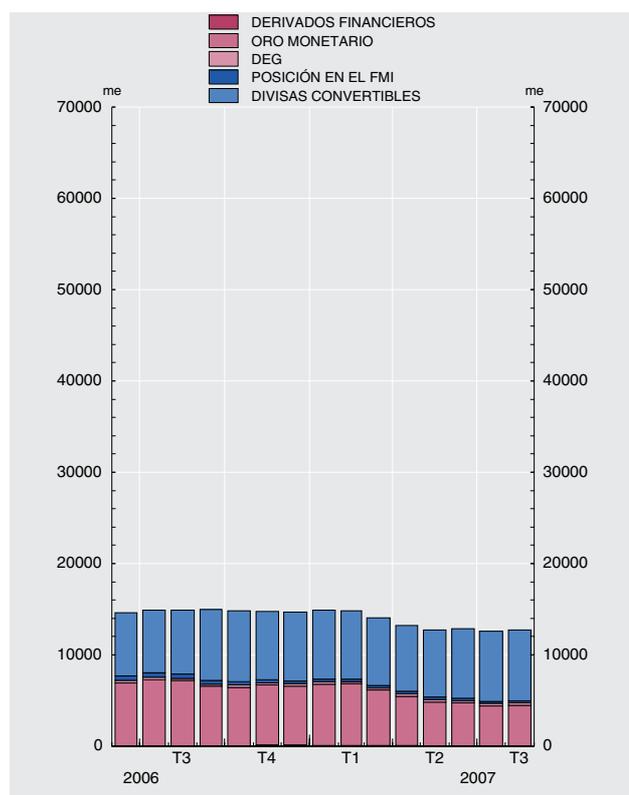
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
01	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06							
Mar	15 377	7 544	405	258	7 101	69	14,7
Abr	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7
May	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7
Jun	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
Jul	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
Ago	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
Sep	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
Oct	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
Nov	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
Dic	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07							
Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
May	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1

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	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
03 //	716 455	185 291	2 963	267	169 875	12 185	-	344 968	323	170 814	50 093	123 739
///	744 144	177 307	3 290	1 780	160 058	12 179	-	367 992	353	183 340	54 498	129 801
IV	775 767	174 827	4 312	335	157 552	12 628	-	379 423	326	187 752	61 652	129 693
04 /	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485
//	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676
///	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
05 /	958 111	204 861	2 513	1 024	183 038	18 286	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
//	1 038 147	213 963	2 110	437	194 059	17 358	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
///	1 080 413	213 393	3 088	1 424	191 719	17 162	-	517 879	400	267 902	150 727	101 776
IV	1 144 535	213 435	2 465	65	192 798	18 107	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
06 /	1 238 023	214 097	4 628	11	191 300	18 157	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
//	1 258 059	213 360	3 620	345	191 381	18 015	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443
///	1 307 363	214 193	6 070	1 469	188 569	18 085	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224
IV	1 368 862	215 528	4 836	662	191 871	18 158	-	622 806	6 252	277 169	236 038	103 346
07 /	1 455 327	219 189	4 901	37	195 616	18 635	-	657 580	11 371	295 436	251 674	99 100

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

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
03 //	870	870	119 491	2 497	17 701	167	34 248	63 864	437	576	65 836	33 091	32 745
///	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128
IV	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947
04 /	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088
//	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075
///	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307
05 /	0	0	194 496	4 274	20 639	787	98 620	68 984	405	788	98 253	39 204	59 049
//	71	71	232 825	3 839	19 978	1 569	133 435	72 819	397	788	101 030	41 203	59 828
///	42	42	244 422	3 401	19 351	1 636	142 932	76 091	365	646	104 677	42 309	62 368
IV	126	126	273 327	3 380	18 006	996	166 955	83 100	363	527	108 756	43 282	65 474
06 /	462	462	321 366	2 905	19 095	408	195 679	102 410	359	510	112 577	46 838	65 739
//	291	291	349 907	4 283	17 934	330	226 684	99 819	352	506	113 600	48 123	65 477
///	158	158	373 067	4 641	21 586	830	244 071	101 091	349	499	117 599	51 360	66 239
IV	154	154	410 007	4 786	21 803	694	275 114	106 781	340	489	120 368	51 595	68 773
07 /	154	154	451 455	5 303	20 426	541	315 618	108 754	325	489	126 949	51 413	75 536

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros		Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Resto			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15		
06 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	-	
<i>Abr</i>	409 990	289 025	120 000	1 300	-18	230	547	246 408	565 593	11 289	336 927	6 453	1 710	161 872	-	
<i>May</i>	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136	241 231	569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-	
<i>Jun</i>	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495	253 565	575 813	14 272	337 603	1 083	1 476	164 873	-	
<i>Jul</i>	449 416	329 739	120 000	-405	-1	359	276	280 132	585 320	34 646	327 983	-11 851	1 783	167 501	-	
<i>Ago</i>	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53	267 906	589 612	23 289	327 310	-17 685	3 046	165 915	-	
<i>Sep</i>	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162	254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-	
<i>Oct</i>	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92	261 353	591 532	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-	
<i>Nov</i>	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43	252 396	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-	
<i>Dic</i>	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93	261 057	616 005	4 996	326 659	-33 285	5 152	175 819	-	
07 Ene	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 241	610 602	13 826	323 822	-43 365	3 374	175 024	49	
<i>Feb</i>	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-	
<i>Mar</i>	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-	
<i>Abr</i>	434 240	285 048	150 001	-1 180	-1	667	295	247 831	619 122	14 826	326 080	-60 037	3 924	182 485	-	
<i>May</i>	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553	244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-	
<i>Jun</i>	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254	245 845	628 079	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-	
<i>Jul</i>	452 796	302 818	150 003	114	32	138	308	257 101	637 586	17 403	316 883	-81 004	2 914	192 780	-	
<i>Ago</i>	452 518	282 934	160 437	9 185	4	238	280	251 830	640 337	10 625	317 107	-82 024	1 897	198 790	-	

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas									
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	16	17	
06 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	-
<i>Abr</i>	24 830	21 809	2 944	95	-17	-	1	31 754	80 819	7 398	20 927	-35 537	-23 536	-21 553	-1 983	16 612	-
<i>May</i>	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1	35 691	80 484	10 052	20 777	-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-
<i>Jun</i>	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	-	39 354	81 230	11 760	20 839	-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-
<i>Jul</i>	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37	38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-
<i>Ago</i>	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	-	35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-
<i>Sep</i>	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	-	30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-
<i>Oct</i>	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0	30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-
<i>Nov</i>	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0	29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-
<i>Dic</i>	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0	26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-
07 Ene	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0	25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-
<i>Feb</i>	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0	25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-
<i>Mar</i>	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274	22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-
<i>Abr</i>	19 143	15 571	3 876	-232	-0	-	72	25 505	85 050	10 537	14 604	-55 479	-26 784	-26 289	-495	20 423	-
<i>May</i>	20 278	16 315	3 997	-	-2	0	32	34 020	84 242	20 763	14 040	-56 944	-33 112	-32 805	-307	19 370	-
<i>Jun</i>	18 243	15 824	2 419	-	-0	-	0	33 209	84 836	21 333	13 529	-59 432	-35 156	-34 802	-354	20 191	-
<i>Jul</i>	18 355	15 804	2 520	2	31	-	2	24 807	85 999	14 606	12 826	-62 972	-27 547	-27 106	-441	21 095	-
<i>Ago</i>	18 179	15 657	2 341	183	-1	-	1	21 241	85 141	12 237	12 661	-63 477	-24 307	-24 045	-262	21 245	-

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

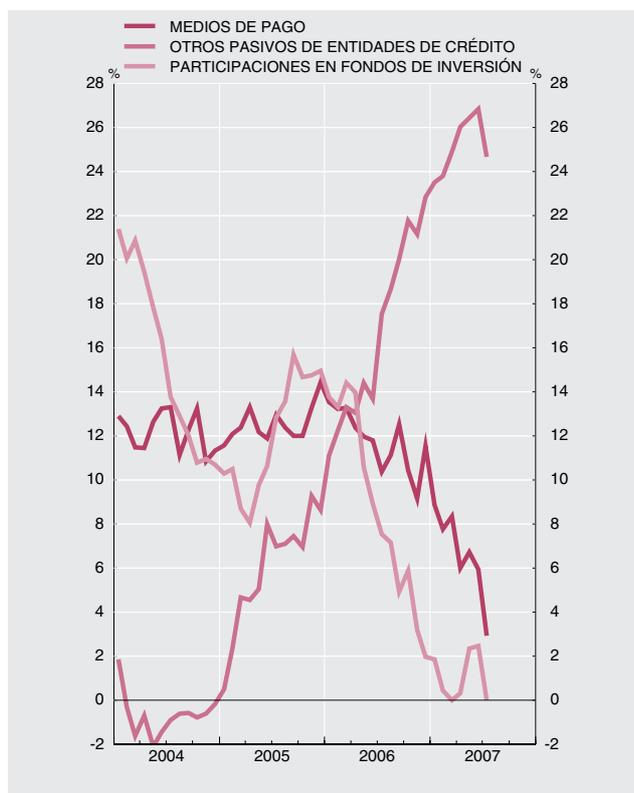
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

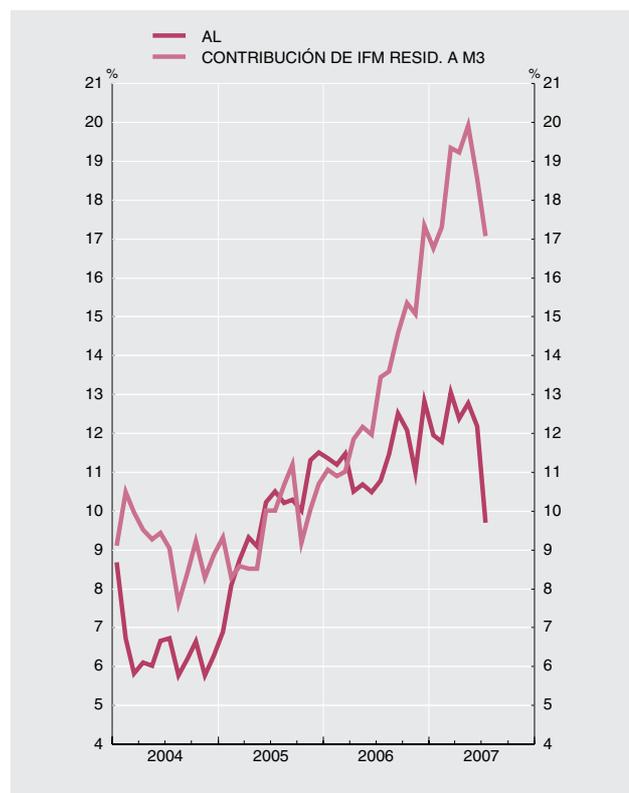
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04	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
05	459 550	14,4	16,1	14,0	301 891	8,6	10,5	-0,6	5,3	221 306	14,9	7,7	22,6	11,5	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	370 825	22,8	22,8	29,6	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
06 Abr	463 170	12,4	15,6	11,6	317 806	13,0	12,8	17,5	1,1	228 294	14,0	-4,1	32,5	10,5	11,9
May	466 598	12,0	14,9	11,3	322 027	14,4	13,5	23,8	0,3	225 687	10,6	-4,8	26,3	10,7	12,2
Jun	486 718	11,8	14,4	11,2	327 512	13,7	13,9	20,5	-10,3	225 521	8,9	-3,8	22,0	10,5	12,0
Jul	486 852	10,4	12,7	9,9	334 929	17,5	16,7	29,6	-4,1	226 736	7,5	-5,6	20,9	10,8	13,4
Ago	476 857	11,1	12,4	10,8	343 181	18,7	17,7	31,6	-3,3	228 725	7,2	-6,5	21,2	11,5	13,6
Sep	490 567	12,5	11,4	12,8	346 311	20,0	19,3	33,2	-5,5	227 577	4,9	-7,7	17,4	12,5	14,6
Oct	481 540	10,5	10,5	10,4	351 180	21,8	20,5	36,6	1,2	229 123	5,9	-7,3	18,9	12,1	15,3
Nov	486 157	9,1	10,6	8,8	358 562	21,2	21,4	27,2	-3,5	226 128	3,2	-9,5	15,3	11,0	15,1
Dic	512 581	11,5	9,9	11,9	370 825	22,8	22,8	29,6	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
07 Ene	490 546	8,9	9,2	8,8	378 739	23,5	26,0	17,6	-4,0	225 798	1,9	-9,0	11,3	12,0	16,8
Feb	491 056	7,8	8,6	7,6	385 352	23,8	26,6	15,7	-4,1	225 755	0,4	-7,1	6,5	11,8	17,3
Mar	501 750	8,3	8,3	8,4	397 180	24,9	27,7	14,3	8,9	228 073	0,0	-3,1	2,4	13,0	19,3
Abr P	491 022	6,0	7,0	5,8	400 521	26,0	28,5	17,1	7,1	229 024	0,3	-1,9	2,0	12,4	19,2
May P	497 924	6,7	6,7	6,7	407 131	26,4	28,0	19,6	17,9	230 995	2,4	-3,3	6,7	12,8	19,9
Jun P	515 625	5,9	5,6	6,0	415 451	26,9	28,5	22,7	5,4	231 062	2,5	-5,3	8,8	12,2	18,6
Jul P	501 140	2,9	4,2	2,6	417 577	24,7	26,9	15,9	8,3	226 749	0,0	-7,4	5,9	9,7	17,1

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.

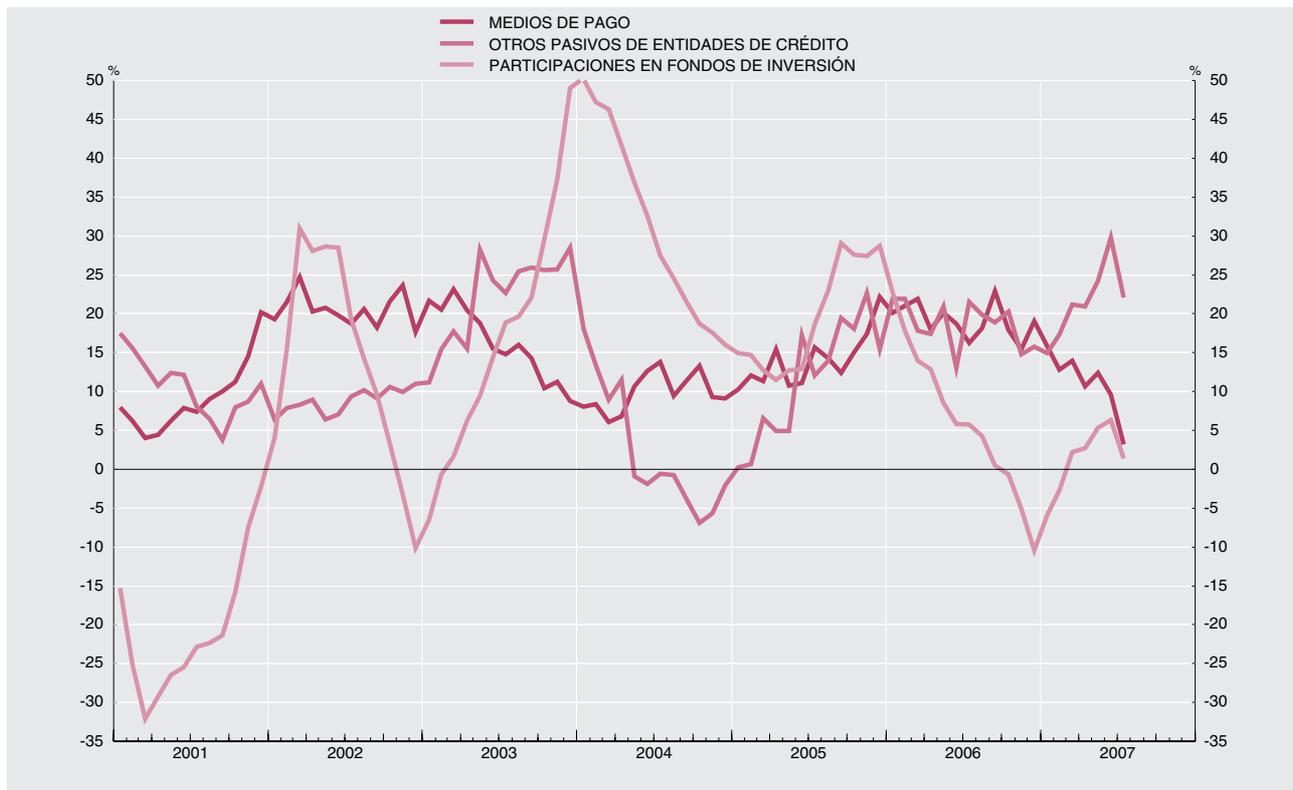
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
04	93 249	9,1	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5
05	113 928	22,2	71 999	15,4	30,5	-0,1	30 552	28,7	14,8	42,8
06	135 637	19,1	83 363	15,8	17,4	13,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
06 Abr	114 918	18,0	71 314	17,4	24,4	8,9	29 114	12,9	-3,6	28,3
<i>May</i>	117 318	20,1	72 221	21,0	19,1	23,6	28 628	8,6	-6,0	22,3
<i>Jun</i>	123 650	18,7	73 235	13,1	12,7	13,6	28 369	5,8	-7,5	18,6
<i>Jul</i>	122 855	16,2	74 568	21,5	21,1	22,1	29 187	5,8	-6,7	17,5
<i>Ago</i>	119 085	18,1	77 833	19,9	21,8	17,2	29 404	4,3	-8,0	15,7
<i>Sep</i>	126 645	22,9	78 556	18,9	24,3	11,9	29 075	0,5	-10,0	9,8
<i>Oct</i>	121 704	17,9	78 135	20,3	22,0	17,9	28 899	-0,7	-9,6	7,2
<i>Nov</i>	124 657	15,4	79 346	14,8	19,5	8,4	28 178	-5,1	-11,5	0,3
<i>Dic</i>	135 637	19,1	83 363	15,8	17,4	13,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
07 Ene	127 160	15,9	82 405	14,9	24,5	3,0	28 093	-5,9	-12,0	-1,1
<i>Feb</i>	128 151	12,8	83 636	17,3	28,2	3,6	28 740	-2,7	-6,2	-0,1
<i>Mar</i>	132 866	13,9	87 776	21,2	30,7	8,9	29 765	2,2	2,4	2,0
<i>Abr</i> P	127 169	10,7	86 261	21,0	28,8	10,2	29 889	2,7	3,8	1,9
<i>May</i> P	131 861	12,4	89 735	24,3	29,8	16,5	30 146	5,3	2,8	7,1
<i>Jun</i> P	135 571	9,6	95 080	29,8	36,9	19,7	30 155	6,3	2,2	9,4
<i>Jul</i> P	126 744	3,2	91 014	22,1	30,3	10,5	29 592	1,4	-2,9	4,6

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.

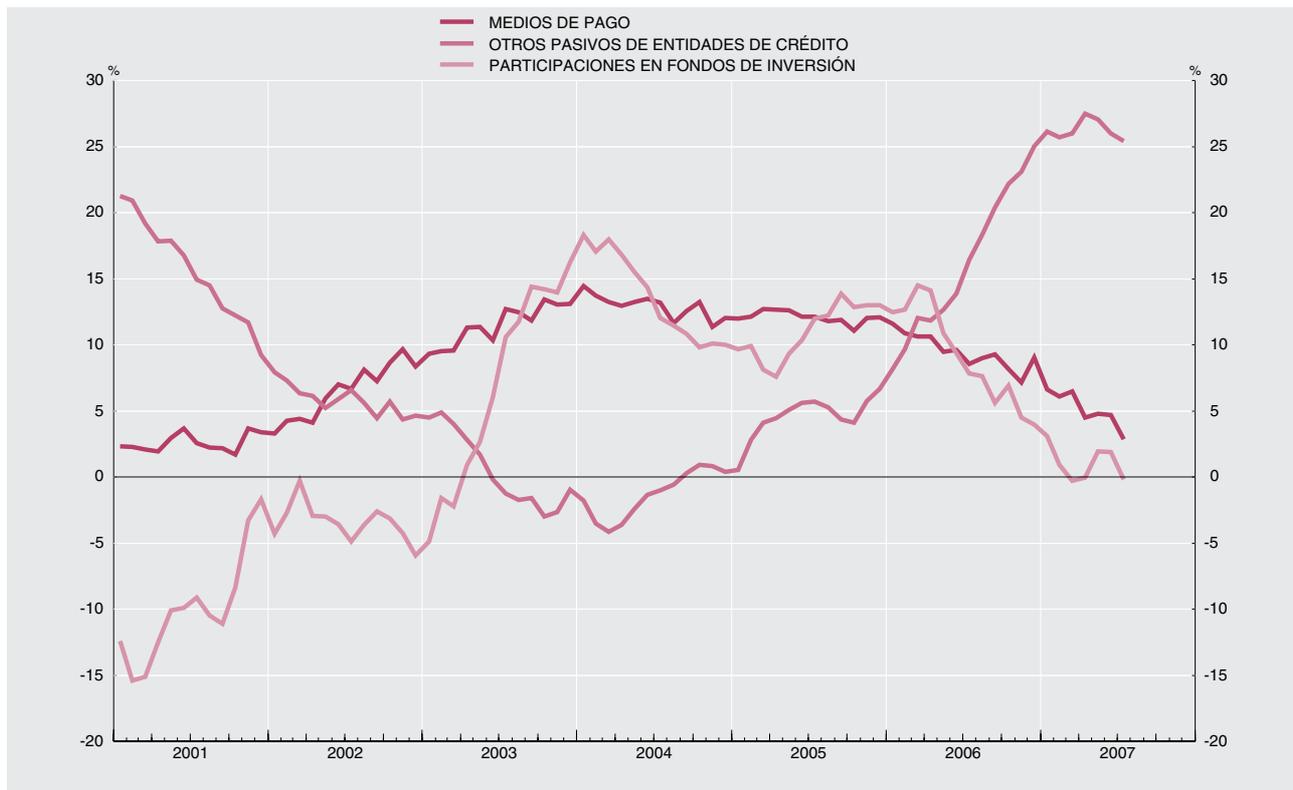
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
04	308 320	12,0	20,4	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4
05	345 622	12,1	15,2	11,2	229 892	6,7	7,3	1,8	190 753	13,0	6,7	19,6
06	376 944	9,1	10,1	8,8	287 462	25,0	23,8	35,6	198 328	4,0	-9,3	16,5
06 Abr	348 252	10,6	15,1	9,3	246 492	11,8	10,9	19,7	199 181	14,1	-4,2	33,2
<i>May</i>	349 279	9,5	14,5	8,0	249 807	12,7	12,5	13,8	197 059	10,9	-4,6	26,9
<i>Jun</i>	363 068	9,6	14,1	8,3	254 278	13,9	14,2	11,7	197 152	9,4	-3,3	22,5
<i>Jul</i>	363 997	8,5	12,4	7,4	260 362	16,4	16,0	20,3	197 549	7,8	-5,4	21,4
<i>Ago</i>	357 772	9,0	12,2	8,0	265 348	18,3	17,0	30,0	199 321	7,6	-6,3	22,1
<i>Sep</i>	363 922	9,3	11,3	8,7	267 755	20,4	18,3	39,3	198 501	5,6	-7,4	18,7
<i>Oct</i>	359 836	8,1	10,4	7,5	273 045	22,2	20,2	40,6	200 224	6,9	-7,0	20,9
<i>Nov</i>	361 500	7,1	10,7	6,1	279 216	23,1	21,8	34,5	197 950	4,5	-9,2	17,8
<i>Dic</i>	376 944	9,1	10,1	8,8	287 462	25,0	23,8	35,6	198 328	4,0	-9,3	16,5
07 Ene	363 387	6,6	9,4	5,8	296 334	26,1	26,2	25,4	197 705	3,1	-8,5	13,3
<i>Feb</i>	362 905	6,1	8,8	5,3	301 716	25,7	26,3	20,9	197 014	0,9	-7,2	7,6
<i>Mar</i>	368 884	6,5	8,5	5,9	309 404	26,0	27,1	17,9	198 308	-0,3	-3,8	2,4
<i>Abr</i> P	363 853	4,5	7,2	3,6	314 260	27,5	28,4	20,4	199 135	-0,0	-2,7	2,0
<i>May</i> P	366 063	4,8	6,9	4,2	317 396	27,1	27,7	22,2	200 848	1,9	-4,1	6,6
<i>Jun</i> P	380 054	4,7	5,7	4,4	320 371	26,0	26,9	18,8	200 907	1,9	-6,4	8,7
<i>Jul</i> P	374 397	2,9	4,3	2,4	326 563	25,4	26,3	18,7	197 157	-0,2	-8,1	6,1

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

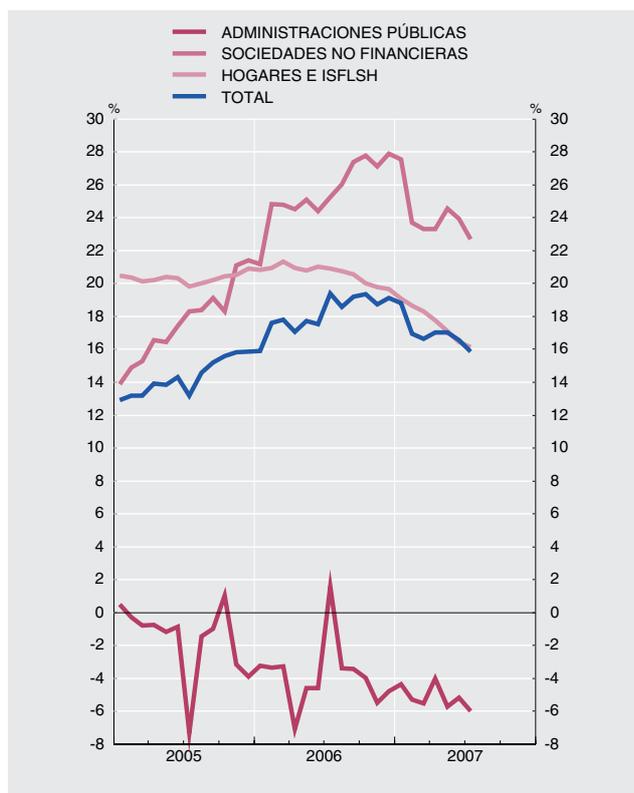
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

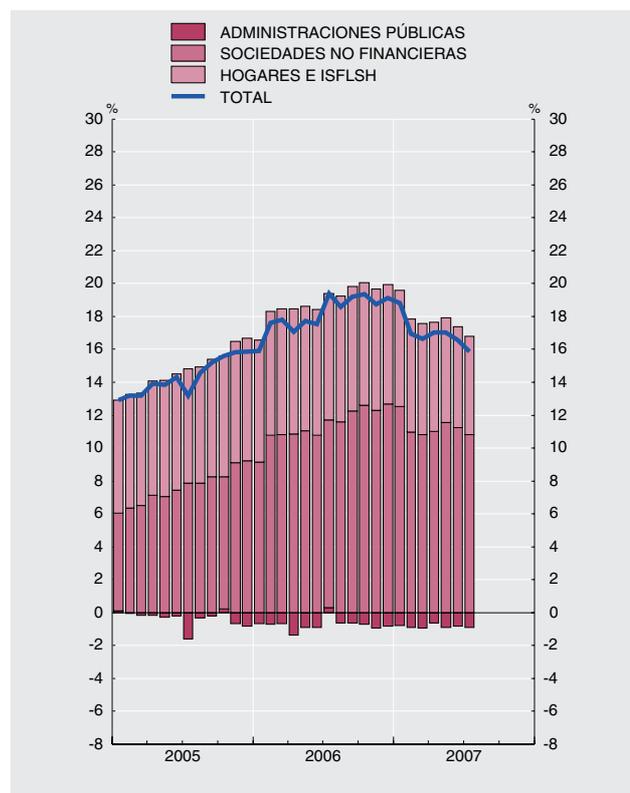
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	1 510 072	165 523	12,4	-0,2	16,3	13,2	20,2	...	-1,2	3,5	-0,0	12,4	5,6	6,8	...	-0,0	0,4
05	1 756 788	239 370	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	...	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	...	0,2	1,3
06	2 095 968	335 677	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	...	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	...	1,0	1,8
06 Abr	1 850 835	3 391	17,1	-7,1	22,9	24,5	20,9	...	69,2	17,9	-1,4	18,4	10,8	7,6	...	0,5	2,2
06 May	1 883 186	31 830	17,7	-4,6	23,1	25,1	20,8	...	78,9	18,5	-0,9	18,6	11,0	7,6	...	0,6	2,2
06 Jun	1 929 372	44 666	17,5	-4,6	22,9	24,4	21,0	...	94,3	16,0	-0,9	18,4	10,8	7,7	...	0,8	1,9
06 Jul	1 964 218	34 689	19,4	1,6	23,3	25,3	20,9	...	112,3	16,4	0,3	19,1	11,4	7,7	...	0,9	2,0
06 Ago	1 969 125	5 475	18,6	-3,4	23,7	26,0	20,8	...	112,6	16,1	-0,6	19,2	11,6	7,6	...	0,9	1,9
06 Sep	1 999 646	33 161	19,2	-3,4	24,3	27,4	20,6	...	123,3	17,2	-0,6	19,8	12,3	7,6	...	0,9	2,0
06 Oct	2 014 059	14 317	19,3	-4,0	24,3	27,8	20,0	...	132,5	17,6	-0,7	20,0	12,6	7,4	...	1,0	2,1
06 Nov	2 047 342	31 304	18,7	-5,5	23,8	27,1	19,8	...	131,0	12,4	-1,0	19,7	12,3	7,4	...	1,0	1,5
06 Dic	2 095 968	47 564	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	...	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	...	1,0	1,8
07 Ene	2 120 805	21 134	18,8	-4,4	23,7	27,6	19,1	...	132,0	13,5	-0,8	19,6	12,5	7,1	...	1,0	1,6
07 Feb	2 130 800	9 318	16,9	-5,3	21,5	23,7	18,7	...	61,5	5,5	-0,9	17,8	11,0	6,9	...	0,7	0,7
07 Mar	2 165 691	30 600	16,6	-5,5	21,1	23,3	18,3	...	58,9	5,2	-0,9	17,6	10,8	6,7	...	0,7	0,7
07 Abr	P 2 172 528	11 206	17,0	-4,0	20,9	23,3	17,8	...	56,7	7,9	-0,6	17,7	11,0	6,6	...	0,6	1,0
07 May	P 2 210 064	36 888	17,0	-5,7	21,3	24,6	17,1	...	55,9	10,7	-0,9	17,9	11,5	6,4	...	0,6	1,3
07 Jun	P 2 262 561	43 715	16,6	-5,2	20,6	23,9	16,4	...	30,2	11,9	-0,8	17,4	11,2	6,1	...	0,4	1,4
07 Jul	P 2 289 748	27 225	15,9	-6,0	19,8	22,7	16,1	...	30,3	10,3	-0,9	16,8	10,8	6,0	...	0,4	1,2

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

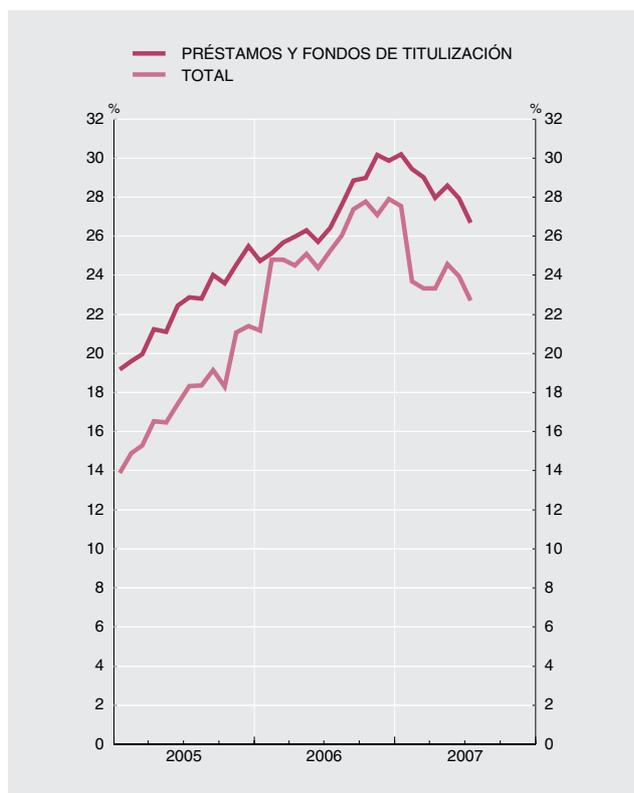
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

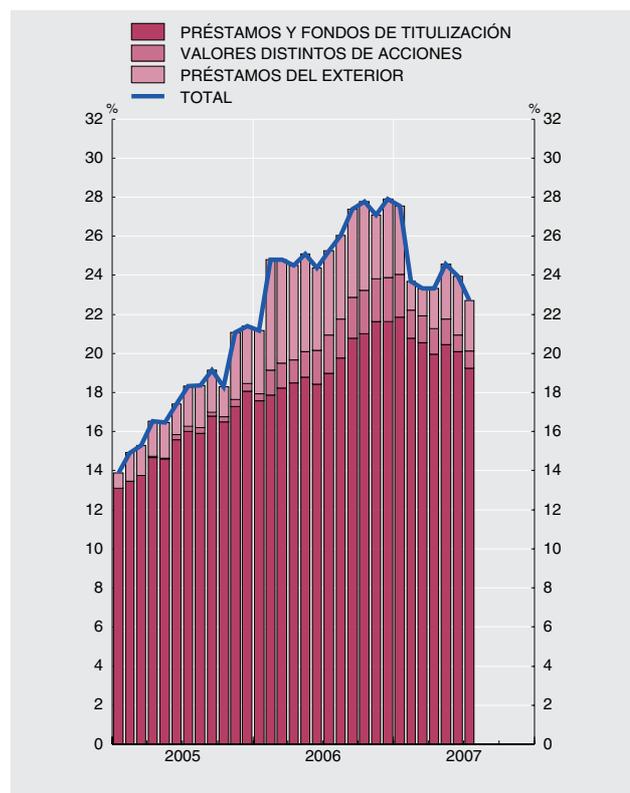
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total		
														del cual	Emisiones de filial. financ. resid.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
04	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
05	797 581	139 236	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	...	23,7	0,4	206 145	10,7	2,9	5 581
06	1 024 163	222 568	27,9	750 337	29,9	21,6	31 045	...	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 430
06														
<i>Abr</i>	874 958	17 095	24,5	624 493	26,0	18,5	20 416	...	69,2	1,2	230 049	17,8	4,8	4 807
<i>May</i>	884 997	9 500	25,1	632 774	26,3	18,8	20 958	...	78,9	1,3	231 266	18,5	5,0	4 640
<i>Jun</i>	905 074	18 488	24,4	651 356	25,7	18,4	25 737	...	94,3	1,7	227 982	15,9	4,2	4 569
<i>Jul</i>	935 883	30 626	25,3	674 374	26,4	19,0	27 634	...	112,3	2,0	233 875	16,3	4,3	4 434
<i>Ago</i>	935 431	76	26,0	674 023	27,6	19,8	27 551	...	112,6	2,0	233 857	16,1	4,3	4 345
<i>Sep</i>	959 120	26 253	27,4	696 660	28,8	20,8	28 436	...	123,3	2,1	234 025	17,1	4,5	4 245
<i>Oct</i>	979 276	20 035	27,8	713 145	29,0	21,0	29 674	...	132,5	2,2	236 457	17,6	4,6	3 844
<i>Nov</i>	997 611	16 317	27,1	729 232	30,1	21,6	30 112	...	131,0	2,2	238 267	12,3	3,3	3 824
<i>Dic</i>	1 024 163	25 347	27,9	750 337	29,9	21,6	31 045	...	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 430
07														
<i>Ene</i>	1 038 992	11 069	27,6	761 273	30,2	21,9	31 056	...	132,0	2,2	246 663	13,5	3,5	3 362
<i>Feb</i>	1 049 762	10 053	23,7	767 544	29,4	20,8	32 191	...	61,5	1,5	250 028	5,4	1,5	3 290
<i>Mar</i>	1 069 385	15 230	23,3	783 387	29,0	20,5	32 467	...	58,9	1,4	253 531	5,1	1,4	3 208
<i>Abr</i>	P 1 086 221	21 105	23,3	798 548	28,0	20,0	32 000	...	56,7	1,3	255 672	7,8	2,1	3 232
<i>May</i>	P 1 109 603	22 723	24,6	813 142	28,6	20,4	32 674	...	55,9	1,3	263 788	10,7	2,8	2 891
<i>Jun</i>	P 1 136 327	17 807	23,9	832 677	27,9	20,1	33 510	...	30,2	0,9	270 140	11,8	3,0	3 132
<i>Jul</i>	P 1 162 666	26 346	22,7	853 847	26,7	19,2	36 008	...	30,3	0,9	272 810	10,3	2,6	2 915

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.

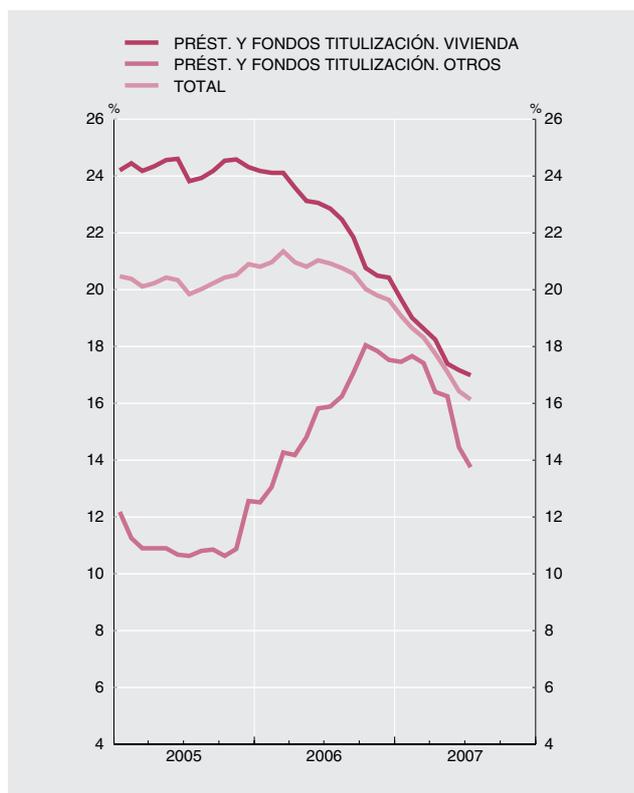
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

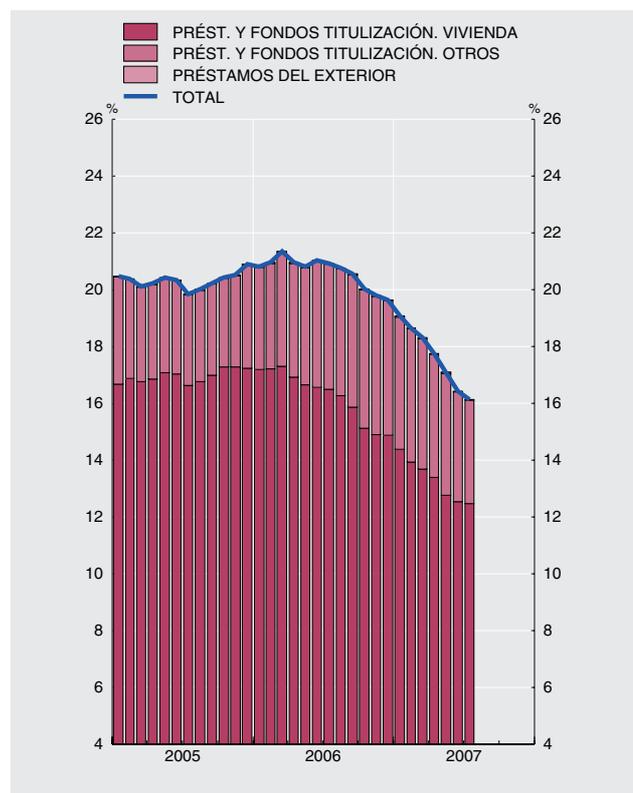
Millones de euros y porcentajes

	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	
04	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
05	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	
06	778 454	127 893	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421	
06 Abr	690 480	10 599	20,9	506 443	23,6	16,9	182 922	14,2	4,0	1 116	23,6	0,0	27 307	2 446	
06 May	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	
06 Jun	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	
06 Jul	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	
06 Ago	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	
06 Sep	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	
06 Oct	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	
06 Nov	767 682	15 939	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 211	23,9	0,0	26 587	3 250	
06 Dic	778 454	10 915	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421	
07 Ene	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	
07 Feb	790 612	7 779	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 276	19,7	0,0	25 735	3 638	
07 Mar	803 729	13 218	18,3	592 049	18,6	13,7	210 362	17,4	4,6	1 318	22,6	0,0	25 708	3 196	
07 Abr	812 355	8 727	17,8	598 772	18,2	13,4	212 254	16,4	4,3	1 329	19,1	0,0	26 108	3 333	
07 May	821 252	8 908	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 348	18,7	0,0	25 294	5 101	
07 Jun	838 607	17 491	16,4	616 513	17,2	12,5	220 773	14,4	3,9	1 322	13,6	0,0	27 819	5 143	
07 Jul	844 969	6 393	16,1	624 797	17,0	12,5	218 834	13,8	3,6	1 338	14,0	0,0	27 572	5 157	

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.

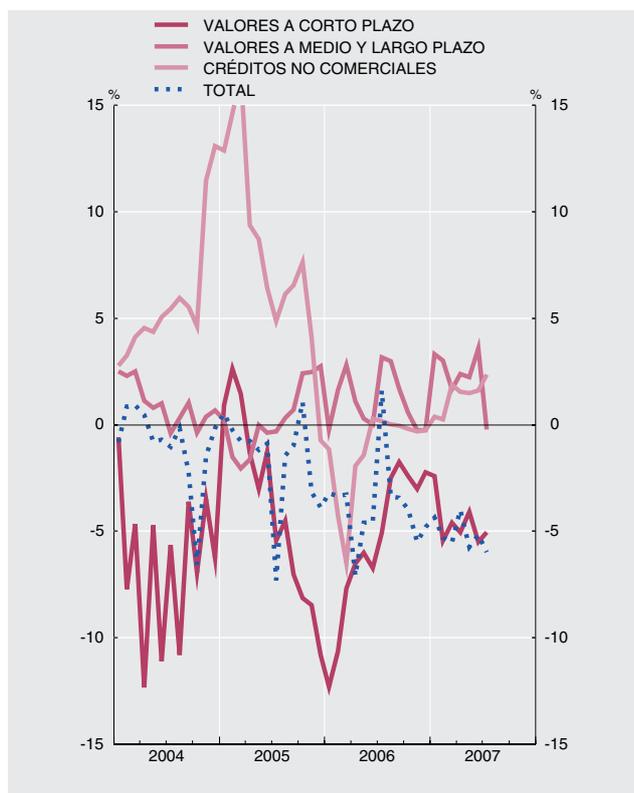
8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

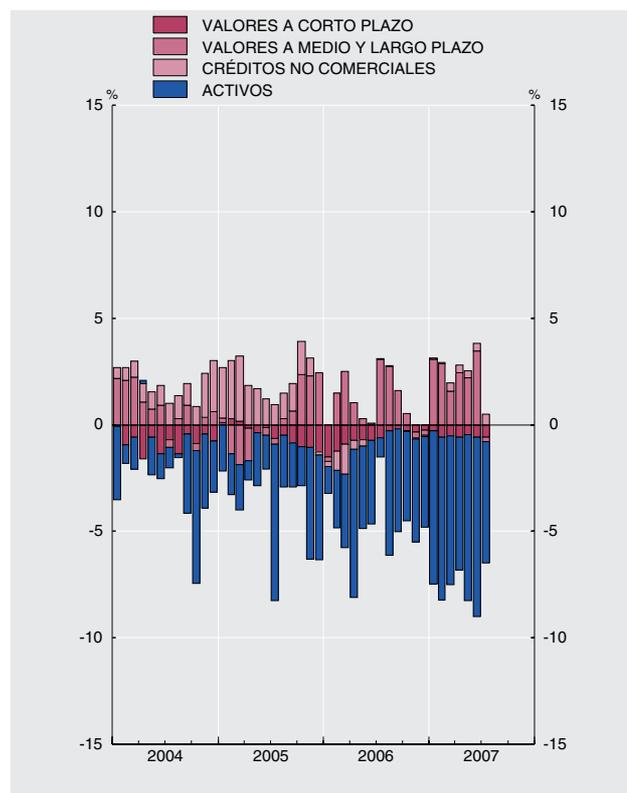
Millones de euros y porcentajes

	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		
03	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	
04	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	
05	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	
06	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	
06 Feb	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	
Mar	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	
Abr	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	
May	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	
Jun	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	
Jul	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	
Ago	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	
Sep	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	
Oct	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	
Nov	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	
Dic	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	
07 Ene	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	
Feb	P 290 425	-8 515	-5,3	-1 801	-3 007	2 607	-1 400	71	6 643	1,8	-5,4	3,0	0,3	27,8	-0,6	2,9	0,1	-7,6	
Mar	P 292 577	2 152	-5,5	1 948	2 379	-1 631	1 200	422	-626	1,1	-4,6	1,7	1,9	25,2	-0,5	1,6	0,4	-7,0	
Abr	P 273 952	-18 625	-4,0	-2 826	-2 692	-124	-11	13 375	2 424	1,6	-5,0	2,4	1,5	16,9	-0,6	2,4	0,4	-6,2	
May	A 279 209	5 257	-5,7	1 956	2 267	35	-346	131	-3 433	1,6	-4,1	2,2	1,5	23,8	-0,5	2,2	0,3	-7,8	
Jun	A 287 627	8 418	-5,2	3 138	-2 643	5 644	138	-4 295	-985	2,5	-5,5	3,6	1,6	28,6	-0,6	3,5	0,3	-8,4	
Jul	A 282 114	-5 514	-6,0	-8 159	1 899	-10 458	399	-2 178	-468	-0,2	-5,1	-0,2	2,3	18,0	-0,6	-0,2	0,5	-5,7	

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

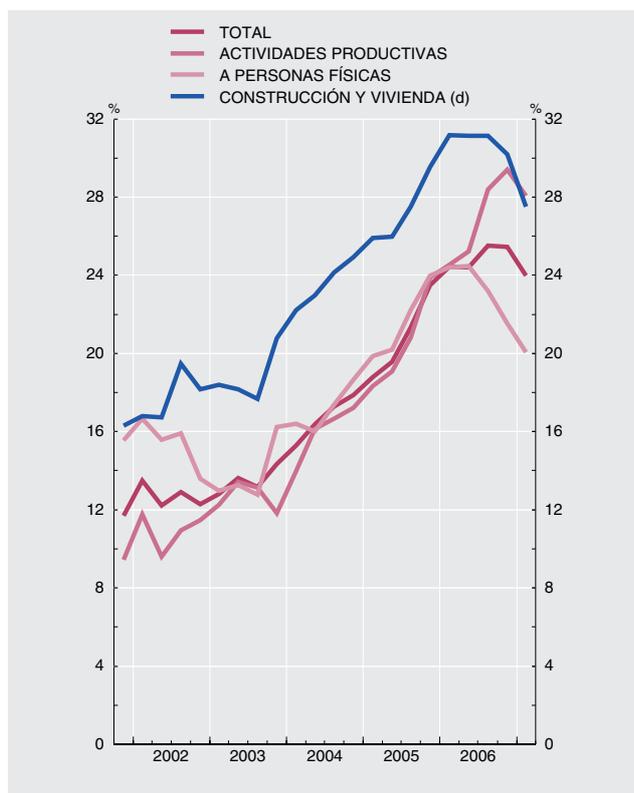
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

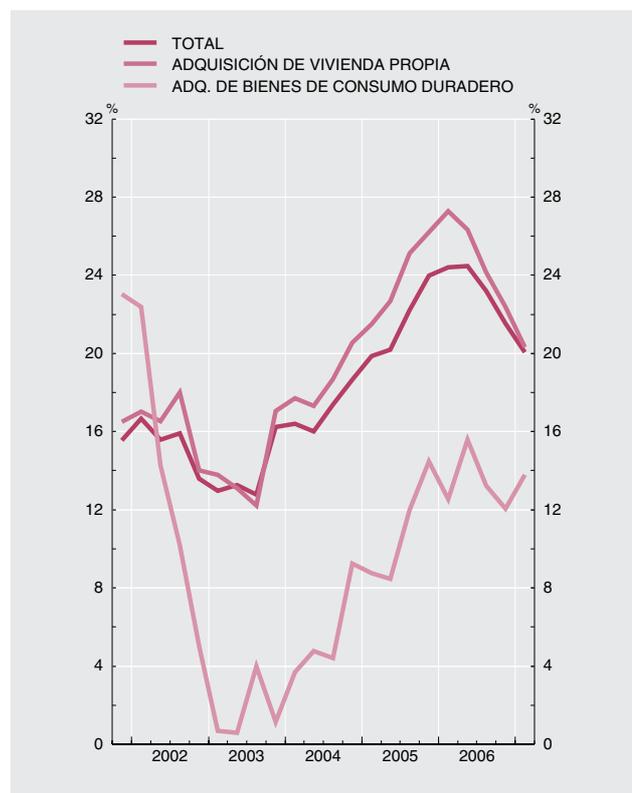
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ. a personas físicas por func. de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)	
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehabilit. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
											Del cual				Del cual
						Servicios inmobiliarios	Adquisición de vivienda								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	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
05	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
06	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
02 IV	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
03 I	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
II	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
III	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
IV	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
04 I	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
II	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
III	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
IV	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
05 I	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
II	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
III	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	4 359	18 518	658 253
IV	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
06 I	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
II	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
III	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
IV	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
07 I	1 569 169	816 144	23 435	121 153	137 627	533 929	264 591	726 126	566 341	540 541	52 713	107 073	5 743	21 156	968 559

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

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

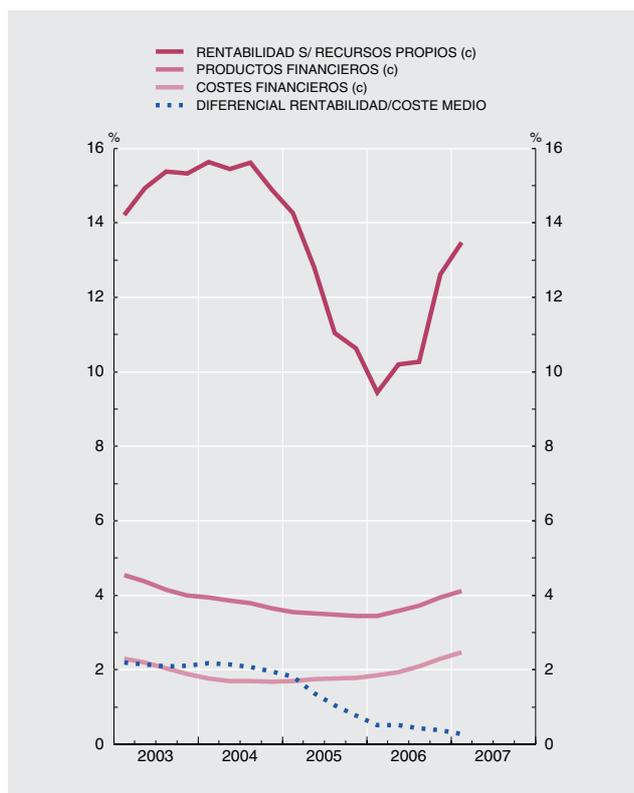
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

■ Serie representada gráficamente.

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

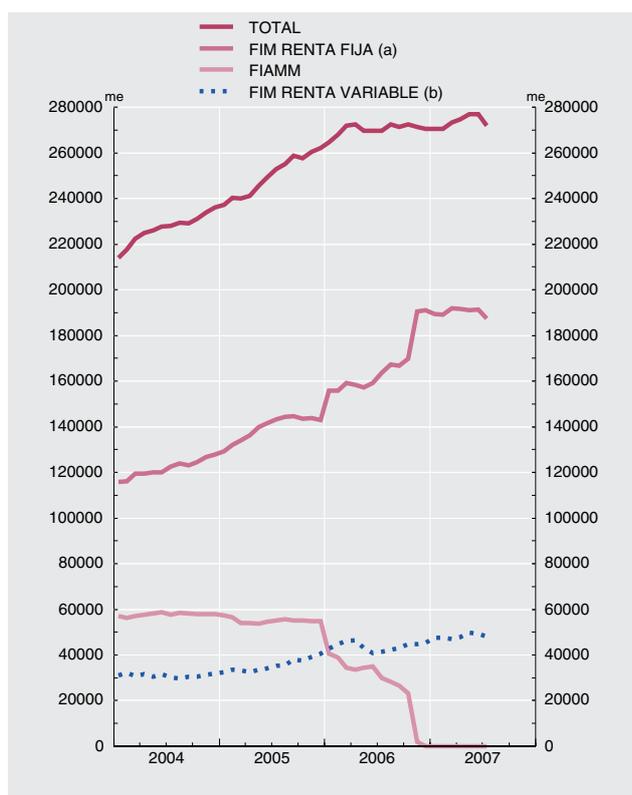
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

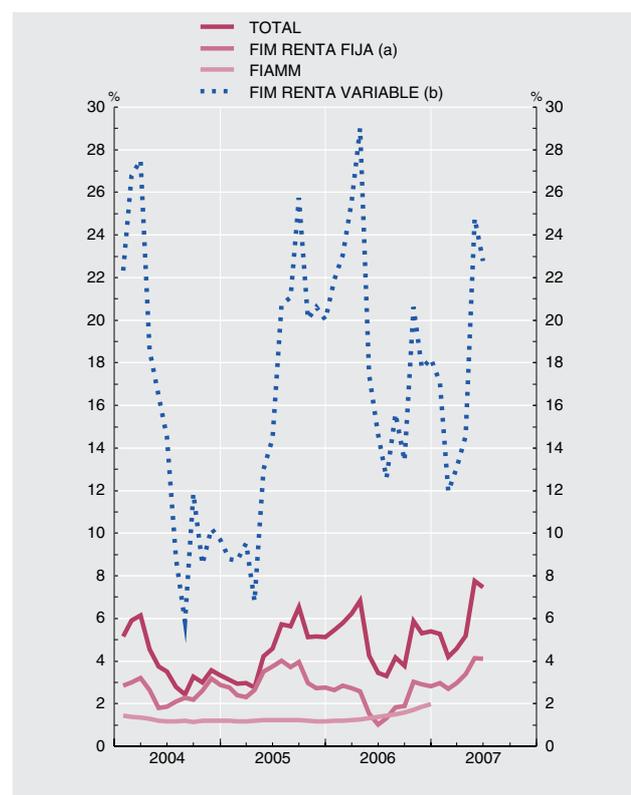
Millones de euros y porcentajes

	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	
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
06	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
06 Mar	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
06 Abr	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
06 May	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
06 Jun	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
06 Jul	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
06 Ago	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
06 Sep	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
06 Oct	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
06 Nov	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
06 Dic	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
07 Ene	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
07 Feb	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151
07 Mar	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438
07 Abr	274 562	1 140	-591	5,2	-	-	-	...	191 508	-387	-582	3,4	47 907	819	31	14,6	35 147
07 May	276 925	2 362	-575	7,8	-	-	-	...	191 131	-378	-819	4,1	49 730	1 824	-23	24,8	36 063
07 Jun	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335

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.

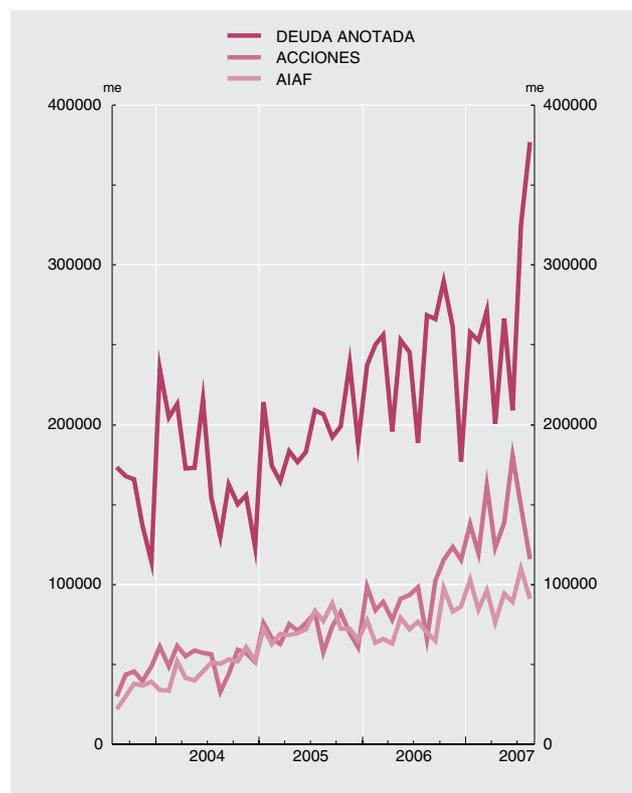
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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
05	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
06	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
07	A 1 621,62	14 670,60	417,98	4 308,06	1 126 372	60 702	2 159 694	744 378	-	8 284	-	5 975
06												
May	1 233,86	11 340,50	341,54	3 637,17	91 045	8 961	252 818	79 070	...	1 057	...	663
Jun	1 252,61	11 548,10	342,65	3 648,92	93 550	8 216	245 355	72 002	...	1 174	...	586
Jul	1 283,05	11 818,00	346,10	3 691,87	98 318	10 674	188 658	76 778	...	704	...	497
Ago	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
Sep	1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	102 479	6 814	266 185	64 676	...	898	...	595
Oct	1 500,12	13 753,00	379,26	4 004,80	115 556	8 785	289 772	97 968	...	1 359	...	609
Nov	1 521,28	13 849,30	379,98	3 987,23	123 561	6 551	261 362	83 252	...	1 092	...	632
Dic	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
07												
Ene	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 777	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
Feb	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 325	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
Mar	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
Abr	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
May	1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	138 715	8 206	266 433	94 244	...	854	...	731
Jun	1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	209 163	89 256	...	1 441	...	842
Jul	1 630,91	14 802,40	418,05	4 315,69	148 942	8 404	324 836	110 001	...	750	...	772
Ago	P 1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	376 928	91 052	...	1 086	...	777

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)

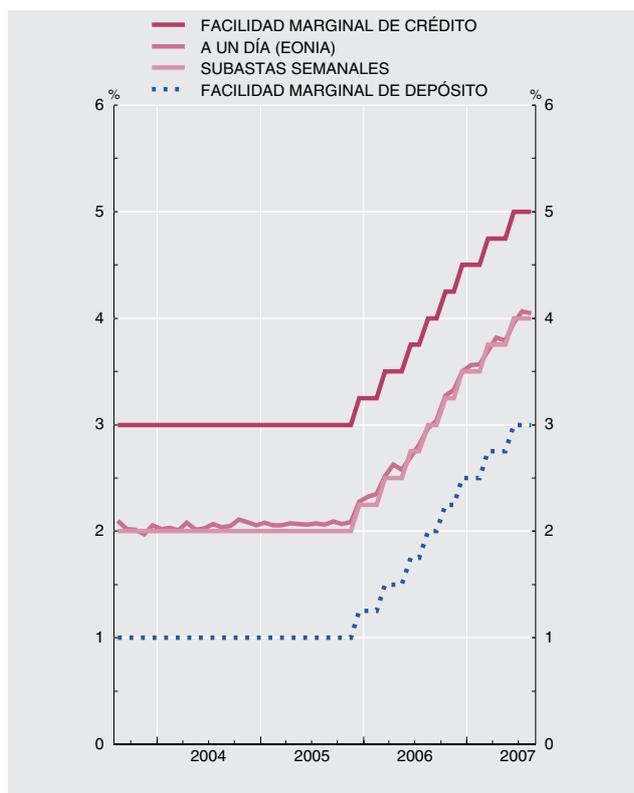
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

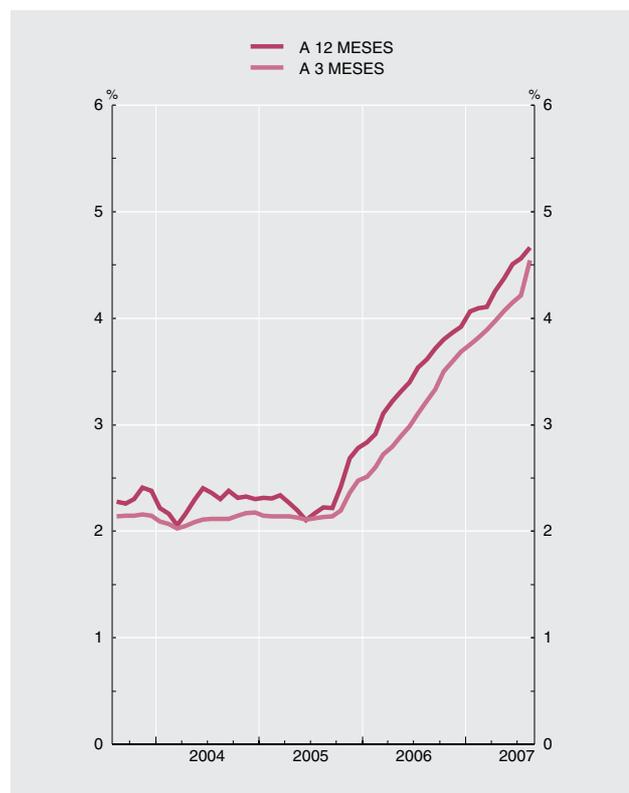
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	-	4,56	5,00	3,00	3,81	3,93	4,05	4,17	4,33	3,81	3,91	4,05	4,32	3,73	3,79	3,87	4,16
06 May	2,50	-	3,50	1,50	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	2,58	2,67	2,88	3,32	2,44	2,55	2,75	3,17
Jun	2,75	3,00	3,75	1,75	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	2,69	2,85	2,98	3,43	2,61	2,76	2,84	-
Jul	2,75	3,08	3,75	1,75	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	2,81	2,92	3,09	3,53	2,74	2,82	2,95	-
Ago	3,00	3,20	4,00	2,00	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	2,96	3,08	3,22	3,61	2,85	2,99	3,07	-
Sep	3,00	3,30	4,00	2,00	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55
Oct	3,25	3,48	4,25	2,25	3,28	3,35	3,50	3,65	3,80	3,26	3,34	3,51	3,79	3,18	3,23	3,34	3,66
Nov	3,25	3,58	4,25	2,25	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	3,32	3,41	3,59	3,85	3,25	3,31	3,43	3,69
Dic	3,50	3,66	4,50	2,50	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07 Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,12	3,64	3,73	3,75	-
Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,25	3,71	3,75	3,84	-
May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,39	3,73	3,81	3,94	-
Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,48	3,88	3,99	4,01	-
Jul	4,00	4,20	5,00	3,00	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	4,05	4,10	4,19	4,56	3,96	3,99	4,05	4,36
Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

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

■ Serie representada gráficamente.

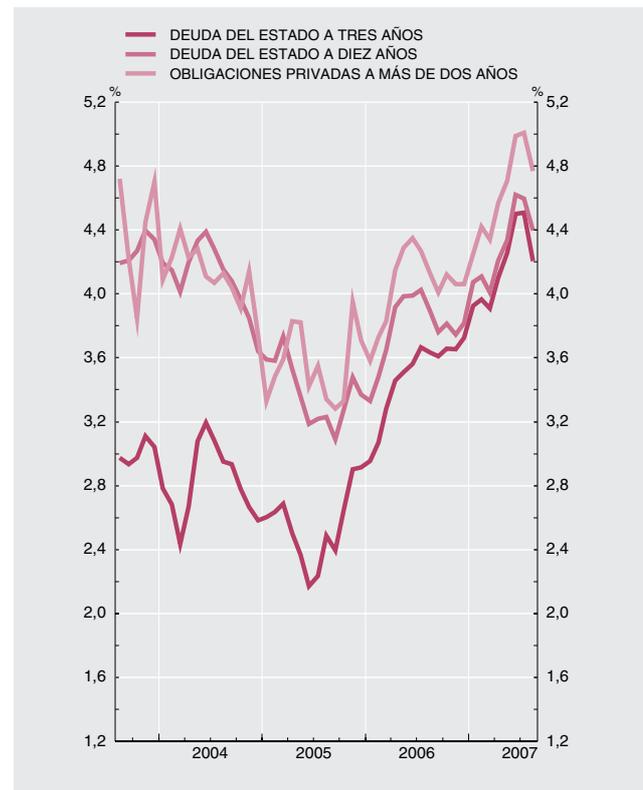
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagará de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	4,13	4,09	4,35	4,35	3,95	4,16	4,24	-	4,25	4,17	4,30	4,63	
06													
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	
Jun	4,33	4,32	4,51	4,51	-	4,49	-	-	-	4,50	4,62	4,99	
Jul	4,42	4,36	4,58	4,54	-	-	4,65	-	-	4,51	4,60	5,01	
Ago	4,27	4,18	4,69	4,75	-	-	-	-	-	4,20	4,40	4,77	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

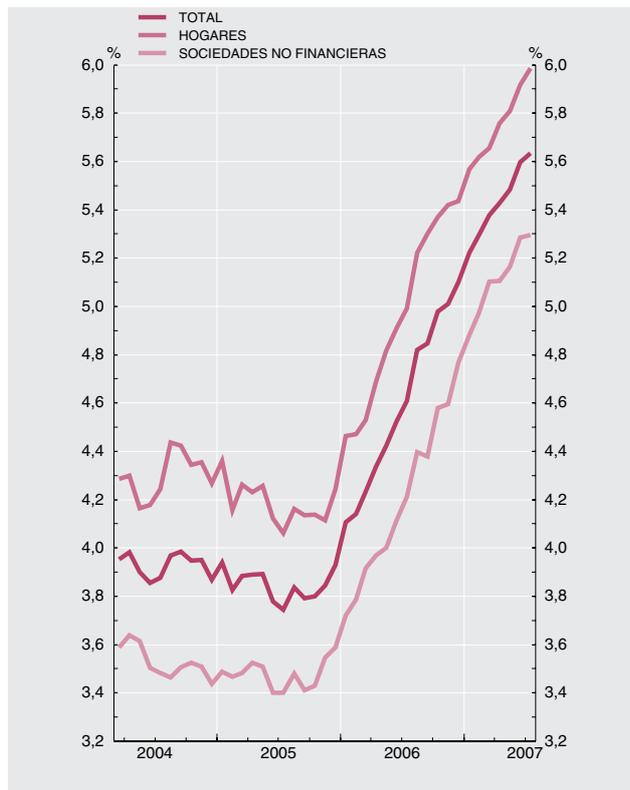
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

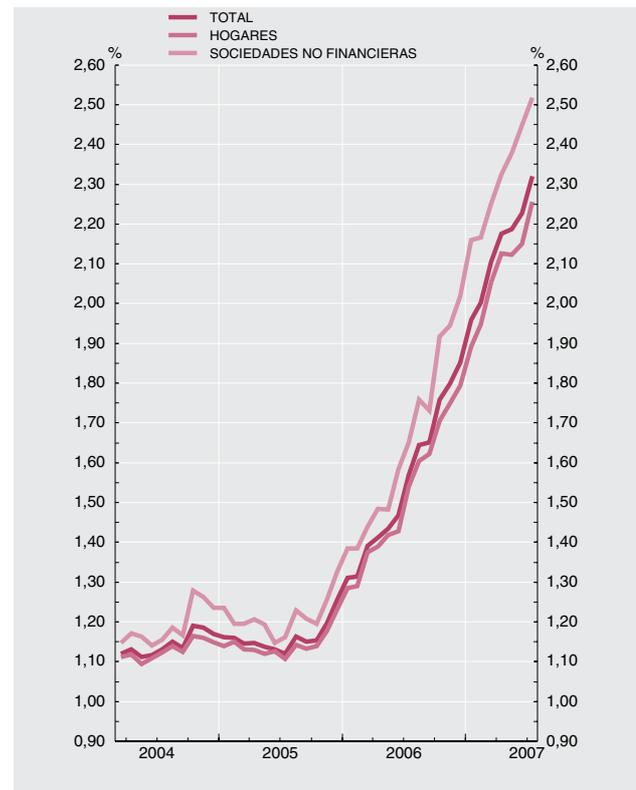
Porcentajes

	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	16
05	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06	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
07	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04
05 Dic	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	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
Sep	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
Oct	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
Nov	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
Dic	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
07 Ene	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
Feb	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
Mar	5,38	5,66	4,98	7,51	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56	3,70
Abr	5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66	3,78
May	5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78
Jun	5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96
Jul	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

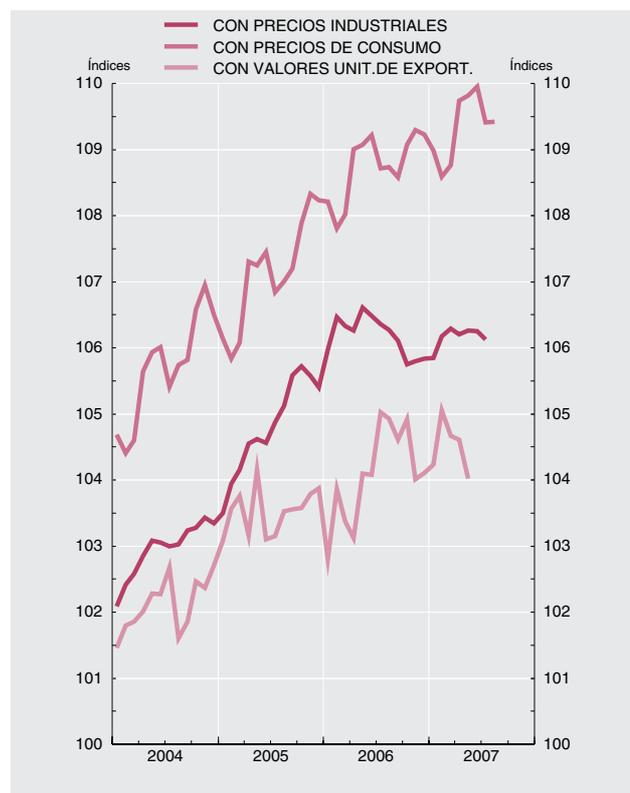
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales (a) 10	Con precios de consumo (a) 11	Con costes laborales unitarios totales 12	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) 13	Con valores unitarios de las exportaciones (a) 14
	Con precios industriales (a) 1	Con precios de consumo (a) 2	Con costes laborales unitarios totales 3	Con valores unitarios de las exportaciones (a) 4		Con precios industriales 6	Con precios de consumo 7	Con costes laborales unitarios totales 8	Con valores unitarios de las exportaciones 9					
04	103,1	105,6	104,2	101,4	100,1	102,9	105,5	104,1	101,2	102,9	105,7	105,0	106,9	102,1
05	104,7	107,0	105,3	102,4	100,1	104,6	106,9	105,2	102,3	104,8	107,1	106,5	110,1	103,5
06	105,9	108,4	106,5	102,8	100,0	105,9	108,5	106,6	102,9	106,2	108,8	107,9	112,1	104,1
05 III	105,0	106,8	105,8	102,1	100,1	104,9	106,8	105,7	102,0	105,2	107,0	107,0	110,4	103,4
05 IV	105,3	107,9	105,5	102,5	100,0	105,3	107,9	105,5	102,5	105,6	108,1	106,7	110,7	103,7
06 I	106,1	107,8	106,2	102,0	100,1	106,0	107,8	106,1	101,9	106,2	108,0	107,4	113,3	103,3
06 II	106,3	109,0	106,4	102,4	100,1	106,2	108,9	106,3	102,3	106,5	109,1	107,6	112,2	103,8
06 III	106,0	108,4	106,3	103,6	100,0	106,0	108,4	106,3	103,7	106,2	108,7	107,7	110,9	104,9
06 IV	105,4	108,5	107,2	103,3	99,8	105,6	108,8	107,5	103,6	105,8	109,2	109,0	111,8	104,4
07 I	105,6	108,1	106,6	103,7	99,7	105,9	108,4	106,9	104,0	106,1	108,8	108,4	110,5	104,6
07 II	105,8	109,3	106,9	...	99,8	106,0	109,4	107,1	...	106,2	109,8	108,7	109,4	...
06 Nov	105,4	108,6	...	103,0	99,8	105,6	108,9	...	103,3	105,8	109,3	...	...	104,0
06 Dic	105,3	108,5	...	103,0	99,7	105,6	108,8	...	103,3	105,8	109,2	...	...	104,1
07 Ene	105,2	108,1	...	103,1	99,6	105,6	108,6	...	103,6	105,8	109,0	...	...	104,2
07 Feb	105,6	107,8	...	104,3	99,7	106,0	108,2	...	104,6	106,2	108,6	...	...	105,1
07 Mar	105,9	108,2	...	103,7	99,9	106,0	108,4	...	103,8	106,3	108,8	...	...	104,7
07 Abr	105,8	109,2	...	103,7	99,8	106,0	109,3	...	103,9	106,2	109,7	...	...	104,6
07 May	105,9	109,3	...	103,0	99,9	106,0	109,4	...	103,1	106,3	109,8	...	...	104,0
07 Jun	105,8	109,3	...	...	99,8	106,0	109,5	...	...	106,3	110,0	...	...	...
07 Jul	105,6	108,7	...	...	99,7	105,8	109,0	...	...	106,1	109,4	...	...	...
07 Ago	...	108,8	...	...	99,8	...	109,0	...	...	...	109,4	...	...	...

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

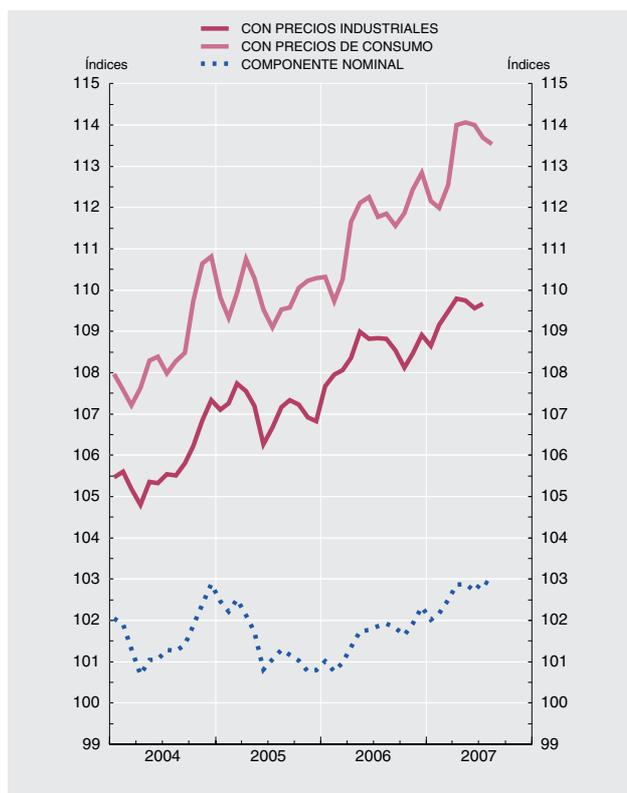
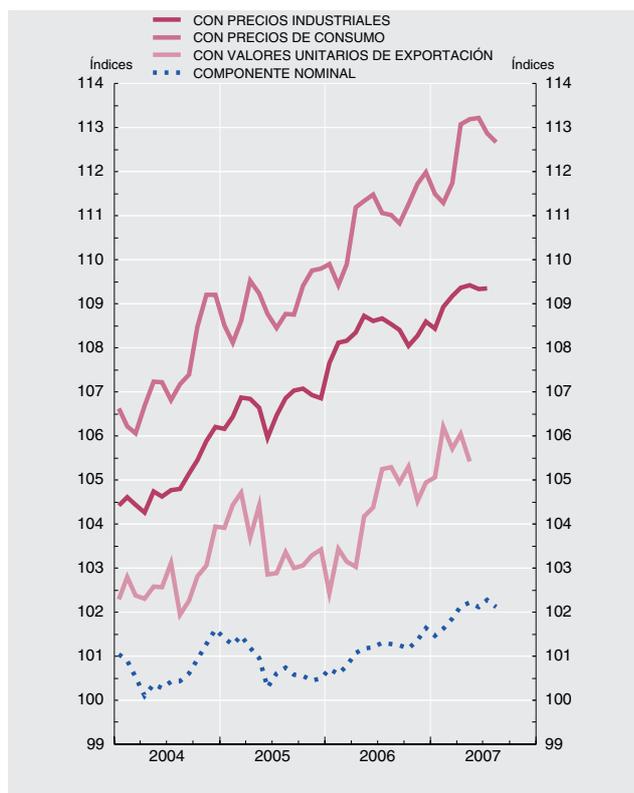
■ Serie representada gráficamente.

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)
04	104,9	107,4	109,3	102,7	100,7	104,2	106,6	108,5	102,0	105,7	108,6	101,6	104,1	106,9
05	106,7	109,0	112,1	103,6	100,8	105,8	108,1	111,1	102,7	107,1	109,9	101,5	105,5	108,3
06	108,3	110,9	114,1	104,2	101,1	107,1	109,7	112,8	103,1	108,5	111,6	101,6	106,8	109,8
05 III	106,8	108,7	112,1	103,1	100,6	106,1	108,0	111,3	102,4	107,1	109,4	101,2	105,8	108,1
05 IV	107,0	109,7	112,1	103,3	100,5	106,4	109,1	111,5	102,7	107,0	110,2	100,9	106,1	109,2
06 I	108,0	109,8	115,0	103,0	100,7	107,2	109,0	114,1	102,3	107,9	110,1	100,9	106,9	109,1
06 II	108,6	111,3	114,3	103,9	101,2	107,3	110,1	113,0	102,7	108,7	112,0	101,6	107,0	110,2
06 III	108,5	111,0	113,1	105,2	101,3	107,2	109,6	111,6	103,8	108,7	111,7	101,9	106,7	109,7
06 IV	108,3	111,7	114,0	104,9	101,4	106,8	110,1	112,4	103,5	108,5	112,4	102,0	106,4	110,2
07 I	108,8	111,5	112,9	105,6	101,6	107,1	109,7	111,1	103,9	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
07 II	109,4	113,2	112,3	...	102,2	107,1	110,8	109,9	...	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9
06 Nov	108,3	111,7	...	104,5	101,4	106,8	110,2	...	103,1	108,5	112,4	101,9	106,4	110,3
06 Dic	108,6	112,0	...	104,9	101,6	106,8	110,2	...	103,3	108,9	112,8	102,3	106,4	110,3
07 Ene	108,4	111,5	...	105,1	101,5	106,9	109,9	...	103,5	108,6	112,2	102,0	106,5	109,9
07 Feb	108,9	111,3	...	106,2	101,6	107,2	109,5	...	104,5	109,2	112,0	102,2	106,8	109,6
07 Mar	109,2	111,7	...	105,7	101,9	107,2	109,7	...	103,8	109,5	112,5	102,5	106,8	109,8
07 Abr	109,4	113,1	...	106,0	102,1	107,1	110,7	...	103,8	109,8	114,0	102,9	106,7	110,8
07 May	109,4	113,2	...	105,4	102,2	107,0	110,7	...	103,1	109,7	114,1	102,9	106,7	110,9
07 Jun	109,3	113,2	...	...	102,1	107,1	110,9	...	...	109,6	114,0	102,7	106,7	111,0
07 Jul	109,3	112,9	...	...	102,3	106,9	110,4	...	...	109,7	113,7	103,0	106,5	110,4
07 Ago	...	112,7	...	...	102,1	...	110,3	...	...	...	113,5	102,8	...	110,4

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

JUL-AGO 2006	Informe trimestral de la economía española	11
	Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo	77
	Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida	89
	Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias	99
	Divergencias macroeconómicas entre los países de la UEM: magnitud, causas e implicaciones	111
	El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes	127
	Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española	139
	Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005	167
Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006	179	
SEP 2006	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2006	29
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa	45
	Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española	55
	Cambios estructurales en la productividad del trabajo: Estados Unidos frente a la UE	63
	Informe semestral de economía latinoamericana	73
	Proximidad, comercio internacional y crecimiento económico	105
	El proyecto de integración de los sistemas de pagos minoristas de la UEM	115
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2006	127
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2005	137	
OCT 2006	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales	89
	Competencia y ajustes de precios en España y en el área del euro	101
	La Encuesta sobre Préstamos Bancarios: un análisis de tres años de resultados	111
	Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores	129
Regulación financiera: tercer trimestre de 2006	143	
NOV 2006	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	11
	Evolución reciente de la economía española	23
	Resultados de las empresas no financieras en 2005 y hasta el tercer trimestre de 2006	41
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa	63
	Características cíclicas de la economía española en el período 1980-2005	75
	Evolución reciente y situación actual comparada de la inversión colectiva en España	85
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2006	97
	Una valoración de las políticas de innovación europeas	107
Cooperación monetaria y financiera en el este de Asia	125	
DIC 2006	Evolución reciente de la economía española	11
	Indicadores para el análisis de coyuntura basados en los datos declarados por las grandes empresas a la Agencia Tributaria	29
	Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas	41
	Las finanzas públicas de las Comunidades Autónomas: presupuestos y liquidaciones	51
Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2005	63	
ENE 2007	Informe trimestral de la economía española	11
	Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española	73
	El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF	81
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006	93
FEB 2007	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2006, según la Encuesta de Población Activa	31
	La volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a lo largo de la curva de rentabilidades del mercado monetario del área del euro	41
	Un análisis intertemporal de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro	51
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2007	61
	La recuperación del crédito bancario en América Latina	71

MAR 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2006 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La evolución reciente de los flujos del mercado de trabajo español 47</p> <p>Los efectos del tipo de cambio en la actividad y los precios del área del euro 57</p> <p>Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios en la UE 69</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 81</p> <p>La emergencia económica de la India: liberalización y límites al crecimiento 111</p>
ABR 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73</p> <p>La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83</p> <p>El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99</p> <p>Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109</p> <p>Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145</p>
MAY 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA 29</p> <p>Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española 39</p> <p>La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea 49</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007 57</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006 67</p> <p>Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros 79</p>
JUN 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 19</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007 37</p> <p>Actualización del modelo trimestral del Banco de España 55</p> <p>Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España 67</p> <p>Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM 83</p> <p>El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real 101</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006 113</p>
JUL-AGO 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España 79</p> <p>La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta 89</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006 103</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006 115</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2007 131</p>
SEP 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 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007 41</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA 59</p> <p>La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana 71</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007 83</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 91</p> <p>Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional? 119</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

- 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).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0723 ANTON NAKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ANGEL GARCIA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.

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

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

EDICIONES VARIAS¹

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 trimestrales²)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito³

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*.

BANCO DE ESPAÑA 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
---------------------------------------	---