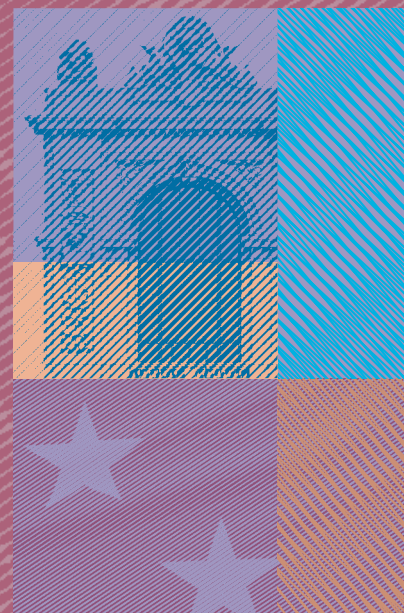


BOLETÍN ECONÓMICO

06/2006

BANCO DE ESPAÑA



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

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

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

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de Crédito
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FFPP	Fondos de Pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado

IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Instituto Nacional de Empleo
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
VNA	Variación Neta de Activos
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)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	CYP (libra chipriota)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	MTL (lira maltesa)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
SI	Eslovenia	SIT (tolar esloveno)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
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

Evolución reciente de la economía española	11
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2006	29
Indicadores de expectativas de inflación para la economía española	45
El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración?	57
Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda	67
La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios	75
Evolución de la dispersión salarial en España	83
El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina	95
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

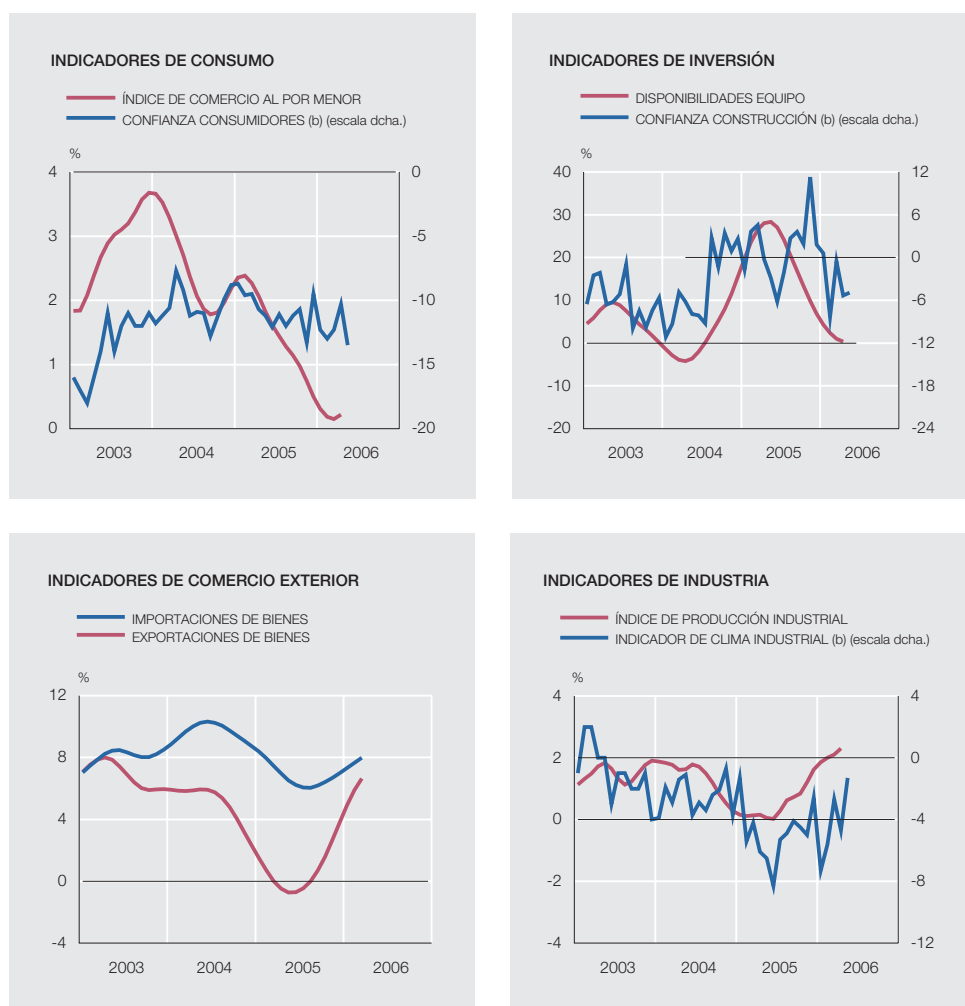
Evolución del sector real de la economía española

Como ya se comentó en el *Boletín Económico* de mayo, las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) situaron el crecimiento real del PIB español en el primer trimestre de 2006 en una tasa interanual del 3,5%, idéntica a la alcanzada en los dos últimos trimestres de 2005. La aportación de la demanda nacional fue similar a la del trimestre anterior, destacando una cierta ralentización de la inversión en bienes de equipo y el ligero repunte de la construcción. Por lo que se refiere al sector exterior, que también mantuvo estable su aportación negativa al crecimiento del producto, se observó una notable aceleración tanto de las importaciones como de las exportaciones de bienes, que, según los indicadores disponibles, no ha continuado en el mes de abril. La información correspondiente al segundo trimestre es todavía escasa para apreciar posibles cambios en los patrones de crecimiento observados en los primeros meses del año; además, el calendario de la Semana Santa —que en 2005 tuvo lugar en marzo y en 2006 en abril— ha condicionado la evolución de muchos indicadores en el inicio de este trimestre. En general, la información sobre el gasto de consumo apunta a una suave desaceleración, mientras que los indicadores de inversión muestran un mayor sostenimiento. Por el lado de la oferta, siguió observándose un notable dinamismo, que queda resumido en la mejora del indicador de sentimiento económico en abril y mayo.

Entre la información más reciente referida al consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores experimentó un retroceso en mayo, reflejando un cierto deterioro de las expectativas, aunque en el conjunto de abril y mayo se mantuvo por encima de la media del primer trimestre (véase gráfico 1). El indicador de confianza del comercio minorista mostró un perfil similar, mejorando en el promedio de abril y mayo el registro del trimestre anterior. No obstante, el índice general del comercio al por menor experimentó en abril una caída interanual del 3,3%, en términos reales, influida en parte por el efecto de la Semana Santa, que se extendió tanto a las ventas de alimentos como al resto de bienes. Por otro lado, las matriculaciones de automóviles crecieron a una tasa interanual del 1,7% en mayo, tras la notable caída de abril, influida, asimismo, por el efecto de la Semana Santa. Por último, las disponibilidades de bienes de consumo se recuperaron en abril, si bien su crecimiento, una vez corregido del efecto calendario, es todavía ligeramente inferior al avance del primer trimestre.

En cuanto a los indicadores de inversión en bienes de equipo, el indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes registró en mayo una mejora de tres puntos, confirmando la recuperación que viene experimentando desde febrero y mostrando, además, una situación favorable de la cartera de pedidos. Por su parte, la tasa de variación interanual del índice de disponibilidades de estos bienes, calculada sobre la serie desestacionalizada, fue prácticamente nula en abril, frente a la caída observada en el primer trimestre.

Los indicadores contemporáneos de construcción han mantenido una relativa fortaleza al inicio del segundo trimestre, aunque han tendido a crecer más moderadamente que en el trimestre anterior. El indicador de confianza, que ha mostrado un comportamiento muy volátil, se mantuvo estable en mayo, tras la significativa caída de abril. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento siguió creciendo a un ritmo apreciable en mayo, mientras que el índice de producción de materiales de construcción retrocedió en abril, frente a la acusada expansión de los primeros meses del año. Los indicadores de empleo en la construcción se han mantenido pujantes, con un ritmo de crecimiento de las afiliaciones a la Seguridad Social superior al 6% en mayo (tasa corregida de la regularización, según estimaciones propias). Por su parte, el descenso del paro registrado en este sector se



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.

moderó en mayo, hasta el $-4,3\%$. Entre los indicadores adelantados, los presupuestos de licitación oficial hasta marzo proyectan para 2006 un descenso de la obra civil, tras un avance próximo al $4,8\%$ en 2005. En cuanto a la inversión residencial, la superficie a construir que se deriva de la información de los visados hasta marzo proyecta un crecimiento apreciable de la edificación residencial en 2006, aunque inferior al observado en 2005.

Según los datos de Aduanas, las exportaciones e importaciones de bienes, en términos reales, retrocedieron con intensidad en abril, con tasas interanuales del $-6,3\%$ y del $-6,4\%$, respectivamente. Estas caídas se deben, en parte, al efecto de la Semana Santa; de hecho, en términos desestacionalizados, tanto las exportaciones como las importaciones registraron tasas positivas, aunque inferiores a la cifras de dos dígitos alcanzadas en el primer trimestre. Por tipos de bienes, el descenso más acusado lo experimentaron las ventas al exterior de bienes de consumo, en términos reales ($-10,1\%$), debido, en especial, a la fuerte caída de las exportaciones de automóviles. Por áreas geográficas, las ventas dirigidas a la UE disminuyeron un 9% real; los datos nominales indican descensos en las ventas a Alemania, Francia, Italia y Portugal. Por su parte, las exportaciones extracomunitarias ralentizaron su ritmo de crecimiento real en abril. En cuanto a las importaciones, todos los componentes se desacele-

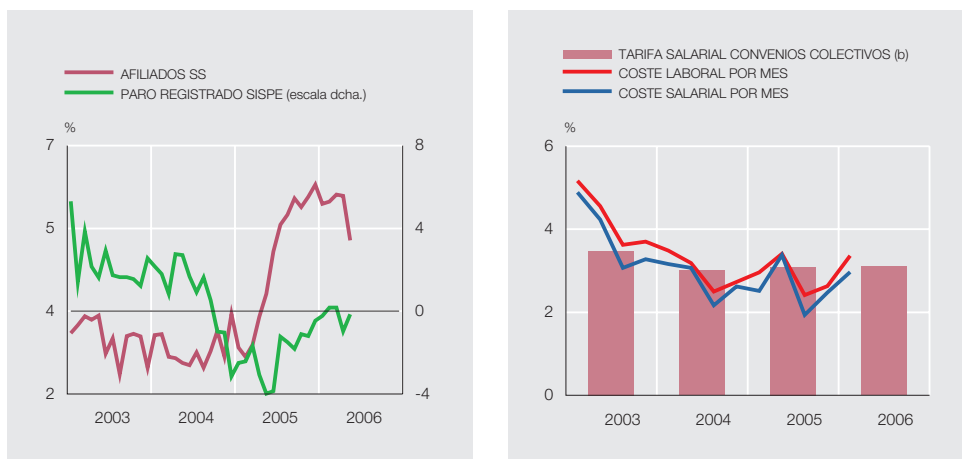
raron intensamente, si bien la pérdida de dinamismo fue más acusada en las compras de bienes de equipo. El déficit comercial, en términos nominales, redujo sustancialmente su ritmo de crecimiento en abril, hasta un 5,5%, frente al 25,7% del primer trimestre. Además, por primera vez desde 2003, el déficit comercial no energético se redujo, retrocediendo un 7,5% en relación con el mes de abril de 2005.

En abril y mayo, los principales indicadores reales de turismo mantuvieron el comportamiento positivo iniciado en marzo, en contraste con los dos primeros meses del año. No obstante, los indicadores de gasto, más retrasados, siguieron presentando tasas negativas. Así, los ingresos por turismo disminuyeron un 5,9% interanual en marzo, mientras que, según la Encuesta de Gasto Turístico, el gasto realizado por los turistas en el período enero-abril retrocedió un 4,9%, reflejando la caída del gasto medio diario y de la estancia media. Los pagos por turismo, por su parte, mantuvieron un dinamismo elevado, al incrementarse un 13,4% en marzo y un 18,2% en el promedio del primer trimestre. Los datos de Balanza de Pagos para los tres primeros meses de 2006 reflejaron un nuevo deterioro del saldo de la balanza conjunta por cuenta corriente y de capital, que acumula un déficit de 23.729 millones de euros, un 40,5% más que en el primer trimestre de 2005. El déficit por cuenta corriente se elevó hasta 24.500 millones de euros, como consecuencia del incremento del déficit comercial en esos tres meses (27,9%) y del descenso del superávit de servicios (-69%), a los que se sumó el ligero aumento del déficit de rentas. En cambio, se produjo un pequeño recorte en el déficit de la cuenta de transferencias corrientes. Por su parte, la cuenta de capital presentó un superávit de 771 millones de euros entre enero y marzo, un 30,8% inferior al alcanzado un año antes.

El índice de producción industrial (IPI) registró en abril un incremento del 1,2%, una vez corregido por las diferencias en el calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006, algo inferior al crecimiento medio del primer trimestre de 2006 (2,6%). Por su parte, el indicador de cifra de negocios volvió a experimentar un ligero impulso en ese mismo mes, consolidando la mejora de marzo, mientras que las entradas de pedidos registraron una desaceleración, a pesar de lo cual crecieron un 2,3% en términos reales y corregidos de calendario. Entre los indicadores cualitativos, tanto el indicador de confianza de la industria como el PMI repuntaron en mayo.

En los servicios, los indicadores de confianza de la Comisión Europea continuaron en mayo la recuperación experimentada en abril, mientras que el índice de gestores de compras retrocedió, a pesar de lo cual sigue situado en la zona de expansión de la actividad. Los indicadores de empleo en esta rama de actividad han mantenido un tono de gran fortaleza, si bien la tasa de crecimiento interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social se redujo ligeramente en mayo. Finalmente, el indicador de actividad de este sector acumuló un crecimiento real del 3,8% en los tres primeros meses de 2006, por encima del 3% alcanzado en el último trimestre de 2005.

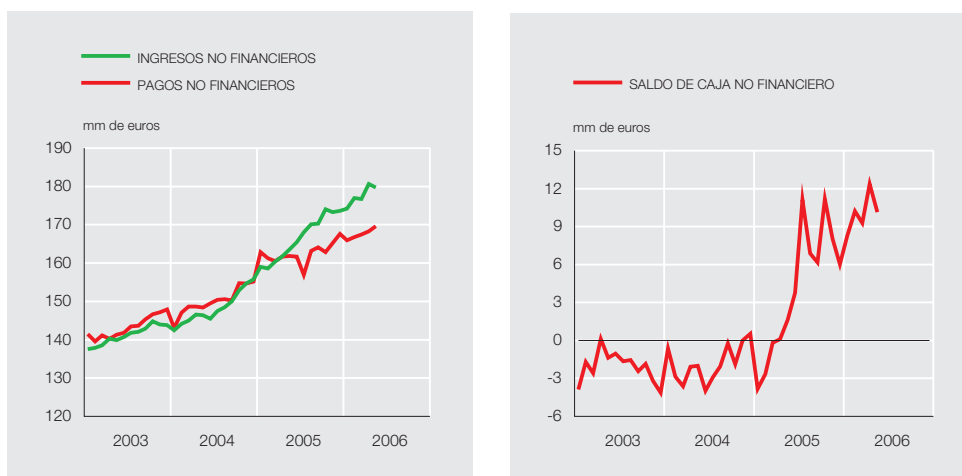
En cuanto al mercado de trabajo, los indicadores de empleo continuaron mostrando tasas elevadas de crecimiento en los primeros meses del segundo trimestre (véase gráfico 2). En mayo, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 4,8%, con datos a fin de mes, tras el 5,6% del mes anterior; si estas cifras se corrigen del impacto de la regularización de inmigrantes de 2005, la tasa de crecimiento de mayo alcanza el 2,7%, tres décimas menos que en abril. En términos de medias mensuales, que, en general, son menos volátiles, la afiliación creció un 5,1% interanual en mayo. Respecto al desempleo, los datos del INEM, correspondientes también al mes de mayo, reflejaron un descenso interanual del número de parados del 0,1%, cercano al crecimiento nulo que experimentó en el primer trimestre, tras la caída del 1% registrada en abril.



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2006.

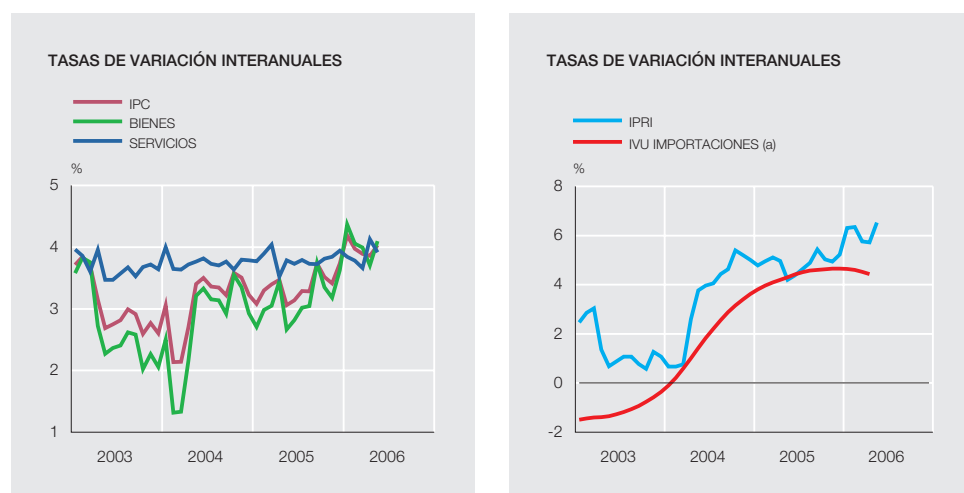
INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA
Totales móviles de doce meses



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

- a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de la recaudación que corresponde a las Administraciones Territoriales en virtud de sus sistemas de financiación.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2006 un superávit de 10.369 millones de euros (1,1% del PIB), frente al superávit de 7.215 millones de euros (0,8% del PIB) registrado en los cinco primeros meses de 2005. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta mayo de 2006 se saldó con un superávit de 7.602 millones de euros, frente al superávit de 3.489 millones registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Durante el mes de mayo, las tasas acumuladas de crecimiento de los ingresos atenuaron su dinamismo, mientras que los gastos se aceleraron, pasando a registrar tasas acumuladas de variación positivas. En el período enero-mayo, los ingresos registraron un crecimiento del 8,9%, en términos de caja, sostenidos por el dinamismo de los principales impuestos directos y del IVA, aunque los ingresos no impositivos disminuyeron notablemente. Por su parte, los pagos aumentaron un 1,3%, destacando el crecimiento de los gastos de funcionamiento, y a pesar de que tanto los pagos por intereses como por transferencias de capital registraron tasas de variación muy negativas.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,4% durante el primer trimestre de 2006, ocho décimas porcentuales más que en el período precedente. Esta aceleración fue consecuencia tanto del componente salarial (que creció un 3%, frente al 2,5% del período anterior) como de los costes no salariales, que incrementaron su ritmo de crecimiento hasta el 4,4%. Parte del mayor crecimiento salarial en el primer trimestre pudo deberse al cobro de los atrasos derivados de la activación de las cláusulas de salvaguarda del año anterior. De hecho, el coste salarial ordinario, que no recoge pagos extraordinarios ni pagos atrasados, creció un 3,2%, solo dos décimas más que en el cuarto trimestre de 2005. Por ramas de actividad, el coste laboral por persona y mes alcanzó tasas de variación interanual del 4,5% en la industria, del 4,3% en la construcción y del 3,2% en los servicios. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de mayo en el 3,1%, en línea con la cifra observada en 2005 antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Los convenios registrados en estos cinco primeros meses del año afectan a algo más de 6,4 millones de trabajadores, cifra superior a la observada en ese mismo mes del año anterior. Por ramas de actividad, los mayores incrementos de tarifas corresponden a la agricultura (3,7%) y a la industria (3,2%), mientras que en los servicios (3%) y en la construcción (2,9%) los crecimientos fueron algo menores.

En mayo, la tasa interanual del IPC se elevó hasta el 4%, mientras que la del IPSEBENE alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 3%, una décima por debajo de la del mes anterior (véase gráfico 4). El menor ritmo de crecimiento en el precio de los servicios, que recortaron dos décimas su tasa interanual, hasta el 3,9%, compensó solo parcialmente la aceleración observada en el resto de los componentes. Los precios energéticos situaron su crecimiento interanual en el 14,4%, 2,2 puntos porcentuales (pp) por encima del mes precedente, mientras que los de los alimentos se aceleraron de forma suave (0,1 pp), hasta el 3,4%, como consecuencia del repunte de los alimentos no elaborados, ya que los elaborados mantuvieron su tasa en el 3,9%. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron en una décima su tasa de crecimiento interanual, hasta el 1,5%. El índice armonizado (IAPC) registró un avance interanual del 4,1% en mayo, dos décimas más que en abril, mientras que el IAPC de la UEM aumentó una décima su tasa de crecimiento, hasta el 2,5%, de forma que el diferencial de inflación se amplió una décima, a 1,6 pp.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó un crecimiento interanual del 6,5% en mayo, frente al 5,7% de abril. Todos los componentes del índice sufrieron una aceleración. Así, los precios de producción de la energía elevaron su tasa de crecimiento interanual en más de dos puntos, hasta el 17,8%, mientras que los de los bienes intermedios mantuvieron su trayectoria ascendente, alcanzando un incremento del 6%. Los precios de producción de los bienes de consumo y los de bienes de equipo se aceleraron en menor medida, hasta tasas del 3,1% y del 2,4%, respectivamente. Por otra parte, los precios hoteleros han venido manteniendo un comportamiento muy moderado desde el pasado verano, con un crecimiento del 0,6%, en términos interanuales, hasta abril.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), se aceleraron en abril, hasta una tasa interanual del 7,4%, frente a un crecimiento medio del 6,1% en el primer trimestre. Por componentes, se observó un mayor ritmo de expansión tanto de los precios energéticos (30,8%) como de los IVU no energéticos (3,5%). En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario aumentó un 4,8% en abril, algo por encima de la media del primer trimestre (4,2%). Esta evolución se explica por el comportamiento de los precios no energéticos, que, a pesar de desacelerarse ligeramente en abril, crecieron un 4,1%, aumento superior al del primer trimestre (3,2%).

Evolución económica y financiera en la UEM

El mes de junio se caracterizó por la persistencia de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, tanto desarrollados como emergentes, iniciada a mediados del mes anterior, relacionada con la incertidumbre respecto a la evolución de las presiones inflacionistas y, consecuentemente, respecto a las decisiones de política monetaria en Estados Unidos. Esta mayor incertidumbre volvió a dar lugar a una caída relativamente generalizada en los precios de los activos de mayor riesgo, como las bolsas y la deuda corporativa de peor calificación crediticia, en el caso de los países desarrollados, así como un incremento en el diferencial de crédito de la deuda soberana, una depreciación generalizada de las monedas y pérdidas en las bolsas, en el caso de los mercados emergentes. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en mayo, el dólar tendió a fortalecerse frente a las principales monedas. Así, frente al euro, el dólar se apreció hasta el entorno de 1,26 dólares a finales de junio, frente a niveles superiores a 1,29 vigentes el 12 de mayo, con un movimiento de similar intensidad y dirección frente al yen japonés en el mismo período.

El precio del petróleo tipo Brent disminuyó un 4% durante la primera mitad de junio. Este retroceso del precio del petróleo coincidió con datos favorables de inventarios de crudo, así como con una cierta moderación de la tensión geopolítica en Irán. Sin embargo, el precio del crudo recuperó a finales de mes los niveles de finales de mayo, en el contexto de algunos problemas en el sector de refino en Estados Unidos. El precio de los futuros a largo plazo evolucionó de forma paralela a los precios al contado. Por otro lado, continuó la corrección a la baja en el precio de las materias primas metálicas, especialmente el oro, la plata y el cobre.

En *Estados Unidos*, los indicadores de actividad referidos al segundo trimestre fueron algo más débiles que en el trimestre anterior. En particular, el consumo personal real aumentó solo un 0,1% en tasa intermensual en abril —pese a que la tasa de ahorro como porcentaje de la renta real disponible volvió a situarse en terreno negativo (−1,6%)—. Entre los factores que habrían contribuido a esta desaceleración en el consumo destacaría especialmente la ralentización en la creación de empleo observada en mayo, mes en el que se crearon 75.000 nuevos puestos de trabajo, la mitad que en el promedio de los dos meses anteriores, cuyos datos fueron, además, revisados a la baja. El sector inmobiliario también dio muestras de moderación, reflejada en una menor creación de empleo y una ralentización, aún muy incipiente, en

los precios de la vivienda, que pasaron a crecer un 12,5% en el primer trimestre de 2006, frente al 13,3% anterior. La producción industrial disminuyó un 0,1% en mayo respecto al mes anterior, por la menor producción manufacturera, que también provocó una caída de dos décimas en la utilización de la capacidad productiva, hasta el 81,7%. Sin embargo, los pedidos de bienes duraderos experimentaron una recuperación en mayo, tras la caída moderada en abril. Los índices de gestores de compras de manufacturas y servicios (ISM, según sus siglas en inglés), por su parte, se redujeron significativamente en mayo, pero aún se situaron en niveles coherentes con un crecimiento económico positivo en el corto plazo. La balanza por cuenta corriente experimentó una ligera mejoría en el primer trimestre de 2006, al registrar un déficit de 208 mm de dólares, en torno a 15 mm menos que el del trimestre anterior, gracias a la moderación del déficit comercial y a la recuperación del saldo positivo de la balanza de rentas. Los datos de inflación suscitaron cierta preocupación sobre su evolución futura. El índice de precios de consumo de mayo creció cuatro décimas, mientras que el índice subyacente experimentó un aumento de tres décimas, marcando así el tercer mes consecutivo en que se repite este registro. Las tasas interanuales aumentaron hasta el 4,2% y el 2,4%, respectivamente.

En *Japón* se revisó al alza el PIB en el primer trimestre, que creció un 3,8% interanual (3,1% trimestral anualizado), frente al 3,7% del trimestre anterior. La revisión proviene principalmente de la inversión privada, que se expandió un 6,9% interanual. En cuanto a los indicadores más recientes de actividad, por el lado de la oferta destaca el repunte de la producción industrial y de los pedidos de maquinaria en abril, mientras que, por el lado de la demanda, los distintos indicadores no terminan de reflejar el buen momento de la actividad, con excepción del indicador de confianza del consumidor, que en mayo se mantuvo en niveles elevados. En el ámbito externo, el repunte de las exportaciones redundó en una mejora del superávit comercial en el mes de mayo, que interrumpió así su proceso de deterioro en el último año. Con respecto a los precios, el índice al por mayor repuntó hasta el 3,3% interanual en mayo, tasa no observada en los últimos veinticinco años, por el alza en los combustibles y materias primas. En el ámbito monetario, el Banco de Japón continuó drenando liquidez, en coherencia con el cambio en la instrumentación de la política monetaria, de modo que la base monetaria se contrajo un 15,3% interanual, aunque debió realizar operaciones puntuales de inyección de liquidez a inicios de junio, para contener ciertas tensiones sobre los tipos de interés interbancarios. El crédito bancario, no obstante, mantuvo un ritmo de expansión del 1,2% interanual en mayo, similar al del mes previo.

En el *Reino Unido*, los datos más recientes, relativos a abril-mayo, confirmarían una recuperación, que abarca también al consumo, que había registrado una significativa desaceleración en el primer trimestre. Así, en mayo las tendencias de distribución de comercio fueron mucho mejores que en meses anteriores y las ventas al por menor registraron un fuerte repunte. Por el lado de la oferta, los índices de directores de compras (PMI, según sus siglas en inglés) mantienen niveles compatibles con un buen ritmo de avance. No obstante, la producción industrial de abril se contrajo. El mercado de trabajo volvió a dar signos de fortaleza en mayo, con aumento del empleo, a pesar de que el paro creció hasta el 5,3%, debido al crecimiento de la población activa. En cuanto a los precios, los de consumo aumentaron en mayo un 2,2% interanual, frente al 2% de abril; sin embargo, el índice subyacente bajó del 1,3% al 1,1%. El ritmo de incremento del precio de la vivienda estaría estabilizado, en torno al 5% interanual, o mostraría una cierta aceleración en los últimos meses, según los indicadores que se utilicen.

En *China*, los indicadores de actividad más recientes volvieron a subrayar el elevado dinamismo de la actividad económica y los riesgos de recalentamiento observados en meses previos. En mayo se intensificó el alto ritmo de expansión de la mayor parte de los indicadores de

actividad (producción industrial, inversión en activos fijos y ventas al por menor), mientras que la oferta monetaria y el crédito interno aumentaban sus ritmos de crecimiento, a pesar de las recientes medidas para contenerlos. Además, a pesar de que en mayo las importaciones registraron un repunte mayor que las exportaciones, el superávit comercial se amplió hasta 13 mm de dólares, lo que supuso un récord mensual. La inversión extranjera directa recibida mantuvo una tendencia gradual de desaceleración. Con respecto a la evolución de los precios, se produjo una nueva aceleración en mayo, tanto de los precios de consumo, que pasaron del 1,2% al 1,4% interanual, como de los precios de producción, que lo hicieron del 1,9% al 2,4% interanual. En este contexto, y como complemento a las alzas de tipos de interés de referencia sobre préstamos del mes de abril, las autoridades chinas endurecieron las condiciones de financiación hipotecaria y el tratamiento fiscal de la compraventa de viviendas en mayo, y elevaron el coeficiente de reservas bancarias 0,5 puntos —hasta el 8%— en junio.

En *América Latina* se continuaron publicando datos de contabilidad nacional del primer trimestre en distintos países de la región. Así, Brasil creció un 3,4% en tasa interanual (1,4% en el trimestre previo), Argentina un 8,6% y Chile un 5,1% (9% y 5,8% en el trimestre anterior, respectivamente). De esta forma, el PIB en la región registró un fuerte repunte en el primer trimestre, hasta el 5,3% interanual, frente al 3,8% del último trimestre de 2005. Esta evolución se fundamenta en la fuerte reactivación de la actividad en Brasil y México, los dos países más grandes del área, y una ligera ralentización en el resto, si bien con tasas interanuales de crecimiento aún muy elevadas. Durante el primer trimestre se produjo una cierta reactivación de la demanda interna, apoyada en la inversión y en la mejoría del consumo privado, mientras que la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa en todos los países. Cabe destacar también la corrección en los mercados financieros, de magnitud similar a otras regiones emergentes, pero que afectó con mayor intensidad a los países que mejor comportamiento habían registrado en los últimos años (Brasil y, sobre todo, Colombia). En el ámbito de los precios, en el mes de mayo las tasas de inflación continuaron moderándose, hasta alcanzar una tasa mínima histórica del 4,8% para el conjunto del área. Sin embargo, las políticas monetarias mantuvieron el tono estable o restrictivo en todos los países. Solo Brasil supuso una excepción, ya que los tipos oficiales continuaron descendiendo (hasta el 15,25%), aunque a un ritmo menor, debido a la incertidumbre en los mercados financieros. Por otro lado, el fuerte aumento de los ingresos fiscales se tradujo en una significativa expansión de los superávits primarios en la mayoría de estas economías.

De acuerdo con la estimación provisional de Eurostat, en el primer trimestre de 2006 el PIB del área del euro se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, tras haber aumentado un 0,3% en los tres meses anteriores. Esta evolución ha supuesto, además, un avance de dos décimas en el ritmo de expansión interanual, que se ha situado en el 1,9%. Por componentes, cabe destacar el fuerte auge registrado en el consumo, tanto privado como público, y el dinamismo de las exportaciones. Como consecuencia de ello, las aportaciones al crecimiento del PIB, tanto de la demanda interna —excluyendo existencias— como de la demanda exterior neta, aumentaron notablemente en el primer trimestre del año (hasta 0,5 pp y 0,3 pp, respectivamente). Por el contrario, la variación de existencias contribuyó negativamente a la expansión del producto.

La información aparecida más recientemente es, en conjunto, coherente con el mantenimiento de un crecimiento sostenido de la actividad económica en el segundo trimestre del año. En la vertiente de la oferta, aunque la producción industrial de la UEM se redujo en abril, los indicadores de opinión empresarial han mostrado un buen comportamiento en la etapa más reciente. Así, el nivel medio de abril y mayo de los índices de las encuestas de la Comisión Europea y de directores de compras, tanto de la industria como de los servicios,

		2006					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	2,9	3,2	4,1	1,9		
	Comercio al por menor	1,4	1,2	-0,1	2,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	2,1	2,6	1,5	1,7	8,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-10,0	-11,0	-10,0	-9,0	
	Indicador de clima industrial	-4,0	-2,0	-1,0	1,0	2,0	
	IAPC	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	7,7	8,0	8,5	8,8		
	M1	10,3	9,9	10,1	9,8		
	Crédito a los sectores residentes	8,4	8,8	9,4	9,5		
	AAPP	3,0	1,8	1,5	0,9		
	Otros sectores residentes	9,9	10,7	11,5	11,8		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	9,4	9,5	9,7	9,8		
	— Préstamos a sociedades no financieras	8,5	9,7	10,4	10,9		
	EONIA	2,33	2,35	2,52	2,63	2,58	2,66
	EURIBOR a tres meses	2,51	2,60	2,72	2,79	2,89	2,97
	Rendimiento bonos a diez años	3,39	3,55	3,73	4,01	4,06	4,05
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,06	1,06	1,05	1,03	1,11	1,08
	Tipo de cambio dólar/euro	1,210	1,194	1,202	1,227	1,277	1,266
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	4,1	7,3	10,3	10,2	3,8	1,2

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

a. Media del mes hasta el día 27 de junio de 2006.

b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

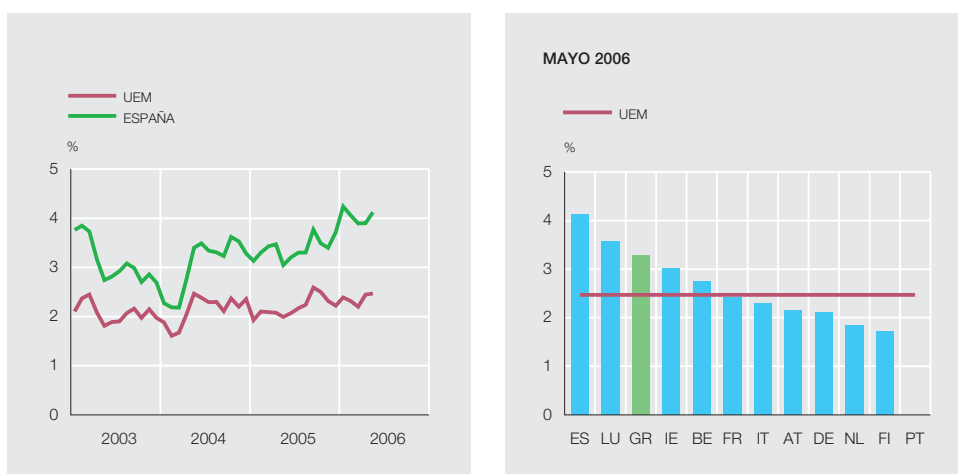
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 27 de junio de 2006.

superó las cotas alcanzadas en el primer trimestre. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles, disponibles hasta abril y mayo, respectivamente, experimentaron repuntes notables (véase cuadro 1), a lo que hay que añadir la ligera mejoría de la confianza de los consumidores. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación de la encuesta trimestral y de valoración de la cartera de pedidos exteriores registraron, asimismo, avances en el período más reciente.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, el IAPC de la UEM creció un 2,5% en mayo, una décima más que la tasa de abril (véase gráfico 5). Este comportamiento es atribuible a la aceleración de los precios de los alimentos no elaborados y los bienes energéticos, que constituyen los componentes más volátiles. De este modo, la tasa de variación del IPSEBENE, indicador que excluye los precios de ambos grupos de bienes, disminuyó en 0,1 pp, hasta alcanzar el 1,5%. Por su parte, el ritmo de incremento interanual del índice de precios industriales (IPRI) aumentó en abril en tres décimas, hasta el 5,4%. Con la excepción de los bienes de consumo no duradero, que siguieron creciendo a la misma tasa que en marzo, el resto de componentes del IPRI experimentó una aceleración, de mayor cuantía en el caso de los bienes intermedios no energéticos.

En su reunión del 8 de junio en Madrid, el Consejo de Gobierno del BCE decidió aumentar el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en un cuarto de punto, hasta situarlo en el 2,75%, al considerar conveniente retirar parte del tono acomodaticio de la política

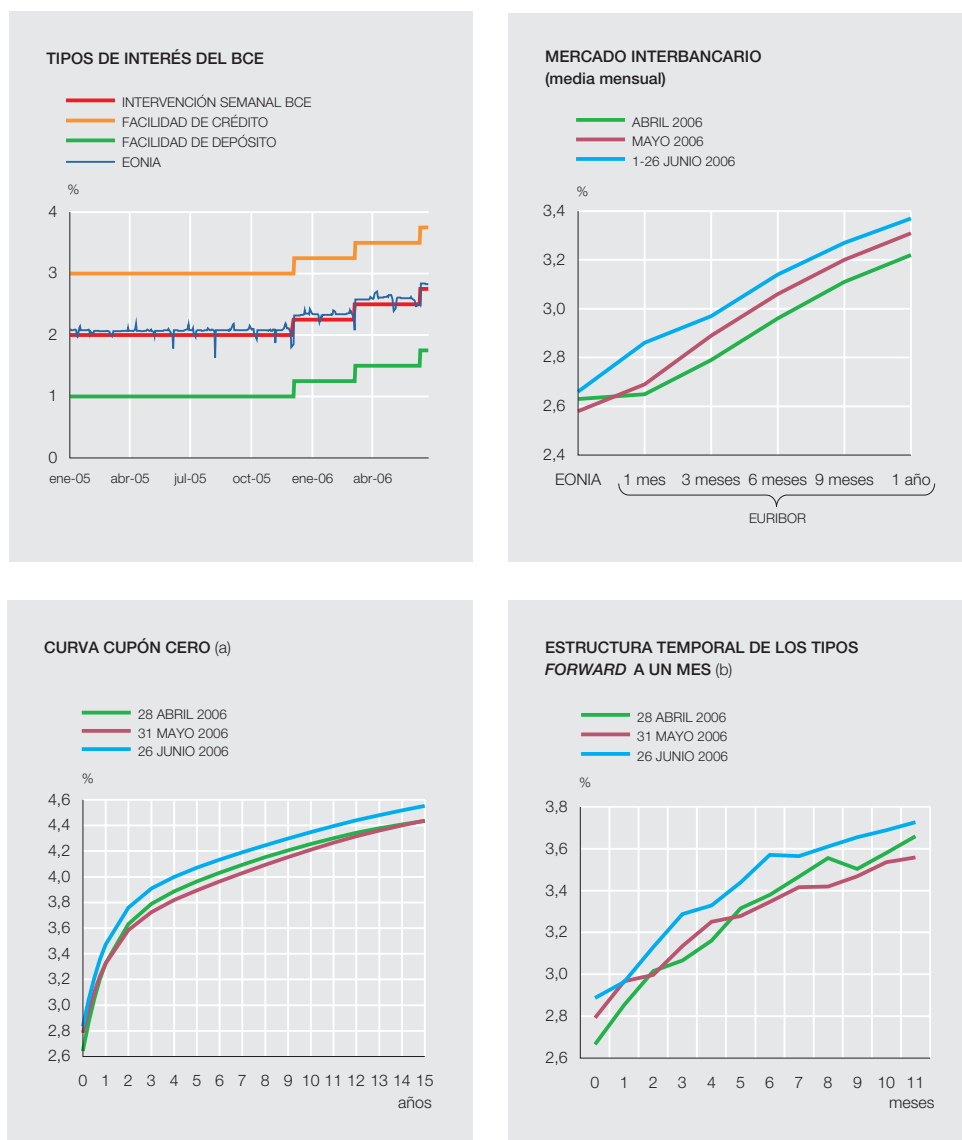


FUENTE: Eurostat.

monetaria con objeto de asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios. Asimismo, los tipos aplicables a las facilidades de depósito y de crédito se incrementaron en la misma cuantía, alcanzando en la actualidad el 1,75% y 3,75%, respectivamente. En los días transcurridos del mes de junio, las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario han experimentado un moderado repunte, manteniéndose inalterada la pendiente de la curva a partir del plazo de tres meses (véase gráfico 6). Por otra parte, las rentabilidades en los mercados secundarios de deuda pública han aumentado levemente, de modo que el rendimiento del bono a diez años se ha situado por encima del 4% desde mediados de mes. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos se ha elevado algo más, por lo que el diferencial positivo entre los bonos de este país y los de la UEM se ha incrementado ligeramente, acercándose a 1,2 pp.

Desde mediados del mes de mayo, los índices bursátiles europeos —al igual que los del resto del mundo— han registrado una corrección apreciable, en un marco de mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas globales y sobre la evolución futura de los tipos de interés. Estas caídas han supuesto que se hayan desvanecido las ganancias acumuladas desde el comienzo del ejercicio, de modo que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se sitúa, a fecha de cierre de este Boletín, en niveles análogos a los correspondientes al cierre de 2005. En los mercados de divisas, el euro ha presentado una tendencia a la depreciación frente al dólar en las semanas transcurridas de junio, aunque ha permanecido por encima de la cota de 1,25 dólares por euro. En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se ha mantenido estable.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, tanto M3 como el crédito concedido al sector privado continuaron mostrando un creciente dinamismo en abril, situándose sus ritmos de avance en el 8,8% y en el 11,8%, respectivamente, lo que supone, en ambos casos, un aumento de tres décimas en comparación con el mes anterior, y de más de un punto porcentual respecto a diciembre de 2005. Por lo que hace referencia al desglose sectorial del crédito, los préstamos otorgados a sociedades no financieras intensificaron su ritmo de crecimiento interanual, mientras que los concedidos a los hogares —tanto para la compra de bienes de consumo como los destinados a financiar la adquisición de vivienda— registraron un comportamiento más estable.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Evolución financiera en España

Durante el mes de abril, la financiación captada por los hogares y las sociedades continuó creciendo a ritmos elevados, al tiempo que los activos financieros más líquidos de ambos sectores se desaceleraron. Esta evolución se produjo en un contexto en el que los tipos de interés bancarios experimentaron un nuevo incremento. La información provisional correspondiente a mayo apunta a un mantenimiento de la tasa de expansión de la deuda de las familias en torno a los mismos niveles del mes precedente y a un aumento de la de las empresas.

En el mercado de deuda pública, a mediados de mayo se interrumpió la trayectoria creciente que venían manteniendo desde principios de año las rentabilidades negociadas a medio y largo plazo, como consecuencia de la mayor demanda de activos de bajo riesgo provocada por las turbulencias en las bolsas. En cambio, en el tramo corto de la curva se siguieron observando incrementos, que reflejaban las expectativas de nuevos aumentos en los tipos de interés oficiales. Tras estos movimientos, en la parte transcurrida de junio las rentabilidades medias de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a

		2003	2004	2005	2006				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,46	3,39	3,46	3,78	3,84	3,93	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,40	6,27	6,27	6,30	6,36	6,69	...	...
	Depósitos	1,11	1,15	1,23	1,29	1,38	1,39	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,75	3,44	3,59	3,79	3,92	3,97	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,19	2,17	2,58	2,69	2,88	2,97	3,04	3,09
	Deuda pública a cinco años	3,47	2,98	3,04	3,28	3,48	3,71	3,74	3,73
	Deuda pública a diez años	4,34	3,64	3,37	3,48	3,65	3,92	3,99	3,95
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,01	0,00	-0,00	0,00
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,32	0,29	0,39	0,41	0,36	0,33	0,31	0,32
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	27,44	18,70	20,56	9,94	11,33	12,05	6,72	3,95

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 19 de junio de 2006.

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 2003. El 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

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

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

		2006	2004	2005	2006		
		ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL		1.855,7	12,3	15,7	17,3	17,0	17,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH		1.555,5	16,2	21,0	22,2	22,5	22,1
Hogares e ISFLSH		691,0	20,1	21,2	21,3	21,7	21,4
De los cuales:							
– Crédito para adquisición de vivienda (c)		507,2	23,6	24,5	24,3	24,3	23,9
– Crédito para consumo y otros fines (c)		182,7	12,2	13,3	13,7	15,0	14,7
Sociedades no financieras		864,5	13,2	20,8	22,9	23,1	22,8
De los cuales:							
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)		623,8	17,8	25,5	25,2	25,7	25,8
– Valores de renta fija		11,7	0,2	-0,3	-1,6	-4,0	-3,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)		300,2	0,0	-3,9	-1,2	-4,1	-3,2
Valores a corto plazo		32,5	-6,2	-10,9	-11,0	-7,9	-6,7
Valores a largo plazo		292,9	0,9	3,0	0,8	1,9	0,3
Créditos – depósitos (e)		-25,3	-0,1	-17,2	-2,1	-15,9	-8,4

FUENTE: Banco de España.

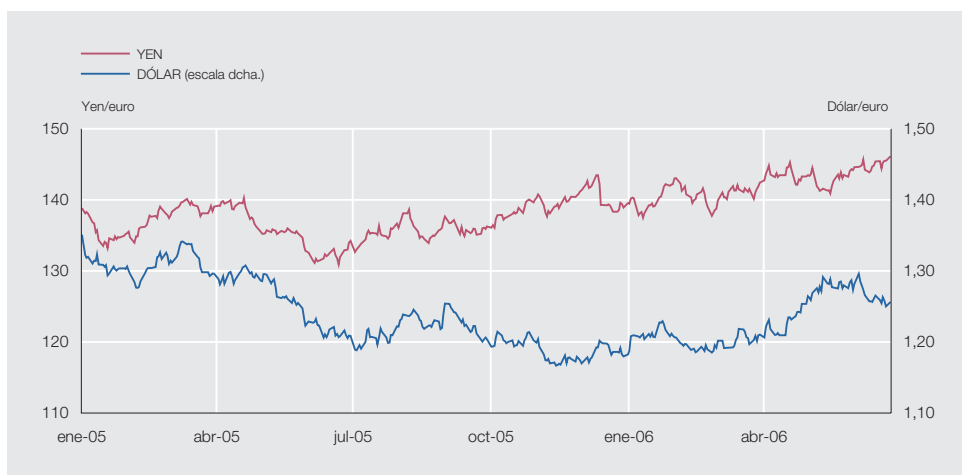
a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

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

e. Variación interanual del saldo.



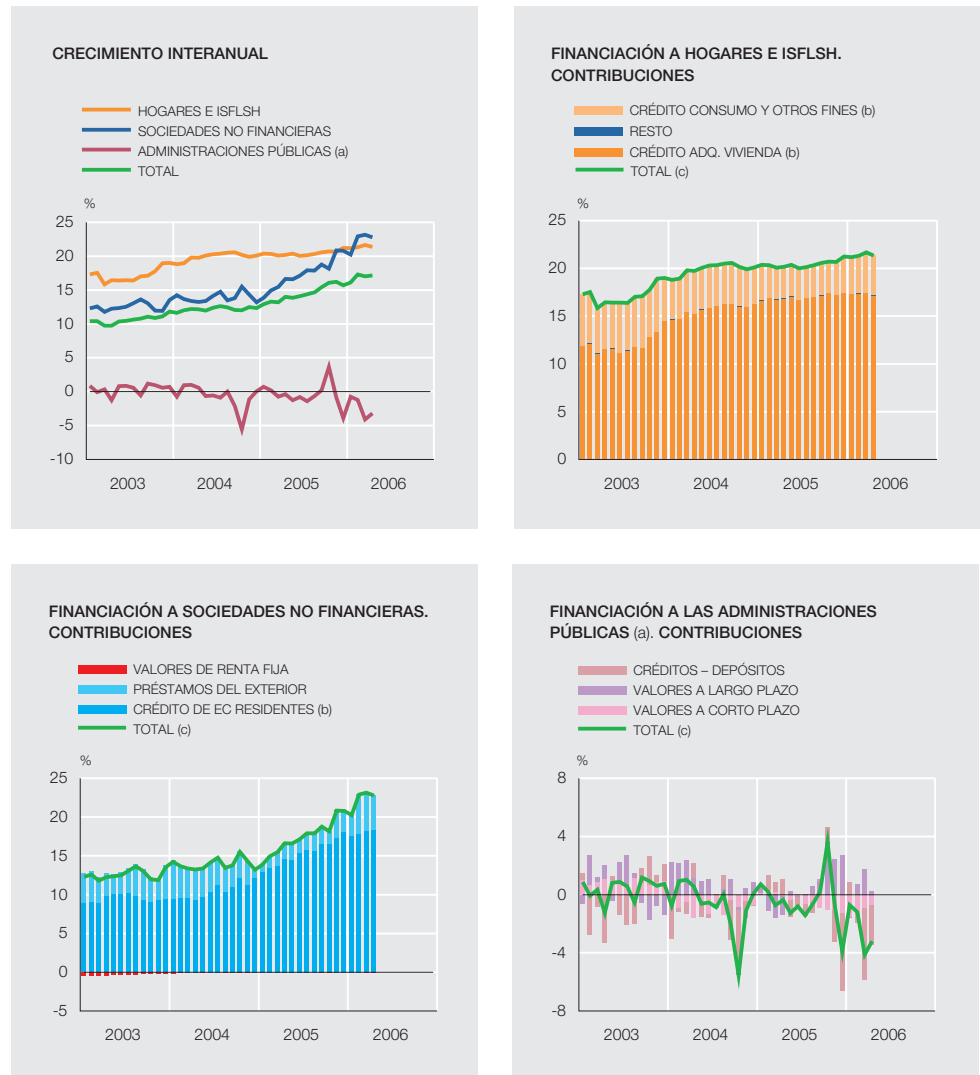
FUENTES: BCE y Banco de España.

diez años se situaron, respectivamente, en el 3,09% y en el 3,95%, lo que representa un ascenso de 12 puntos básicos (pb) y 3 pb en relación con los correspondientes niveles de abril (véase cuadro 2). La referencia española a diez años tuvo un comportamiento similar a la alemana, por lo que el diferencial entre ambas registró escasas variaciones. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas permanecieron en valores reducidos sin mostrar cambios significativos.

En los mercados de renta variable nacionales e internacionales se produjo, durante mayo y los días transcurridos de junio, un descenso acusado en las cotizaciones, que estuvo acompañado de un repunte de las volatilidades implícitas. Estos cambios parecieron responder a la mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento económico mundial, asociada, en parte, a los elevados niveles alcanzados por el precio del petróleo y a la persistencia de los desequilibrios globales. Los principales índices bursátiles han perdido, así, la totalidad o una gran parte de las ganancias acumuladas desde principios de año: en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid presentaba una revalorización desde finales de 2005 del 4%, al tiempo que el EURO STOXX amplió de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de Estados Unidos mostraban pérdidas del 2,5% y 0,7%, respectivamente.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito al sector privado en las operaciones nuevas de activo y pasivo mantuvieron, en abril, la trayectoria ascendente de los meses anteriores. De este modo, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras y el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda alcanzaron el 3,97% y 3,93%, respectivamente, 5 pb y 9 pb por encima del dato de marzo, mientras que el de los destinados a consumo y otros fines, que presenta habitualmente una mayor variabilidad, subió 33 pb, hasta el 6,69%. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias mostró variaciones menores, quedando situada en el 1,39%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros mantuvo, en abril, un comportamiento similar al observado durante los meses precedentes. Así, mientras que la deuda de las Administraciones Públicas continuó reduciéndose en términos interanuales, los fondos captados por las familias y las sociedades siguieron avanzando a tasas elevadas, próximas al 21% y al 23%, respectivamente (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

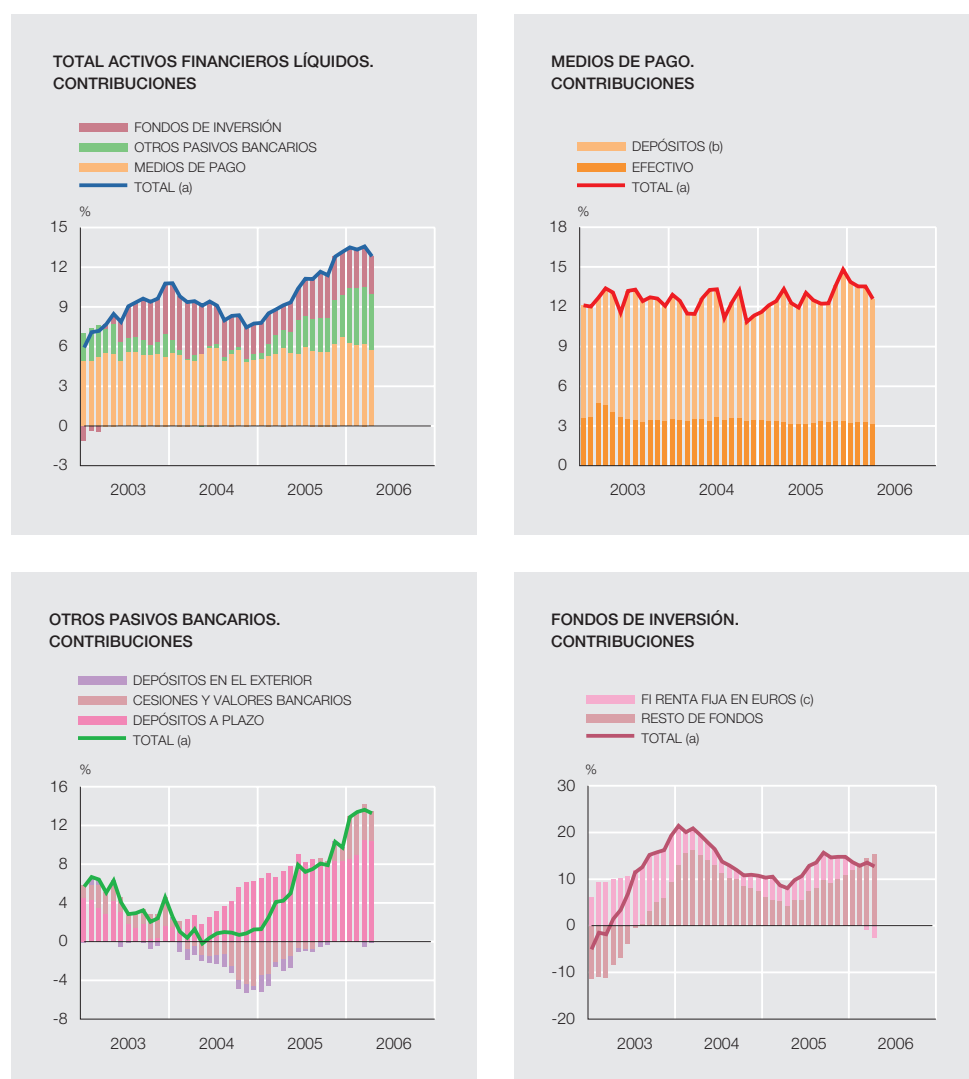


FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
 b. Incluye los créditos titulizados.
 c. Crecimiento interanual.

La desagregación por finalidades muestra, en el caso de los hogares, una ligera reducción en los ritmos de expansión tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los fondos destinados al consumo y otros fines, que se mantuvieron, en todo caso, en valores cercanos al 24% y al 15%, respectivamente. Por el contrario, el crédito concedido por las entidades residentes a las empresas, que es el principal componente de los recursos ajenos obtenidos por este sector, continuó sin dar síntomas de desaceleración, de modo que su avance interanual se situó en niveles próximos al 26%. Por su parte, la emisión neta de valores de renta fija acumulada durante los últimos cuatro trimestres volvió a ser negativa. La información provisional correspondiente a mayo referente a la deuda de familias y sociedades apunta a una continuidad de las tendencias observadas en el mes precedente, con la excepción de la financiación para consumo, que habría mostrado cierta aceleración.

Los fondos recibidos por las Administraciones Públicas se redujeron en abril en torno al 3% en relación con el mismo período del año precedente. Esta evolución resultó nuevamente del



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.

descenso del saldo neto entre créditos y depósitos y de la amortización neta de valores a corto plazo, que más que compensaron la emisión neta positiva de instrumentos a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos del sector privado se desaceleraron en abril, fruto de una evolución homogénea por componentes (véase gráfico 9). Así, el crecimiento interanual de los medios de pago continuó con la trayectoria descendente que viene mostrando desde comienzos de año, al tiempo que se redujeron ligeramente los ritmos de expansión de los otros pasivos bancarios y de los fondos de inversión. Dentro de estos, los de renta fija en euros volvieron a contribuir negativamente al avance del agregado, mientras que el resto de categorías tuvo un mayor dinamismo. La información provisional referente a mayo muestra un nuevo retroceso en las tasas de variación de la mayoría de los instrumentos que forman parte de la cartera de activos líquidos de empresas y familias.

26.6.2006.

Introducción¹

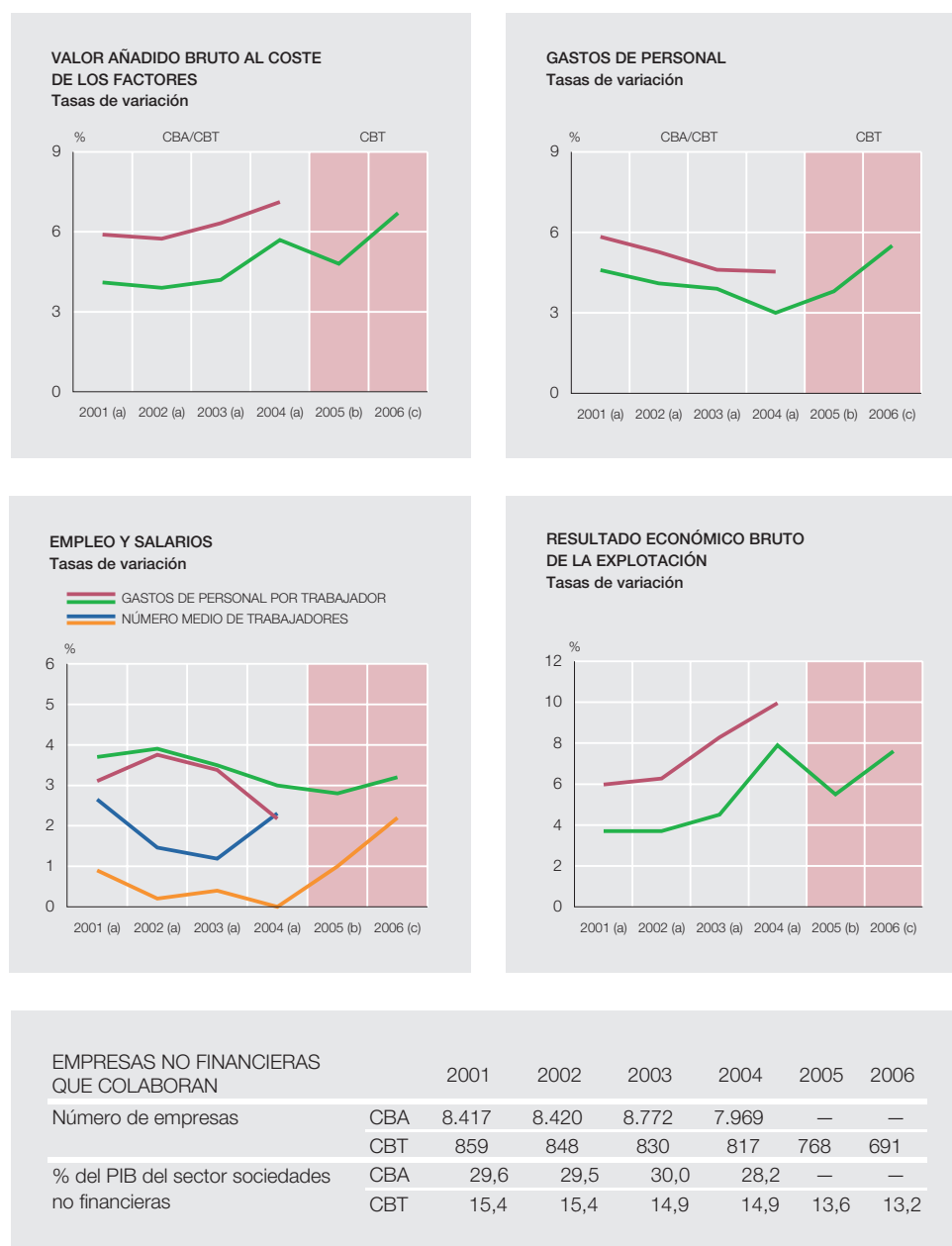
La información disponible en la Central de Balances Trimestral (CBT) para los tres primeros meses de 2006 muestra que durante el primer trimestre del año se produjo un notable crecimiento de la actividad productiva de las empresas de la muestra, rasgo que se observa en el conjunto de las empresas y en la práctica totalidad de las agrupaciones por sectores y tamaños. Así, el valor añadido bruto (VAB) nominal creció un 6,7% en este período, tasa casi dos puntos mayor que la registrada un año antes (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Por sectores, la positiva evolución del comercio y de los transportes y comunicaciones es fiel reflejo de la solidez que ha continuado mostrando la demanda interior (véase cuadro 2.A). Entre las empresas industriales, se observó una importante recuperación de la actividad productiva en el primer trimestre de 2006, ligada a la evolución de la producción de bienes de equipo e impulsada por el mayor dinamismo comercial con el exterior, influido, este último, por la recuperación de las economías de la zona del euro. Por su parte, a diferencia de los restantes agregados sectoriales, el sector energético redujo el ritmo de crecimiento de su VAB como consecuencia de la sensible contracción de márgenes de las refinadoras de petróleo, que, en esta ocasión, no trasladaron en toda su magnitud el crecimiento de los precios del crudo a las comercializadoras. En cualquier caso, el valor añadido de las empresas de energía siguió creciendo a una tasa superior a la del total de empresas analizadas.

En línea con la positiva evolución de la actividad, el empleo creció a una tasa del 2,2% durante el primer trimestre de 2006 respecto al mismo período de 2005, tasa que constituye un máximo de la serie trimestral. Las remuneraciones medias aumentaron un 3,2%, subida que se ha producido en las empresas de todas las agrupaciones de actividad, aunque ha sido mayor en las industriales y en las energéticas. La creación de empleo y la evolución de las remuneraciones medias explican que los gastos de personal aumentaran un 5,5% durante los tres primeros meses de 2006, tasa claramente superior a la registrada en el mismo período del año previo (3,6%). No obstante, como el VAB aumentó a una tasa superior, el resultado económico bruto creció algo más de dos puntos por encima de la tasa del primer trimestre de 2005 (7,6%, frente al 5,3%). Por su parte, los gastos financieros experimentaron un incremento del 19%, tasa que supera a las que se venían observando desde mediados de 2002 y que refleja tanto el aumento del endeudamiento que, con carácter general, se está produciendo en las empresas de la muestra (las últimas revisiones de tipos de interés se han producido con posterioridad al cierre del primer trimestre de 2006), como, muy especialmente, el impacto del endeudamiento asumido por una importante empresa de telecomunicaciones, destinado a adquirir una empresa extranjera del mismo sector de actividad. Si se descuenta el efecto de esta operación, los gastos financieros crecen un 5,9%. La ratio que mide el coste financiero soportado por las empresas se mantuvo muy estable, sin ofrecer variaciones sustanciales con respecto a los valores de períodos anteriores. Por otra parte, los ingresos financieros registraron un crecimiento notablemente inferior al experimentado un año antes, debido a la ralentización de la entrada de dividendos procedentes de filiales en el extranjero. El fuerte aumento experimentado por los gastos financieros, que, como queda reseñado, está afectado por una operación específica, ha llevado a que el Resultado Ordinario Neto (RON) se haya moderado respecto de períodos precedentes, registrando un incremento del 4,9% en el primer trimestre de 2006 (un 9,7% si se elimina el

1. Este artículo se ha elaborado a partir de la información que, hasta el 14 de junio de 2006, han enviado a la Central de Balances las aproximadamente 700 empresas colaboradoras. El VAB de estas empresas supone el 13,2% del VAB del total del sector de Sociedades no financieras.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 2001, 2002, 2003 y 2004 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 2005 sobre igual período de 2004.
c. Datos del primer trimestre de 2006 sobre igual período de 2005.

efecto de dicha operación), frente al 14,4% del mismo trimestre del año anterior, o al 13,3% del conjunto del año 2005. Sin embargo, el incremento total del RON más los gastos financieros (numerador de la ratio de rentabilidad del activo) ha llevado a que, durante los meses transcurridos de 2006, se mantuviera la rentabilidad del activo neto en valores elevados e, incluso, ligeramente superiores a los del mismo período de 2005. Por otro lado, la ratio que aproxima el coste de la financiación ajena se mantuvo estable, de forma que, un trimestre más, la diferencia entre la rentabilidad y el coste de la financiación se situó en un valor positivo (3,3) y superior al del mismo período de 2005 (2,8), haciendo crecer la rentabilidad de



FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 2001, 2002, 2003 y 2004 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 2005 sobre igual período de 2004.
c. Datos del primer trimestre de 2006 sobre igual período de 2005.

los recursos propios². Por último, respecto de los resultados extraordinarios, cuya evolución explica el paso del resultado ordinario al resultado neto final (cuyo montante determina los beneficios a distribuir), destacan algunas operaciones de venta de inmovilizado material y financiero que generaron importantes plusvalías y otras de diferencias positivas del tipo de cam-

2. La nota metodológica de la monografía de la Central de Balances recoge la relación entre estas ratios. En síntesis, la rentabilidad de los recursos propios (R.3) es mayor que la rentabilidad del activo (R.1), cuando el coste de la financiación (R.2) es menor que la rentabilidad del activo.

EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA CUENTA DE RESULTADOS. RENTABILIDADES
Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 1

	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT)		
BASES	2004	2003	2004	I a IV 05/ I a IV 04 (a)	I 05/I 04	I 06/I 05
Número de empresas		8.772	7.969	768	825	691
Cobertura total nacional		30,0%	28,2%	13,6%	15,2%	13,2%
CUENTA DE RESULTADOS						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	6,0	7,8	12,9	11,4	19,5
De ella:						
— Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	134,3	5,9	8,6	16,2	14,2	20,3
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	67,0	5,9	8,2	17,5	15,4	26,4
De ellos:						
— Compras netas	39,5	4,2	12,3	20,0	21,3	29,0
— Otros gastos de explotación	27,2	7,9	3,4	9,9	6,8	10,9
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	33,0	6,3	7,1	4,8	4,6	6,7
3. Gastos de personal	16,8	4,6	4,5	3,8	3,6	5,5
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	16,2	8,3	10,0	5,5	5,3	7,6
4. Ingresos financieros	3,1	4,3	13,9	23,8	26,9	3,1
5. Gastos financieros	2,6	-2,0	-3,9	8,6	5,3	19,0
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,5	4,1	2,5	-0,4	-2,4	5,3
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	10,1	14,5	21,5	13,3	14,4	4,9
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	3,5	8,3	-32,3	59,2	6,0	79,6
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	3,1	-28,3	-5,4	69,1	35,6	17,8
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	3,9	-35,9	-14,7	-20,9	-5,2	10,8
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8 – 9]	6,6	(b)	17,1	28,6	11,3	24,9
RESULTADO NETO / VAB (S.4 / S.1)		17,8	20,1	33,1	27,5	32,4
RENTABILIDADES	Fórmulas (c)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3+5.1)/AN	7,8	8,1	9,5	6,5	7,1
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	3,9	3,6	3,8	3,7	3,8
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	11,1	11,8	14,5	8,9	10,8
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1–R.2	3,9	4,5	5,7	2,8	3,3

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.

bio, lo que explica que el resultado neto creciera un 24,9%. El elevado nivel de beneficios que están generando las empresas españolas queda patente cuando se analiza el porcentaje del resultado neto sobre el valor añadido bruto. En el primer trimestre de 2006, este porcentaje alcanzó el 32,4%, cifra que, además de ser cinco puntos superior a la obtenida en el mismo período del año anterior, es la mayor registrada en un primer trimestre desde 1994, año de comienzo de las series de la CBT.

En resumen, las empresas de la CBT han iniciado el año 2006 con un dinamismo de su actividad productiva mayor que el que venían experimentando en los trimestres anteriores. Este comportamiento expansivo está influido por la recuperación de la actividad en la industria, que tuvo un comportamiento débil en el primer trimestre del año anterior y que está sobrerrepresentada en este grupo de empresas. No obstante, esta tendencia se ha registrado en prácticamente todos los sectores, que se han visto favorecidos por el mantenimiento de la

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

CUADRO 2.A

	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES				TRABAJADORES (MEDIA DEL PERÍODO)				GASTOS DE PERSONAL				GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR			
	CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06
Total	7,1	4,8	4,6	6,7	2,3	1,0	0,7	2,2	4,5	3,8	3,6	5,5	2,2	2,8	2,9	3,2
TAMAÑOS																
Pequeñas	8,1	—	—	—	0,6	—	—	—	4,0	—	—	—	3,3	—	—	—
Medianas	7,2	3,7	-1,7	9,7	2,4	2,9	0,4	2,5	5,2	4,9	3,6	7,0	2,7	1,9	3,3	4,4
Grandes	7,1	4,9	4,9	6,6	2,4	0,8	0,8	2,2	4,5	3,7	3,6	5,4	2,0	2,9	2,8	3,1
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	6,3	9,9	10,5	8,1	-1,2	-0,9	-0,7	-1,1	2,1	2,9	3,7	2,8	3,4	3,8	4,5	3,9
Industria	4,6	1,6	1,8	6,5	-0,2	0,2	0,6	0,7	2,9	3,2	3,6	4,4	3,0	3,0	3,0	3,7
Comercio y reparación	10,5	4,0	0,8	10,8	5,7	2,6	2,1	5,1	8,5	4,2	3,9	7,7	2,6	1,6	1,8	2,5
Transportes y comunicaciones	5,8	2,8	4,0	4,2	-0,9	-0,3	-0,5	-0,5	2,3	2,8	2,8	3,1	3,3	3,1	3,3	3,6

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 2006	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARÍAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	691	418	273
GASTOS DE PERSONAL			
Situación inicial I 05 (millones de euros)	5.612,4	3.262,2	2.350,2
Tasa I 06 / I 05	5,5	9,4	0,1
REMUNERACIONES MEDIAS			
Situación inicial I 05 (euros)	10.289,7	9.131,6	12.488,2
Tasa I 06 / I 05	3,2	3,5	4,8
NÚMERO DE TRABAJADORES			
Situación inicial I 05 (miles)	545	357	188
Tasa I 06 / I 05	2,2	5,7	-4,5
Fijos			
Situación inicial I 05 (miles)	457	287	170
Tasa I 06 / I 05	0,4	2,7	-3,6
No fijos			
Situación inicial I 05 (miles)	88	70	18
Tasa I 06 / I 05	11,1	18,6	-13,5

FUENTE: Banco de España.

**ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y LA CIFRA DE NEGOCIOS
DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN SOBRE
LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y EL DESTINO DE SUS VENTAS
Estructura y tasas de variación**

CUADRO 3

		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)	CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
		2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06
Total empresas		7.969	768	691	691
Empresas que informan sobre procedencia/destino		7.969	739	667	667
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	69,2	80,0	79,8	78,9
	Total exterior	30,8	20,0	20,2	21,1
	<i>Países de la UE</i>	17,2	13,7	11,6	11,0
	<i>Terceros países</i>	13,6	6,3	8,7	10,1
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	84,4	89,6	90,4	89,8
	Total exterior	15,6	10,4	9,6	10,2
	<i>Países de la UE</i>	11,3	8,0	5,9	6,1
	<i>Terceros países</i>	4,3	2,4	3,7	4,1
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	-4,4	0,5	5,2	17,5
	Resto de empresas	-32,2	-14,4	-17,9	-36,6

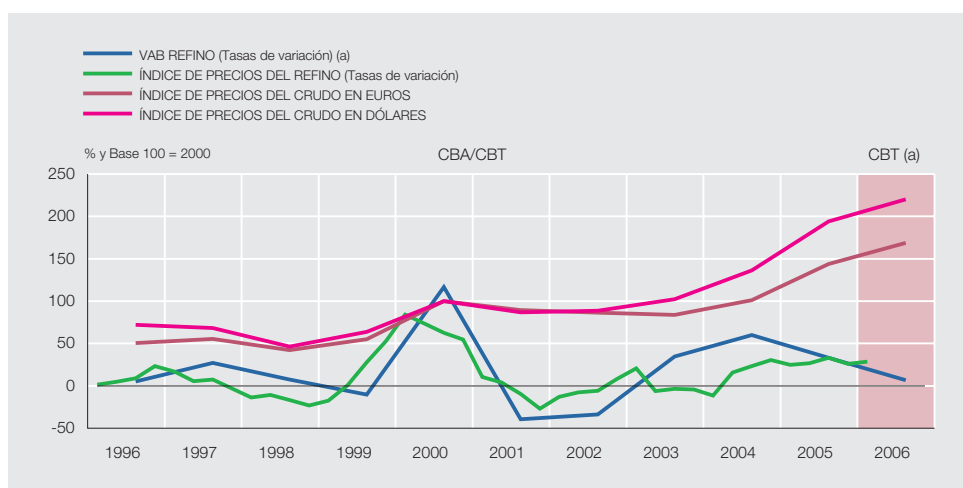
FUENTE: Banco de España.

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

fortaleza de la demanda interior y por un comportamiento más dinámico de las exportaciones, coherente con la mejoría experimentada por las economías de la zona del euro. También el empleo ha mostrado un crecimiento más intenso que en trimestres anteriores. Todo ello se ha traducido en un buen comportamiento de las variables relevantes para el cálculo de las rentabilidades, en un escenario en el que los gastos financieros de la mayor parte de las empresas han experimentado una evolución moderada, con aumentos debidos al mayor endeudamiento asumido para financiar inversión productiva. No obstante, los altos precios del petróleo constituyen un factor de riesgo que puede afectar a la evolución futura de las empresas españolas.

Actividad

La información que ha recogido la CBT para el primer trimestre de 2006, a partir de los datos facilitados por las empresas colaboradoras, muestran una notable expansión de la actividad productiva. Así, se observa que durante este período el VAB aumentó un 6,7%, tasa superior a la del primer trimestre de 2005 (4,6%) y a la obtenida para el conjunto de 2005 (4,8%). A esta evolución de la actividad han contribuido tanto la persistencia de un fuerte ritmo de crecimiento en las compras y ventas en España, confirmando el mantenimiento del vigor de la demanda interna, como la recuperación de un mayor dinamismo de la actividad exterior. En este sentido, el cuadro 3 permite apreciar cómo las importaciones y exportaciones han ganado peso relativo con respecto al total de compras y ventas realizadas por las empresas, aunque, salvo en el caso de las empresas industriales, la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior) de los restantes sectores sigue evolucionando a tasas negativas. No obstante, durante el primer trimestre de 2006 las empresas industriales españolas han experimentado un fuerte aumento del saldo neto exterior. En este contexto, el principal factor de riesgo sigue siendo la evolución de los precios del crudo que está afectando especialmente a las empresas y sectores que utilizan este *input* y sus derivados.



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

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

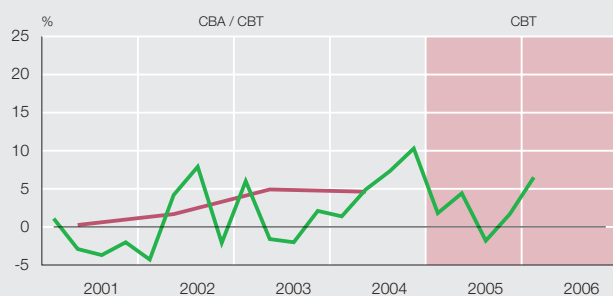
Por sectores, se observa que casi todos mejoraron su ritmo de generación de VAB en comparación con los del primer trimestre de 2005. Como excepción, cabe resaltar el sector energético, cuyo VAB presenta una desaceleración en el primer trimestre de 2006, con una tasa de crecimiento del 8,1%, dos puntos menos que la que se registró en los tres primeros meses del año anterior. La razón se encuentra en la fuerte desaceleración del VAB que el subsector refino de petróleo ha experimentado en este período, con crecimientos muy inferiores a los registrados un año antes, al no haber trasladado totalmente la subida de los precios del crudo en los últimos trimestres. En el gráfico 2 se recoge la evolución de los precios del crudo y del refino en los últimos años, así como el impacto que estas tasas tienen en el VAB de las empresas de refino de petróleo. En las empresas del subsector energía eléctrica, gas y agua, que es el otro gran agregado que, junto con las empresas de refino, forma el sector energético, el VAB aumentó un 8,7%, gracias, por una parte, a la positiva evolución de las empresas de gas, en las que se registró una importante subida de precios, y, por otra, al buen comportamiento de las empresas eléctricas, favorecidas tanto por el crecimiento de la demanda eléctrica (fue de un 2,3%, según se deduce de la información facilitada por Red Eléctrica de España), como por la reducción de sus costes de producción, al tener una mayor utilización de centrales hidroeléctricas en comparación con el mismo período del año anterior. Del resto de sectores destaca, en primer lugar, el comercio, que registró, una vez más, el crecimiento más intenso entre el conjunto de agregados sectoriales, con una tasa de variación del VAB del 10,8% en el primer trimestre de 2006, lo que es coherente con lo que se deduce de los indicadores sobre la evolución del consumo privado. También en el sector transportes y comunicaciones se registraron importantes incrementos del VAB (4,2%), ligeramente superiores a los del mismo período del año precedente, gracias a la expansión que está viviendo el sector de las telecomunicaciones, y a pesar del impacto que sobre el VAB de las empresas de transporte aéreo ha tenido el incremento en el precio de los combustibles. Mención aparte merece el sector industrial, que, tras un año 2005 en el que mantuvo un cierto estancamiento de su actividad, parece haber comenzado 2006 con mayor firmeza y dinamismo, animado por la recuperación de la actividad exterior, y de la producción de bienes de equipo, que le ha llevado a registrar una tasa de variación del VAB del 6,5% en el primer trimestre del año en curso. Este comportamiento se registró en la mayor parte de los subsectores industriales, con excepción de las

La información disponible en la CBT sobre las empresas industriales muestra que su VAB creció durante el primer trimestre de 2006 a una tasa del 6,5%, muy superior a la registrada el año anterior (1,8%). Este crecimiento se ha reflejado en casi todos los subsectores industriales, si bien fue en las agrupaciones «material de equipo eléctrico, electrónico y óptico» y «fabricación de material de transporte» en las que se produjeron los mayores crecimientos del VAB, con tasas del 31,3% y 18,8%, respectivamente. La recuperación de un mayor dinamismo de la actividad exportadora, debido a la reactivación de los países de la zona del euro, explica en buena medida este comportamiento. Una evolución bien distinta es la de las agrupaciones «industrias químicas» (con un crecimiento del VAB del -3,9%) y, sobre todo, «industrias de la alimentación, bebidas y tabaco», que, con una tasa del VAB de un -16,9%, recogió el descenso de producción que las tabaqueras han experimentado en este trimestre. Los gastos de personal del sector aumentaron un 4,4%, como consecuencia de la

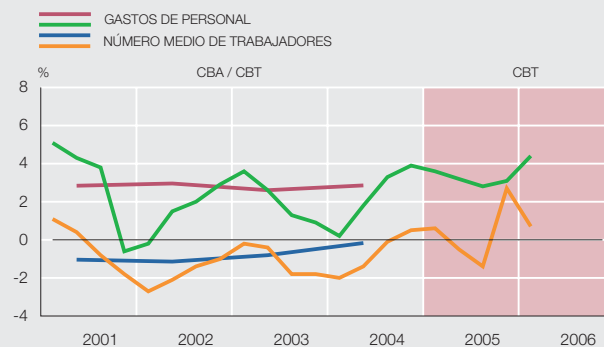
evolución conjunta del empleo y las remuneraciones medias. Los datos de empleo muestran, por segundo trimestre consecutivo, un incremento neto del número de empleados, aunque muy reducido (0,7%). Por subsectores, se observa que, en línea con la evolución de la actividad, fue la agrupación «industria de material y equipo eléctrico, electrónico y óptico» la que registró aumentos de empleo más elevados, con una tasa del 5,1%, mientras que la agrupación «industrias de la alimentación, bebidas y tabaco» observó una clara tendencia de reducción de plantillas medias (-3,2%). Por su parte, las remuneraciones medias del sector crecieron un 3,7% en el primer trimestre de 2006, medio punto por encima del crecimiento medio registrado en el total de las empresas de la CBT (3,2%), y también por encima de la tasa que el sector industrial presentó en 2005 (3%). Esta evolución puede estar indicando una cierta traslación de las presiones inflacionistas a los costes salariales a través de las cláusulas de salvaguarda. Los excedentes ordinarios recogieron el efecto

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

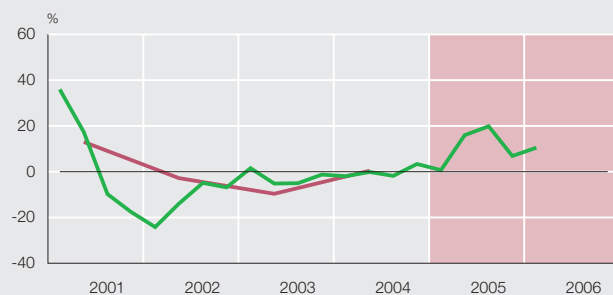
VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES
Tasas de variación



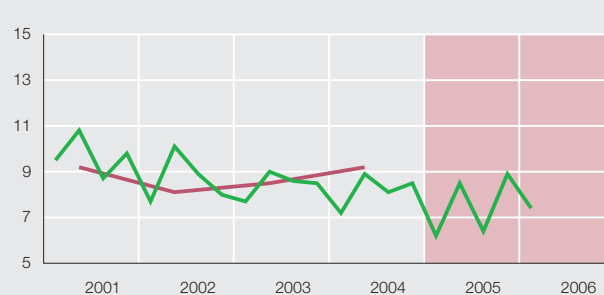
EMPLEO Y SALARIOS
Tasas de variación



GASTOS FINANCIEROS
Tasas de variación



RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO
Ratios



EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN		2001				2002				2003				2004				2005				2006			
Número de empresas	CBA	2.814				2.715				2.612				2.267				—				—			
	CBT	402	392	380	363	389	375	365	354	366	361	352	345	352	343	336	333	322	307	295	263	261	—	—	—
% del PIB del subsector sociedades del sector industria	CBA	28,2				27,9				28,1				24,6				—				—			
	CBT	21,5	21,2	18,8	20,1	19,6	20,6	18,6	18,5	18,8	19,1	17,1	17,8	19,5	20,0	17,7	19,0	18,3	18,8	15,5	13,7	14,2	—	—	—

FUENTE: Banco de España.

de la evolución de la actividad, registrando tanto el Resultado Económico Bruto como el Resultado Ordinario Neto crecimientos elevados y muy superiores a los del año previo, lo que permitió que las empresas industriales elevaran sensiblemente sus niveles de rentabilidad. Así, la rentabilidad del activo neto se situó en un 7,4% para los tres primeros trimestres de 2006, algo más de un punto por encima de la alcanzada en el mismo período de 2005. Como, por otro lado, el coste de la financiación ajena se mantuvo en un 3,4%, prácticamente idéntico al del año anterior, la diferencia entre la rentabilidad

del activo neto y el coste de la financiación presentó, un trimestre más, valores positivos, y crecientes en comparación con los obtenidos en el primer trimestre de 2005. En resumen, el sector industrial ha comenzado 2006 mostrando una expansión clara de su actividad, favorecida por el mayor dinamismo de las exportaciones. Se observa un cierto repunte de los costes salariales, que, unido a los riesgos asociados a los precios del petróleo, podría dificultar el mantenimiento de la positiva evolución de la actividad de las empresas industriales.

industrias alimentarias y de las empresas químicas. Detalles adicionales sobre la evolución de las empresas industriales pueden consultarse en el recuadro 1.

Por último, en el gráfico 3, que presenta la distribución de las empresas según el aumento de su VAB independientemente del tamaño y sector de actividad, se observa que ha crecido significativamente el porcentaje de empresas con incrementos de VAB. Así, mientras que en el primer trimestre de 2005 un 54,3% de empresas obtuvieron aumentos de VAB, en el primer trimestre de 2006 este porcentaje se ha elevado hasta el 68,5%. En suma, hay evidencia de que el crecimiento del VAB del primer trimestre de 2006 no afecta a un grupo particular de empresas según su actividad o tamaño, sino que es bastante generalizado.

Empleo y gastos de personal

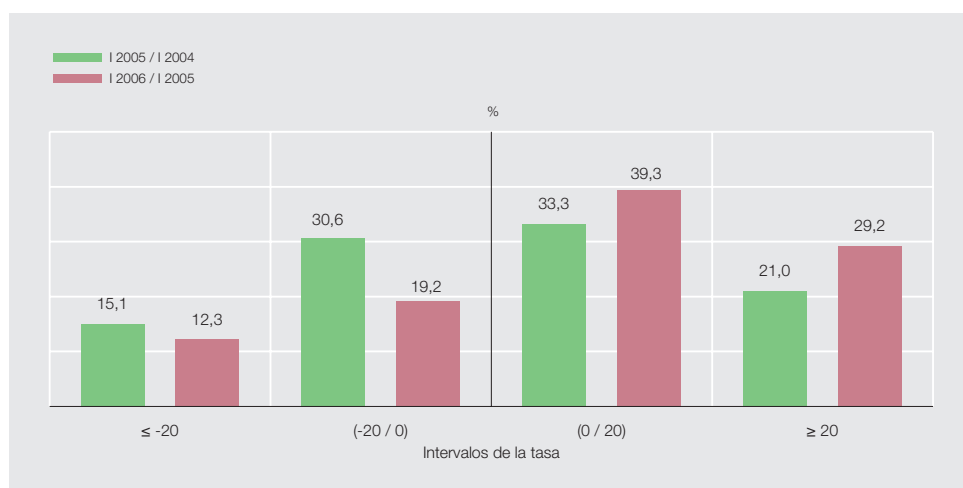
Durante los tres primeros meses de 2006, los gastos de personal de las empresas colaboradoras con la CBT aumentaron un 5,5%, casi dos puntos más que en el primer trimestre de 2005. Este crecimiento se debe, principalmente, al fuerte crecimiento del empleo, que pasó de una tasa del 0,7% en el primer trimestre de 2005, a un 2,2%, que es un máximo histórico en la serie de los 50 trimestres disponible en la CBT. Por su parte, durante el primer trimestre de 2006, la variación en las remuneraciones medias también contribuyó a explicar el fuerte incremento de los gastos de personal, al experimentar un crecimiento del 3,2%, tasa ligeramente superior a la registrada tanto en el mismo período del año anterior, como en el conjunto del año 2005.

La generación de empleo de las empresas no financieras de la CBT en el primer trimestre de 2006 viene a confirmar la tendencia de los últimos años, siendo este el sexto trimestre consecutivo en que se presentan incrementos netos de empleo. Como tantas veces se ha indicado en estos artículos, cabe valorar esta evolución teniendo en cuenta las especiales características de las empresas que configuran la muestra trimestral (empresas grandes con una importante presencia de sectores en procesos de reorganización, reestructuración y reducción de plantillas). En cualquier caso, quede constancia de que el valor absoluto de las tasas de empleo de la CBT infravalora su montante real, dadas las características de esta peculiar «muestra», que al cierre de las bases de datos está compuesta por unas 800 empresas. Esto se pone de manifiesto cuando se sigue la evolución de la EPA e, incluso, las tasas de evolución del empleo de las, aproximadamente, 8.000 empresas que componen la CBA, cuyos datos para 2004 se difunden en el cuadro 2.A.

Por sectores, el comercio, en línea con la expansión de su actividad, experimentó, un trimestre más, los mayores incrementos de plantillas (5,1%), tasa superior a las registradas en el año anterior (2,1% en el primer trimestre de 2005 y 2,6% en el conjunto del año). Por su parte, las

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

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

empresas de transportes y comunicaciones de la CBT continuaron sin experimentar crecimientos neto de empleo (tasa de variación del $-0,5\%$). Si se eliminara el efecto derivado del ajuste de plantillas existente en una gran empresa de este sector, la tasa resultante mostraría un incremento del $0,6\%$, evolución más coherente con la expansión de la actividad del agregado. También el sector industrial observó un aumento de sus plantillas medias, en este caso de un $0,7\%$, tasa similar a la que han registrado la mayoría de los subsectores industriales, según se indica en el recuadro 1. Por último, el sector energético fue el único que presentó una evolución del empleo negativa para el primer trimestre de 2006 (la tasa fue del $-1,1\%$), peor que la obtenida un año antes, período en el que se había producido destrucción de empleo (tasa del $-0,7\%$). Esta reducción de las plantillas se debe al comportamiento de las empresas eléctricas que continúan en procesos de ajuste, si bien en los últimos años estas caídas se han ido estabilizando.

Como ya se ha señalado, las remuneraciones medias de las empresas de la muestra crecieron en el conjunto de la muestra un $3,2\%$ durante los tres primeros meses de 2006, frente a un $2,9\%$ en el mismo período de 2005 y un $2,8\%$ en el año 2005. Esta evolución es general en todos los sectores, salvo en el de comercio, que fue el que registró mayores incrementos de plantillas, y en el que las remuneraciones aumentaron un $2,5\%$. Todos los demás agregados presentan crecimientos por encima del $3,5\%$. Por su parte, el sector industrial incrementó sus remuneraciones medias un $3,7\%$, aunque puede resultar más significativo el que la mitad de los subsectores que lo forman (químicas, material y equipo eléctrico, fabricación de material de transporte) hayan tenido crecimientos entre el 4% y el $5,5\%$. El cuadro 2.B clasifica las empresas según aumentan y disminuyen sus plantillas. Como viene siendo habitual, queda en evidencia que las empresas que tuvieron aumento neto de empleo fueron al mismo tiempo las que registraron crecimientos menores en sus remuneraciones medias ($3,5\%$), mientras que las que redujeron plantillas experimentaron incrementos de los costes salariales del $4,8\%$ en el período considerado. Por último, el cuadro 4 muestra la evolución de los costes salariales en comparación con la tasa de inflación. Un $51,2\%$ de las empresas que configuran la muestra trimestral incrementaron las remuneraciones en el primer trimestre de 2006 por encima de la tasa de inflación, frente al $50,2\%$ registrado en el primer trimestre del año anterior.

Resultados, rentabilidades y endeudamiento

Un crecimiento del VAB superior al de los gastos de personal llevó a que el resultado económico bruto registrara un aumento del $7,6\%$ durante el primer trimestre de 2006, más de dos

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

CUADRO 4

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL			
	2003	2004	I a IV 04 (a)	I a IV 05 (a)	I 05	I 06
Número de empresas	8.772	7.969	817	768	825	691
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	25,6	27,9	32,3	28,6	28,6	23,1
Se mantienen o suben	74,4	72,1	67,7	71,4	71,4	76,9
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	31,6	30,6	44,5	41,1	40,5	39,3
Se mantienen o suben	68,4	69,4	55,5	58,9	59,5	60,7
GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	38,9	44,4	46,3	48,7	49,8	48,8
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	61,1	55,6	53,7	51,3	50,2	51,2

FUENTE: Banco de España.

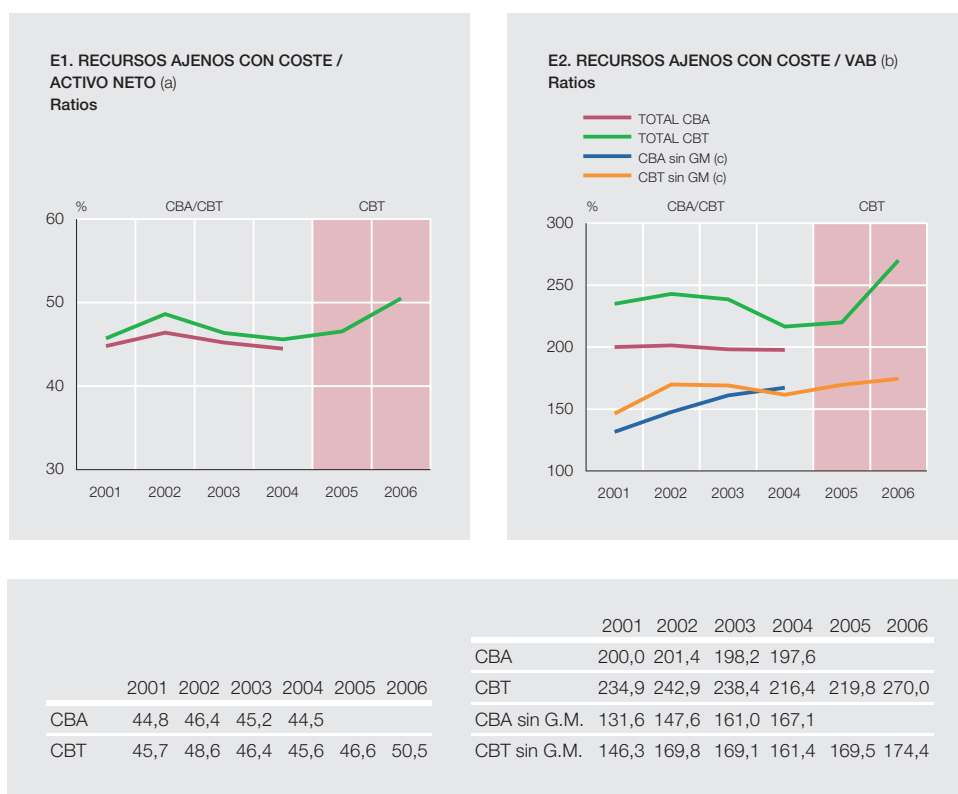
a. Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

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

puntos por encima del de un año antes. Como queda reseñado en el epígrafe dedicado a analizar la evolución de la actividad, este incremento se ha registrado de forma mayoritaria en los principales sectores de la CBT, con la excepción del subsector refino de petróleo, que redujo sus márgenes en los primeros meses del año en curso, en comparación con el mismo período del año anterior. Por su parte, los gastos financieros experimentaron un incremento del 19% durante el primer trimestre de 2006, aunque esta elevada tasa —como se ha dicho— está muy influida por una operación específica, de manera que si la misma se descartara la tasa quedaría en el 5,9%. El siguiente cuadro recoge la descomposición de esta evolución:

	I 06/I 05
Variación de los gastos financieros	19,0%
A. <i>Intereses por financiación recibida (1 + 2)</i>	19,3%
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	-0,5%
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	19,8%
B. <i>Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	-0,3%

Como se pone de manifiesto en el cuadro, los aumentos de gastos financieros durante el primer trimestre de 2006 se explican por la entrada de nueva financiación, dado que la variación debida al tipo de interés tuvo un efecto prácticamente nulo sobre la evolución de esta rúbrica. Es decir, las alzas que los tipos de interés están experimentando en 2006 aún no se han transmitido a las empresas no financieras durante el primer trimestre del año, y las condiciones de financiación de los mercados se están manteniendo en niveles favorables para que las empresas puedan acceder a recursos adicionales como vía de financiación de nuevas inversiones. Es precisamente el mayor dinamismo inversor el que se encuentra detrás de los incrementos de endeudamiento experimentados por las empresas en el primer trimestre de 2006. Así, los indicadores de que dispone la Central de Balances sobre la evolución de la formación bruta de capital fijo muestran un repunte de esta partida en el primer trimestre de 2006, con una tasa de variación del 19,2%, frente al 4,7% alcanzado en 2005, de forma especialmente intensa en algunos sectores como el de energía eléctrica, gas y agua (16,1%), o, sobre todo, el de transportes y comunicaciones (38,7%). No obstante, el endeudamiento de una gran empresa de telecomunicaciones para adquirir el control de un operador de telecomunicaciones



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 «intragrupo» (aproximación a deuda consolidada).

c. GM = Empresas de la muestra pertenecientes a los principales grupos multinacionales colaboradores.

europeo, a la que se ha hecho referencia, influye en el agregado total de la muestra y en su nivel de endeudamiento. Este efecto se aprecia con claridad al observar la evolución de las ratios alternativas del nivel de endeudamiento de las empresas, que se recogen en el gráfico 4. Así, la ratio E1, que mide la proporción existente entre los recursos ajenos con coste y el activo neto, refleja en los meses transcurridos de 2006 una evolución ascendente, hasta situarse en el 50,5%. Por su parte, la ratio E2, que relaciona el nivel de recursos ajenos con coste³ con el valor añadido bruto, experimentó también un incremento muy significativo durante el primer trimestre de 2006. No obstante, la intensidad del aumento se concentra en el agregado de empresas que forman parte de los grandes grupos multinacionales españoles (GM), al ser en este segmento donde se clasifica la empresa que ha realizado la operación aludida. Como se aprecia en el gráfico 4, la evolución del endeudamiento de las empresas sin incluir los GM, cuyo nivel relativo es sensiblemente inferior al del conjunto de la muestra (270% para este último, 174,4% para el total de la muestra sin GM), determina también un perfil de paulatino crecimiento, lo que estaría indicando que los procesos de financiación, y de inversión, afectan de forma generalizada al conjunto de las empresas.

El fuerte incremento de los gastos financieros no pudo compensarse con el crecimiento de los ingresos financieros, que presentaron una tasa de variación del 3,1% en los tres primeros

3. Consolidados, es decir, eliminado mediante un ajuste la financiación cruzada entre empresas del grupo.

RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO Y DIFERENCIA RENTABILIDAD-COSTE FINANCIERO (R.1-R.2).

CUADRO 5

DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS

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

	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO				RESULTADO ORDINARIO NETO				RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)				DIFERENCIA RENTABILIDAD-COSTE FINANCIERO (R.1-R.2)			
	CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06	2004	I a IV 05 (a)	I 05	I 06
Total	10,0	5,5	5,3	7,6	21,5	13,3	14,4	4,9	8,1	9,5	6,5	7,1	4,5	5,7	2,8	3,3
TAMAÑOS																
Pequeñas	14,9	—	—	—	23,0	—	—	—	7,1	—	—	—	3,4	—	—	—
Medianas	10,1	2,1	-8,5	13,4	13,8	-1,5	-15,0	42,3	8,2	7,6	6,3	7,7	4,8	4,4	3,2	4,3
Grandes	9,8	5,6	5,8	7,4	22,3	13,8	15,7	3,8	8,1	9,5	6,5	7,0	4,5	5,7	2,8	3,2
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	7,8	11,9	12,3	9,4	9,0	26,5	25,2	4,4	8,0	10,0	8,9	8,8	4,7	6,6	5,4	5,5
Industria	7,0	-0,3	-0,5	9,2	10,5	-3,8	1,1	22,0	9,2	8,4	6,2	7,4	5,7	4,6	2,7	4,0
Comercio y reparación	13,2	3,9	-2,7	14,6	19,6	7,5	-0,7	11,5	12,3	10,0	11,0	11,0	8,7	5,7	6,8	6,9
Transportes y comunicaciones	8,3	2,8	4,7	5,0	26,2	6,5	11,1	8,0	9,5	14,1	11,7	15,1	5,3	9,9	7,7	10,6

FUENTE: Banco de España.

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

meses de 2006, por la ralentización, respecto al período precedente, de las entradas de dividendos de filiales en el extranjero. De este modo, el RON creció un 4,9% durante el primer trimestre de 2006, tasa muy inferior a la registrada en el primer trimestre de 2005 (14,4%). Esta caída no afecta a la determinación de las rentabilidades, ya que la ratio de rentabilidad del activo neto utiliza la suma de RON más gastos financieros en su numerador. Por ello, y por la positiva evolución del diferencial rentabilidad-coste de la financiación, las rentabilidades registradas por las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2006 fueron ligeramente superiores a las del mismo trimestre del año anterior. Así, en este período, la rentabilidad ordinaria del activo neto fue del 7,1%, y la de los recursos propios, de un 10,8%, quedando en ambos casos por encima de las de hace un año, que fueron del 6,5% y 8,9%, respectivamente. Los datos del cuadro 6 confirman la positiva evolución en la rentabilidad del conjunto de la muestra, ya que en los meses transcurridos de 2006 los segmentos de mayores rentabilidades acogen un mayor porcentaje de empresas, en comparación con la situación en el primer trimestre de 2006. Por otro lado, la ratio que aproxima el coste financiero se situó en un 3,8%, valor idéntico al del conjunto de 2005, de donde se deduce que la diferencia entre la rentabilidad y el coste de la financiación ajena sigue presentando valores claramente positivos para el primer trimestre de 2006 (3,3), incluso por encima de los del año anterior. Si, por último, se observa cómo ha evolucionado el resultado neto, se comprueba que, en contraste con la tasa de crecimiento del RON (4,9%), recuperó un ritmo de crecimiento mucho más intenso (tasa del 24,9%) en el primer trimestre del año, gracias al efecto de la entrada de cuantiosas plusvalías generadas en operaciones de venta de inmovilizado, material y financiero, y por diferencias positivas del tipo de cambio. Además, en porcentaje sobre el VAB, el resultado neto ha pasado de suponer un 27,5% en el primer trimestre de 2005 a un 32,4% en el primer trimestre de 2006, lo cual confirma y resume el buen momento por el que atraviesan las empresas de la muestra.

En conclusión, los datos publicados por la CBT muestran que las empresas han empezado el año con una notable expansión de la actividad, creando empleo y generando excedentes, y

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

CUADRO 6

		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		I 05	I 06	I 05	I 06
Número de empresas		825	691	825	691
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	$R \leq 0\%$	26,2	22,6	29,0	26,7
	$0\% < R \leq 5\%$	23,4	21,2	18,2	15,1
	$5\% < R \leq 10\%$	16,5	16,1	11,7	11,6
	$10\% < R \leq 15\%$	10,3	11,5	10,9	8,6
	$15\% < R$	23,5	28,6	30,2	38,0
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		6,5	7,1	8,9	10,8

FUENTE: Banco de España.

con un ligero repunte de las remuneraciones medias. En este contexto, se han percibido signos de un mayor dinamismo inversor, animado por el mantenimiento de favorables condiciones de financiación. Todo ello se ha enmarcado dentro de un panorama internacional más positivo, con una progresiva recuperación de los países de la zona del euro, si bien con la persistencia de niveles elevados en los precios del crudo.

20.6.2006.

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

Existe un amplio consenso sobre la importancia que tienen los procesos de formación de expectativas de inflación, no solo para la evolución de esta variable, sino de la actividad en general, y para el diseño de las políticas económicas. La evolución esperada de los precios incide sobre las decisiones de ahorro, inversión y negociación salarial de los hogares y las empresas. Por ello, los efectos reales y nominales de las medidas de política monetaria y fiscal dependen de la evolución esperada de la inflación. En el caso de la política monetaria, que aspira a mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, es importante que las expectativas de inflación de los agentes se mantengan ancladas en niveles compatibles con esa estabilidad. Por todo ello, resulta necesario que los bancos centrales realicen un seguimiento sistemático de la evolución esperada de los precios a través del conjunto de indicadores disponible.

En el caso de una economía como la española, este análisis tiene un interés añadido, en la medida en que su tasa de inflación se ha venido situando de forma persistente por encima de la inflación del conjunto de la UEM, dando lugar a un diferencial de inflación que fluctúa en torno a un punto porcentual y que plantea riesgos para la competitividad. Dadas las inercias que existen en el proceso de formación de precios y la importancia de las expectativas en estos mecanismos, el conocimiento del mecanismo de formación de expectativas y de los niveles que estas van alcanzando es muy relevante para diseñar una respuesta de política económica más eficaz, que permita combatir la persistencia de la inflación.

Sin embargo, las expectativas de inflación no son directamente observables, lo que complica el análisis. Además, los procesos de formación de expectativas de los agentes privados presentan diferencias importantes según se refieran a familias o empresas, y, dentro de estas, según valoren sus propias decisiones de fijación de precios o las condiciones económicas generales.

El propósito de este artículo es presentar los principales indicadores de expectativas de inflación para la economía española, comparándolos con los existentes para la zona del euro. Entre los indicadores directos, se presentan, en primer lugar, los basados en las previsiones de precios que realizan expertos en predicción económica y analistas. A continuación, se describen los obtenidos a partir de encuestas dirigidas a consumidores y empresas. En tercer lugar, se analizan las medidas basadas en los precios de determinados activos financieros, aunque estas no se pueden estimar en España, al no emitirse valores indicados. El artículo se cierra con un epígrafe de conclusiones.

Expectativas de inflación de expertos

Como se ha mencionado, se pueden obtener indicadores de expectativas de inflación a partir de las previsiones que realizan los expertos de instituciones dedicadas al análisis económico. En principio, los expertos disponen de conjuntos de información amplios, por lo que estos indicadores suelen presentar una elevada calidad. No obstante, las previsiones de expertos difieren por ser distintos los conjuntos de información considerados, las hipótesis empleadas, o la frecuencia de actualización de las predicciones. Algunos expertos, por ejemplo, adoptan como hipótesis de trabajo la ausencia de cambios en variables como los tipos de interés, el tipo de cambio o el precio del petróleo. Por el contrario, otros pueden incorporar en sus predicciones los tipos de interés esperados por el mercado o las cotizaciones sobre el precio del petróleo en los mercados de futuros. Por otro lado, los procedimientos de elaboración de

	España			UEM		
	Consensus	FUNCAS	IPC	Consensus	EPE	IAPC
2002	2,4	2,4	3,5	1,6	1,7	2,2
2003	3,0	3,0	3,0	2,1	1,8	2,1
2004	2,6	2,8	3,0	1,7	1,6	2,1
2005	2,9	3,0	3,4	1,8	1,9	2,2
2006	3,1	3,2	...	2,0	2,0	...
PRO MEMORIA (b)						
2006	3,5	3,5	...	2,1	2,1	...
2007	3,0	3,0	...	2,1	2,1	...

FUENTES: Consensus Economics, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, INE y Banco Central Europeo.

a. Inflación esperada para el promedio del año t con información hasta finales del año t – 1.

b. Últimas publicaciones: FUNCAS, abril de 2006; y Consensus y EPE, mayo de 2006.

previsiones pueden diferir también notablemente, pues en algunos casos se utilizan modelos econométricos con un elevado grado de detalle, mientras que en otros las predicciones se sustentan, en buena medida, en el juicio del analista.

Existen diversas recopilaciones de predicciones realizadas por expertos, siendo la realizada por Consensus Economics una de las más utilizadas. Esta empresa comercializa resúmenes de predicciones sobre la evolución esperada de un amplio conjunto de variables —entre las que se encuentra la inflación— para numerosos países, incluyendo España. Los expertos consultados pertenecen a empresas financieras, institutos de investigación o universidades. Con características similares, la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS) publica un panel de previsiones sobre las principales magnitudes macroeconómicas de la economía española. En la actualidad, el panel está formado por 14 instituciones y se incluyen previsiones para el año en curso y el siguiente. Por otro lado, para la zona del euro el Banco Central Europeo (BCE) realiza una encuesta de expectativas con periodicidad trimestral, denominada Encuesta a Expertos en Previsión Económica (EPE)¹. Las expectativas de inflación obtenidas a partir de la EPE se basan en las respuestas a un cuestionario remitido a una muestra de analistas de coyuntura en el conjunto de la UEM. Los encuestados deben proporcionar estimaciones de la tasa de variación prevista para el IAPC de la zona del euro, con un horizonte temporal de uno y dos años de antelación. La encuesta proporciona igualmente la distribución de probabilidad de estas medidas. Además, cada mes de febrero, la EPE solicita información sobre expectativas con un horizonte de cinco años.

Para analizar la evolución de las expectativas de inflación de los expertos a corto plazo, el cuadro 1 presenta la inflación esperada a un año vista. Como se puede apreciar, en el período reciente los crecimientos esperados de precios en España se han situado en torno al 3%. Además, en los últimos años se aprecia una tendencia ligeramente creciente. Así, las perspectivas para 2004 se situaban alrededor del 2,7% al comienzo de ese ejercicio, mientras que para 2006 eran superiores al 3% en el mes de diciembre, situándose en la actualidad en el 3,5%. No obstante, para 2007 los expertos están realizando previsiones algo más favorables, en las que se retorna al 3%. Cabe destacar que la tasa observada de inflación en 2004, 2005 y los meses

1. García (2003) presenta las características de esta encuesta.

	Precios aumentarán más rápidamente		Precios aumentarán al mismo ritmo		Precios aumentarán a un ritmo menor		Precios se mantendrán		Precios disminuirán	
	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM
2002	13,3	11,7	46,2	37,0	29,9	22,7	10,1	26,2	0,4	2,3
2003	7,2	9,5	38,9	34,8	32,7	22,2	20,6	31,8	0,6	1,8
2004	7,7	7,6	41,2	36,7	29,3	21,0	21,3	33,1	0,6	1,7
2005	11,2	10,2	49,1	39,6	23,2	18,4	16,0	30,4	0,5	1,4
2006 (b)	11,4	10,6	52,6	41,9	20,3	17,2	15,4	29,5	0,4	0,9

FUENTE: Comisión Europea.

a. Resultados reponderados tras eliminar la respuesta «no sabe/no contesta».

b. Para el año 2006, promedio de enero a marzo.

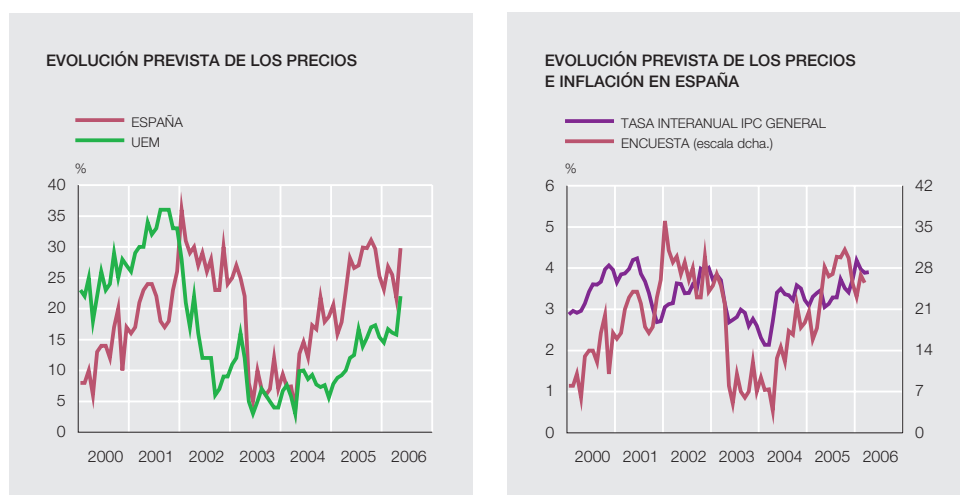
transcurridos de 2006 ha sido superior a la esperada, debido, en buena media, al encarecimiento inesperado de la energía. Por su parte, los aumentos de precios esperados a un año vista en la UEM han tendido a situarse, en general, algo por debajo del 2%, al igual que las expectativas en un horizonte de cinco años, en línea con el objetivo de estabilidad de precios del Eurosistema. En este caso, los crecimientos finalmente observados del IAPC han sido muy estables, en ritmos ligeramente superiores al 2%. Las previsiones actuales se mantienen en torno a dicha cifra, incorporando la subida del precio del petróleo en 2006 y del IVA alemán en 2007, entre otros factores. La inflación proyectada mantiene, por tanto, el diferencial de la economía española con el conjunto de países de la Unión Monetaria en el entorno de 1,5 puntos porcentuales en 2006, disminuyendo a algo menos de un punto porcentual en 2007.

Expectativas de inflación de los consumidores

Otros indicadores de expectativas de inflación se derivan de las encuestas realizadas a muestras representativas de agentes. En concreto, la Comisión Europea lleva a cabo encuestas de opinión mensuales dirigidas a los hogares y a las empresas de los distintos países de la Unión Europea, en las que, entre otras cuestiones, incluye preguntas cualitativas² sobre la evolución esperada de los precios. En concreto, la encuesta dirigida a los consumidores³ pregunta a los encuestados: «¿Cómo espera que evolucionen los precios en los próximos 12 meses en comparación con los 12 meses anteriores?». La pregunta es de elección múltiple, ofreciéndose las siguientes posibilidades: 1) los precios aumentarán más rápidamente (PP); 2) los precios aumentarán al mismo ritmo (P); 3) los precios aumentarán a un ritmo menor (E); 4) los precios se mantendrán (M); 5) los precios disminuirán (MM), y 6) no sabe/no contesta (N).

El cuadro 2 presenta la distribución de las respuestas proporcionadas por los entrevistados en España y en la UEM. En el caso español se viene observando una importancia creciente de los consumidores que piensan que los precios se acelerarán o mantendrán su ritmo de crecimiento, mientras disminuye el porcentaje de los que piensan que los precios aumentarán a un ritmo menor o que se mantendrán. En concreto, en el primer trimestre de 2006 el 64% de los entrevistados en España consideraba que los precios aumentarán en este año al mismo ritmo o a un

2. En Estados Unidos, la Universidad de Michigan realiza una encuesta cuantitativa sobre evolución esperada de los precios. 3. La encuesta tiene periodicidad mensual y en ella se entrevista a cerca de 33.000 consumidores de la Unión Europea, de los cuales 2.000 son españoles. Las encuestas las realizan distintas empresas en cada país, efectuando los trabajos en España el Grupo Gallup. Se consideran consumidores mayores de 15 años de toda España, salvo los residentes en Ceuta, Melilla y las Islas Canarias. El diseño muestral tiene en cuenta la estructura poblacional por sexo, grupos de edad, región y tamaño del municipio.



FUENTES: Comisión Europea e INE.

ritmo superior que en 2005, lo que probablemente está ligado al acusado encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales y a la pujanza de la demanda interna. En 2003 la cifra equivalente era solo del 46%, por lo que el deterioro resulta significativo. A pesar de los diferentes niveles de inflación, el porcentaje de consumidores que piensan que los precios van a aumentar a un mayor ritmo en España es en la actualidad del 11,4%, próximo al 10,6% de la UEM. La diferencia resulta más marcada en lo referente al porcentaje de encuestados que esperan que los actuales ritmos de crecimiento se reduzcan. En concreto, al comienzo de 2006 este porcentaje era del 36% en España, frente al 48% de la UEM. Estos resultados indican que la evolución esperada de los precios en España es más desfavorable que en el conjunto de la Unión Monetaria y que el deterioro de las perspectivas ha sido mayor en nuestro país.

A partir de las respuestas de los encuestados, la Comisión Europea calcula un saldo ponderado (B), que se obtiene mediante la siguiente fórmula:

$$B = (PP + 0,5P) - (0,5M + MM)$$

Este saldo ponderado tiene un carácter cualitativo⁴ y toma valores comprendidos entre -100 (si todos los encuestados consideran que los precios disminuirán) y 100 (si todos los entrevistados piensan que los precios aumentarán más rápidamente que en el año precedente). El gráfico 1 presenta estos saldos para España y la UEM como indicadores de las expectativas de los consumidores. Su lectura se debe realizar teniendo presente que la comparación de estos indicadores en dos países distintos no se puede interpretar en términos del nivel esperado del diferencial de inflación, aunque su evolución sí es informativa de la evolución esperada de dicho diferencial. En el gráfico se observa cierta similitud en los movimientos de las expectativas de inflación de los consumidores españoles respecto a los de la UEM, lo que refleja la presencia de determinantes comunes, como el precio del petróleo. La principal discrepancia corresponde al período alrededor de la introducción física del euro, en enero de 2002, que coincidió en España con un deterioro de las expectativas de inflación, que se fue moderando lentamente conforme avanzaba el año, mientras que en la UEM el deterioro de las expectativas de inflación se produjo con anterioridad, y la corrección experimentada en 2002 fue mucho más marcada.

4. Existe una amplia literatura sobre métodos de cuantificación de las medidas cualitativas que proporcionan las encuestas [véase, por ejemplo, Nardo (2003)].

		España		UEM	
		Indicador de la Comisión Europea	Indicador alternativo (a)	Indicador de la Comisión Europea	Indicador alternativo (a)
Tasa interanual del IPC general	Enero 1995 - marzo 2006	0,67	0,67	0,30	0,19
	Enero 1995 - diciembre 2001	0,80	0,80	0,73	0,68
	Enero 2003 - marzo 2006	0,71	0,70	0,62	0,63
Tasa interanual del IPC de consumo frecuente	Enero 1995 - marzo 2006	0,72	0,69	0,34	0,25
	Enero 1995 - diciembre 2001	0,77	0,75	0,75	0,71
	Enero 2003 - marzo 2006	0,76	0,77	0,72	0,76

FUENTES: Comisión Europea, INE y Banco de España.

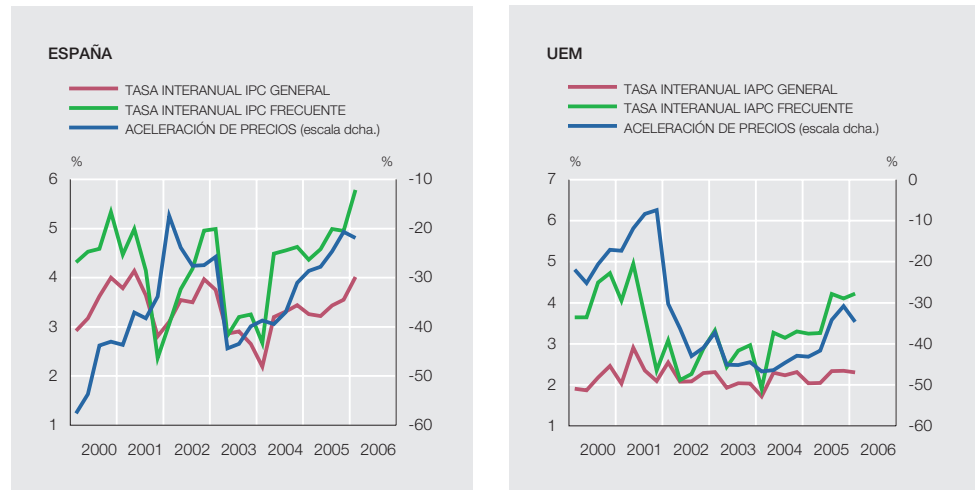
a. Indicador alternativo definido como la diferencia entre el porcentaje de familias que esperan que los precios crezcan a un mayor ritmo y el de hogares que prevén menores ritmos de crecimiento.

En los dos últimos años, los movimientos de las expectativas en España y en la UEM han ido en la misma dirección alcista, aunque el deterioro ha sido mayor en España.

Este indicador de expectativas refleja, a grandes rasgos, la evolución de la inflación contemporánea (véase el cuerpo derecho del gráfico 1), lo que se traduce, para España, en un coeficiente de correlación lineal con el IPC de 0,67 para el período comprendido entre enero de 1995 y marzo de 2006, y de 0,71 para el período entre enero de 2003 y marzo de 2006 (véase cuadro 3). Por el contrario, la relación del indicador de expectativas con la inflación finalmente observada un año después —que es por la que se pregunta a los encuestados— es mucho menor. En este caso, para el conjunto de la muestra, la correlación lineal es de 0,44, siendo negativa en la submuestra más reciente. Esta elevada correlación con la inflación contemporánea se puede interpretar como reflejo de la existencia de un elevado componente retrospectivo (*backward looking*) en los procesos de formación de expectativas de los consumidores españoles. Para la UEM, la relación con la inflación contemporánea en términos de IAPC es menos estrecha, con una correlación lineal de 0,30 para el conjunto del período, que aumenta hasta 0,62 en el período más reciente. Sin embargo, la relación con la inflación observada un año más tarde es todavía más débil que en España, con una correlación de 0,10 para el conjunto del período y negativa en los últimos años.

La variable de saldo que publica la Comisión Europea no se puede interpretar, en sentido estricto, como un indicador de aceleración o desaceleración esperada de los precios. Un indicador alternativo, que sí cumple ese requisito conceptual, se puede obtener calculando la diferencia entre el porcentaje de consumidores que esperan que los precios crezcan a un mayor ritmo y el de los que prevén menores ritmos de crecimiento. Este indicador alternativo se presenta en el gráfico 2, en el que se compara con el IPC, y en el cuadro 3, en el que se muestra su correlación con la inflación contemporánea. Como puede comprobarse, en el caso de España la correlación de este indicador de aceleraciones con la inflación contemporánea es prácticamente idéntica a la que presenta el saldo de respuestas que publica la Comisión Europea, por lo que el potencial inconveniente conceptual de este último apenas resulta relevante en la práctica. Una conclusión similar se alcanza para la UEM cuando se consideran dos subperíodos por separado.

Una característica que suelen presentar los indicadores de expectativas de inflación de hogares es una mayor sensibilidad a las variaciones de precios de los bienes y servicios de consumo más



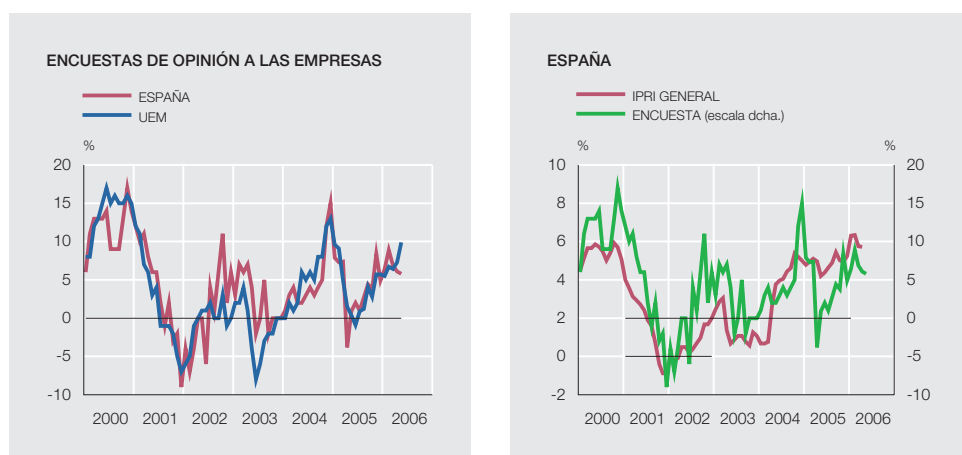
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, INE y Banco de España.

a. Medias trimestrales.

frecuente. El consumo de estos bienes es más visible para las familias, por lo que estas le pueden otorgar a la evolución de sus precios una importancia mayor que la que les correspondería según su participación en el gasto total, que es la considerada en los principales índices de precios de consumo. Para ilustrar este extremo, se ha elaborado un índice de precios de artículos de consumo frecuente, que incluye alimentos, bebidas y tabaco, productos energéticos, transporte público urbano, restaurantes, bares y cafeterías, servicios culturales, y prensa y revistas; estos productos representan algo menos de la mitad del gasto de los hogares. Como se aprecia en el gráfico 2, el acusado incremento del indicador de aceleraciones de precios en España en los dos últimos años ha coincidido con un encarecimiento apreciable de los bienes de consumo frecuente, que ha superado al del IPC. En términos de correlaciones, se observa que las expectativas están relacionadas en mayor medida con la inflación contemporánea de los artículos de consumo frecuente que con el índice general. Así, para el conjunto del período, la correlación del saldo de respuestas que calcula la Comisión Europea con la inflación de los productos consumidos habitualmente es de 0,72, frente a 0,67 con el IPC general. En el gráfico 2 se ofrece igualmente la información correspondiente a la UEM. También en este caso, el deterioro de las expectativas de inflación responde en mayor medida a la evolución de los precios de los artículos consumidos con mayor frecuencia que al conjunto de los artículos del IAPC. El análisis de correlaciones confirma este hecho. En el período más reciente, la correlación es 0,72 en relación con la inflación de los artículos de consumo frecuente, y 0,62 con el IAPC general.

Existen otros elementos que se deben tener en cuenta a la hora de analizar estos indicadores de expectativas, pero que no resulta sencillo corregir. En primer lugar, la inflación esperada puede diferir significativamente según las características demográficas y socioeconómicas del entrevistado. De hecho, la evidencia disponible para Estados Unidos⁵ pone de manifiesto que tienden a esperar una inflación superior los varones, los jóvenes y las personas con menores niveles de renta y estudios, por lo que las discrepancias de estas medidas con los índices de precios de consumo pueden reflejar diferencias en las características de los hogares encuestados. En segundo lugar, la pregunta de la encuesta a los consumidores no especifica los

5. Véase Bryan y Venkatu (2001).



FUENTES: Comisión Europea e INE.

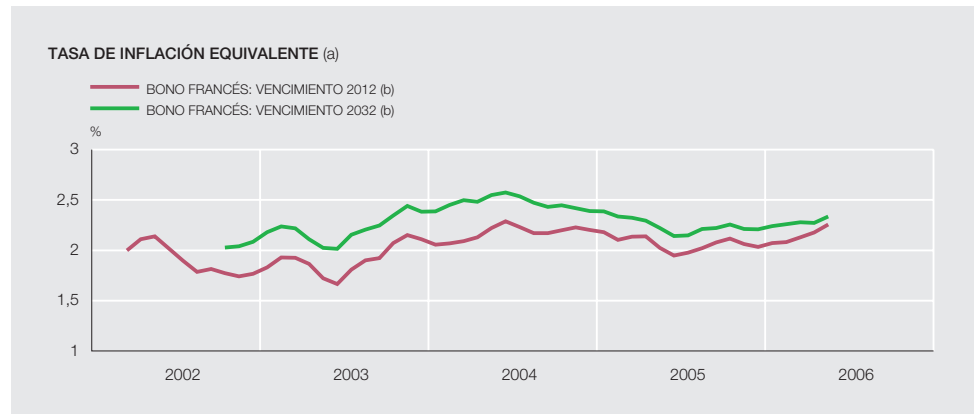
precios de referencia, por lo que los encuestados pueden tener en cuenta precios de artículos no considerados en los índices de precios más utilizados. Por ejemplo, ni el IPC ni el IAPC recogen precios de viviendas en propiedad, aunque no puede descartarse que los consumidores consideren dichos precios en sus procesos de formación de expectativas, especialmente en períodos de alzas sustanciales y persistentes de precios. Por último, en la encuesta de la Comisión Europea cada hogar recibe idéntica ponderación, mientras que en el IPC las ponderaciones reflejan el gasto total de los hogares, por lo que los artículos consumidos por las familias con mayor nivel de gasto reciben mayor ponderación. En este sentido, el encarecimiento relativo de estos bienes afectaría en mayor medida a la trayectoria del IPC que a la medida de expectativas de inflación.

Expectativas de inflación de las empresas

La encuesta de la Comisión Europea dirigida a las empresas industriales⁶ recoge información sobre las expectativas de evolución de los precios industriales, cuyo seguimiento tiene el interés añadido de que estos precios son un determinante próximo de una parte de los precios de consumo. En esta encuesta se pregunta a los encuestados si esperan que el precio de venta de sus productos suba, baje o se mantenga estable en los próximos tres meses. Los resultados individuales no están disponibles, aunque sí su saldo, calculado como la diferencia entre el porcentaje de encuestados que indican que esperan que los precios vayan a aumentar y el de los empresarios que prevén que los precios vayan a disminuir. La evolución de este saldo proporciona una indicación de la evolución prevista de los precios industriales a corto plazo.

En el gráfico 3 se observa la gran similitud de las expectativas de inflación de las empresas españolas con las del resto de países de la UEM, siendo esta considerablemente más elevada que con los precios de consumo, lo que parece un resultado razonable, dado el carácter comercializable de estos bienes. El cuerpo derecho del gráfico compara, para la economía española, el indicador de expectativas de las empresas con la tasa interanual del índice de precios industriales (IPRI). Se observa, en general, una relación estrecha entre ambas series. De hecho, la correlación de la serie de la encuesta con el IPRI español en términos contemporáneos es 0,75, mientras que las correlaciones con la inflación de los próximos tres meses son más reducidas.

6. La encuesta tiene periodicidad mensual y en ella se entrevista a más de 35.000 empresas de la Unión Europea, de las cuales 2.300 son españolas. En España, la encuesta la realiza el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. El diseño muestral tiene en cuenta la estructura productiva a nivel de 2 dígitos de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE). La agregación sectorial se realiza de acuerdo con el valor añadido bruto, agregándose los resultados dentro de cada sector según el número de ocupados.



FUENTES: Tesoro francés y Banco de España.

a. IAPC de la UEM, excluido el tabaco.

b. Media mensual de datos diarios.

Este resultado es coherente con la evidencia obtenida en la encuesta de formación de precios del Banco de España [Álvarez y Hernando (2005)], que indica que, aproximadamente, solo el 30% de las empresas españolas fija precios teniendo en cuenta la evolución económica esperada. En la UEM, el patrón observado es similar, ascendiendo la correlación contemporánea con el IPRI a 0,82, valor que supera igualmente a las correlaciones con la inflación futura. Asimismo, Álvarez et al. (2006) señalan que solo el 48% de las empresas europeas considera el entorno económico esperado para el futuro en el momento de establecer sus precios.

Expectativas de inflación de los mercados financieros

Un enfoque alternativo para construir un indicador de expectativas de inflación supone emplear precios de los activos financieros, como los bonos indicados⁷. Su principal ventaja es la elevada frecuencia con la que se pueden actualizar las estimaciones, lo que permite conocer en cada momento la opinión del mercado, pudiéndose estimar el impacto de determinadas noticias o actuaciones de política económica sobre las expectativas de todos los participantes en el mercado. El indicador más utilizado para estimar expectativas de inflación a partir de bonos indicados es la denominada tasa de inflación equivalente (*break even*), que se calcula como la diferencia entre la rentabilidad de un bono convencional y la de un bono indicado, con vencimiento, emisor y moneda de denominación similares. No obstante, para que este indicador sea insesgado, se debe verificar una serie de supuestos restrictivos, como ausencia de primas de liquidez o de riesgo de inflación, neutralidad fiscal e indicación perfecta a la inflación. Otra medida alternativa es lo que se conoce como medida de compensación por inflación, que permite corregir algunos de los sesgos que incorpora la tasa *break-even*. En cualquier caso, se debe tener presente que este tipo de medidas refleja la inflación media prevista entre la fecha actual y la fecha de vencimiento de los bonos en cuestión, a diferencia de las encuestas que habitualmente se refieren a la inflación prevista en un momento concreto del futuro. Otro indicador alternativo de expectativas de inflación, referido al muy corto plazo, se puede obtener a partir de precios de opciones, dado que desde mediados de 2003 se negocian opciones sobre el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, a uno y dos meses vista.

7. Véase, por ejemplo, Alonso et al. (2001).

Desde un punto de vista práctico, una limitación importante de las medidas basadas en precios de los activos financieros es que, como sucede en España, con frecuencia no existen mercados con las características adecuadas. En la UEM, solo los Tesoros francés, italiano y griego emiten bonos indicados con la inflación y, en estos casos, los pagos se actualizan de acuerdo con el índice armonizado de precios de consumo de la zona del euro, excluido el tabaco. Como se aprecia en el gráfico 4, en el período más reciente la tasa *break-even* a diez años para la UEM, obtenida a partir del bono francés con vencimiento en 2012, se ha situado algo por encima del 2%. Por su parte, las estimaciones de esta tasa a treinta años muestran una evolución similar, aunque un nivel ligeramente superior. No obstante, es difícil determinar si esta evolución recoge genuinamente mayores expectativas de inflación o es simplemente la consecuencia de cambios en las primas de riesgo o en las primas por incertidumbre sobre la inflación.

Conclusiones

En este artículo se han revisado los principales indicadores de expectativas de inflación disponibles para España y para la UEM. La necesidad de considerar un amplio conjunto de indicadores viene dada por el carácter no observable de las expectativas y de las diferentes ventajas de cada indicador. Así, las encuestas o recopilaciones de predicciones de los expertos tienen como virtudes su carácter cuantitativo y su elevada calidad. En el período reciente, el análisis realizado señala que los crecimientos de precios que se esperan con un año de antelación tienden a situarse en España en torno al 3%, mientras que en la UEM están próximos al 2%, en línea con el objetivo de estabilidad de precios del Eurosistema. Esta situación supone un escenario de mantenimiento del diferencial de inflación de España con el área del euro, que pone de manifiesto tanto el carácter holgado de las condiciones monetarias y financieras en las que se ha venido desarrollando la economía española como la falta de flexibilidad de los procesos de formación de precios y salarios de nuestra economía.

Las encuestas a consumidores y empresarios tienen un carácter cualitativo y permiten obtener indicadores de la evolución de la inflación esperada, aunque no directamente de su nivel. En el período analizado se observa una elevada dependencia de estos indicadores respecto de la inflación contemporánea, así como, en el caso de los consumidores, una dependencia mayor respecto a un índice compuesto por los artículos de consumo más frecuente. Este hecho pone de manifiesto la existencia de un importante componente retrospectivo (*backward looking*) en los procesos de formación de expectativas, que contribuye a aumentar el carácter inercial de la inflación de la economía española y dificulta su aproximación a la del promedio de la Unión Monetaria. Este resultado está en consonancia con la evidencia obtenida recientemente en las encuestas sobre formación de precios llevadas a cabo por el Banco de España y otros bancos centrales europeos.

Las expectativas de inflación de los mercados financieros tienen la ventaja de que su estimación se puede llevar a cabo con elevada frecuencia, aunque su análisis debe realizarse teniendo presentes los distintos sesgos que incorporan. Desafortunadamente, no es posible emplear este enfoque para España, al no existir bonos indicados a la inflación española. Los resultados presentados para la zona del euro muestran que las expectativas de inflación se sitúan en el entorno del 2%, en línea con el objetivo de estabilidad de precios del Eurosistema.

16.6.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, F., R. BLANCO y A. DEL RÍO (2001). «Estimación de expectativas de inflación a partir de los precios del bono indicado francés», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 61-72.
- ÁLVAREZ, L. J., E. DHYNE, 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*, de próxima publicación.

- ÁLVAREZ, L. J., e I. HERNANDO (2005). *The price setting behaviour of Spanish firms. Evidence from survey data*, Documentos de Trabajo, n.º 0537, Banco de España.
- BRYAN, M. F., y G. VENKATU (2001). «The demographics of inflation opinion surveys», *Economic Commentary*, octubre, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- GARCÍA, J. A. (2003). *An introduction to the ECB Survey of Professional Forecasters*, Occasional Paper No. 8, Banco Central Europeo.
- NARDO, M. (2003). «The quantification of qualitative survey data: a critical assessment», *Journal of Economic Surveys*, 17 (5), pp. 645-668.

EL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA: ¿ES ROBUSTA LA EVIDENCIA
DE SOBREVALORACIÓN?

Este artículo ha sido elaborado por Juan Ayuso y Fernando Restoy, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

Desde finales de 1997, el precio de la vivienda en España ha crecido alrededor de un 150% en términos nominales. En términos reales, el incremento ha superado el 100%. Cambios de esta magnitud en una variable que ocupa un lugar importante en el análisis de la situación y de las perspectivas de cualquier economía desarrollada justifican, por sí solos, el interés en investigar qué factores explican estos movimientos.

Como punto de partida, es conveniente señalar que, a pesar de su intensidad, los incrementos observados en el valor de los inmuebles en el pasado reciente no constituyen un episodio singular en la trayectoria histórica de nuestra economía, ni tampoco cuando se comparan con los desarrollos recientes en otros países como Estados Unidos, el Reino Unido o Irlanda, entre otros. Asimismo, el avance del precio de la vivienda en España ha discurrido en paralelo con una serie de cambios sustanciales en variables que, como los tipos de interés, la renta de las familias, el empleo o la demografía, por citar algunas de ellas, condicionan con su comportamiento el del valor de los inmuebles.

En estas condiciones resulta de interés desentrañar las causas que subyacen al pronunciado auge del mercado inmobiliario y, en particular, la medida en la que este puede ser explicado por la evolución de los determinantes fundamentales de los precios de los activos residenciales, pues solo de esta manera puede profundizarse en la evaluación de las perspectivas futuras del mercado. En concreto, cabe distinguir entre tres posibles hipótesis alternativas, con implicaciones muy diferentes en términos de la evolución futura más probable de los precios de los inmuebles, y, por tanto, del comportamiento esperable de las principales magnitudes macroeconómicas y financieras que dependen de ellos.

Según una primera hipótesis, el crecimiento del precio de la vivienda vendría completamente determinado por la evolución de sus determinantes fundamentales de largo plazo, como la renta, los tipos de interés o las variables demográficas. En estas condiciones, el precio de los inmuebles estaría en *equilibrio* y no cabría esperar variaciones adicionales en el mismo, a menos que sus fundamentos experimentaran nuevas alteraciones.

Una posibilidad alternativa es que, asumiendo igualmente que los cambios en el precio de la vivienda han respondido a las variaciones en sus determinantes fundamentales, el nivel alcanzado se haya situado transitoriamente por encima de su valor de largo plazo como consecuencia de la existencia en este mercado de determinadas rigideces que impiden a la oferta reaccionar de manera inmediata a la expansión de la demanda. En este caso, en el corto plazo se produciría un exceso de respuesta de los precios que, después, iniciarían de manera autónoma una trayectoria de retorno gradual a la situación de equilibrio. Es en estas circunstancias cuando cabría afirmar que existe una *sobrevaloración* en el mercado y esperar, en consecuencia, un ajuste paulatino de los precios incluso si los fundamentos permanecieran estables.

Por último, existe también la posibilidad teórica de que, independientemente de los cambios motivados por las variaciones en sus fundamentos, el precio de la vivienda pueda aumentar

1. El artículo es un resumen del Documento de Trabajo n.º 0609, *House prices and rents in Spain: does the discount factor matter?*, de los mismos autores.

Trabajo	Enfoque	Diferencia entre el precio observado y	
		el de equilibrio a largo plazo (%)	el de ajuste a corto plazo (%)
Balmaseda et al. (2002)	Macro	28	...
Ayuso y Restoy (2003)	Financiero	20	2
Martínez-Pagés y Maza (2003)	Macro	42.948	0 - 2
FMI (2004)	Macro	20	...
FMI (2005)	Financiero	20 - 30	...
OCDE (2005)	Financiero	13	...
<i>The Economist</i> (2005)	Financiero	> 50	...
BCE (2006)	Financiero	30	...

FUENTE: Banco de España.

como consecuencia de la consolidación de expectativas de incrementos futuros en el mismo, que, al alimentar la demanda por motivos especulativos, terminarían autojustificándose. En este caso, el valor de los inmuebles se situaría no solo por encima de su nivel de equilibrio, sino que sobrepasaría igualmente el correspondiente a la senda de ajuste propia de un episodio de sobrevaloración. Es entonces cuando cabría hablar de la existencia de una *burbuja* y, por tanto, asignar una probabilidad significativa a un cambio súbito de expectativas que pudiera ocasionar un ajuste brusco.

La comparación de la verosimilitud de estas tres hipótesis alternativas exige la utilización de métodos estadísticos formales². De hecho, en estos últimos años, han aparecido algunos trabajos en los que se ha analizado el comportamiento reciente del precio de la vivienda en España desde diferentes aproximaciones analíticas que, en esencia, pueden agruparse en dos grandes bloques. De un lado, los modelos de corte macroeconómico en los que, en la línea marcada en Poterba (1984), el precio de la vivienda se aproxima como una función de las variables que determinan la demanda y la oferta de viviendas de manera similar a cualquier bien duradero. De otro, los modelos de tipo financiero en los que, como en Case y Shiller (1989), se modeliza los inmuebles como un activo que genera flujos futuros de renta —en forma de alquileres o servicios de alojamiento— y cuyo precio de equilibrio puede derivarse mediante técnicas convencionales de valoración en condiciones de no arbitraje³.

En ambos casos, sin embargo, el énfasis se ha puesto tradicionalmente, como evidencia el cuadro 1, en la evaluación de la discrepancia entre el precio observado de la vivienda y su referencia teórica de equilibrio a largo plazo. De hecho, los estudios citados coinciden en identificar una diferencia positiva entre ambas variables al final de la muestra utilizada. Sin embargo, solo en algunos casos se ha intentado, asimismo, comparar los datos reales con el nivel que sería coherente con una senda de ajuste gradual hacia el equilibrio. Como se ha visto, esta última comparación resulta crucial para poder distinguir entre las situaciones de sobrevaloración y de burbuja. En este último grupo se encuentra el trabajo realizado por Ayuso y Restoy (2003) que, utilizando un modelo muy concreto y estilizado de valoración, ofrecía evidencia a favor de la hipótesis de sobrevaloración.

2. Véase Restoy (2006) para una exposición de las limitaciones de los enfoques descriptivos frente a los cuantitativos. 3. Véase Ayuso, Martínez Pagés, Maza y Restoy (2004) para una explicación más detallada de ambos tipos de aproximación al análisis empírico del comportamiento del precio de la vivienda.



FUENTE: Ayuso y Restoy (2006).

En este artículo se lleva a cabo una extensión de Ayuso y Restoy (2003) en una doble dirección. En primer lugar, se considera un conjunto razonablemente amplio de modelos de valoración de activos, lo que permite contrastar la robustez de los resultados ante aproximaciones más flexibles al problema. Además, se estudia la estabilidad de las conclusiones obtenidas cuando se da cabida en el análisis a consideraciones fiscales, ausentes en el trabajo original.

De este modo, en la sección siguiente se resumen brevemente las principales características del enfoque financiero y los resultados en Ayuso y Restoy (2003); en la tercera, se contrasta la robustez de esos resultados cuando se estiman modelos alternativos de valoración de activos; en la cuarta, se estudia la sensibilidad de los mismos a consideraciones fiscales. El trabajo finaliza con un resumen de las principales conclusiones obtenidas.

El enfoque y los resultados en Ayuso y Restoy (2003)

Ayuso y Restoy (2003) parten de un modelo de valoración de activos financieros (intertemporal y estocástico) formulado a partir del comportamiento de hogares que deciden cuántos bienes consumir y cuántos servicios de alojamiento demandar en función de los precios de unos y otros y de sus rentas. La vivienda es un componente más de la cartera de activos de las familias y, como tal, proporciona unos rendimientos en forma de alquileres percibidos o de servicios de alojamiento disfrutados. En la medida en la que los individuos pueden obtener los servicios de alojamiento a través del alquiler de una vivienda, el precio de este deberá ser igual, en equilibrio, al de aquellos.

El modelo de valoración financiera formulado permite obtener una ecuación de equilibrio para la ratio entre el precio de la vivienda y el de los alquileres (ratio que desempeña, en este caso, el mismo papel que el PER en el de las acciones), que depende positivamente de los alquileres esperados y negativamente de un factor de descuento temporal, que varía en función del comportamiento previsto de una cesta de consumo (en la que figuran tanto bienes de consumo como servicios de alojamiento) y de una serie de parámetros⁴. En la estimación de esta ecuación de equilibrio se tiene en cuenta, además, la posibilidad de que los precios observado y de equilibrio puedan diferir de manera transitoria como consecuencia de la existencia de determinadas rigideces que impiden que los ajustes en este mercado tengan lugar de manera inmediata.

4. El lector interesado puede encontrar los detalles del modelo en el trabajo original que se resume en este epígrafe.



FUENTE: Ayuso y Restoy (2006).

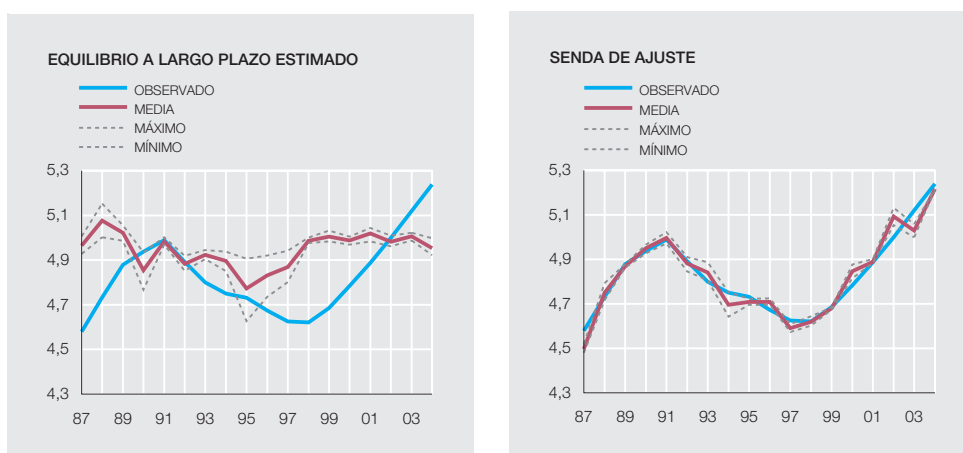
El gráfico 1 resume los principales hallazgos del trabajo. Más concretamente, muestra tres series relativas a la ratio entre el precio de la vivienda y el de los alquileres: la observada, la (estimada) de equilibrio a largo plazo y la (estimada) coherente con un ajuste dinámico pero no inmediato del mercado hacia una situación de equilibrio. La comparación de las dos primeras revela que, a finales de 2004, la ratio observada se situaba alrededor de un 30% por encima de su valor de referencia⁵ (véase panel izquierdo del gráfico). Sin embargo, la distancia entre aquella y la correspondiente a la senda de ajuste era en esa misma fecha de apenas un 2% (véase panel derecho del gráfico). De la consideración conjunta de estos dos resultados cabe concluir que, de las tres posibles situaciones comentadas en la introducción, el modelo identifica la hipótesis de sobrevaloración como la que mejor se ajusta a los datos disponibles.

Cómo cambian los resultados cuando consideran factores de descuento alternativos

El modelo de valoración utilizado en Ayuso y Restoy (2003) descansa sobre una serie de supuestos que, al menos potencialmente, pueden resultar restrictivos en determinados contextos. En estas condiciones, tiene sentido preguntarse si la relajación de algunos de esos supuestos afecta de una manera sustantiva a las conclusiones obtenidas. Así, en esta sección se consideran modelos alternativos de valoración de activos basados en supuestos menos exigentes, se estiman las correspondientes ecuaciones de equilibrio a largo plazo y de ajuste y se comparan los resultados obtenidos entre sí y con los del trabajo original.

Más concretamente, las condiciones de equilibrio intertemporal del modelo en Ayuso y Restoy (2003) se sustituyen por la (más débil) de ausencia de oportunidades de arbitraje. Esto permite especificar diversos factores de descuento para los alquileres futuros en función del rendimiento de activos financieros alternativos. En particular, se consideran tres posibles carteras de referencia: el índice IBEX 35, un índice de deuda pública elaborado por el Banco de España⁶ y la cartera financiera agregada de los hogares. De este modo, se cubre un espectro razonable que abarca desde una cartera de renta variable pura a otra de renta fija, pasando por una combinación (observada) de ambas. Adicionalmente, se incluye en el análisis un factor de descuento constante.

5. Nótese que esta aproximación no permite discriminar si la sobrevaloración de la ratio procede, principalmente, de una sobrevaloración de la vivienda o de una infravaloración de los alquileres, por lo que es razonable suponer que proporciona una cota superior para la primera. Por otro lado, hay que señalar también que en el trabajo original la muestra concluía en el segundo trimestre de 2003 y proporcionaba un nivel de sobrevaloración en el entorno del 20%. 6. Véase Banco de España (1991).



FUENTE: Ayuso y Restoy (2006).

Las diferentes estimaciones se han llevado a cabo a partir de una muestra de datos trimestrales que cubre el período 1987.I – 2004.IV, que es el más dilatado para el que es posible obtener una serie del precio de la vivienda en España suficientemente homogénea, habida cuenta de los diferentes cambios metodológicos introducidos en los últimos años en la elaboración de esta estadística.

El primer resultado que merece destacarse es que, de los cuatro nuevos modelos de valoración considerados, el único que es rechazado por los datos es el que impone un factor de descuento constante. Esto implica que la media histórica de la ratio precio/alquileres ofrece una pobre guía para valorar la situación actual del mercado y, por tanto, refuerza la necesidad de llevar a cabo la estimación de modelos más complejos. El hecho de que haya más de uno de estos últimos compatible con los datos refleja, por otro lado, las notables dificultades que existen para, a partir de las técnicas disponibles, cuantificar con precisión el valor de equilibrio de cualquier activo financiero o, como en este caso, no financiero.

Con objeto de valorar hasta qué punto los diferentes modelos de valoración proporcionan resultados más o menos homogéneos, el panel izquierdo del gráfico 2 muestra los niveles de las ratios precio/alquiler de equilibrio máxima, mínima y media que se derivan de la comparación de los resultados de cuatro modelos de valoración alternativos: los derivados de la utilización de las tres carteras de referencia más el empleado en Ayuso y Restoy (2003).

Como puede verse, la ratio de equilibrio media muestra una tendencia creciente a partir de mediados de los noventa, que vino seguida de un fuerte aumento de la ratio observada. Este último tendió, en primera instancia, a acercar ambos cocientes y, por tanto, a restablecer una situación de equilibrio. Sin embargo, su continuidad terminó situando el dato observado aproximadamente un 29% por encima de su valor de equilibrio a largo plazo estimado. Las ratios mínima y máxima determinan, como cabría esperar, una «zona de plausibilidad» bastante amplia, reflejo, como ya se ha señalado, de las dificultades inherentes a cualquier ejercicio de valoración de activos como el que aquí se aborda. De este modo, la diferencia entre el valor observado y las estimaciones disponibles oscila en un rango entre un 24% y un 32%.

El panel derecho del gráfico 2, por su parte, muestra igualmente las ratios estimadas media, mínima y máxima correspondientes a las sendas de ajuste. En este caso, las tres series están mucho más próximas entre sí y, por tanto, la consideración de modelos alternativos no parece

cuestionar la conclusión de que las desviaciones con respecto al valor de equilibrio están en consonancia con las que cabría esperar de acuerdo con las pautas de ajuste exhibidas por los precios en este mercado en otros episodios.

En definitiva, pues, estos resultados no apoyan las hipótesis de equilibrio o burbuja. Por el contrario, tienden a reforzar la conclusión inicial de que la situación del mercado inmobiliario español (a finales de 2004) se caracterizaba por una sobrevaloración de la vivienda compatible, por lo tanto, con una absorción gradual de la discrepancia encontrada entre los precios observados y los explicados por sus fundamentos de largo plazo.

La influencia de la fiscalidad

En la formulación y posterior estimación de los modelos comentados en el epígrafe anterior no se han considerado, de manera explícita, las diferentes figuras impositivas que inciden sobre el cociente entre los precios de la vivienda y los de los alquileres. La notable heterogeneidad en el tratamiento fiscal de los agentes individuales supone un obstáculo prácticamente insalvable para un análisis preciso de la influencia de los impuestos sobre los precios de equilibrio en este mercado.

No obstante, en un trabajo reciente [García Vaquero y Martínez Pagés (2006)] se proporciona una estimación de lo que cabe denominar el «impuesto total neto» sobre la vivienda que soportan diferentes hogares tipo españoles, definidos en función de características como el régimen de tenencia de los inmuebles o su renta, entre otros. A partir de esta información, es posible redefinir las ecuaciones que se derivan de los distintos modelos considerados para dar cabida a este impuesto total neto y analizar así su incidencia sobre las ratios estimadas, bajo distintos supuestos. Como se explica con detalle en el documento de trabajo que aquí se resume, este proceso permite obtener unas reglas de valoración modificadas en las que aparece un nuevo término que depende directamente de la cuña fiscal que introduce el sistema impositivo sobre los precios de la vivienda y de los alquileres.

Este nuevo término, sin embargo, no resulta estadísticamente significativo en ninguno de los cuatro modelos considerados. Hay que señalar, además, que cuando, aun no siendo significativos, se incluyen los efectos del impuesto total neto en el cálculo de las ratios estimadas de equilibrio y de ajuste, los cambios en estas son mínimos: el cociente de precios observado continúa situándose (en promedio para los cuatro modelos) un 28% por encima de la primera y es un 2% mayor que la segunda.

Por tanto, el tratamiento fiscal de la vivienda, aun cuando es probable que haya afectado a la ratio media entre los precios de la vivienda y los del alquiler, no parece haber tenido una influencia apreciable en el comportamiento expansivo más reciente de este cociente. En consecuencia, no parece tampoco probable que la no consideración explícita de los impuestos condicione la conclusión de que, de las tres posibles situaciones comentadas en la introducción, los modelos estimados apuntan a la de sobrevaloración de la vivienda como la más plausible.

Conclusiones

El análisis de la situación del mercado inmobiliario es un ejercicio complejo que debe afrontar las limitaciones de las técnicas cuantitativas actualmente existentes, en un marco de insuficiente disponibilidad de estadísticas sobre las variables relevantes y de escasa longitud y homogeneidad de las series históricas de los precios de estos activos. De este modo, como se ha visto en este y en otros trabajos relacionados, no puede aspirarse sensatamente a evaluar con precisión la medida en la que la inflación inmobiliaria observada en los últimos años responde a los pronunciados cambios experimentados por nuestra economía. Por ello, la previsión de la evolución futura del precio de la vivienda solo puede estar sujeta a un elevado margen de incertidumbre.

No obstante, parece razonable intentar acotar esta incertidumbre mediante la adopción de un enfoque metodológico pragmático que consista en identificar rasgos comunes en los resultados obtenidos de la aplicación de esquemas formales alternativos. Los análisis disponibles pueden, entonces, ofrecer una guía útil para la valoración de la situación general del mercado que, a su vez, permita identificar los escenarios futuros que resultan más verosímiles. En este sentido, el artículo muestra al menos tres conclusiones que parecen ofrecer un grado apreciable de robustez: En primer lugar, el incremento pronunciado del precio de la vivienda desde finales de la pasada década supone, en parte, la corrección de la infravaloración de este activo prevaleciente en el período inmediatamente anterior. En segundo lugar, los análisis económicos apoyan la hipótesis de una sobrevaloración de los inmuebles en estos últimos años, compatible con la senda habitual de ajuste de un mercado sujeto a notables rigideces que impiden la respuesta inmediata de la oferta a la evolución de la demanda. En tercer lugar, la evidencia disponible no sustenta la hipótesis de que el auge reciente del mercado se deba a comportamientos especulativos generalizados o al tratamiento fiscal favorable de la vivienda en propiedad.

Todo ello permite estimar que el escenario futuro más probable es el de una absorción gradual de la sobrevaloración existente en este mercado. La verosimilitud de este escenario, no obstante, no es independiente del grado de persistencia de tasas de crecimiento del precio de la vivienda inusualmente elevadas, pues estas pueden terminar arraigando en las expectativas y favorecer comportamientos especulativos. Aunque el cambio metodológico realizado en la estadística oficial no permite, por el momento, una extensión rigurosa de los ejercicios de valoración realizados más allá del último trimestre de 2004, la desaceleración observada desde entonces parece, en todo caso, compatible con una reconducción paulatina del valor de los inmuebles hasta niveles más compatibles con sus fundamentos de largo plazo.

16.6.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., J. MARTÍNEZ PAGÉS, L. Á. MAZA y F. RESTOY (2004). «El precio de la vivienda en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 65-71.
- AYUSO, J., y F. RESTOY (2003). *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0304, Banco de España. De próxima aparición en *Journal of Empirical Finance*.
- (2006). *House prices and rents in Spain: does the discount factor matter?*, Documentos de Trabajo, n.º 0609, Banco de España.
- BALMASEDA, M., I. SAN MARTÍN y M. SEBASTIÁN (2002). «Una aproximación cuantitativa a la “burbuja” inmobiliaria», *Situación Inmobiliaria*, diciembre, BBVA, pp. 22-28.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2006). «Assessing house price developments in the euro area», *ECB Monthly Bulletin*, febrero, pp. 55-70.
- BANCO DE ESPAÑA (1991). «Índice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España, pp. 29-44.
- CASE, K., y R. SHILLER (1989). «The efficiency of the market for single-family homes», *American Economic Review*, 79, pp. 125-137.
- FMI (2004). *World Economic Outlook*, septiembre.
- (2005). *Spain: 2004 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 05/56.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y J. MARTÍNEZ PAGÉS (2006). *La fiscalidad de la vivienda en España*, Documentos Ocasionales, n.º 0506, Banco de España.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J., y L. Á. MAZA (2003). *Análisis del precio de la vivienda en España*, Documentos de Trabajo, n.º 0307, Banco de España.
- OCDE (2005). *Economic Outlook*, 78.
- POTERBA, J. (1984). «Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset market approach», *Quarterly Journal of Economics*, 99, pp. 729-752.
- RESTOY, F. (2006). «El mercado de la vivienda: realidades e incertidumbres», *Economistas*, n.º 108 (España 2005. Un balance).
- THE ECONOMIST (2005). «In come the waves», *The Economist*, edición de 16 de junio.

UNA NOTA TEÓRICA SOBRE EL PAPEL DEL ACCESO AL CRÉDITO
EN EL COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda

Este artículo ha sido elaborado por Óscar Arce y J. David López-Salido, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Uno de los elementos esenciales del análisis del mercado inmobiliario es la evaluación de las condiciones de financiación de los hogares. Con frecuencia, los modelos de valoración incorporan alguna medida del tipo de interés de los préstamos hipotecarios o del coste de uso de la inversión en activos residenciales. Sin embargo, en general no se considera directamente la presencia de restricciones que impiden a los agentes obtener toda la financiación deseada al tipo de interés prevaleciente. El racionamiento al que estas restricciones dan lugar, como el nivel de los tipos de interés o el de la renta, constituye un determinante de la demanda de inmuebles y, por lo tanto, afecta a los precios de equilibrio del mercado.

En este artículo se resume un reciente trabajo, de Arce y López-Salido (2006), en el que se analiza el papel de las restricciones de crédito en el funcionamiento del mercado de la vivienda en propiedad y en el de alquileres. Con este fin se propone un modelo en el que la decisión de cómo acceder a una vivienda se contempla como una pura opción de inversión, una decisión de consumo, o ambas a la vez. En concreto, del trabajo se deriva una relación entre la ratio del precio de la vivienda y los alquileres —una magnitud utilizada habitualmente en los ejercicios de valoración de la vivienda— y el tipo de interés que depende del grado de holgura de las restricciones crediticias que soportan los hogares¹.

Tras esta introducción se describe la estructura general del modelo. Posteriormente, se presentan los principales resultados, incluyendo la caracterización del nivel de equilibrio de los precios de la vivienda y de los alquileres, y los efectos que en los mismos producen los cambios en las condiciones financieras de la economía. Por último, se presentan algunas conclusiones.

Estructura del modelo

Arce y López-Salido (2006) plantean un modelo de generaciones solapadas en el que los hogares de una misma cohorte viven durante tres períodos —no hay crecimiento poblacional—, y obtienen utilidad a partir del consumo de bienes, cuya provisión es exógena, y de servicios de alojamiento, esto es, por ocupar una vivienda². Durante el primer período de su vida, un hogar decide cómo proveerse de servicios de alojamiento, bien alquilándolos, o bien adquiriendo su propia vivienda. De igual modo, decide si va a adquirir viviendas para arrendarlas a otros hogares. Después de haber disfrutado de su vivienda o de haberla arrendado, según corresponda, el hogar la liquida para financiar el consumo de bienes en su último período de vida³. Dado que el momento de compra de una vivienda no coincide con el de venta por parte del mismo agente, los hogares tienen que formar sus expectativas sobre la evolución futura de los precios, lo que, por hipótesis, se hace de forma racional.

Una decisión a la que los hogares se enfrentan en el momento de compra de una vivienda es cómo financiarla o, de forma más precisa, qué combinación de recursos propios y ajenos

1. En este sentido, esta aproximación teórica profundiza en la evidencia derivada de la estimación de una relación entre tipo de interés y la ratio del precio de la vivienda y los alquileres, que habitualmente se realizan asumiendo la ausencia de imperfecciones en los mercados de crédito. Véanse, por ejemplo, Ayuso y Restoy (2006) y los análisis presentados recientemente en OCDE (2006). 2. Dos trabajos en los que también se analiza de forma teórica el mercado de la vivienda son Stein (1995) y Ortalo-Magné y Rady (2005). No obstante, en estos trabajos se omite la interacción entre el mercado de propiedad y alquiler y se asume que el tipo de interés es exógeno. 3. La posibilidad de que los hogares puedan transferir sus viviendas a las generaciones futuras mediante herencias no afecta a los resultados del modelo.

(deuda hipotecaria) emplear. Una característica importante del modelo es que incorpora restricciones al crédito, en el sentido de que un determinado hogar no puede endeudarse por importe superior a una determinada proporción del valor de la casa que está adquiriendo. Esta restricción financiera puede expresarse en forma compacta como:

$$b \leq (1-\theta)ph \quad [1]$$

donde b es el volumen de crédito concedido, h es la superficie de la vivienda, p es el precio por unidad de superficie, y el parámetro θ representa la proporción mínima del valor de la vivienda que el propietario tiene que sufragar con sus propios fondos en el momento de la adquisición. De este modo, un valor más alto de θ implica una mayor restricción de crédito, y viceversa⁴. Otra fricción considerada de forma expresa es la existencia de una distorsión que favorece, *ceteris paribus*, la compra frente al alquiler. En concreto, este sesgo puede estar asociado con la existencia de problemas de información asimétrica entre arrendatarios y arrendadores, seguridad jurídica limitada de los contratos de alquiler, o distorsiones impositivas.

La consideración conjunta de estas dos fricciones genera la existencia de tres tipos de unidades familiares en función de su posición financiera —utilizando total o parcialmente su capacidad de endeudamiento— y de cómo obtienen sus servicios de alojamiento —es decir, siendo propietarios o arrendatarios—. Esta segmentación viene determinada por el modo en que aquellas fricciones influyen sobre la disyuntiva que plantea la naturaleza dual de la vivienda como bien y activo real.

Dado que el mercado de alquiler está sujeto a una distorsión respecto al de compra en propiedad, si no existiesen límites al endeudamiento, todos los hogares elegirían óptimamente proveerse de servicios de alojamiento comprando sus propias viviendas. Sin embargo, cuando una unidad familiar tiene limitada de forma importante la cantidad de crédito que puede obtener para financiar una vivienda [porque la proporción de fondos propios requeridos (θ), el tamaño deseado del inmueble (h) o su precio (p) son muy altos], la decisión óptima conlleva renunciar a la propiedad en favor del alquiler. Nótese que, aunque la propiedad es preferible al alquiler, esta última opción permite al arrendatario disfrutar de una vivienda cuyo valor de adquisición, necesariamente mayor que el de alquiler dado su carácter de bien duradero, excede la cuantía de fondos disponibles por ese hogar.

Como consecuencia de esta última observación, los demandantes de servicios de alquiler son aquellas familias para las que, dadas unas preferencias sobre el volumen óptimo de servicios de alojamiento requeridos y unos precios de la vivienda, su capacidad de endeudamiento sea menor. En el otro lado de este mercado, ofreciendo viviendas en alquiler, están aquellos agentes que gozan de mayor acceso al crédito, esto es, hogares que pueden hacer frente a la adquisición de la vivienda que ocupan sin apurar su restricción crediticia —expresión [1]— y, por consiguiente, pueden disponer de recursos para financiar la adquisición de viviendas como *pura inversión*. Finalmente están aquellos hogares con una situación intermedia respecto de la diferencia entre sus necesidades de financiación y su capacidad real de endeudamiento. Estos deciden adquirir la casa que ocupan apurando al máximo su límite de crédito, sin participar en el mercado de alquiler, pues su posición financiera no está tan comprometida como para renunciar a la compra ni tan holgada como para poder invertir en una vivienda con vistas a percibir un alquiler y una eventual ganancia de capital.

4. En el documento de trabajo, a efectos de capturar el hecho de que no todos los hogares tienen acceso al crédito en idénticas condiciones, se especifica que el parámetro θ toma un valor para cada hogar.

De este modo, en el modelo el mercado de alquileres aparece como una institución que facilita el acceso a la vivienda por parte de aquellos hogares sujetos a mayores restricciones al crédito. En este sentido, el mercado de alquileres puede entenderse como un mecanismo de relajación de las fricciones financieras a nivel agregado. Es decir, su existencia facilita el flujo de recursos invertibles en vivienda desde las unidades familiares superavitarias —arrendadores— a aquellas otras deficitarias —arrendatarios—.

A continuación se analiza con mayor detalle cómo cambios en las condiciones de crédito —en particular, en el tipo de interés y en el límite al endeudamiento— afectan a la ratio precios sobre alquileres.

Las condiciones crediticias y el valor de la vivienda

Para analizar la interacción entre el precio de la vivienda, los alquileres y las condiciones financieras, conviene utilizar la siguiente expresión, que determina la forma óptima de comportamiento de un arrendador:

$$p \leq q/r \quad [2]$$

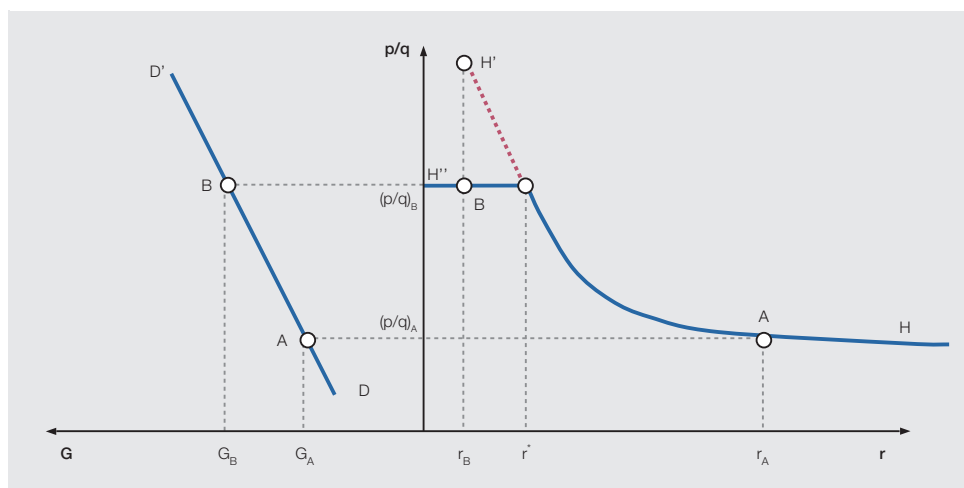
donde q es el precio de alquiler neto por unidad de superficie y r es el tipo de interés, esto es, el coste de los fondos obtenidos a través de un crédito hipotecario.

La intuición detrás de esta expresión es la siguiente: para que un hogar encuentre ventajoso invertir en inmuebles que no va a ocupar directamente, el coste de la inversión, esto es, el precio desembolsado, no ha de ser mayor que el ingreso neto, es decir, el flujo de alquileres debidamente descontado al tipo de interés r . Si existen arrendadores que no han utilizado plenamente su capacidad de crédito, la expresión [2] en equilibrio se satisface como una *igualdad*, pues de lo contrario existirían oportunidades de arbitraje: un hogar con capacidad ociosa de crédito podría tomar prestado para obtener un flujo de renta, q , estrictamente superior al coste financiero de la inversión, rp . Así, mientras que el precio de la vivienda, los alquileres y los tipos de interés sean tales que la expresión [2] se cumple en igualdad, la valoración de una vivienda como un puro instrumento de inversión no difiere en sus aspectos básicos de la forma en que se determina el precio de equilibrio de un activo financiero, es decir, como el flujo descontado de dividendos (alquileres) más ganancias de capital⁵. Es decir, la expresión anterior puede entenderse como el PER (*price-earnings ratio*) asociado a una inversión inmobiliaria. Por último, en estas circunstancias, la oferta de viviendas en alquiler es completamente elástica.

Ahora bien, cuando el tipo de interés es lo suficientemente bajo, resulta óptimo para los arrendadores endeudarse al máximo, con lo cual la expresión [1] se satisface como una igualdad para ellos. Así, para incentivar a un arrendador a aumentar su oferta de alquiler cuando ya ha agotado su capacidad de crédito, el rendimiento de su inversión tiene que ser progresivamente mayor. En consecuencia, la oferta de alquiler no es completamente elástica, sino que viene determinada por dicho límite al endeudamiento. En estas circunstancias, la ratio p/q es estrictamente menor que el factor de descuento $1/r$, y la expresión [2] se satisface como una desigualdad. Es decir, invertir en inmuebles para su alquiler y posterior venta produce un rendimiento, q/p , estrictamente superior al coste de los recursos empleados, r .

Esta relación entre la ratio precio-alquileres y el tipo de interés puede ilustrarse gráficamente (véase gráfico 1). El panel izquierdo del gráfico 1 muestra la cantidad demandada de vivien-

5. Nótese que en la expresión [2] no aparecen las ganancias de capital, pues se está considerando una situación de equilibrio estacionario en la que los precios, en ausencia de perturbaciones, permanecen iguales en el tiempo.

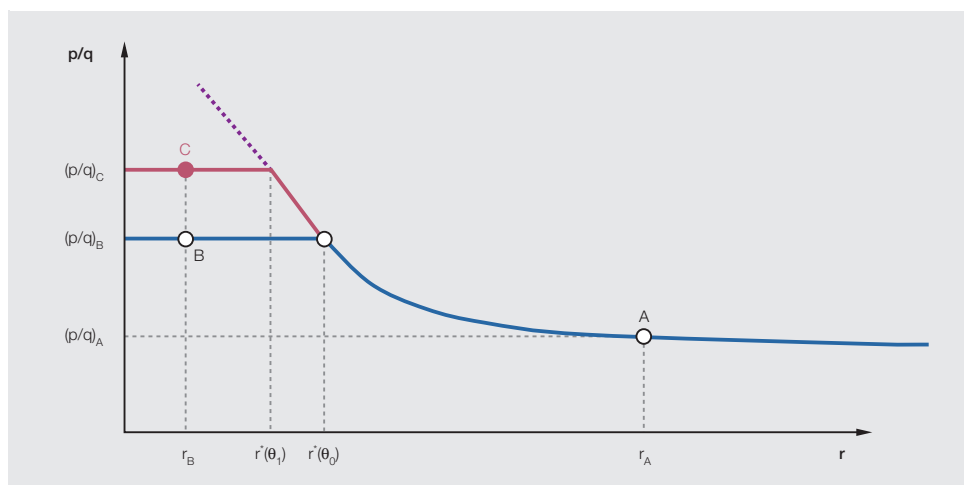


Nota: El panel de la izquierda representa combinaciones de la cantidad de viviendas en alquiler (G) y la ratio p/q ; el panel derecho representa las combinaciones de dicha ratio y el tipo de interés, r .

das en alquiler (G) en función del precio relativo (p/q). Esta demanda tiene pendiente positiva en la dimensión p/q por un doble motivo. En primer lugar, cada arrendatario encuentra cada vez menos atractivo comprar una vivienda a medida que el precio de compra aumenta más que el alquiler. En segundo lugar, el número de hogares que decide óptimamente demandar servicios de alojamiento a través del alquiler de una vivienda aumenta con p/q . La hipérbola HH' del panel derecho del gráfico 1 representa la ratio p/q como función del tipo de interés, de acuerdo con la expresión [2], satisfaciéndose como una igualdad. No obstante, para tipos de interés por debajo de aquel a partir del cual todos los arrendadores encuentran óptimo utilizar al máximo su capacidad de crédito (r^* , en el eje horizontal), la expresión [2] deja de operar como una igualdad. Así, reducciones adicionales en los tipos de interés no se traducen en mayores precios relativos, pues la restricción al crédito, y, por consiguiente, a la capacidad de demandar viviendas por motivo inversión, comienza a operar. Así, la función que relaciona los tipos de interés con la ratio p/q en equilibrio es la que conecta los puntos H y H'' .

En el primer equilibrio representado en este gráfico (A), el tipo de interés es suficientemente alto como para que los arrendadores no apuren su capacidad de crédito (r_A en el panel derecho). La ratio $(p/q)_A$ toma un valor relativamente bajo y, consecuentemente, el volumen de inversión en viviendas para alquiler (G_A), así como el nivel agregado de endeudamiento, son reducidos. En el segundo equilibrio (B), se considera un tipo de interés (r_B) por debajo de r^* , en que los arrendadores ya están utilizando al máximo su acceso al crédito, coincidiendo con una situación en la que la inversión en viviendas para alquiler proporciona una rentabilidad superior al coste de endeudamiento, lo que genera unos mayores incentivos a los hogares con mayor capacidad de endeudamiento para participar como inversores en dicho mercado. No obstante, es la propia existencia de límites al endeudamiento lo que provoca que la relación $(p/q)_B$, a pesar de ser más alta que en el equilibrio con tipo de interés alto, sea menor que la que prevalecería en ausencia de restricciones crediticias sobre los arrendadores (punto H' , donde la oferta de viviendas en alquiler sería perfectamente elástica).

Hay dos aspectos especialmente destacables de este tipo de análisis. Primero, la fuerte no linealidad existente entre el tipo de interés y el precio relativo, pues la ratio p/q es progresivamente más sensible a cambios en el tipo de interés a medida que este va alcanzando niveles



Nota: Véase el gráfico 1.

más bajos⁶. Esto es, una misma caída en el tipo de interés tendrá un efecto positivo mucho mayor sobre la ratio p/q si el tipo de interés inicial es reducido. Una segunda implicación tiene que ver con los efectos que sobre la anterior relación entre el tipo de interés y la ratio precio-alquileres tiene una mayor holgura en las condiciones de acceso al crédito.

Formalmente, una caída en la proporción mínima de recursos propios, θ , conlleva un descenso en el tipo de interés crítico r^* , puesto que un límite más amplio en el recurso al crédito solo será utilizado plenamente si el tipo de interés disminuye. En el gráfico 2 se representa el resultado de una reducción en θ , que cae de θ_0 a θ_1 , partiendo de una situación inicial con un tipo de interés, r_B , inferior a $r^*(\theta_0)$. En la medida en que la caída desde $r^*(\theta_0)$ a $r^*(\theta_1)$ tiene lugar alrededor del lado con mayor pendiente de la hipérbola HH' , esto es, con tipos de interés bajos, el impacto de la relajación de las condiciones crediticias sobre la ratio p/q , medido en este ejemplo como la distancia entre los puntos B y C, es progresivamente mayor.

Combinando estas dos características del modelo, se deduce que el impacto sobre la ratio p/q de una caída en los tipos de interés junto con una relajación de las condiciones de acceso al crédito hipotecario puede ser potencialmente muy alto en una situación donde las condiciones de financiación de partida sean ya holgadas. En particular, nótese que si el tipo de interés existente en la situación inicial fuera superior a $r^*(\theta_0)$, por ejemplo, r_A en el gráfico 2, una mejora de las condiciones crediticias no se trasladaría a la ratio precio-alquileres.

Conclusiones

Dos son las principales conclusiones que se extraen en este artículo a partir del trabajo de Arce y López-Salido (2006).

En primer lugar, la relación habitualmente utilizada entre la ratio de precios sobre alquileres y los tipos de interés se ve modificada en presencia de restricciones en el mercado de crédito. En estas condiciones, dado un determinado nivel de tipo de interés, aquella ratio de equilibrio se sitúa por debajo de la que correspondería en ausencia de límites al endeudamiento. De este modo, en ausencia de otros sesgos, los indicadores habituales de sobrevaloración —que

6. Es decir, la pendiente, en valor absoluto, aumenta a medida que el tipo de interés disminuye, hasta alcanzar el valor límite r^* .

ignoran este tipo de restricciones— proporcionarían una cota inferior de la discrepancia real entre el precio observado y el de equilibrio a largo plazo.

Al mismo tiempo, la fuerte no linealidad existente entre el tipo de interés y la ratio precio-alquileres hace que estos últimos sean progresivamente más sensibles al tipo de interés a medida que este va alcanzando niveles relativamente bajos. El modelo permite entender cómo una mayor holgura en las condiciones de acceso al crédito, en un contexto de tipos de interés reducidos, puede tener un fuerte efecto multiplicador sobre la dinámica de la ratio precio-alquileres.

20.6.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- ARCE, O., y J. D. LÓPEZ-SALIDO (2006). *House prices, rents, and interest rates under collateral constraints*, Documentos de Trabajo, n.º 0610, Banco de España.
- AYUSO, J., y F. RESTOY (2006). «Housing prices and rents: An equilibrium asset pricing approach», *Journal of Empirical Finance*, en imprenta.
- OCDE (2006). *Economic Outlook*, n.º 78.
- ORTALO-MAGNÉ, F., y S. RADY (2005). «Housing market dynamics: on the contribution of income shocks and credit constraints», *Review of Economic Studies*, en imprenta.
- STEIN, J. C. (1995). «Prices and trading volume in the housing market: a model with down-payment effects», *Quarterly Journal of Economics*, 110 (2), pp. 379-406.

LA EVOLUCIÓN DE LOS «OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS» Y SU IMPACTO
SOBRE LOS AGREGADOS MONETARIOS

La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez-Carrascal y Miguel Ángel Menéndez, del Servicio de Estudios.

Introducción

La estrategia de política monetaria del Eurosistema se basa, entre otros elementos, en el seguimiento de un conjunto de indicadores entre los que se encuentran los agregados monetarios y, en particular, M3. La relevancia de estas variables descansa en el vínculo existente en el largo plazo entre dinero e inflación.

Los agregados monetarios en el área del euro se construyen sobre la base de definiciones armonizadas de los sectores emisor y tenedor de dinero. El primero está constituido por las instituciones financieras monetarias (IFM), mientras que en el segundo se incluyen los hogares¹, las sociedades no financieras, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y los denominados «otros intermediarios financieros» (OIF). Estos últimos están constituidos por los fondos de inversión (excepto los monetarios), los fondos de titulización, las sociedades emisoras de participaciones preferentes y otros instrumentos financieros, las sociedades de valores, las sociedades y fondos de capital riesgo y las sociedades *holding* de instituciones financieras (excepto las que actúan como auxiliar financiero). La asignación a uno u otro sector es para la mayoría de estos grupos bastante obvia, como por ejemplo en el caso de las entidades de crédito, que forman parte de las IFM, o las familias. Sin embargo, en el caso particular de los OIF es menos evidente si su papel primordial es el de crear o el de mantener activos líquidos². Asimismo, las tenencias de activos líquidos por parte de estas instituciones tienen una vinculación menor que las de empresas y familias con la evolución del gasto privado y la inflación.

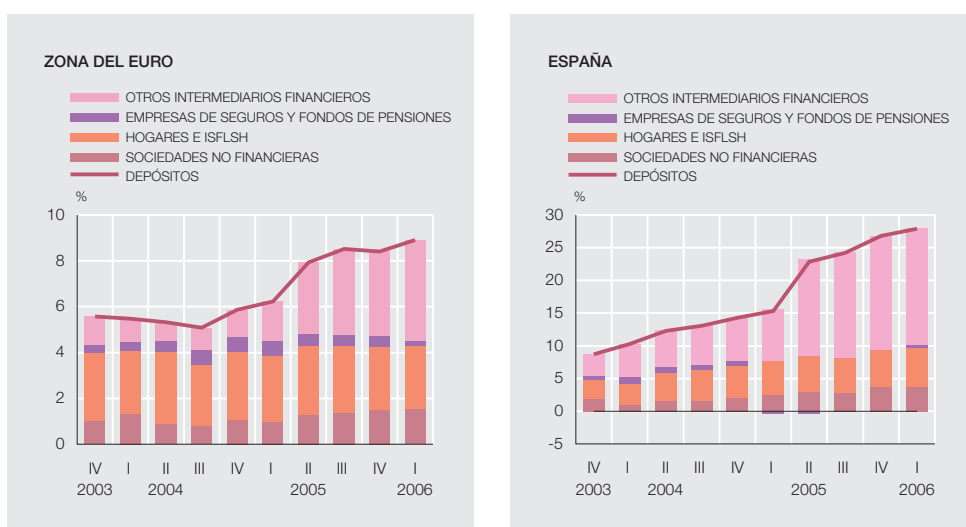
Si bien es cierto que el escaso peso relativo que originariamente tenían los OIF dentro del sector tenedor de dinero restaba trascendencia a la decisión de asignarlos a este grupo, su creciente relevancia plantea la necesidad de evaluar el impacto que estos intermediarios tienen sobre la expansión y el contenido informativo de los agregados monetarios. Por este motivo, se está prestando una mayor atención a la evolución de los activos más líquidos de este subsector y al análisis de los factores que explican su rápido crecimiento³. En este contexto, en el presente artículo se estudia la evolución reciente de los depósitos mantenidos por los OIF (en las IFM), tanto en el conjunto de la zona del euro como en España, y su papel en el avance de las variables monetarias.

Tras esta introducción, el resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En la segunda sección se estudia la contribución de los OIF al crecimiento de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero en la zona del euro y en España; en la tercera se revisan los factores que explican el dinamismo reciente de los activos más líquidos de estas instituciones en nuestro país; en la cuarta se analiza el impacto de estos desarrollos sobre el agregado M3 a nivel de la UEM; y en la quinta se resumen las principales conclusiones.

1. A lo largo del artículo el término «hogares» se refiere, además de a las familias, a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). 2. Adicionalmente, se incluyen en las definiciones de dinero los depósitos mantenidos en las IFM por las Administraciones Territoriales así como los depósitos del sector tenedor frente a la Administración Central. 3. El Banco Central Europeo organizó el pasado 23 de marzo un seminario en Francfort con el objetivo de discutir estas cuestiones. Este artículo es un resumen actualizado de la contribución que hizo el Banco de España a ese seminario.

CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR TENEDOR DE DINERO (a)

GRÁFICO 1



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Incluyen las cesiones temporales.

Contribución de los OIF al avance de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero

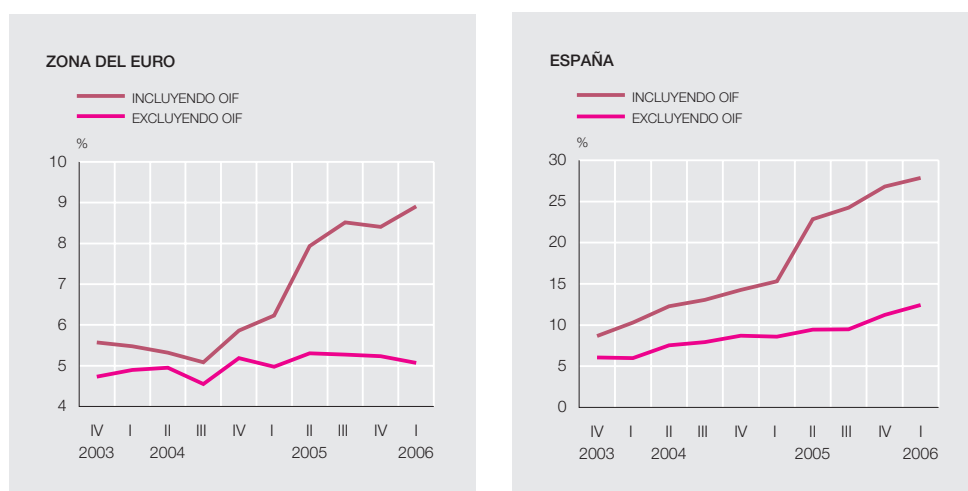
Durante los últimos tres años, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos⁴ de los OIF se ha situado, en promedio, por encima del 20% en la zona del euro, siendo especialmente elevados los registros observados en 2005 y los meses transcurridos de 2006 (41% en marzo de 2006). Como resultado de este dinamismo, entre finales de 2002 y el primer trimestre de 2006, los depósitos de estas instituciones aumentaron su peso relativo respecto a los del conjunto del sector tenedor de dinero en 5,2 puntos porcentuales (pp), hasta alcanzar el 13,7%, y explican más del 40% de su avance (véase gráfico 1). De este modo, la exclusión de dichos intermediarios financieros del sector tenedor de dinero daría lugar a un ritmo de crecimiento muy inferior de los depósitos, siendo la diferencia especialmente significativa en el período más reciente (véase gráfico 2).

El componente español de los depósitos de los OIF ha contribuido, en parte, a esta evolución, ya que su avance ha sido incluso más intenso que a nivel de la UEM. Así, en marzo de 2006 el ritmo de expansión de estos instrumentos alcanzó el 95%, de modo que, en dicho período, llegaron a explicar más del 60% de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero de nuestra economía (véase gráfico 1).

Factores explicativos del incremento de los depósitos de los OIF en España

Durante los últimos años, la actividad de los OIF en España se ha concentrado en tres tipos de instituciones: los fondos de inversión, los fondos de titulización y los emisores de participaciones preferentes⁵, que suponen conjuntamente más del 90% de los activos del sector (véase panel izquierdo del gráfico 3). El tamaño de estos intermediarios ha aumentado significativamente en el período reciente, aunque el ritmo no ha sido homogéneo entre ellos. Así, el patrimonio gestionado por los fondos de inversión, tras su fuerte expansión en los noventa, ha crecido a una tasa interanual que se ha situado desde 2003 por encima del 16%, de forma que se mantienen como el principal componente dentro de los OIF (casi un 50% del total).

4. El concepto de depósitos que se utiliza en este artículo se refiere a los mantenidos en las IFM e incluye también las cesiones temporales. 5. Se trata de las sociedades emisoras de participaciones preferentes y otros instrumentos financieros contempladas en la Ley 19/2003.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Depósitos mantenidos en las IFM. Incluyen las cesiones temporales.

El volumen de los activos de los fondos de titulización ha crecido a un ritmo sustancialmente más intenso (por encima del 40%), de forma que a finales de 2005 representaban ya más del 35% del total. El dinamismo de estas instituciones se ha visto estimulado por las necesidades de fondos que han tenido las entidades de crédito para financiar el crecimiento de sus préstamos, que se han expandido a una velocidad muy superior a la del avance de los depósitos tradicionales.

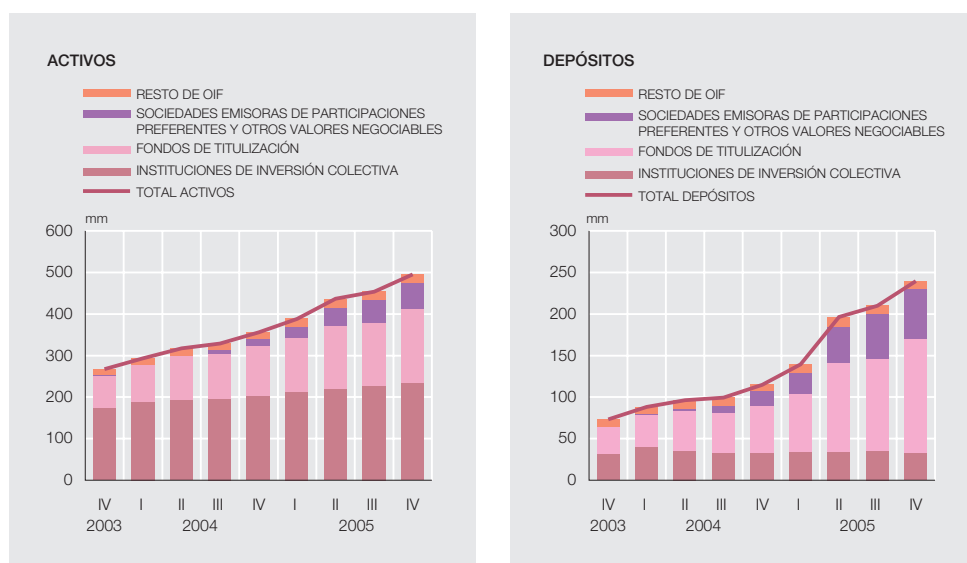
Los emisores de participaciones preferentes han tenido también un notable dinamismo desde que la entrada en vigor de la Ley 19/2003 reguló y estimuló su operativa⁶. El grueso de la actividad de estos intermediarios se concentra en filiales de entidades de crédito. Los fondos captados a través de la emisión de este tipo de títulos los trasladan a la matriz mediante la constitución de depósitos. A finales de 2005, dos años después de su aparición, los activos de estas instituciones representaban el 13% de los de los OIF.

En línea con el aumento en la actividad de los OIF, se ha observado también un notable ascenso en sus depósitos. Por subsectores, el incremento se ha concentrado en los fondos de titulización y en los emisores de participaciones preferentes, ya que los fondos de inversión no han modificado de forma sustancial el volumen de sus inversiones en este tipo de instrumentos (véase panel derecho del gráfico 3).

Los recursos captados por las entidades de crédito a través de la titulización de activos se recogen contablemente en su pasivo como un depósito frente a los fondos de titulización en aquellos casos en los que la emisión de bonos realizada por estas últimas instituciones esté respaldada por cédulas emitidas por la entidad originadora del préstamo o por créditos que no se han dado de baja de su balance⁷. De acuerdo con la Circular 4/2004, esto último ocurre cuando no se produce una transferencia sustancial de riesgos. La aprobación de dicha nor-

6. Con anterioridad a la aprobación de dicha ley este tipo de operaciones se realizaba a través de filiales en el exterior.

7. Cuando los préstamos titulizados se dan de baja del balance de la entidad de crédito originadora, el pasivo de estas instituciones no se ve afectado por la operación de titulización, de modo que el único efecto contable se recoge en el activo. Concretamente, se produce un descenso de la cartera crediticia que es compensado por un aumento de la tesorería.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. OIF: Otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguros y fondos de pensiones. IFM: Instituciones financieras monetarias. Los depósitos incluyen las cesiones temporales.

ma, que afecta a las operaciones realizadas a partir de 2004 (anteriormente, los activos transferidos a los fondos de titulización se daban siempre de baja del balance), ha supuesto un aumento significativo de los depósitos de estos intermediarios, hasta representar a finales de 2005 más del 50% de los del conjunto de los OIF.

Por último, en el caso de los emisores de participaciones preferentes, la práctica totalidad de los recursos captados en la apelación a los mercados se materializa en depósitos frente a las IFM. Esto es lo que explica que el peso de este subsector en el conjunto de los OFI en términos de este tipo de instrumentos sea mayor que cuando se mide sobre el total de activos (25,5% frente al 13%, respectivamente, a finales de 2005).

Impacto sobre el agregado M3 de la expansión de los OIF

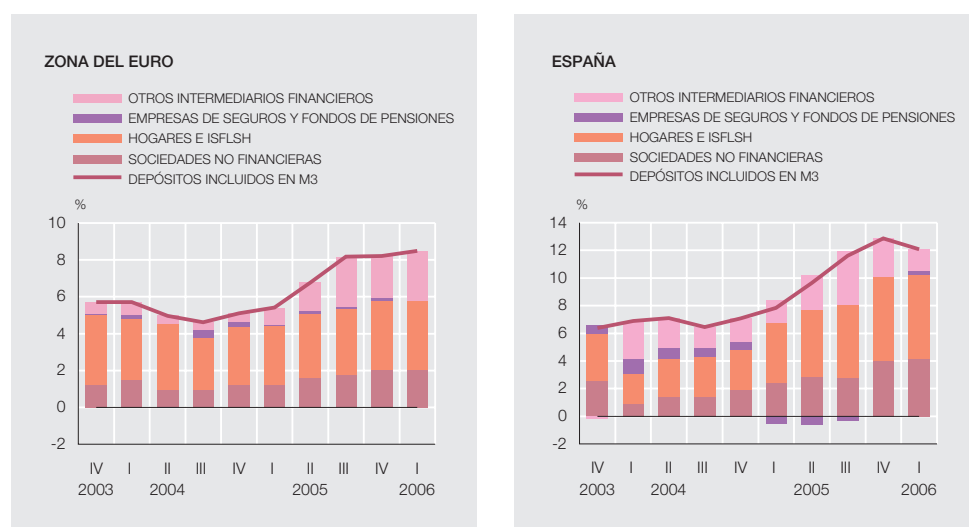
Desde finales de 2003, el ritmo de crecimiento, a nivel de la UEM, de los depósitos de los OIF que forman parte de la definición de M3 ha sido, en promedio, 8 pp inferior al avance del total de depósitos en manos de dichos intermediarios, lo que sugiere que una proporción elevada de la inversión de estos últimos se materializa en productos no incluidos en M3 como, por ejemplo, los depósitos de vencimiento superior a dos años y los disponibles con preaviso de más de 3 meses.

Como resultado, el aumento del peso de los OIF en los depósitos incluidos en M3 ha sido modesto (en torno a 2 pp desde finales de 2002, hasta situarse en el primer trimestre de 2006 en el 11,1%) y la contribución de dichos intermediarios al avance de esta parte de los depósitos a nivel del total del sector tenedor de dinero ha sido notablemente inferior a la que se obtiene al analizar los depósitos totales en la segunda sección de este artículo (véase gráfico 4).

Tal como se aprecia en el gráfico 4, el papel de los OIF en la evolución de la tasa de crecimiento de los depósitos que forman parte de M3 en el área del euro ha sido reducido hasta 2005, pero ha aumentado desde entonces, de forma que la exclusión de estos intermediarios de la definición del sector tenedor de dinero conduciría a una reducción en el ritmo de expansión de esta variable de 2,1 pp en los primeros meses de 2006 (véase gráfico 5). Por tanto, este subsector explica una parte importante del notable dinamismo de M3 en el área del euro durante los

CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS INCLUIDOS EN M3 (a)

GRÁFICO 4

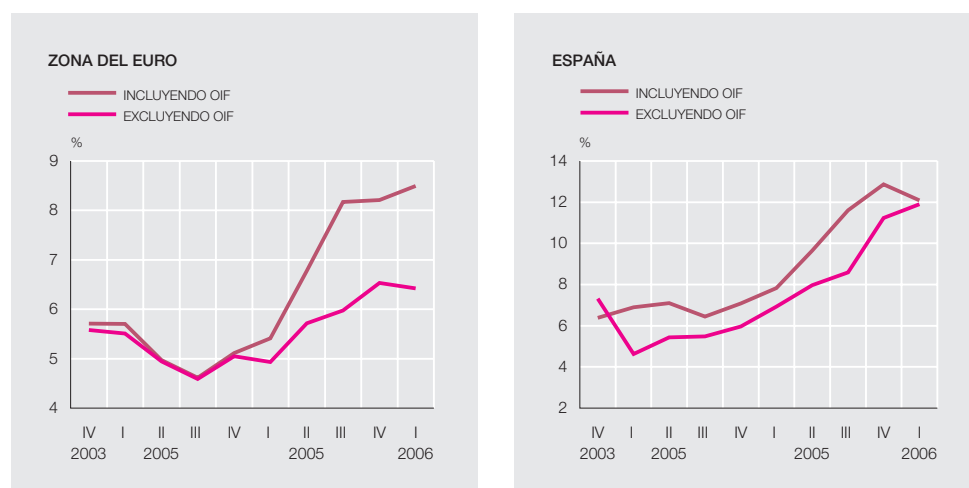


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Los depósitos incluyen las cesiones temporales.

TASA DE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS INCLUIDOS EN M3 (a)

GRÁFICO 5



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Los depósitos incluyen las cesiones temporales.

últimos trimestres. En todo caso, el perfil ascendente observado en la serie se mantendría al excluir a los OIF, aunque sería menos acusado.

En España, los depósitos de los OIF incluidos en M3 han crecido también a ritmos notablemente más reducidos que los correspondientes a definiciones más amplias de estos activos como la considerada en el segundo epígrafe, de modo que el peso de dichos intermediarios dentro del sector tenedor de dinero se ha mantenido relativamente estable y su contribución a la expansión de M3 ha sido bastante moderada (véase gráfico 4).

La exclusión de los OIF del sector tenedor de dinero conduciría, durante los últimos años, a tasas de crecimiento de los depósitos de M3 algo menores en el período más reciente de las

que se obtienen cuando se consideran dichos intermediarios (1,6 pp menores a finales de 2005; véase gráfico 5), discrepancia que se ha reducido considerablemente en los primeros meses de 2006. Por tanto, esta evidencia apunta a que el componente español de los agregados monetarios mantenidos por los OIF no ha contribuido de forma sustancial a explicar el dinamismo reciente de M3 a nivel del área.

Conclusiones

En este artículo se ha analizado, en primer lugar, la contribución de los OIF al avance, durante los últimos años, de los depósitos mantenidos por el sector tenedor de dinero. Los resultados indican que tanto en la zona del euro como, sobre todo, en España estos intermediarios financieros han tenido un papel muy relevante a la hora de explicar la evolución de esta variable, especialmente desde 2005. Así, a finales del primer trimestre de 2006 la exclusión de estas instituciones conduciría a unas tasas de crecimiento 3,8 pp y 15,4 pp menores a las observadas, respectivamente, en la UEM y en nuestro país. En este último, los desarrollos se explican, fundamentalmente, por el notable dinamismo de los fondos de titulización y de los emisores de participaciones preferentes.

Cuando el análisis se restringe a los depósitos incluidos en M3, que es el agregado que, entre los monetarios, ocupa un papel destacado en la estrategia de política monetaria del Eurosystema, se observa que el impacto de la inclusión de los OIF en los sectores tenedores de dinero es mucho menor, si bien muestra una tendencia creciente, de forma que la tenencia de activos líquidos por parte de este subsector explica una parte no despreciable del dinamismo reciente de M3 en el área del euro. El componente español de dicha macromagnitud resulta menos afectado ya que los activos líquidos mantenidos por los OIF residentes se materializan principalmente en depósitos a plazos superiores a los que se incluyen en su definición.

15.6.2006.

EVOLUCIÓN DE LA DISPERSIÓN SALARIAL EN ESPAÑA

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

Introducción¹

A partir de la segunda mitad de la década de los noventa, el mercado laboral español ha sufrido cambios muy notables. Entre ellos, destacan el aumento de la participación femenina, el mayor nivel educativo de las nuevas cohortes de trabajadores que se incorporan al mercado laboral y, finalmente, el significativo aumento del porcentaje de trabajadores con menor experiencia laboral, en un período de fuerte creación de empleo. En este contexto, este artículo analiza la evolución de la dispersión salarial entre 1995 y 2002, a partir de la información que proporciona la Encuesta de Estructura Salarial (EES), deteniéndose especialmente en el estudio del impacto de los diferentes cambios ocurridos en el mercado de trabajo en este período.

Existen varios trabajos que han analizado de forma agregada la evolución de los diferenciales de renta y de la dispersión salarial en España. Alcaide (1980) y Goerlich y Mas (1999) utilizaron la Encuesta de Presupuestos Familiares para señalar que la desigualdad en España permaneció más o menos invariable entre 1967 y 1974, y decreció desde ese momento hasta mediados de los noventa. Conclusiones similares se obtienen a partir de trabajos realizados con la Encuesta de Salarios, como mostraron García-Perea (1991) y Jimeno y Toharia (1994).

Un problema derivado de la utilización de las encuestas anteriores es la reducida información que proporcionan a nivel individual, lo que ha impedido analizar el efecto de los cambios de determinados factores socio-demográficos sobre la dispersión salarial. En este sentido, una de las pocas encuestas que ofrecen información lo suficientemente rica a nivel de trabajador y de empresa es la EES, que será brevemente descrita más adelante. Jimeno et al. (2002) explotaron la información de la primera oleada de esta encuesta, realizada en 1995, concluyendo que la educación del trabajador, su nivel ocupacional, el tipo de contrato, así como el nivel al que se había negociado el convenio colectivo eran los factores más importantes a la hora de explicar el nivel de dispersión salarial existente en el año de referencia.

Este trabajo va un poco más allá y, agrupando la información correspondiente a las oleadas de 1995 y de 2002 de esta encuesta —las únicas disponibles hasta ahora—, analiza la evolución de los diferenciales salariales entre ambos años, así como los factores que han contribuido en mayor medida a dicha evolución. Igualmente, se examina la dispersión en diferentes puntos de la distribución salarial. El presente artículo se estructura de la siguiente manera: en la segunda sección, se describen brevemente las características básicas de la EES y se presentan los resultados relativos a la evolución de la desigualdad salarial a nivel agregado entre 1995 y 2002. En la tercera sección se examina la importancia de diferentes factores a la hora de explicar esa evolución. Para ello, se utilizan diferentes metodologías, con las que se pretende aislar las dos posibles vías por las que se ha podido ver afectada la dispersión salarial a nivel agregado entre 1995 y 2002. Primero, se analiza cuál habría sido el impacto de los cambios en la composición de la fuerza laboral si se hubiera mantenido constante la estructura salarial de 1995. A continuación, se estiman los efectos sobre los diferenciales salariales motivados por cambios genuinos en la estructura salarial. La última sección presenta las conclusiones.

1. Este artículo resume los principales resultados que se encuentran en el Documento de Trabajo *Wage inequality in Spain. Recent Developments*, de M. Izquierdo y A. Lacuesta, publicado con el n.º 0615 por del Banco de España. En el documento se explican detenidamente los detalles metodológicos.

Evolución de la dispersión salarial reciente

La EES investiga la estructura y distribución de los salarios en todos los Estados miembros de la Unión Europea con una periodicidad cuatrienal. El ámbito poblacional de la encuesta es el conjunto de todos los trabajadores por cuenta ajena que presten sus servicios en centros de cotización de 10 o más trabajadores y hayan estado dados de alta en la Seguridad Social durante todo el mes de octubre de cada año de referencia². Para la elaboración de este trabajo se han utilizado dos muestras representativas de empresas españolas, correspondientes a las dos oleadas de la encuesta disponibles hasta la fecha (1995 y 2002), que cubren los sectores de la industria, la construcción y los servicios de mercado³.

El concepto salarial que se examina es el de salario por hora. La encuesta tiene información muy precisa sobre los pagos realizados por la empresa al trabajador. Dentro de estos pagos se incluye tanto el salario ordinario bruto anual, como los pagos extraordinarios anuales. Esta definición de salario no incluye pagos en especie, atrasos ni indemnizaciones. Por último, el número de horas anuales trabajadas se obtiene de sumar a la jornada laboral anual pactada el número de horas extraordinarias trabajadas durante el año⁴.

Existen numerosos índices que, aplicados a los niveles salariales, permiten medir el grado de desigualdad salarial. Sin embargo, para realizar una comparación de la dispersión entre 1995 y 2002 hay que considerar índices que no se vean afectados por la escala de la serie, dado que los salarios nominales han crecido a lo largo de este período. Este es el caso de medidas como el coeficiente de variación y la ratio de salarios entre la última y la primera decilas⁵, que se muestran en el cuadro 1. Se puede comprobar en dicho cuadro que ambas medidas sufren una caída entre 1995 y 2002, aunque muy moderada, indicando que los diferenciales salariales en España se redujeron levemente en este período. Esta evolución de la dispersión contrasta, en principio, con la que se observa en otros países como Estados Unidos [Lemieux (2006)], si bien en España este comportamiento no es novedoso, pues se viene produciendo de forma continuada desde los años ochenta [Alcaide (1980), y Goerlich y Mas (1999)].

Con el objetivo de disponer de medidas adicionales de dispersión salarial que no estén afectadas por los diferentes niveles salariales en 1995 y 2002, se ha reescalado la serie de 1995, de modo que el salario medio coincida con el de 2002. De esta forma, es posible construir los índices de desigualdad más habituales, como pueden ser la desviación estándar, los índices de Gini y Theil, y la desviación estándar del logaritmo de los salarios. Estos índices se presentan en el cuadro 1 y coinciden en señalar la escasa magnitud de los cambios en la distribución de salarios en el período analizado, apuntando, todos ellos, hacia una caída muy leve de la dispersión entre 1995 y 2002.

Una desventaja de los índices anteriores es que no reflejan los posibles cambios en diferentes tramos de la distribución de salarios. Para salvar esta deficiencia, las últimas tres filas del cuadro 1 aportan información sobre las ratios de percentiles de salarios en diferentes puntos de dicha distribución. El primer cociente (P50/P10) representaría los diferenciales salariales en

2. Se excluyen de esta población los presidentes, miembros de consejos de administración y, en general, todo aquel personal cuya remuneración no sea principalmente en forma de salario. 3. En concreto, las ramas de actividad comprendidas dentro de las secciones de la C a la K de la CNAE-93. Quedan excluidas las secciones de la M a la O que solo se encontraban en 2002, mientras que no hay información para ninguno de los dos años sobre actividades agrícolas, ganaderas y pesqueras, las Administraciones Públicas, defensa y seguridad social obligatoria, personal doméstico y organismos extraterritoriales. 4. Solo se tiene información acerca del número de horas extraordinarias trabajadas en octubre, por lo que se debe extrapolar este número a todo el año. Según el INE, el mes de octubre se considera normal, en el sentido de que no se suele trabajar durante el mes más horas extraordinarias que la media, por lo que la extrapolación debería ser similar al dato anual. 5. Si se ordenan los trabajadores de menor a mayor salario, el salario en la última decila es el salario del trabajador que está por encima del 90% de la población, mientras que el de la primera es el salario del trabajador que está por encima del 10% de la población.

	1995	2002	Variación (%)
SERIES ORIGINALES			
Coefficiente de variación	1,38	1,29	-6,67
P90/P10 (b)	3,75	3,64	-2,88
SERIES REESCALADAS (c)			
Desviación típica	0,54	0,53	-2,96
P90/P10	3,75	3,64	-2,88
Índice de Theil	0,18	0,18	-0,40
Índice de Gini	0,32	0,31	-1,16
Desviación típica del logaritmo	0,54	0,52	-3,54
P50/P10	1,68	1,60	-4,81
P75/P25	2,07	1,97	-4,72
P90/P50	2,23	2,28	2,02

FUENTES: Encuesta de Estructura Salarial y Banco de España.

a. Los valores máximos se presentan en negrilla.

b. P90: percentil 90; P10: percentil 10.

c. Las series originales están reescaladas por la ratio entre la media de 2002 y la media de 1995.

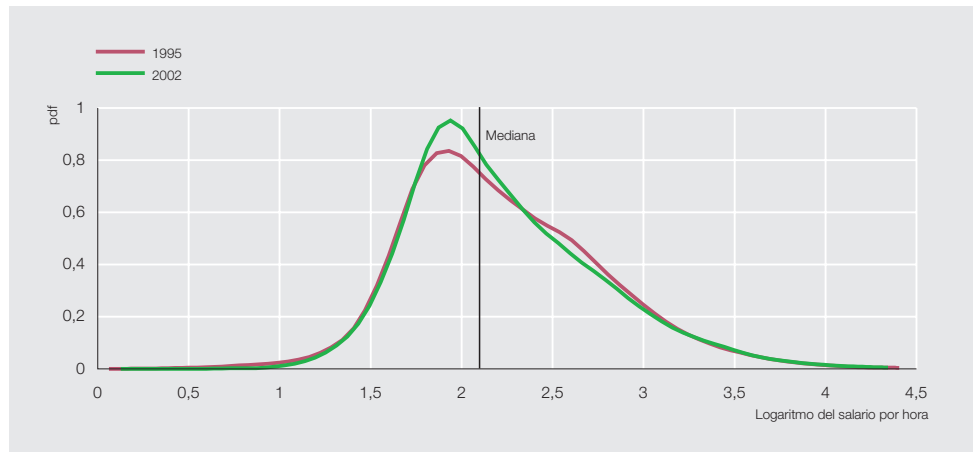
la parte baja de la distribución salarial, al estimar el cociente entre el salario mediano (P50) y el percentil 10 de la distribución de salarios; el segundo (P75/P25) se interesa por la dispersión salarial en la parte intermedia de la distribución, y la tercera relación (P90/P50) describe la dispersión en la parte alta de la misma. Se puede observar que esta distinción es relevante y permite cualificar el resultado obtenido a nivel agregado, ya que, mientras que en la parte baja y media de la distribución salarial se confirma la reducción de la dispersión salarial que se observaba a nivel agregado, en la parte alta de la misma se aprecia que el percentil 90 de la distribución de salarios se situó más alejado del salario mediano en 2002 que en 1995.

Este hecho puede verse con más claridad a partir de los resultados de una estimación no-paramétrica de la distribución salarial (medida sobre el logaritmo de los salarios), en dos momentos del tiempo, 1995 y 2002. La distribución salarial suele aproximarse a una distribución log-normal, como se observa en el gráfico 1, en el que también se representa la mediana de la distribución de 1995. Como se aprecia en dicho gráfico, en 2002 los salarios situados por debajo de la mediana se concentran cerca de ella, mientras que en la parte alta de la distribución se detecta una mayor dispersión respecto de la distribución salarial de 1995. Esta es una pauta relativamente común de comportamiento; por ejemplo, en Estados Unidos, la dispersión en la parte alta de la distribución ha aumentado recientemente mucho más que en el resto de tramos⁶.

Factores explicativos de la evolución de la dispersión salarial

Como se ha comentado en la Introducción, el mercado laboral español ha experimentado cambios notables en los últimos años. Entre 1995 y 2002, se ha producido un incremento importante de la participación femenina y ha aumentado significativamente el porcentaje de trabajadores con titulación universitaria. Asimismo, es muy probable que a lo largo de este período se hayan producido cambios en la oferta y en la demanda de trabajo que hayan podido alterar la estructura salarial, modificando la remuneración que otorga el mercado a las diferentes características. El objetivo de esta sección es analizar el impacto de estos cambios

6. Sin embargo, al contrario que el caso español, en Estados Unidos la desigualdad en los salarios medios y bajos no muestra una caída como la observada para España [Lemieux (2006)].



FUENTES: Encuesta de Estructura Salarial y Banco de España.

sobre la evolución de la dispersión salarial. Para ello, se examina, en primer lugar, el efecto sobre la dispersión de los salarios de los principales cambios que han tenido lugar en la composición de la fuerza laboral, manteniendo estables los rendimientos salariales de las diferentes características. En segundo lugar, se analiza el efecto sobre la dispersión de los cambios en los citados rendimientos.

IMPACTO SOBRE LA DISPERSIÓN SALARIAL DE LOS CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE LA FUERZA LABORAL

Para analizar cómo afectan los cambios en la composición laboral a la distribución de los salarios resulta esencial disponer de un amplio conjunto de información sobre las características del trabajador (género, edad, estudios, experiencia laboral) y sobre el puesto de trabajo que ocupa (rama de actividad, ocupación, tipo de contrato, tamaño de la empresa, Comunidad Autónoma y tipo de convenio), que permita identificar aquellas que han experimentado mayores cambios en el período analizado. En el caso español, según la información que proporciona la EES, los cambios más relevantes en la composición de la fuerza laboral se han producido en la distribución por género, el nivel educativo y la experiencia dentro de la empresa.

Como se observa en la parte superior del cuadro 2, el porcentaje de mujeres sobre el total de trabajadores aumentó 7 puntos porcentuales (pp) entre 1995 y 2002, pasando a representar algo más del 30% en esa última fecha. También se incrementó significativamente el nivel educativo medio de los ocupados, con un aumento de 4 pp en el porcentaje de trabajadores que poseen un título universitario y un incremento algo más reducido del porcentaje de trabajadores que han finalizado el segundo ciclo de educación secundaria. Finalmente, en el transcurso de estos últimos cuatro años disminuyó notablemente el porcentaje de trabajadores con experiencia laboral más dilatada, incrementándose, como contrapartida, el correspondiente a los trabajadores con menos de 3 años de experiencia.

Para determinar el efecto sobre la dispersión salarial de los cambios en la composición de la fuerza laboral, hay que tener en cuenta los dos canales por los que un aumento del peso relativo de un determinado grupo poblacional puede afectar a los diferenciales salariales. Por ejemplo, como se observa en el cuadro 2, el salario de las mujeres está más alejado del salario medio que el de los hombres, motivo por el cual un incremento de la participación femenina debería incrementar la dispersión, si se mantuviera la estructura salarial de 1995 (efecto al que denominamos «entre-grupos»). Sin embargo, como se aprecia en la parte inferior del mismo cuadro, también sucede que la dispersión de los salarios es más reducida entre las

	GÉNERO		EDUCACIÓN				EXPERIENCIA LABORAL			
	Hombre	Mujer	Primaria	Primer ciclo de secundaria	Segundo ciclo de secundaria	Superior	Menos de 1 año	Entre 1 y 3 años	Entre 4 y 7 años	Más de 7 años
PORCENTAJE (%)										
1995	75,87	24,13	33,11	31,99	16,59	18,30	10,87	23,77	19,50	45,86
2002	68,81	31,19	28,92	31,61	17,05	22,42	23,35	29,82	14,76	32,07
SALARIO RELATIVO (a)										
1995	1,05	0,92	0,97	0,92	1,07	1,19	0,80	0,90	1,02	1,13
2002	1,04	0,92	0,93	0,93	1,04	1,16	0,85	0,95	1,02	1,16
DESIGUALDAD EN CADA GRUPO (b)										
1995	0,32	0,28	0,25	0,27	0,31	0,35	0,26	0,28	0,30	0,29
2002	0,32	0,28	0,25	0,25	0,31	0,35	0,22	0,27	0,29	0,31

FUENTES: Encuesta de Estructura Salarial y Banco de España.

a. Ratio entre la media de cada grupo y la media global.

b. Dentro de cada grupo, la desigualdad se calcula a través del índice de Gini.

mujeres que entre los hombres, motivo por el que una mayor participación femenina podría dar lugar a una reducción de la dispersión agregada (efecto que denominaremos «intra-grupos»). Resulta, por tanto, una cuestión empírica determinar cuál de los dos efectos dominó entre 1995 y 2002. Los mismos argumentos se pueden aplicar para los otros dos factores considerados.

El cuadro 3 resume el efecto que cada uno de los cambios poblacionales analizados ha tenido en la dispersión salarial, aproximada, esta última, por la desviación estándar del logaritmo de los salarios⁷. Según estas estimaciones, el incremento de la participación femenina redujo la dispersión agregada muy ligeramente, en un 0,65%, lo que significa que el efecto «intra-grupos» (menor dispersión salarial entre las mujeres) dominó sobre el efecto «entre-grupos» (salario relativo más alejado de la media en las mujeres). El análisis no-paramétrico permite, además, concretar que esta disminución de la dispersión fue más importante en la parte alta de la distribución, mientras que, en la parte baja, la dispersión se habría incrementado ligeramente.

El signo del efecto sobre la dispersión derivado del incremento en la participación de trabajadores con mayor educación es más sencillo de valorar porque los universitarios obtienen salarios más alejados de la media incondicional y presentan, además, una mayor dispersión interna que otros grupos. Por tanto, ambos efectos tenderían a incrementar la desigualdad agregada, como, de hecho, se observa en el cuadro 3. Sin embargo, la variación del 0,41% es muy pequeña, lo que debe interpretarse con cautela. En realidad, en este ejercicio no se está teniendo en cuenta el hecho de que el aumento de los titulados universitarios se produce especialmente en determinadas dimensiones del mercado de trabajo. Así, cuando se realiza el mismo ejercicio, pero teniendo en cuenta las interacciones entre el nivel educativo, la rama productiva, el tipo de contrato y el tipo de ocupación, el efecto sobre la dispersión salarial que

7. En el documento de trabajo se describe con detalle cómo se estima no-paramétricamente la distribución salarial contrafactual que hubiera surgido si en la fuerza laboral solo hubiera variado uno de estos factores, mientras los demás permanecían constantes en su nivel de 1995. Los resultados son similares si se utilizan otras medidas de desigualdad.

	Desviación estándar	Variación respecto a 1995 (%)
1995	0,5417	—
2002	0,5225	-3,54
ESTIMACIÓN POR CAMBIOS EN:		
Género	0,5382	-0,65
Educación	0,5439	0,41
Experiencia laboral	0,5719	5,58
TOTAL DE CARACTERÍSTICAS (a)	0,5531	2,10

FUENTES: Encuesta de Estructura Salarial y Banco de España.

a. Incluye género, educación, experiencia laboral y los demás factores presentes en la base de datos.

se obtiene como resultado de un incremento en el nivel educativo es más elevado, en torno al 3%⁸. Por otra parte, el análisis a lo largo de la distribución salarial indica que el incremento de la dispersión motivado por este factor se concentra en la parte baja de la misma.

Finalmente, como en el caso de la participación femenina, el efecto sobre la dispersión de un aumento del porcentaje de trabajadores con menor experiencia es incierto. Por un lado, el salario medio de los individuos con experiencia laboral reducida se sitúa bastante por debajo de la media incondicional, pero, al mismo tiempo, es el grupo más homogéneo. Los resultados del cuadro 3 indican que, a diferencia de lo que ocurría con la participación femenina, en este caso el componente «entre-grupos» habría dominado sobre el «intra-grupos», de forma que el incremento en el porcentaje de población con poca experiencia habría dado lugar a un aumento de la desigualdad agregada. Además, este efecto es relativamente elevado —supera el 5%—, debido tanto a la magnitud del cambio en la composición como al elevado efecto «entre-grupos». Este aumento fue generalizado a lo largo de toda la distribución, aunque ligeramente superior en la parte alta de la misma.

En la última fila del cuadro 3, se recoge el efecto sobre la dispersión derivado de considerar no solo los cambios en la composición de la fuerza laboral derivados de los tres factores examinados, sino también de todas las demás características presentes en la base de datos y que fueron enumeradas al principio de este epígrafe. Se observa que el efecto conjunto habría producido un incremento de la dispersión entre 1995 y 2002, por lo que la leve caída en la dispersión observada entre esos años tiene que estar motivada por los cambios en la estructura salarial, que se analizan en la subsección siguiente.

IMPACTO SOBRE LA DISPERSIÓN SALARIAL DE LOS CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA SALARIAL

Para poder analizar el efecto sobre la dispersión de los cambios en la estructura salarial entre 1995 y 2002, se ha estimado una regresión multivariante para cada período, en la que el salario de cada individuo se relaciona con sus características personales y las de la empresa en la que trabaja. La comparación de los resultados obtenidos en cada una de las estimaciones proporciona información de los cambios que se han producido en la retribución salarial de las diferentes características de la fuerza laboral. El cuadro 4 muestra los coeficientes estimados de las principales variables incluidas en las regresiones en 1995 y 2002⁹.

8. Estas interacciones, sin embargo, no son importantes para el caso de la participación femenina ni para el caso de la experiencia laboral, que se verá a continuación, ya que ambos factores han incrementado su peso en todo el conjunto de la economía y no en segmentos concretos. 9. Se presentan en la tabla las características anteriormente analizadas con los cambios en la composición y la edad, aunque la especificación incluye muchas más características.

	1995	2002
GÉNERO	-0,220 (0,0023)	-0,230 (0,0020)
EDUCACIÓN		
Primer ciclo de secundaria	0,027 (0,0023)	0,008 (0,0020)
Segundo ciclo de secundaria	0,127 (0,0033)	0,079 (0,0027)
Superior	0,240 (0,0035)	0,194 (0,0031)
EXPERIENCIA		
Entre 1 y 3 años	0,112 (0,0040)	0,096 (0,0026)
Entre 4 y 7 años	0,183 (0,0050)	0,176 (0,0034)
Más de 7 años	0,288 (0,0052)	0,318 (0,0034)
EDAD		
Entre 30 y 45 años	0,156 (0,0026)	0,104 (0,0021)
Entre 46 y 64 años	0,255 (0,0033)	0,196 (0,0028)
CONSTANTE (b)	7,36 (0,0115)	2,48 (0,0096)
Número de observaciones	133.619	156.966
Coeficiente de determinación	0,60	0,59
Errores estandarizados robustos entre paréntesis		
Todos resultan significativos al nivel de confianza del 1%		

FUENTES: Encuesta de Estructura Salarial y Banco de España.

a. Incluyen variables ficticias para cada tipo de trabajo, negociación colectiva, rama de actividad, propiedad y tamaño de la empresa así como tipo de contrato.

b. La constante hace referencia a un trabajador varón, menor de 30 años, sin estudios y con menos de un año de experiencia.

En primer lugar, se observa que el diferencial salarial negativo de las mujeres aumentó levemente en este período. La evolución del diferencial salarial entre hombres y mujeres, en un período caracterizado por la fuerte entrada de mujeres en el mercado laboral, es de difícil interpretación, ya que a los factores de demanda se unen importantes cambios de la composición de la oferta de trabajo femenina¹⁰.

Igualmente, se aprecia una caída importante del rendimiento salarial derivado de cursar estudios superiores. El diferencial salarial entre un universitario y un trabajador con estudios primarios cayó 5 pp entre 1995 y 2002, según se muestra en el cuadro 4. El diferencial salarial de los trabajadores con estudios secundarios también se redujo en este período, dando lugar a una significativa reducción del rendimiento salarial de la educación. Esta caída, en un período en el que la oferta de trabajadores con mayor cualificación aumentó de forma importante,

10. Un análisis de la evolución de este diferencial en otros países europeos se puede encontrar en Dolado et al. (2002).

	Desviación estándar	Variación respecto a 1995 (%)
1995	0,5417	—
2002	0,5225	-3,54
ESTIMACIÓN POR CAMBIOS EN:		
Género	0,5427	0,19
Educación	0,5364	-0,98
Experiencia laboral	0,5495	1,45
Edad	0,5330	-1,61
Ocupación	0,5376	-0,76
Tipo de contrato	0,5332	-1,57
Tamaño	0,5389	-0,52
Propiedad	0,5417	0,00
Negociación colectiva	0,5398	-0,34
TOTAL DE CARACTERÍSTICAS (a)	0,5193	-4,14

FUENTES: Encuesta de Estructura Salarial y Banco de España.

a. Incluyen todos los anteriores factores.

podría estar indicando un desajuste entre la oferta de titulados universitarios y la demanda de trabajo cualificado en España. En cualquier caso, este resultado no se observa en otros países, como Estados Unidos, donde el diferencial salarial de los trabajadores más educados ha crecido recientemente¹¹ [véase, por ejemplo, Lemieux (2006)].

En cuanto al rendimiento salarial de la experiencia laboral, se ha incluido en las regresiones tanto la edad, que aproxima la experiencia general en el mercado, como los años trabajados en la empresa, característica que trata de medir los conocimientos específicos adquiridos en el puesto de trabajo. Los resultados parecen indicar una menor prima salarial a la experiencia general, pero un cierto aumento del diferencial salarial positivo favorable a los trabajadores que acumulan más años de experiencia en la empresa. Así, respecto a la edad, se observa que, entre 1995 y 2002, el diferencial salarial entre los jóvenes y los trabajadores de más edad decrece considerablemente, en torno a 5 pp, tanto para el grupo de edad de entre 30 y 45 años como para los mayores de 45 años. Por otro lado, el diferencial entre trabajadores con y sin experiencia dentro de la empresa se reduce muy levemente entre los trabajadores sin experiencia y aquellos con una experiencia relativamente corta en la empresa (hasta 7 años), pero se produce un incremento del diferencial favorable a los trabajadores con mayor experiencia.

Finalmente, en el cuadro 5 se presenta el impacto sobre la dispersión salarial de los cambios estimados en los rendimientos salariales, manteniendo la composición del empleo constante. En general, se observa que los cambios en los rendimientos salariales de las diferentes características han contribuido a la reducción de la dispersión salarial entre 1995 y 2002.

De hecho, únicamente el aumento del diferencial salarial por género y, especialmente, los mayores rendimientos de la experiencia laboral dentro de la empresa habrían provocado un incremento de los diferenciales salariales en este período. Por el contrario, se estima que las caídas en los rendimientos de la educación y de la edad habrían contribuido de manera notable a la reducción de la

11. Curiosamente, en Estados Unidos el crecimiento de los rendimientos está concentrado en la parte alta de la distribución salarial, mientras que en España la caída es homogénea en todas las decilas.

dispersión salarial. Además, otras variables incluidas en las regresiones salariales, como el tipo de ocupación o el tipo de contrato, han contribuido adicionalmente a esta caída. En conjunto, se puede estimar que la dispersión salarial agregada se habría reducido en un 4,1%, como consecuencia de los cambios en los rendimientos salariales de todas las características consideradas en este estudio. En resumen, la leve reducción observada en la desigualdad agregada entre 1995 y 2002 ha venido determinada por los cambios en los rendimientos salariales, que han compensado el incremento en la dispersión salarial producido por los cambios en la composición del empleo.

Conclusiones

En este artículo se presenta un análisis de la evolución de la dispersión salarial en el mercado de trabajo español entre 1995 y 2002, utilizando para ello el amplio conjunto de información que proporciona la EES, que está disponible para ambos años. Los resultados de este estudio indican que la dispersión salarial apenas experimentó cambios en ese período, si bien las diferentes medidas utilizadas coinciden en señalar una leve reducción de la dispersión de los salarios. Esta reducción se concentró en la parte baja y media de la distribución de salarios, puesto que en la parte alta los diferenciales salariales aumentaron.

En términos de los factores que explican la evolución de la dispersión entre 1995 y 2002, se ha mostrado que los cambios en la composición del empleo contribuyeron, por sí solos, a un aumento de los diferenciales salariales. Los tres cambios principales en la composición fueron el aumento de la participación femenina, el incremento en el nivel de estudios de los ocupados y la reducción en la experiencia laboral. De ellos, los dos últimos habrían contribuido a una mayor dispersión salarial, mientras que la mayor presencia femenina en el mercado de trabajo la habría reducido levemente. En conjunto, se estima que los cambios en la composición del empleo habrían aumentado la dispersión salarial en torno a un 2%, mostrando una mayor heterogeneidad de la fuerza laboral actual.

Sin embargo, los cambios en los rendimientos salariales, esto es, en la forma en que el mercado remunera las diferentes características de los trabajadores, contribuyeron a disminuir apreciablemente la dispersión salarial entre 1995 y 2002, compensando el impacto de los cambios en la composición y dando lugar a la leve reducción de la desigualdad observada. Entre los cambios más significativos en la estructura salarial cabe destacar la caída estimada en los rendimientos a la educación, que puede estar reflejando problemas de desajuste entre la oferta de titulados universitarios y la demanda de trabajo cualificado. Esta caída contrasta con lo ocurrido en otros países, como Estados Unidos, en los que se ha observado un notable incremento de los rendimientos a la educación universitaria en el período más reciente. Este punto y, en general, la caída que se observa en los rendimientos salariales a la mayoría de las características debe ser objeto de análisis futuros, que permitan analizar, entre otros posibles temas, el papel desempeñado por el sistema de negociación colectiva en este proceso.

20.6.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- ALCAIDE, J. (1980). «Política de distribución de la renta», en Luis Gamir (ed.), *Política económica de España*, vol. 2, Madrid, Alianza, pp. 929-946.
- DOLADO, J. J., F. FELGUEROSO y J. F. JIMENO (2002). «Recent trends in occupational segregation by gender: a look across the Atlantic», *Discussion Paper IZA*, vol. 524.
- GARCÍA-PEREA, P. (1991). «Evolución de la estructura salarial española desde 1963», en S. Bentolilla y L. Toharia (MTAS ed.), *Estudios de Economía del trabajo en España III: El problema del paro*.
- GOERLICH, F. J., y M. MAS (1999). *Medición de la desigualdad: contribución a una base de datos regional*, Documento de Trabajo IVE.
- JIMENO, J. F., M. IZQUIERDO y V. HERNANZ (2001). «La desigualdad salarial en España: descomposición y variación por niveles de salario», *Papeles de Economía Española*, vol. 88.
- JIMENO, J. F., y L. TOHARIA (1994). *Unemployment and labor market flexibility: Spain*, International Labor Office.
- LEMIEUX, T. (2006). «Post-secondary education and increasing wage inequality», de próxima publicación en *American Economic Review*.

EL TIPO DE CAMBIO REAL, LA DOLARIZACIÓN FINANCIERA Y EL EMPLEO INDUSTRIAL
EN AMÉRICA LATINA

El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Montero, de la Dirección General de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

Los procesos de apertura financiera por los que atravesaron las economías emergentes a lo largo de la década de los noventa expusieron a estas economías a las oscilaciones, a veces bruscas, de los flujos internacionales de capitales. Estas fluctuaciones en los flujos vinieron acompañadas, con frecuencia, por amplias variaciones en los tipos de cambio reales, con importantes implicaciones micro y macroeconómicas. En el ámbito macroeconómico, algunas líneas de investigación se han centrado en investigar el impacto de las oscilaciones en el tipo de cambio real sobre la economía, analizando si las devaluaciones tienen un impacto contraccional, en particular cuando la economía presenta un elevado grado de dolarización financiera, contrariamente a la visión tradicional —basada en el modelo de Mundell y Fleming de economía abierta—, según la cual las depreciaciones reales tienen un efecto expansivo sobre la actividad. En efecto, en las últimas dos décadas numerosas crisis financieras han puesto de manifiesto que los efectos positivos de las depreciaciones cambiarias pueden ser mitigados, o incluso revertidos, debido a la existencia de una elevada dolarización financiera².

En el ámbito microeconómico, y relacionado con lo anterior, en los últimos años han proliferado una serie de estudios centrados en el impacto de las fluctuaciones del tipo de cambio real sobre las decisiones de inversión empresarial en las economías emergentes y, muy en particular, en América Latina. Sin embargo, hasta el momento se le ha prestado escasa atención al efecto de las oscilaciones cambiarias sobre las decisiones de empleo de las empresas en dichas economías. Este artículo supone un primer paso en esta dirección, pues realiza un análisis del impacto de las variaciones en el tipo de cambio real sobre el empleo industrial en América Latina, haciendo énfasis en el papel jugado por los canales financieros, en particular, el derivado de la dolarización de pasivos.

Los trabajos previos acerca de los efectos de las fluctuaciones cambiarias sobre el empleo industrial han tendido a centrarse en las economías desarrolladas. Los resultados, en general, tienden a confirmar la visión tradicional de que las depreciaciones (apreciaciones) reales afectan positivamente (negativamente) al empleo industrial. Además, bastantes de las contribuciones se centran en los flujos brutos de empleo, en vez de en el empleo neto. Estos estudios muestran que existe una asimetría en la respuesta del empleo, puesto que las apreciaciones tienden a incrementar los flujos de destrucción de empleo, mientras que las depreciaciones no generan efectos significativos sobre los flujos de creación o destrucción de empleo³.

Recientemente, un número creciente de trabajos analiza los factores que afectan a los flujos de empleo industrial en las economías en desarrollo, siguiendo los pasos marcados por la literatura mencionada más arriba. En el caso de América Latina, Haltiwanger et al. (2004) analizan, entre otras cuestiones, el impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre el empleo neto y bruto de la región. Encuentran que una apreciación real aumenta los flujos brutos de empleo y, además, el crecimiento del empleo neto, aunque este último efecto es reducido y marginalmente significativo. Los autores explican este resultado en función de la existencia de dos efectos contrapuestos de las apreciaciones cambiarias. En primer lugar, una apreciación

1. Este artículo resume el Documento de Trabajo n.º 0601, *Real Exchange Rates, Dollarization and Industrial Employment in Latin America*. 2. Para una exposición más detallada de estos temas, véase, por ejemplo, Krugman (1999) o Aghion et al. (2001). 3. Véase Gourinchas (1998) o Klein, Schuh y Triest (2003), entre otros.

expone a los productores domésticos a una mayor competencia internacional. La pérdida de cuota de mercado genera una menor demanda laboral. En segundo lugar, la apreciación cambiaria abarata el coste de los insumos importados, en particular, el de la maquinaria. También existe evidencia de que las apreciaciones vienen acompañadas de reducciones en los costes de financiación en América Latina. En consecuencia, según aumenta la inversión ante una apreciación, también lo hace la demanda laboral. De acuerdo con los autores, el impacto positivo de la apreciación cambiaria tiende a prevalecer sobre el negativo.

En este contexto, como se ha mencionado más arriba, el presente artículo trata de aportar nueva evidencia a esta cuestión y realiza un análisis del impacto de las fluctuaciones en el tipo de cambio real sobre el empleo industrial en América Latina, haciendo énfasis en el papel jugado por la dolarización de los pasivos de las empresas. Los resultados obtenidos apuntan a que el empleo industrial reacciona positivamente a las depreciaciones reales, en particular en aquellas industrias con una mayor orientación exportadora, pero el grado de dolarización de pasivos actúa contra este impacto positivo. En consecuencia, en aquellas industrias con una cuantía significativa de pasivos denominados en moneda extranjera las depreciaciones pueden tener un impacto agregado negativo.

Marco teórico

El estudio empírico del presente trabajo se basa en un modelo dinámico del mercado laboral en el que las perturbaciones sobre el tipo de cambio afectan a la demanda laboral a través del ingreso derivado del producto marginal, desarrollado por Campa y Goldberg (2001). Este modelo se amplía en el análisis empírico con canales financieros, en particular los relacionados con la dolarización financiera. En el modelo se enfatiza el hecho de que dicho impacto ocurre a través de varios canales que, si se excluyen, pueden implicar errores en la estimación del verdadero impacto de los movimientos en el tipo de cambio real sobre el empleo industrial. En concreto, los tres canales que se identifican son los siguientes: en primer lugar, la orientación exportadora de la industria, puesto que a mayor nivel de exportaciones, mayor incremento de los ingresos ante una depreciación y mayor impacto sobre la demanda laboral; en segundo lugar, el grado de penetración de las importaciones intraindustriales, ya que, cuando la empresa debe competir con compañías extranjeras, una depreciación mejora su competitividad externa y le permite ganar cuota de mercado y, por tanto, aumentar su rentabilidad y demanda laboral; y por último, la dependencia de bienes intermedios importados por las industrias: a mayor dependencia, mayor es el impacto contractivo (expansivo) sobre la demanda de empleo cuando el tipo de cambio se deprecia, al incrementarse el coste de los bienes intermedios importados, si son complementarios (sustitutivos) con el empleo. El problema con este canal es que no se dispone de los datos necesarios para aproximarlos, por lo que se prescindirá de él en el análisis empírico.

No obstante, además de estos efectos reales, existen otros canales financieros que pueden ser relevantes para las empresas. Estos canales han sido habitualmente olvidados por la literatura que analiza los efectos de las variaciones cambiarias sobre las variables reales, pero en este artículo se les prestará una atención especial. En concreto, recientemente se vienen estudiando los efectos de balance (*balance sheet effects*), mecanismo que ya había sido resaltado por Bernanke y Gertler (1989) en el contexto del acelerador financiero, y por Gertler, Gilchrist y Natalucci (2003) en un contexto de economías abiertas. Cuando una porción significativa de la deuda de una empresa está denominada en moneda extranjera, una depreciación puede inducir un incremento de la carga financiera. Adicionalmente, genera un ajuste del balance de la empresa, mediante una reducción del patrimonio neto, en el caso de que exista un importante descalce de moneda en el mismo. En un contexto sin fricciones en los mercados financieros, las variaciones en el patrimonio de las empresas no deberían afectar a sus decisiones de inversión. Sin embargo, en contextos no tan extremos, tal y como muestra la literatura, el

	Ratio exportaciones	Penetración importaciones	Deuda en US\$/Activo total	Deuda en US\$/Deuda total	Apalancamiento (deuda total/activos)
MEDIAS POR PAÍS					
Argentina	0,124	0,250	0,261	0,530	0,450
Bolivia	0,223	0,395	0,321	0,543	0,553
Brasil	0,158	0,190	0,049	0,100	0,474
Chile	0,238	0,301	0,126	0,381	0,295
Colombia	0,167	0,270	0,022	0,057	0,391
Costa Rica	0,207	0,205	0,242	0,441	0,522
México	0,305	0,414	0,214	0,431	0,450
Perú	0,140	0,325	0,342	0,621	0,523
Uruguay	0,341	0,358	0,431	0,760	0,536
ESTADÍSTICOS MUESTRALES					
<i>Media</i>	0,164	0,307	0,158	0,324	0,436
<i>Desviación típica</i>	0,148	0,256	0,162	0,267	0,168
<i>Mín.</i>	0,000	0,007	0,000	0,000	0,026
<i>Máx.</i>	0,854	0,997	0,828	0,977	0,979

FUENTE: Banco de España.

coste de la financiación externa, entendiendo por tal el endeudamiento, está positivamente relacionado con la ratio entre los préstamos y el patrimonio neto, porque la probabilidad de quiebra aumenta con dicha ratio. Puesto que los procesos de quiebra son costosos, debido a los trastornos que generan, esto aumenta el coste del endeudamiento.

En contra de lo que se pudiera pensar, este problema no solo está restringido a las economías emergentes, que están plagadas de múltiples imperfecciones de mercado, sino que, como muestran Nickell y Nicolitsas (1999), las variables de presión financiera, relacionadas con el endeudamiento empresarial, también tienen un impacto negativo sobre las decisiones reales de las empresas en las economías desarrolladas, como, por ejemplo, en el empleo, el salario y la productividad.

Este canal puede ser, en consecuencia, particularmente importante para las industrias en América Latina, debido a su reducido grado de desarrollo financiero y a su elevada dolarización. Estas cuestiones quedan ilustradas en las cifras recogidas en el cuadro 1, donde se puede apreciar que la industria manufacturera media de la región presenta un relativamente elevado grado de dolarización, con un 32% de deuda en moneda extranjera sobre el total de la deuda. Asimismo, el grado de apertura, medido como porcentaje de exportaciones sobre producción, es reducido, del 16%. Por su parte, la ratio media de importaciones sobre el consumo aparente total es del 30,7%.

Un análisis más desagregado muestra que las economías cuyas industrias obtienen un mayor porcentaje de sus ingresos de las exportaciones son Bolivia (22,3%), Chile (23,8%), México (30,5%) y Uruguay (34,1%), mientras que en el lado opuesto se encontrarían Perú (14%) y Argentina (12,4%). Por otro lado, las economías con un mayor grado de penetración de las importaciones son Uruguay, México y Bolivia, con una cifra alrededor del 40%, al tiempo que Brasil y Costa Rica tendrían las menores ratios (en torno al 20%). Y en lo que respecta a la dolarización de pasivos, existe una cierta correspondencia entre los países más dolarizados a nivel financiero y los más dolarizados a nivel industrial. Así, Argentina, Bolivia, Perú y Uruguay (todos con ratios de deuda en dólares sobre deuda total por encima del 50%), pero también Costa Rica y México, presentan un elevado grado de dolarización.

Especificación empírica y datos

En el análisis empírico, la variable dependiente es la tasa de variación del empleo en las industrias manufactureras de 9 países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay). En cuanto a las variables objetivo, son todas las que captan alguno de los canales de impacto del tipo de cambio real sobre el empleo. Estos canales se pueden dividir en dos: los reales o comerciales y los financieros. Por un lado, entre los canales reales se encontraría la orientación exportadora, que se mide como la ratio de exportaciones sobre producción, y cuyo signo esperado, como se ha comentado en la sección anterior, es positivo. Además, y también con signo esperado positivo, tendríamos el grado de penetración de las importaciones, medido como la ratio de importaciones de la industria sobre el total de consumo aparente de la misma.

En cuanto a los canales financieros, el análisis se centra en el endeudamiento total y en el grado de dolarización del mismo, puesto que el énfasis del presente artículo se sitúa en la dolarización de pasivos. El canal de efectos de balance se captura mediante el producto entre la variación del tipo de cambio real y la ratio de deuda en moneda extranjera sobre el total de activos. Además, se tiene en cuenta la ratio de apalancamiento, medida como el total de deuda sobre los activos totales, para evitar que la variable de efectos de balance capture un efecto de endeudamiento total, en vez de un efecto de composición de la deuda. Esta variable no tiene un signo esperado a priori.

Adicionalmente, se han incluido una serie de variables de control que potencialmente podrían afectar a la evolución del empleo industrial, dada la elevada heterogeneidad del conjunto de datos con los que se trabaja, pues tienen una dimensión de país, de industria y de tiempo. Como controles se emplean la variación del valor añadido de cada industria, el crecimiento del PIB, variables ficticias temporales y variables ficticias de país y año. El valor añadido industrial trata de capturar perturbaciones de carácter sectorial que pueden afectar a la demanda de empleo, mientras que el crecimiento del PIB capturaría las perturbaciones de demanda agregada y las variables ficticias temporales tratarían de aproximar las fluctuaciones agregadas externas, también con potenciales efectos sobre la demanda laboral. Las variables ficticias de país y año tratarían de recoger factores macroeconómicos que varían en el tiempo y que pueden afectar tanto a la demanda de trabajo como al tipo de cambio real, como, por ejemplo, los tipos de interés o el precio del petróleo.

Las regresiones se estimaron empleando datos anuales a nivel de industria para 9 países latinoamericanos en la década de los noventa. En concreto, se trabaja con un panel de datos para el período 1990-1999 (Bolivia, Colombia y México), 1993-1999 (Argentina y Costa Rica), y 1994-1999 (Brasil, Chile, Perú y Uruguay). Este panel es muy representativo de la región en general, pues abarca una amplia gama de áreas geográficas, regímenes cambiarios, apertura comercial, grados de dolarización financiera y otras características institucionales. El método de estimación elegido es el estimador de efectos fijos, debido a la probable presencia de heterogeneidad inobservable y a su probable correlación con algunos de los regresores.

Resultados

En este artículo se presenta una selección de los resultados de las especificaciones que se estiman en el trabajo de Galindo, Izquierdo y Montero (2006), el cual se puede consultar para más detalles. El cuadro 2 muestra los resultados de la estimación del modelo básico. En la primera columna se incluyen las estimaciones de una regresión simple en la que solo se incluyen como regresores la variación del tipo de cambio real, el retardo del crecimiento del valor añadido industrial y las variables ficticias temporales. Como se puede observar, el tipo de cambio tiene un signo negativo, pero no es estadísticamente significativo. Este resultado no es sorprendente, pues, como se ha comentado más arriba, para capturar el verdadero impacto de las oscilaciones cambiarias sobre el empleo industrial hay que tener en cuenta

RESULTADOS DEL EJERCICIO DE ESTIMACIÓN (a)

CUADRO 2

Método de estimación: efectos fijos
i: industria; j: país; t: año

Variable dependiente: Variación del empleo (ijt)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES OBJETIVO				
Variación del tipo de cambio real (jt)	-0,069	-0,569	-0,559	
	[0,049]	[0,181]***	[0,183]***	
Efecto hoja de balance		-0,928	-0,936	-1,270
		[0,489] *	[0,489] *	[0,578] **
Efecto endeudamiento total		0,958	0,952	1,023
		[0,336]***	[0,336]***	[0,356]***
Efecto competitividad		0,667	0,666	0,647
		[0,326]**	[0,326]**	[0,327]**
Efecto penetración de importaciones		-0,018	-0,018	-0,018
		[0,023]	[0,023]	[0,023]
VARIABLES DE CONTROL				
Variación del valor añadido (ijt – 1)	-0,082	-0,024	-0,030	-0,010
	[0,030]***	[0,037]	[0,039]	[0,042]
Ratio deuda en US\$ sobre activos (ijt – 1)		-0,044	-0,042	-0,023
		[0,078]	[0,078]	[0,079]
Ratio apalancamiento (ijt – 1)		0,036	0,035	0,041
		[0,060]	[0,060]	[0,061]
Ratio exportaciones (ijt – 1)		0,158	0,158	0,162
		[0,044]***	[0,044]***	[0,045]***
Ratio importaciones (ijt – 1)		0,003	0,003	0,003
		[0,001]*	[0,001]*	[0,001]*
Variación del PIB (jt – 1)			0,137	
			[0,325]	
Efecto de un alza de 1 desv. est. en el TCR (b)	-0,01	-0,02	-0,02	0,05
Observaciones	799	512	512	512
Número de unidades país-industria	154	151	151	151
R-cuadrado	0,24	0,47	0,47	0,50
Variables ficticias temporales	Sí	Sí	Sí	No
Variables ficticias país-año	No	No	No	Sí

FUENTE: Banco de España.

a. Errores estándar robustos entre corchetes. Se ha empleado el tipo de cambio real bilateral con el dólar y la mediana sectorial de la ratio de deuda en dólares sobre el activo total.

b. Calculado para los valores medios de las ratios de deuda en dólares, apalancamiento, exportaciones e importaciones.

* Significativo al 10%.

** Significativo al 5%.

*** Significativo al 1%.

todos los canales a través de los cuales se produce dicho impacto, que, además, tienen signos contrapuestos.

Las siguientes columnas contienen distintas variantes del modelo completo, en el que se tienen en cuenta los diferentes canales a través de los cuales el tipo de cambio real afecta a las decisiones de empleo de las empresas. La variable que mide el efecto competitividad, que relaciona el impacto positivo de las depreciaciones reales con el peso de las exportaciones sobre los ingresos totales, es siempre positiva y estadísticamente significativa en todas las especificaciones, lo que sugiere que los sectores que aumentan sus exportaciones pueden experimentar un mayor crecimiento del empleo tras una depreciación. Esta variable capturaría el canal tradicional por el cual una depreciación real tiene efectos positivos sobre la actividad

y el empleo. Sin embargo, como se ha discutido más arriba, existen otros canales que potencialmente pueden ser igual de relevantes, en particular, los efectos de balance. La variable específica que captura este efecto tiene el esperado signo negativo, que, además, resulta estadísticamente significativo en todas las especificaciones. En consecuencia, este resultado sugiere que en las industrias con elevado grado de dolarización el impacto de una depreciación real puede llegar a ser negativo, al contrario de lo postulado por la teoría tradicional, que descarta este tipo de efectos contractivos.

Por otra parte, el coeficiente asociado al tipo de cambio real no es significativo y, además, presenta un signo negativo. En este sentido, hay que resaltar que este coeficiente puede no estar capturando el verdadero efecto del tipo de cambio, puesto que también puede estar actuando como una *proxy* de las condiciones macroeconómicas en general. Para evitar que este hecho sesgue las estimaciones, primero se introduce el crecimiento del PIB [columna (3) del cuadro 2] y, a continuación, se quitan estas variables y se sustituyen por las variables ficticias de país-año [columna (4)]. Como se puede apreciar, esto no altera los resultados. Además, puesto que no se puede capturar el canal de los insumos importados, el tipo de cambio real puede estar captando parte de este efecto. Hay que recordar que la dependencia de América Latina de las importaciones de bienes de capital y de otros bienes intermedios implica que este canal puede jugar un papel importante en el coeficiente estimado para el tipo de cambio real.

Por otra parte, además de resultar estadísticamente significativas, las estimaciones también son económicamente relevantes. Los resultados sugieren que para la industria-país media de la muestra, con valores para la ratio de deuda sobre activo del 15%, participación de las exportaciones del 16%, penetración de las importaciones del 30% y ratio de apalancamiento del 44%, un incremento (depreciación) de una desviación típica del tipo de cambio real (de un 14% en la muestra) implicaría una reducción del 2% en el crecimiento del empleo (véase cuadro 2). En la columna (4), sin embargo, donde el tipo de cambio es sustituido por efectos país-año, el impacto sería de una expansión del empleo del 5%. Puesto que no se puede tener en cuenta el impacto del canal de los insumos importados y el tipo de cambio real puede estar actuando como *proxy* de otros factores macroeconómicos, este cálculo no debe tomarse como una estimación precisa. No obstante, es útil para hacer énfasis en la importancia de controlar todos los canales relevantes, así como para resaltar el hecho de que en aquellos sectores con un elevado grado de dolarización financiera y/o reducido nivel de apertura comercial el impacto de una depreciación real puede ser contractivo.

Por último, aparte de un conjunto de regresiones básicas, que son las que se han comentado aquí, en el trabajo también se comprueba la robustez de los resultados en tres direcciones: primero, se utilizan medidas alternativas de dolarización de pasivos, como la mediana de la ratio de deuda en dólares sobre deuda total y la ratio media de la deuda en dólares sobre el activo total, en vez de la mediana de la ratio de deuda en dólares sobre el activo total, que es la empleada en las regresiones básicas; segundo, para contrastar si los resultados son sensibles a la medida de tipo de cambio real usada se considera el tipo de cambio efectivo real, en vez del tipo de cambio real frente al dólar, que es el utilizado en las regresiones básicas y el más relevante por motivos financieros; tercero, se emplea el estimador del Método Generalizado de Momentos para asegurarse de que los resultados no están afectados por un problema de endogeneidad de las variables explicativas. En general, los resultados no se ven afectados de forma significativa por estos ejercicios de robustez⁴.

4. Para más detalles, véase Galindo, Izquierdo y Montero (2006).

Conclusiones

En este artículo se han estudiado los efectos de las fluctuaciones en el tipo de cambio real sobre los flujos de empleo manufacturero en América Latina. En el análisis empírico aquí realizado se han tenido en cuenta los distintos canales a través de los cuales los movimientos en el tipo de cambio alteran las decisiones de las empresas, haciendo énfasis en la importancia de los canales financieros, habitualmente olvidados. En concreto, se han considerado el grado de dolarización de los pasivos empresariales —vinculado a los efectos de balance—, la penetración de importaciones intraindustriales y la orientación exportadora de la industria —que estaría asociada con el efecto competitividad resaltado en la literatura tradicional—. Debido a problemas de disponibilidad de datos, se ha omitido un canal potencialmente relevante, como la intensidad de uso de insumos importados. Los resultados obtenidos apuntan a que, de entre todos los factores considerados, los efectos de balance y competitividad son particularmente relevantes. Incluso podría darse el caso de que en aquellas industrias con un elevado grado de dolarización las depreciaciones reales tuvieran un impacto negativo sobre las decisiones de empleo, lo que confirmaría los resultados previos de la literatura que estudia el impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre las decisiones de inversión.

Es importante notar que este estudio se centra en el sector manufacturero, del que podría decirse que es el sector con un mayor peso de bienes comerciables de la economía y, por tanto, el menos vulnerable, en teoría, al impacto de las oscilaciones cambiarias a través del canal de los efectos de balance, pues genera una parte de sus recursos en divisas. Por tanto, la significatividad del canal de los efectos de balance en este sector, así como su importancia cuantitativa estimada, reflejan lo potencialmente perturbadoras que pueden llegar a ser las depreciaciones abruptas. Esto confirma la relevancia de abordar la reducción de la dolarización financiera en América Latina, pues, a los obstáculos que impone sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria o sobre la estabilidad financiera, también hay que añadirle los costes que puede imponer sobre la actividad real.

13.6.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- AGHION, P., P. BACCHETTA y A. BANERJEE (2001). «Currency Crises and Monetary Policy in a Credit-Constrained Economy», *European Economic Review*, 45, pp. 1121-1150.
- BERNANKE, B., y M. GERTLER (1989). «Agency Costs, Net Worth and Economic Fluctuations», *American Economic Review*, 79, pp. 14-31.
- CAMPA, J. M., y L. GOLDBERG (2001). «Employment versus Wage Adjustment and the US Dollar», *The Review of Economics and Statistics*, 83 (3), pp. 477-489.
- GALINDO, A., A. IZQUIERDO y J. M. MONTERO (2006). *Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America*, Documentos de Trabajo, n.º 0601, Banco de España.
- GERTLER, M., S. GILCHRIST y F. NATALUCCI (2003). *External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator*, Working Paper 10128, National Bureau of Economic Research.
- GOURINCHAS, P.-O. (1998). «Exchange Rates and Jobs: What Do We Learn from Job Flows?», *NBER Macroeconomics Annual 1998*, The MIT Press, Cambridge, MA, pp. 153-207.
- HALTIWANGER, J., A. KUGLER, M. KUGLER, A. MICCO y C. PAGÉS (2004). «Effects of Tariffs and Real Exchange Rates on Job Reallocation: Evidence from Latin America», *Journal of Policy Reform*, vol. 7, n.º 4, diciembre.
- KLEIN, M. W., S. SCHUH y R. TRIEST (2003). «Job Creation, Job Destruction, and the Real Exchange Rate», *Journal of International Economics*, vol. 59, Issue 2, pp. 239-265.
- KRUGMAN, P. (1999). «Balance Sheet Effects, the Transfer Problem and Financial Crises», en P. Isard, A. Razin y A. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises*, Kluwer Academic Publisher.
- NICKELL, S., y D. NICOLITSAS (1999). «How does Financial Pressure Affect Firms?», *European Economic Review*, 43, pp. 1435-1456.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

Estos indicadores están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores económicos 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/infoest/htmls/calenda.pdf>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 8*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Ramas de actividad. España 9*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 10*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal
y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo
en mercados nacionales 15*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no
energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 20*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona
del euro 22*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro 23*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 25*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 29*
- 4.6 Convenios colectivos. España 30*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2001=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 (BE)	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones (BE)	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 (BE)	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 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 15 y a la zona del euro 64*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados 65*

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

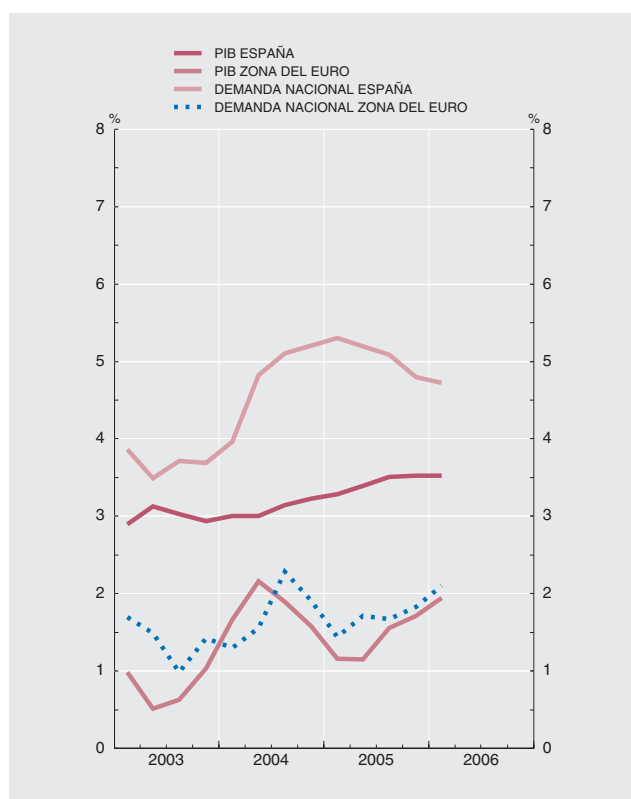
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

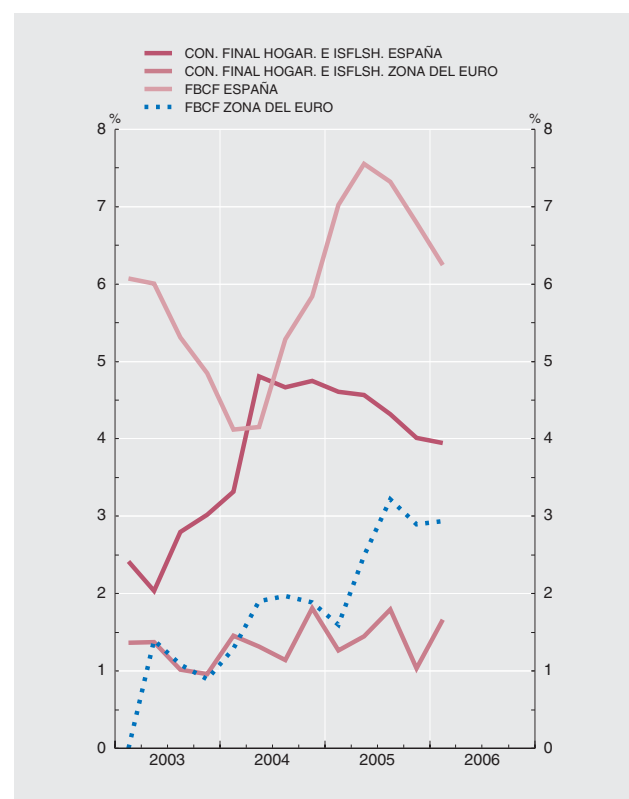
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	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
03	P	3,0	0,8	2,6	1,2	4,8	1,7	5,6	0,8	3,7	1,4	3,6	1,3	6,0	3,1	781	7 459
04	P	3,1	1,8	4,4	1,4	6,0	1,0	4,9	1,8	4,8	1,8	3,3	6,1	9,3	6,2	837	7 738
05	P	3,4	1,4	4,4	1,4	4,5	1,3	7,2	2,6	5,1	1,7	1,0	4,0	7,1	4,9	904	7 993
03 //	P	3,1	0,5	2,0	1,4	4,4	1,5	6,0	1,4	3,5	0,5	3,6	-0,3	4,8	2,4	193	1 851
03 ///	P	3,0	0,6	2,8	1,0	4,5	1,7	5,3	1,1	3,7	0,6	4,1	1,1	6,4	2,1	197	1 876
03 IV	P	2,9	1,0	3,0	1,0	4,8	1,5	4,8	0,9	3,7	1,0	2,2	1,7	5,1	3,0	200	1 891
04 /	P	3,0	1,7	3,3	1,5	5,5	1,4	4,1	1,3	4,0	1,7	4,0	4,5	7,4	3,6	204	1 910
04 //	P	3,0	2,2	4,8	1,3	6,0	1,1	4,1	1,9	4,8	2,2	3,0	7,9	9,6	6,5	207	1 930
04 ///	P	3,1	1,9	4,7	1,1	6,5	1,0	5,3	2,0	5,1	1,9	3,7	6,2	10,5	7,6	211	1 942
04 IV	P	3,2	1,6	4,7	1,8	6,0	0,5	5,8	1,9	5,2	1,6	2,7	5,7	9,7	6,9	215	1 955
05 /	P	3,3	1,2	4,6	1,3	5,2	0,8	7,0	1,6	5,3	1,2	-1,4	3,5	6,2	4,5	220	1 970
05 //	P	3,4	1,1	4,6	1,5	4,0	1,1	7,6	2,5	5,2	1,1	1,3	2,7	7,9	4,4	223	1 986
05 ///	P	3,5	1,6	4,3	1,8	4,2	1,5	7,3	3,2	5,1	1,6	2,1	4,9	7,8	5,4	229	2 007
05 IV	P	3,5	1,7	4,0	1,0	4,6	1,6	6,8	2,9	4,8	1,7	1,9	4,8	6,6	5,3	233	2 030
06 /	P	3,5	1,9	3,9	1,7	4,7	1,8	6,2	2,9	4,7	1,9	9,1	8,3	12,4	9,0	237	2 048

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

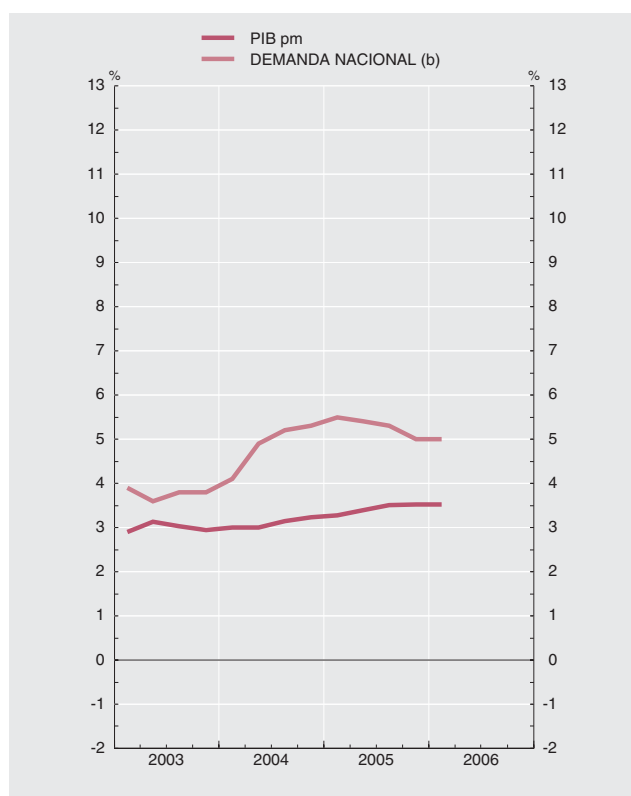
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

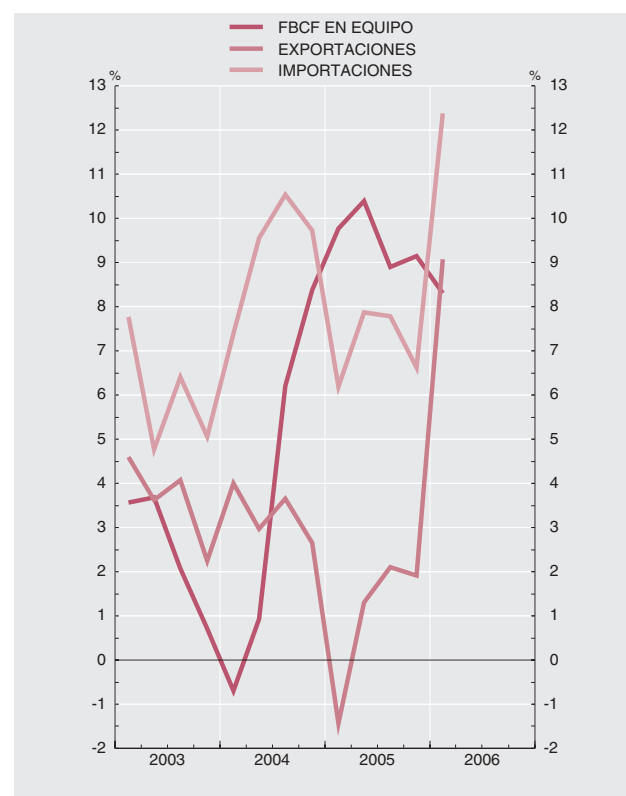
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	P	5,6	2,5	6,3	7,7	-0,0	3,6	5,0	0,4	1,1	6,0	6,4	5,0	4,1	3,8	3,0
04	P	4,9	3,7	5,5	4,4	0,0	3,3	4,4	-0,1	2,6	9,3	10,1	20,6	3,7	4,9	3,1
05	P	7,2	9,5	6,0	7,6	-0,0	1,0	-0,4	1,9	6,4	7,1	7,0	22,2	4,5	5,3	3,4
03	/	6,0	3,7	6,4	8,1	0,0	3,6	3,8	4,8	1,6	4,8	4,9	3,5	4,3	3,6	3,1
03	/	5,3	2,1	6,0	8,2	0,0	4,1	5,9	0,3	0,5	6,4	7,2	5,7	2,7	3,8	3,0
03	/	4,8	0,7	6,0	7,3	-0,1	2,2	3,9	-1,0	-1,3	5,1	5,4	10,1	2,6	3,8	2,9
04	/	4,1	-0,7	6,1	5,2	0,1	4,0	5,3	1,0	1,5	7,4	7,7	17,3	4,3	4,1	3,0
04	/	4,1	0,9	5,5	4,2	0,0	3,0	5,1	-4,6	2,0	9,6	10,3	20,2	4,1	4,9	3,0
04	/	5,3	6,2	5,3	4,1	-0,0	3,7	4,7	0,6	2,5	10,5	11,6	20,5	3,5	5,2	3,1
04	/	5,8	8,4	5,2	4,2	-0,0	2,7	2,3	2,8	4,3	9,7	10,6	24,0	2,7	5,3	3,2
05	/	7,0	9,8	6,0	6,5	-0,0	-1,4	-2,8	1,0	2,1	6,2	7,6	21,0	-3,3	5,5	3,3
05	/	7,6	10,4	6,2	8,1	-0,1	1,3	1,9	-4,9	5,4	7,9	8,4	23,7	2,2	5,4	3,4
05	/	7,3	8,9	6,3	8,5	-0,0	2,1	-0,3	7,4	7,1	7,8	7,0	23,9	8,5	5,3	3,5
05	/	6,8	9,1	5,6	7,5	-0,1	1,9	-0,6	4,1	11,1	6,6	5,3	20,1	10,7	5,0	3,5
06	/	6,2	8,3	5,8	4,9	0,0	9,1	12,7	-8,7	13,4	12,4	11,6	14,6	16,1	5,0	3,5

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

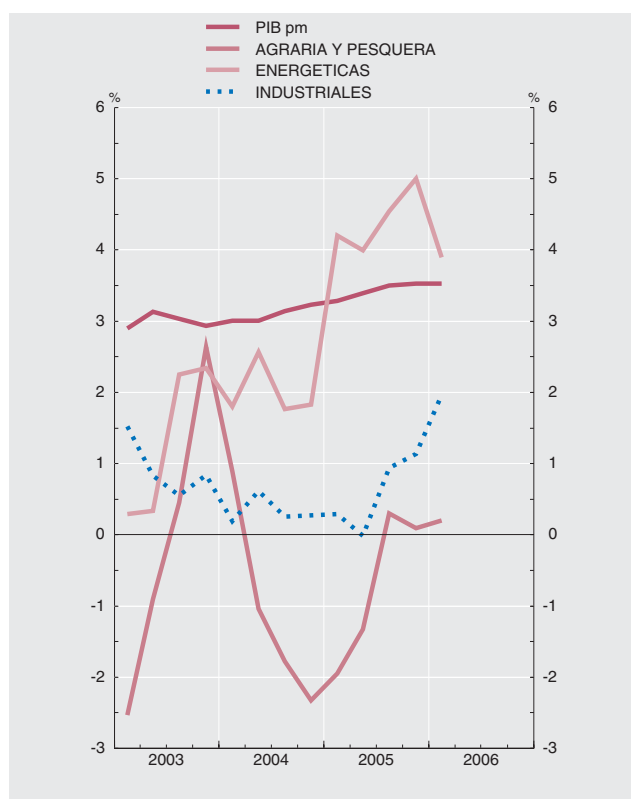
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. INDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

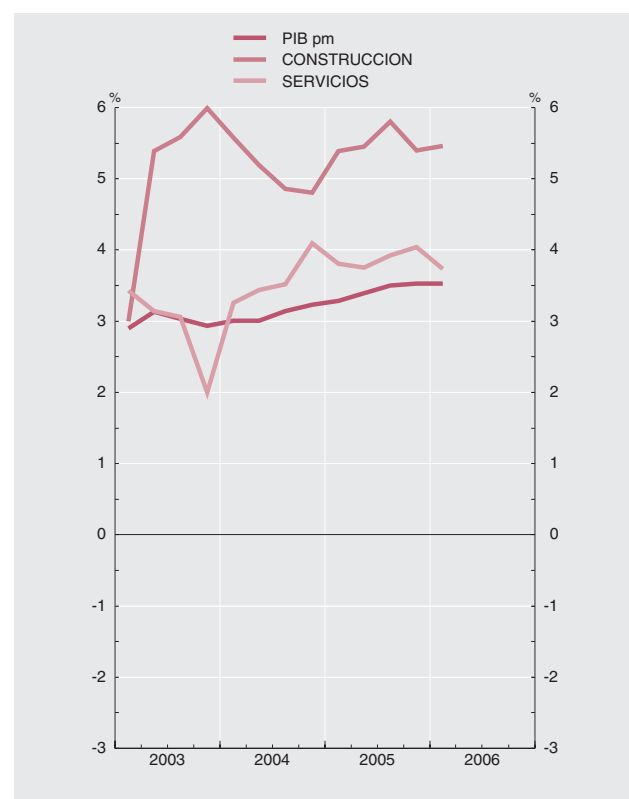
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción				IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
03	P	3,0	-0,1	1,3	0,9	5,0	2,9	2,6	4,2	5,3	6,6	9,5
04	P	3,1	-1,1	2,0	0,3	5,1	3,6	3,6	3,6	2,5	12,0	6,5
05	P	3,4	-0,7	4,4	0,6	5,5	3,9	4,0	3,5	4,4	3,6	2,9
03	/	3,1	-0,9	0,3	0,8	5,4	3,1	2,8	4,4	6,7	5,5	8,1
///	P	3,0	0,4	2,3	0,6	5,6	3,1	2,9	3,8	3,8	8,1	9,1
IV	P	2,9	2,6	2,3	0,8	6,0	2,0	1,5	3,7	9,3	8,4	11,1
04	/	3,0	0,9	1,8	0,2	5,6	3,3	3,2	3,3	0,4	12,4	11,3
///	P	3,0	-1,0	2,6	0,6	5,2	3,4	3,5	3,3	-0,4	12,9	9,6
///	P	3,1	-1,8	1,8	0,3	4,9	3,5	3,5	3,7	5,6	10,8	5,4
IV	P	3,2	-2,3	1,8	0,3	4,8	4,1	4,1	4,1	4,4	12,0	0,3
05	/	3,3	-1,9	4,2	0,3	5,4	3,8	3,8	3,8	5,0	9,8	2,2
///	P	3,4	-1,3	4,0	-0,0	5,4	3,8	3,9	3,0	6,8	3,4	3,6
///	P	3,5	0,3	4,5	0,9	5,8	3,9	4,0	3,5	3,5	0,6	2,8
IV	P	3,5	0,1	5,0	1,1	5,4	4,0	4,1	3,8	2,5	1,0	2,9
06	/	3,5	0,2	3,9	2,0	5,5	3,7	3,7	3,8	3,5	1,0	3,5

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).

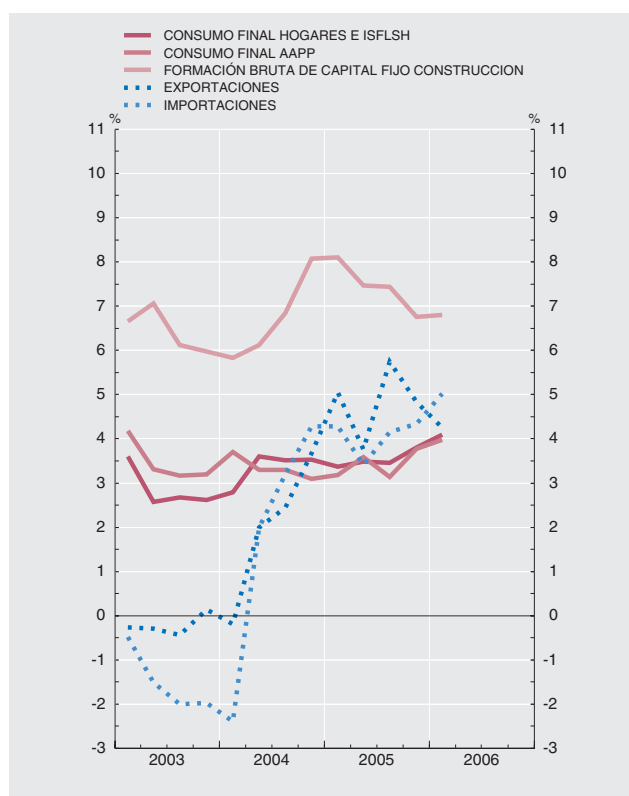
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

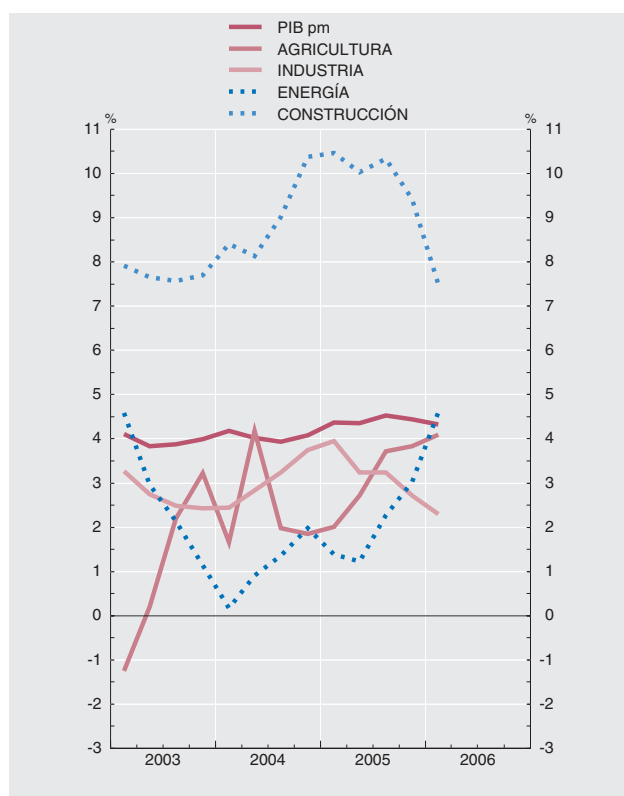
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formacion 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 Energeticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes	Construccion	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03 04 05	P	2,8	3,4	1,5	6,4	4,6	-0,2	-1,5	4,0	1,1	2,7	2,7	7,7	3,7	3,8
	P	3,4	3,3	2,1	6,7	5,9	2,0	1,8	4,1	2,4	1,1	3,1	9,0	3,4	3,3
	P	3,5	3,4	3,2	7,4	5,6	4,9	4,1	4,4	3,1	2,0	3,3	10,0	3,3	3,4
03 // /// IV	P	2,6	3,3	1,5	7,1	4,6	-0,3	-1,5	3,8	0,2	3,0	2,8	7,7	3,6	3,6
	P	2,7	3,2	1,7	6,1	5,0	-0,4	-2,0	3,9	2,2	2,1	2,5	7,6	3,7	3,6
	P	2,6	3,2	2,0	6,0	5,2	0,1	-2,0	4,0	3,2	1,1	2,4	7,7	3,8	3,1
04 // /// IV	P	2,8	3,7	1,4	5,8	5,2	-0,2	-2,4	4,2	1,7	0,2	2,4	8,4	3,8	3,8
	P	3,6	3,3	2,1	6,1	6,3	2,0	2,0	4,0	4,2	0,9	2,8	8,1	3,3	3,3
	P	3,5	3,3	2,5	6,8	6,3	2,4	3,2	3,9	2,0	1,4	3,2	9,0	3,2	3,8
	P	3,5	3,1	2,9	8,1	5,8	3,7	4,3	4,1	1,8	2,0	3,7	10,4	3,2	3,1
05 // /// IV	P	3,4	3,2	3,0	8,1	5,8	5,0	4,3	4,4	2,0	1,4	3,9	10,5	3,4	3,2
	P	3,5	3,6	3,1	7,5	5,8	3,8	3,4	4,3	2,7	1,2	3,2	10,0	3,3	3,1
	P	3,5	3,1	3,1	7,4	5,5	5,7	4,2	4,5	3,7	2,3	3,2	10,3	3,4	3,2
	P	3,8	3,8	3,4	6,8	5,4	4,8	4,3	4,4	3,8	3,0	2,7	9,4	3,3	3,3
06 /	P	4,1	4,0	3,5	6,8	5,6	4,3	5,0	4,3	4,1	4,6	2,3	7,5	3,3	3,7

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.

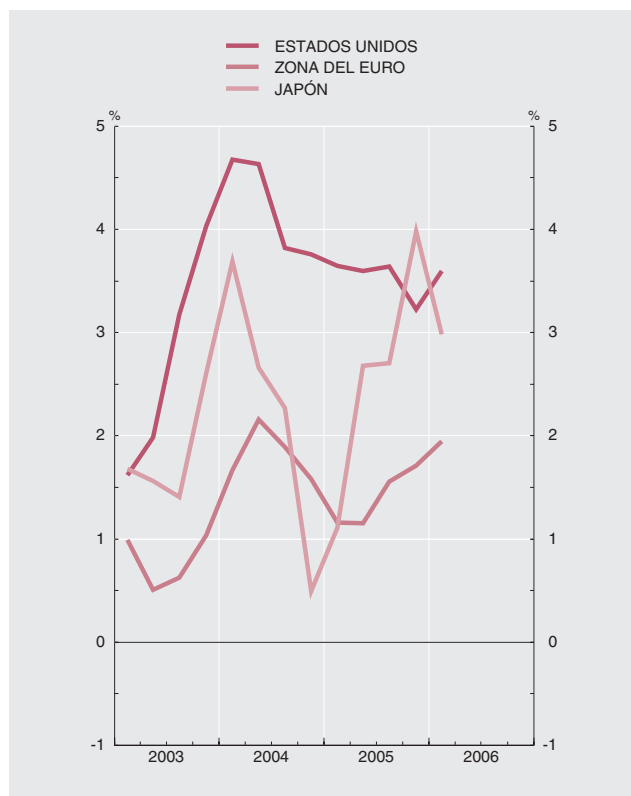
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

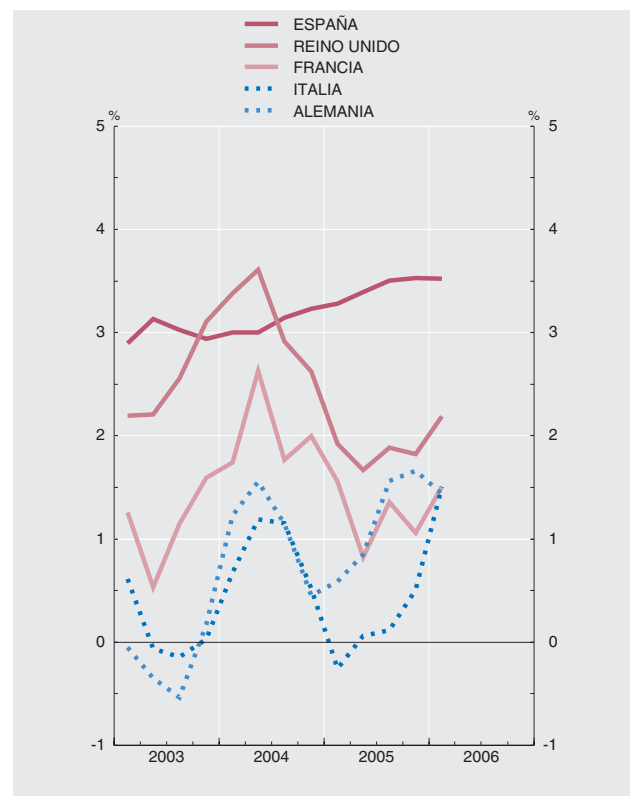
Tasas de variación interanual

	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
03	2,0	1,1	0,8	-0,2	3,0	2,7	1,1	0,1	1,8	2,5
04	3,3	2,1	1,8	1,1	3,1	4,2	2,0	0,9	2,3	3,1
05	2,8	1,5	1,4	1,2	3,4	3,5	1,2	0,1	2,6	1,8
03 /	1,7	1,2	1,0	-0,1	2,9	1,6	1,3	0,6	1,7	2,2
II	1,6	0,8	0,5	-0,3	3,1	2,0	0,5	-0,1	1,6	2,2
III	2,0	1,0	0,6	-0,5	3,0	3,2	1,1	-0,1	1,4	2,6
IV	2,8	1,5	1,0	0,2	2,9	4,0	1,6	0,0	2,6	3,1
04 /	3,5	2,0	1,7	1,2	3,0	4,7	1,7	0,7	3,7	3,4
II	3,7	2,5	2,2	1,6	3,0	4,6	2,6	1,2	2,7	3,6
III	3,2	2,1	1,9	1,1	3,1	3,8	1,8	1,2	2,3	2,9
IV	2,8	1,8	1,6	0,5	3,2	3,8	2,0	0,5	0,5	2,6
05 /	2,5	1,4	1,2	0,6	3,3	3,6	1,6	-0,3	1,1	1,9
II	2,7	1,3	1,1	0,8	3,4	3,6	0,8	0,1	2,7	1,7
III	2,9	1,7	1,6	1,6	3,5	3,6	1,4	0,1	2,7	1,9
IV	2,9	1,8	1,7	1,7	3,5	3,2	1,1	0,5	4,0	1,8
06 /	...	2,1	1,9	1,4	3,5	3,6	1,5	1,5	3,0	2,2

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.

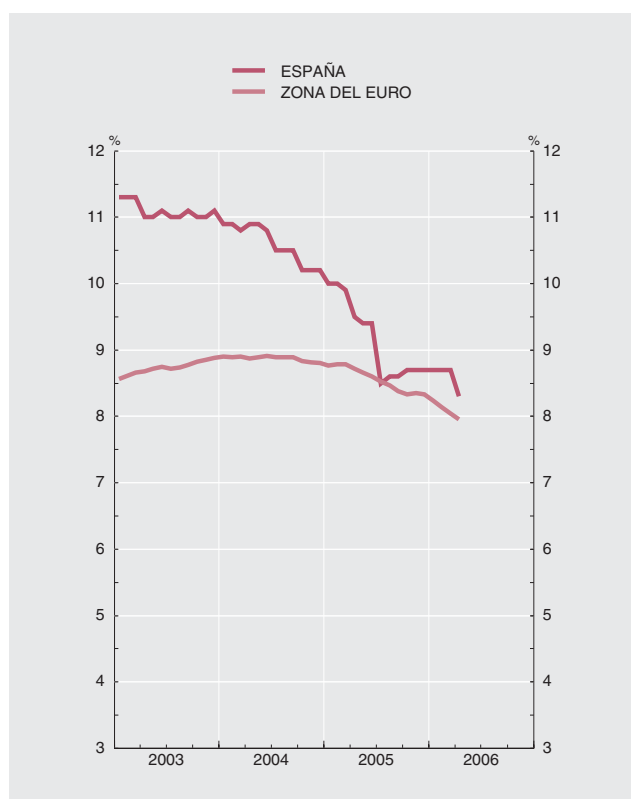
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

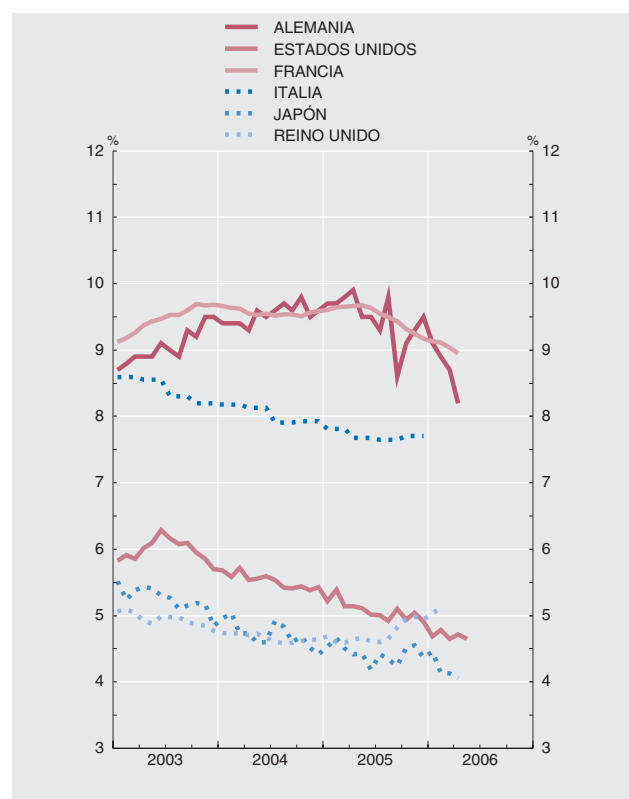
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

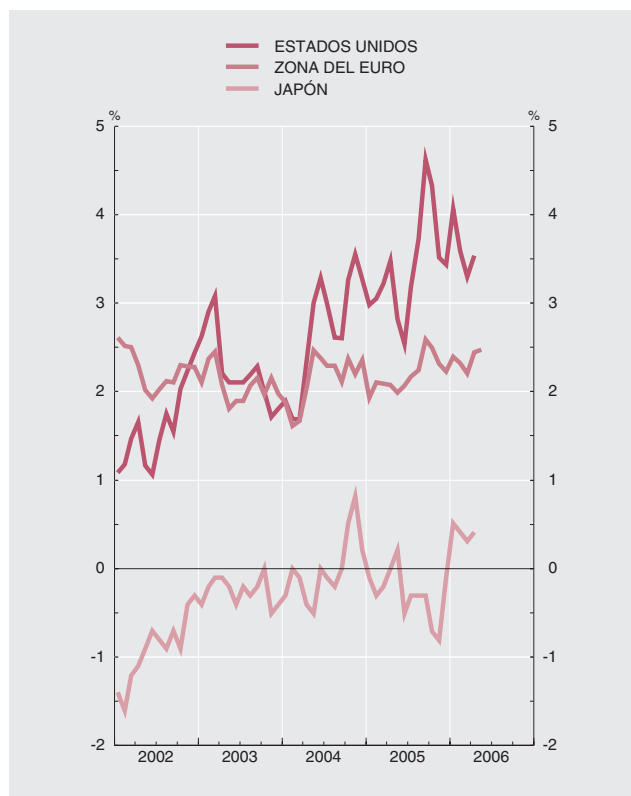
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

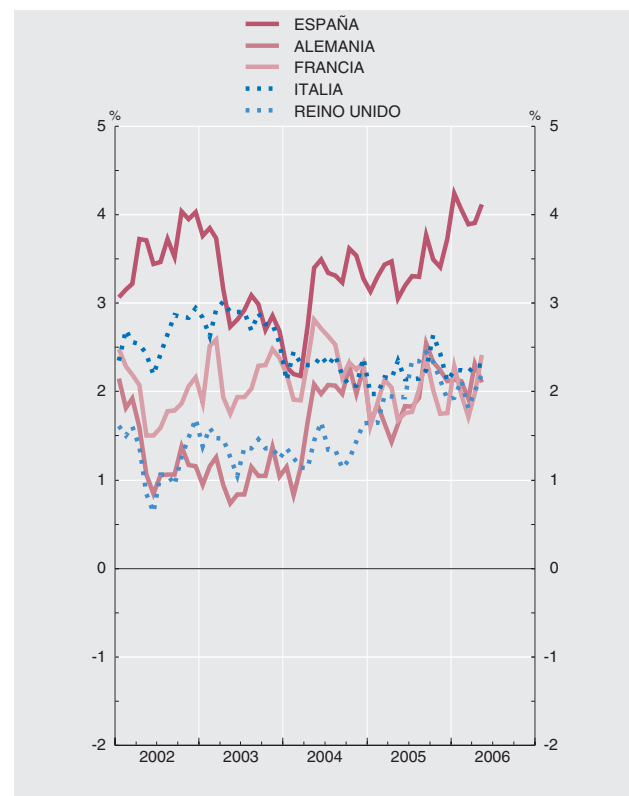
Tasas de variación interanual

	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
02	2,5	2,1	2,2	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3
03	2,5	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,3	1,4
04	2,4	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
05	2,6	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
04 Dic	2,7	2,2	2,4	2,3	3,3	3,3	2,3	2,4	0,2	1,6
05 Ene	2,4	1,8	1,9	1,6	3,1	3,0	1,6	2,0	-0,1	1,6
<i>Feb</i>	2,5	2,0	2,1	1,9	3,3	3,1	1,9	2,0	-0,3	1,6
<i>Mar</i>	2,4	2,0	2,1	1,6	3,4	3,2	2,1	2,2	-0,2	2,0
<i>Abr</i>	2,7	2,0	2,1	1,4	3,5	3,5	2,0	2,1	-	1,9
<i>May</i>	2,3	1,9	2,0	1,6	3,0	2,8	1,7	2,3	0,2	1,9
<i>Jun</i>	2,2	2,0	2,1	1,8	3,2	2,5	1,8	2,1	-0,5	1,9
<i>Jul</i>	2,4	2,2	2,2	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	-0,3	2,4
<i>Ago</i>	2,7	2,3	2,2	1,9	3,3	3,7	2,0	2,1	-0,3	2,3
<i>Sep</i>	3,2	2,5	2,6	2,5	3,8	4,6	2,4	2,2	-0,3	2,4
<i>Oct</i>	2,9	2,4	2,5	2,3	3,5	4,3	2,0	2,6	-0,7	2,3
<i>Nov</i>	2,5	2,3	2,3	2,2	3,4	3,5	1,8	2,4	-0,8	2,1
<i>Dic</i>	2,6	2,2	2,2	2,1	3,7	3,4	1,8	2,1	-0,1	1,9
06 Ene	3,0	2,3	2,4	2,1	4,2	4,1	2,3	2,2	0,5	1,9
<i>Feb</i>	2,8	2,2	2,3	2,1	4,1	3,6	2,0	2,2	0,4	2,1
<i>Mar</i>	2,6	2,1	2,2	1,9	3,9	3,3	1,7	2,2	0,3	1,8
<i>Abr</i>	2,7	2,4	2,4	2,3	3,9	3,5	2,0	2,3	0,4	2,0
<i>May</i>	...	2,4	2,5	2,1	4,1	...	2,4	2,3	...	2,2

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.

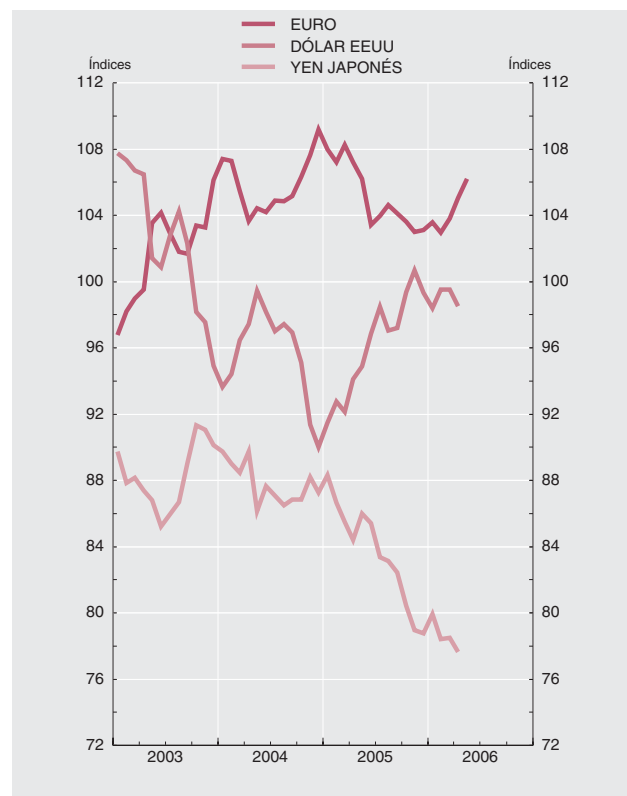
Media de cifras diarias

	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
03	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,3	102,2	102,8	87,9
04	1,2433	134,41	108,18	103,8	89,7	101,5	105,9	95,6	87,8	105,2	96,6	87,6
05	1,2445	136,88	110,17	103,0	88,5	99,5	105,2	96,2	83,6	103,6	98,3	84,0
05 E-M	1,2993	137,04	105,49	105,2	86,1	101,7	107,4	93,1	86,2	106,2	94,8	86,3
06 E-M	1,2226	141,57	115,85	102,0	89,2	95,3	104,4	99,0	78,6	103,1	101,0	80,1
05 Mar	1,3201	138,83	105,18	106,0	85,2	101,1	108,2	92,1	85,5	107,3	94,0	85,3
Abr	1,2938	138,84	107,31	105,1	86,7	100,1	107,2	94,1	84,4	105,8	95,7	84,9
May	1,2694	135,37	106,66	104,0	87,7	101,7	106,2	94,9	86,0	104,6	96,7	86,4
Jun	1,2165	132,22	108,69	101,2	89,4	101,7	103,4	96,9	85,4	102,1	98,6	86,0
Jul	1,2037	134,75	111,94	101,7	90,5	99,5	104,0	98,5	83,4	102,3	100,6	84,0
Ago	1,2292	135,98	110,63	102,3	88,9	99,5	104,6	97,0	83,1	102,9	99,1	83,9
Sep	1,2256	136,06	111,03	101,8	88,5	99,1	104,1	97,2	82,4	101,9	99,8	82,9
Oct	1,2015	138,05	114,90	101,4	90,2	96,8	103,6	99,4	80,4	101,5	103,0	80,7
Nov	1,1786	139,59	118,45	100,7	91,9	94,9	103,0	100,7	79,0	100,9	102,6	80,1
Dic	1,1856	140,58	118,58	100,7	91,3	94,4	103,1	99,3	78,8	101,1	101,9	79,7
06 Ene	1,2103	139,82	115,53	101,4	89,7	96,0	103,6	98,4	79,9	102,0	100,5	80,7
Feb	1,1938	140,77	117,91	100,7	90,6	94,6	103,0	99,5	78,4	101,8	101,1	79,8
Mar	1,2020	140,96	117,27	101,5	90,5	95,0	103,8	99,5	78,5	102,6	101,4	79,8
Abr	1,2271	143,59	117,03	102,7	89,4	94,3	105,1	98,5	77,7	103,8	...	...
May	1,2770	142,70	111,76	103,8	85,8	96,5	106,2	...	...	105,0	...	...

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, de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación. La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

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

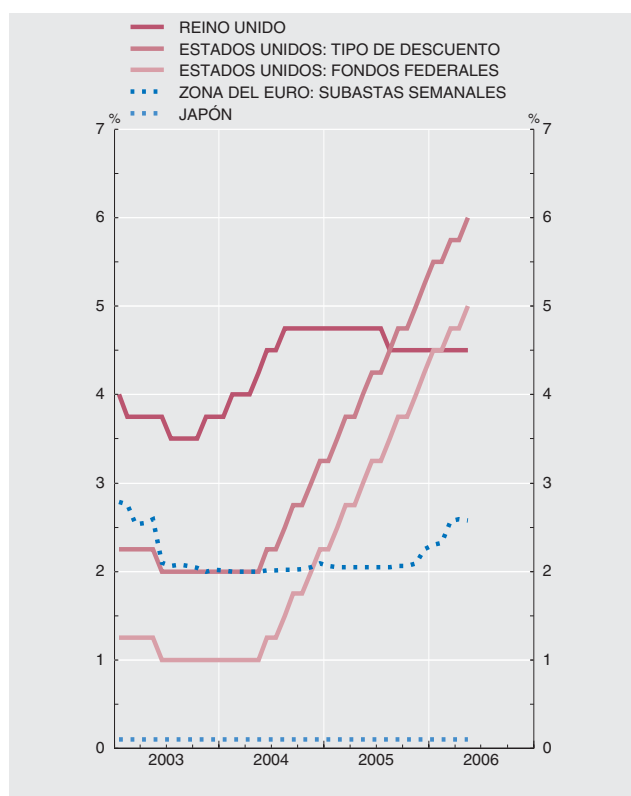
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

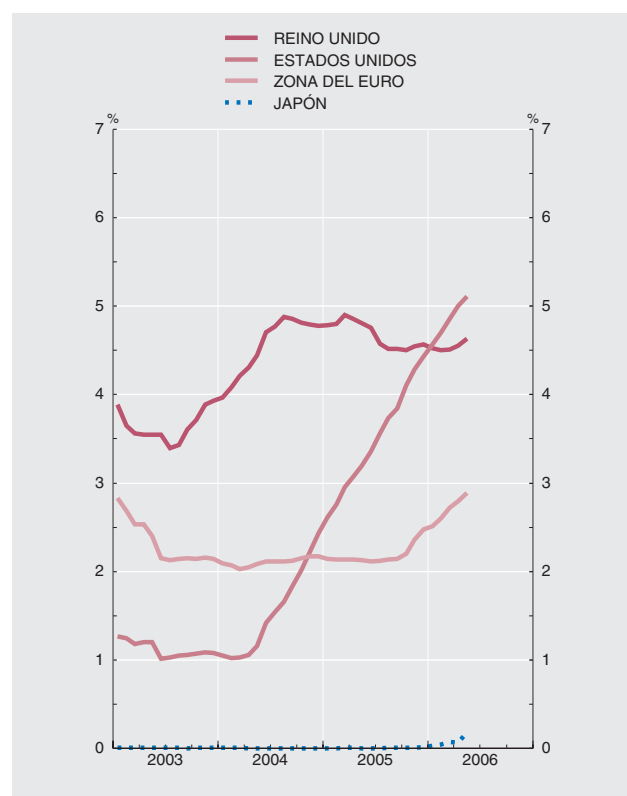
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	■	■	■	■	■			■			■			■	
03	2,00	2,00	1,10	0,10	3,75	1,63	2,55	2,33	-	-	1,12	-	-	0,01	3,64
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
04 Dic	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,15	2,56	2,17	-	-	2,43	-	-	0,00	4,78
05 Ene	2,00	3,25	2,25	0,10	4,75	2,21	2,54	2,15	-	-	2,61	-	-	0,00	4,79
Feb	2,00	3,50	2,50	0,10	4,75	2,26	2,54	2,14	-	-	2,76	-	-	0,00	4,80
Mar	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,35	2,55	2,14	-	-	2,95	-	-	0,01	4,90
Abr	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,40	2,54	2,14	-	-	3,07	-	-	0,01	4,86
May	2,00	4,00	3,00	0,10	4,75	2,44	2,53	2,13	-	-	3,20	-	-	0,00	4,81
Jun	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,49	2,50	2,11	-	-	3,36	-	-	0,00	4,76
Jul	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,56	2,47	2,12	-	-	3,56	-	-	0,00	4,57
Ago	2,00	4,50	3,50	0,10	4,50	2,63	2,48	2,13	-	-	3,74	-	-	0,01	4,51
Sep	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,69	2,48	2,14	-	-	3,84	-	-	0,01	4,52
Oct	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,81	2,53	2,20	-	-	4,10	-	-	0,01	4,50
Nov	2,00	5,00	4,00	0,10	4,50	2,95	2,67	2,36	-	-	4,28	-	-	0,01	4,54
Dic	2,25	5,25	4,25	0,10	4,50	3,05	2,77	2,47	-	-	4,43	-	-	0,01	4,57
06 Ene	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,12	2,80	2,51	-	-	4,57	-	-	0,03	4,52
Feb	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,21	2,87	2,60	-	-	4,70	-	-	0,04	4,50
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

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.

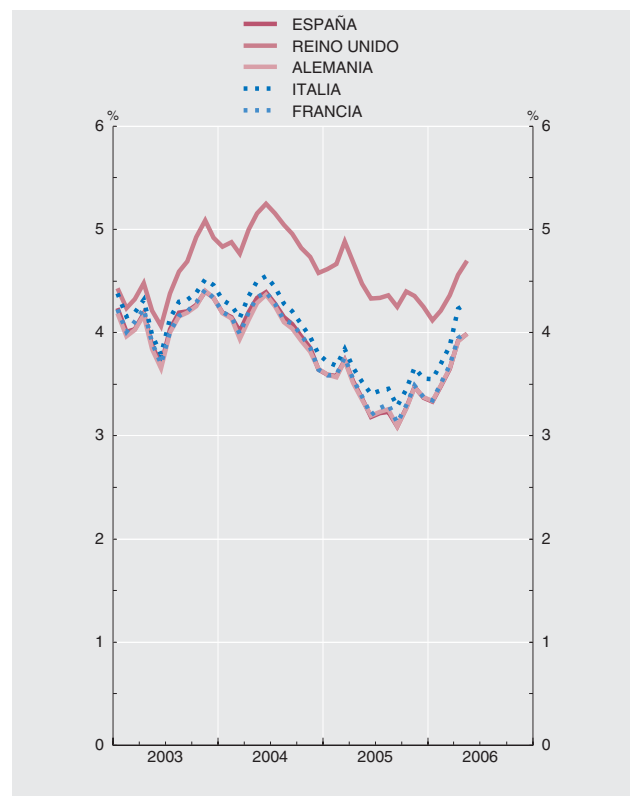
Porcentajes

	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
03	3,68	4,22	4,16	4,10	4,12	4,04	4,13	4,24	0,99	4,53
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
04 Dic	3,66	3,82	3,69	3,65	3,64	4,27	3,64	3,79	1,39	4,58
05 Ene	3,63	3,77	3,63	3,59	3,59	4,26	3,58	3,72	1,36	4,62
Feb	3,60	3,76	3,62	3,57	3,58	4,20	3,59	3,68	1,40	4,66
Mar	3,83	3,93	3,76	3,73	3,73	4,55	3,76	3,84	1,46	4,88
Abr	3,66	3,73	3,57	3,51	3,53	4,39	3,55	3,66	1,32	4,69
May	3,49	3,56	3,41	3,35	3,36	4,19	3,38	3,52	1,27	4,47
Jun	3,36	3,40	3,25	3,19	3,19	4,04	3,20	3,41	1,24	4,33
Jul	3,44	3,44	3,32	3,23	3,22	4,20	3,27	3,44	1,26	4,34
Ago	3,52	3,47	3,32	3,26	3,23	4,31	3,30	3,46	1,43	4,36
Sep	3,42	3,31	3,16	3,09	3,09	4,23	3,13	3,29	1,38	4,25
Oct	3,62	3,47	3,32	3,26	3,27	4,50	3,29	3,45	1,54	4,40
Nov	3,73	3,64	3,53	3,47	3,48	4,59	3,49	3,66	1,52	4,36
Dic	3,66	3,54	3,41	3,37	3,37	4,52	3,38	3,56	1,54	4,25
06 Ene	3,60	3,50	3,39	3,34	3,33	4,45	3,34	3,55	1,47	4,12
Feb	3,74	3,64	3,55	3,49	3,48	4,61	3,51	3,70	1,57	4,21
Mar	3,89	3,81	3,73	3,66	3,65	4,78	3,68	3,87	1,70	4,36
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

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

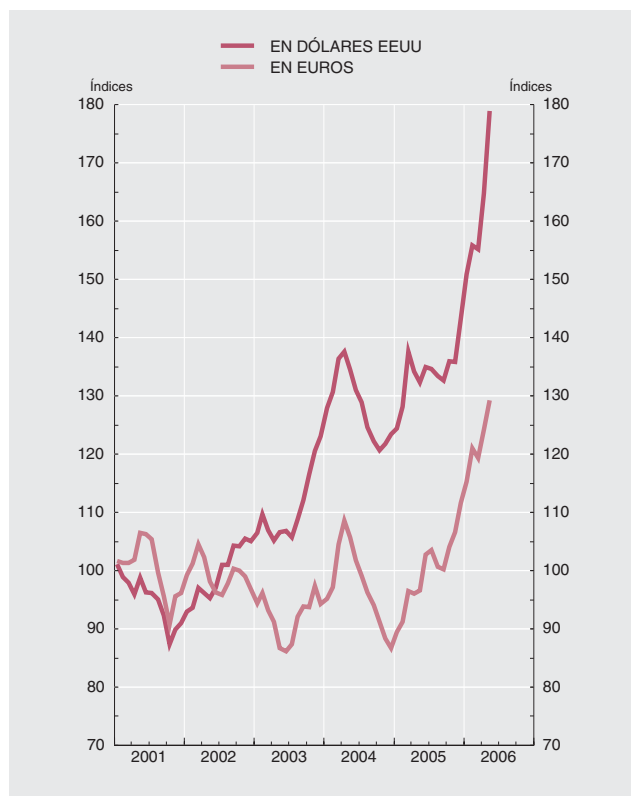
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

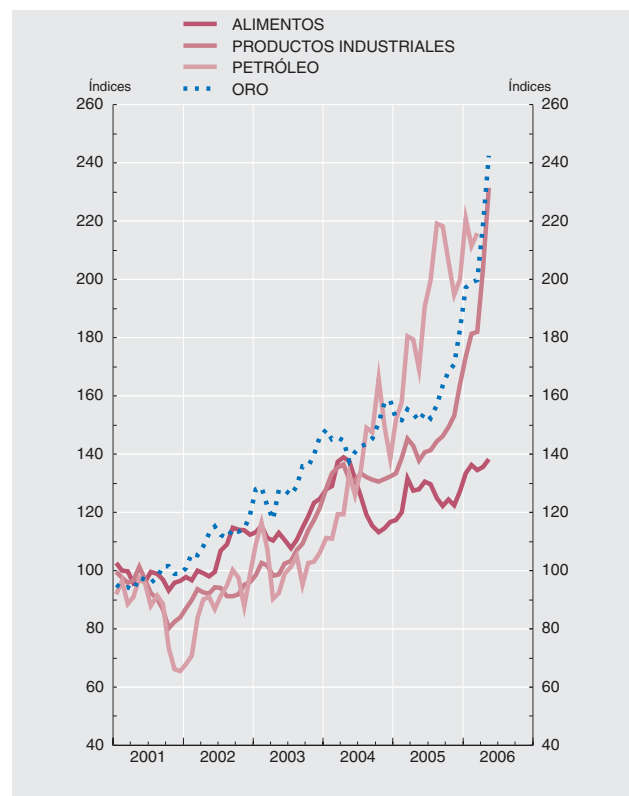
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
01	100,2	95,0	97,7	91,9	94,8	88,4	86,1	24,6	97,2	271,1	9,74
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
05 E-M	94,0	131,3	125,0	139,6	127,9	146,0	167,9	48,4	152,9	426,7	10,56
06 E-M	121,8	161,2	135,6	194,6	149,2	219,0	...	64,8	211,6	590,4	15,32
05 Abr	96,0	134,2	127,6	142,8	129,7	149,9	179,4	51,1	153,9	429,2	10,67
May	96,6	132,3	128,0	137,8	129,2	142,5	169,3	48,0	151,4	422,3	10,69
Jun	102,8	134,9	130,5	140,6	129,7	146,1	190,9	54,0	154,4	430,7	11,39
Jul	103,5	134,7	129,6	141,2	135,6	144,3	199,7	57,7	152,3	424,9	11,34
Ago	100,7	133,5	124,9	144,5	130,3	152,2	219,1	64,3	157,0	437,9	11,45
Sep	100,3	132,6	122,1	146,2	134,6	152,5	218,4	62,6	163,5	456,0	11,98
Oct	104,0	135,9	124,3	149,3	135,7	156,7	206,1	58,3	168,4	469,9	12,57
Nov	106,6	135,8	122,4	153,1	132,8	164,2	194,7	55,0	170,9	476,7	13,01
Dic	111,6	143,3	127,3	163,9	136,0	179,0	200,0	56,5	182,8	509,9	13,81
06 Ene	115,2	150,9	133,4	173,4	143,0	189,5	220,9	62,9	197,1	549,9	14,53
Feb	121,0	155,9	136,2	181,3	149,5	198,6	211,5	59,7	198,9	555,0	14,94
Mar	119,4	155,2	134,4	182,0	148,3	200,3	215,8	61,6	199,7	557,1	14,89
Abr	124,2	164,7	135,6	203,8	149,0	232,3	...	70,4	218,9	610,7	15,99
May	129,2	178,9	138,2	231,5	156,3	272,5	...	69,4	242,5	676,5	16,22

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.

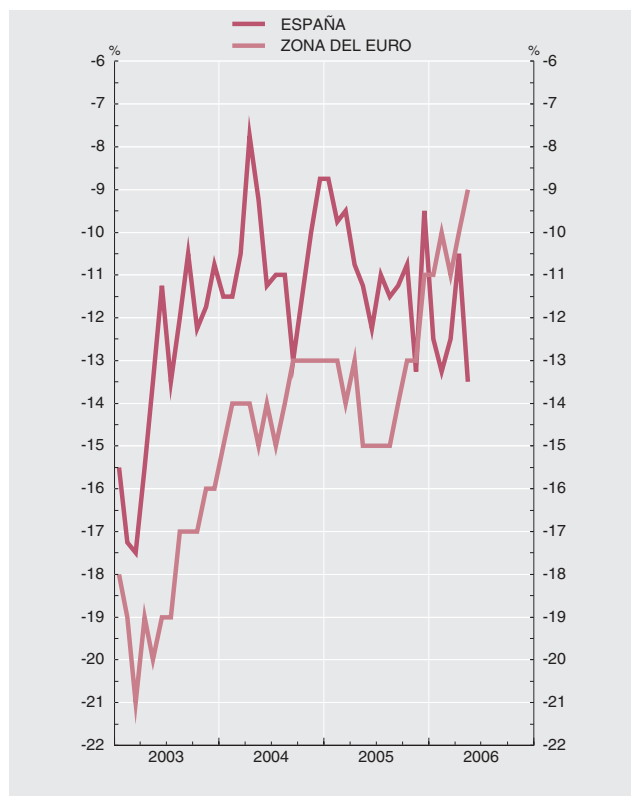
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

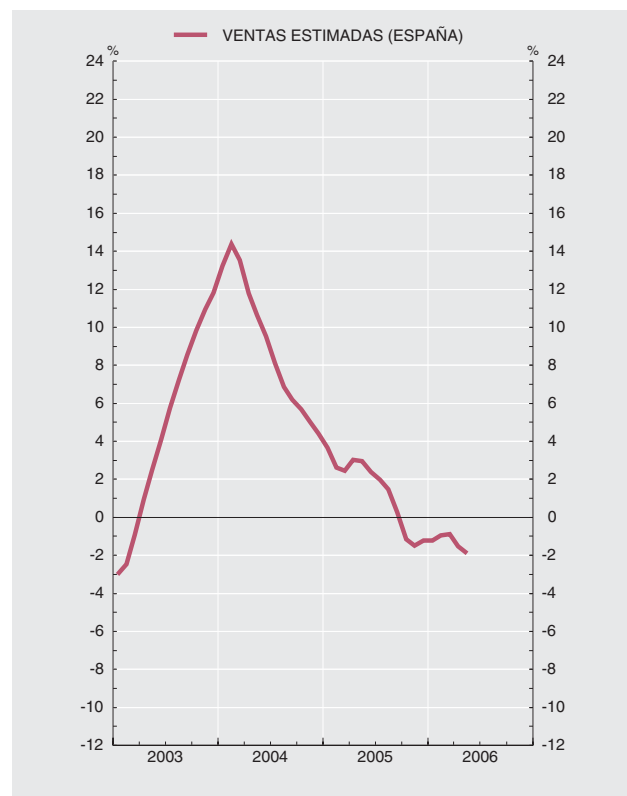
Tasas de variación interanual

		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		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
		Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Nominal	Del cual		Alimentación (b)	Resto (c)		
												Deflactado (a)	Grandes superficies (a)				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
03		-13	-9	-2	-2	-18	-11	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,9	5,2	0,8	4,2	0,7
04	P	-11	-4	-1	-6	-14	-9	10,8	12,2	9,8	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,4
05	P	-11	-7	-1	-5	-14	-9	1,4	1,9	0,8	1,4	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,4
05 E-M	P	-10	-5	-1	-7	-14	-10	3,6	4,0	2,8	-0,0	4,9	1,9	4,2	0,4	2,8	1,4
06 E-M	A	-12	-12	-3	-10	-10	-3	-0,2	0,5	-0,7	3,4	...	...	...	...	...	...
05 Jun	P	-12	-9	-2	-6	-15	-11	1,6	-0,7	1,8	6,1	4,3	1,4	0,8	-0,3	2,6	1,1
Jul	P	-11	-7	-	-4	-15	-11	-2,9	-3,1	-2,8	3,0	1,7	-1,3	-0,5	-1,6	-1,0	0,5
Ago	P	-12	-8	-1	-4	-15	-10	9,4	9,1	9,5	7,3	6,4	3,3	5,0	2,0	4,4	2,3
Sep	P	-11	-7	-1	-5	-14	-7	5,4	6,3	4,6	4,6	5,6	1,8	4,1	1,5	2,0	1,5
Oct	P	-11	-7	-1	-4	-13	-5	-8,6	-6,3	-9,6	0,1	3,3	-0,1	1,6	-0,2	0,1	1,6
Nov	P	-13	-14	-3	-2	-13	-8	-3,1	0,6	-4,0	-2,0	3,6	0,4	1,1	-1,6	1,6	1,3
Dic	P	-10	-9	1	-5	-11	-5	0,8	2,1	-0,4	-1,8	4,4	0,8	4,8	-0,9	1,9	1,0
06 Ene	P	-13	-10	-3	-10	-11	-6	0,1	-1,1	-0,3	2,1	4,7	0,2	-0,2	-0,6	0,4	1,3
Feb	A	-13	-11	-3	-13	-10	-5	-1,6	3,8	-2,3	2,6	4,2	0,1	1,6	-1,1	0,8	1,2
Mar	A	-13	-12	-3	-13	-11	-1	8,6	11,7	8,3	1,5	6,6	2,4	3,6	0,2	4,0	0,0
Abr	A	-11	-11	-	-2	-10	-1	-10,5	-16,6	-10,6	1,7	0,4	-3,3	0,2	-1,7	-4,3	3,0
May	A	-14	-14	-4	-11	-9	-1	1,4	5,5	0,5	8,9	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

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

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

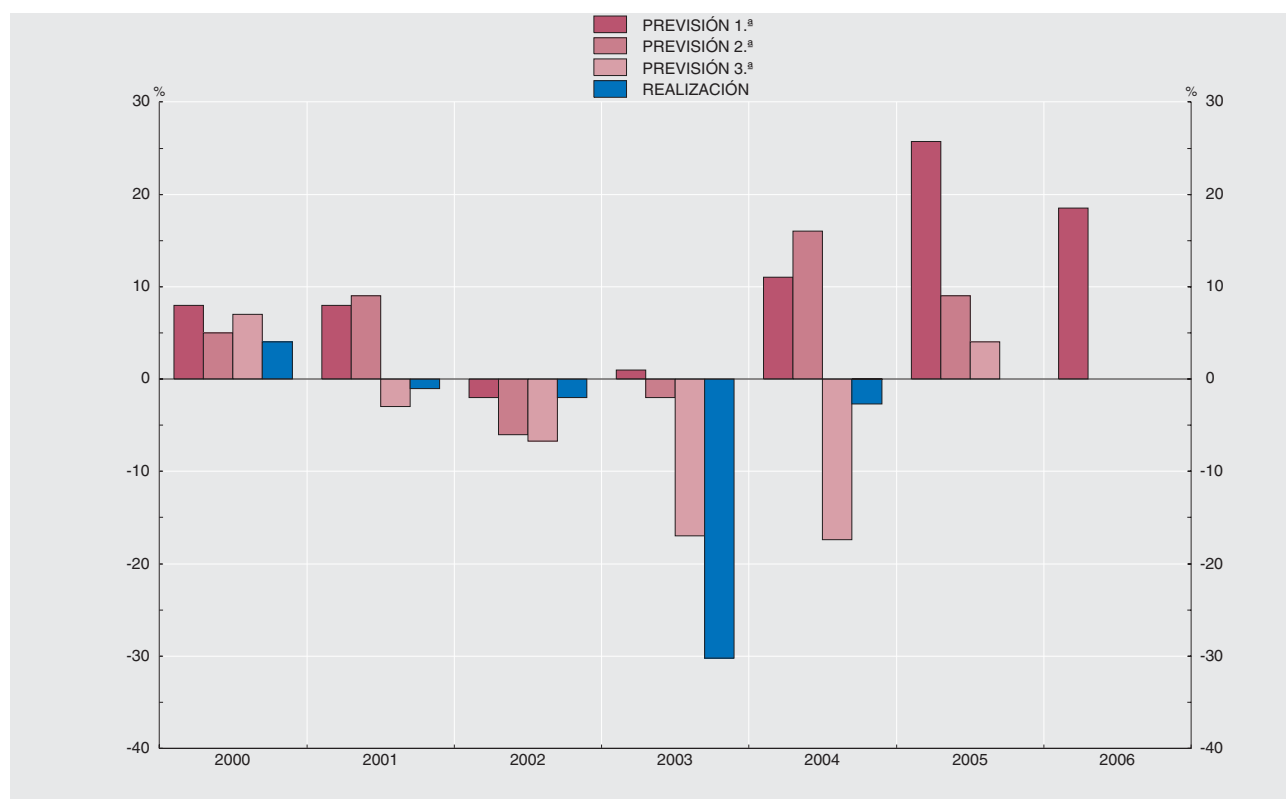
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
	1	2	3	4
00	■	■	■	■
01				
02				
03				
04				
05				
06				

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

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

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

■ Serie representada gráficamente.

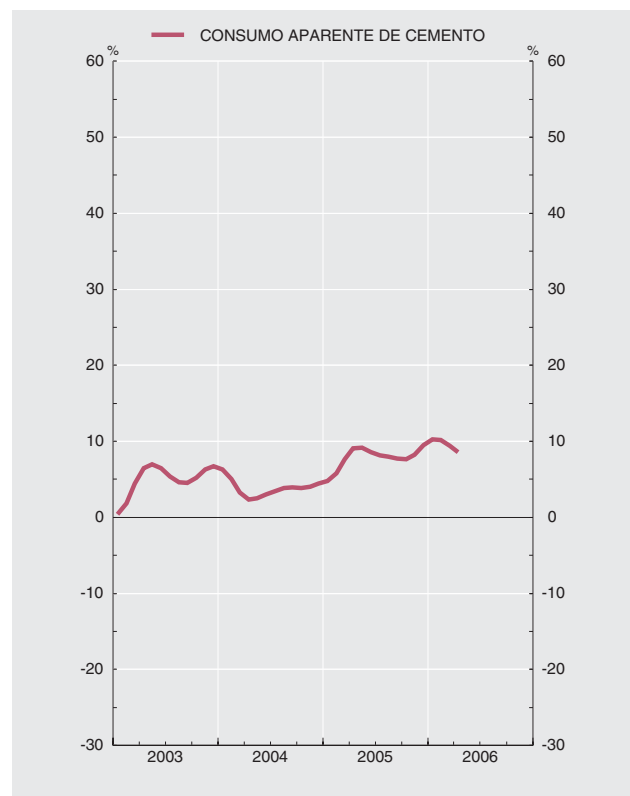
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		Total	De la cual		No residencial	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil	
			Residencial	Vivienda		Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03	P	12,4	14,6	14,7	3,0	17,5	19,9	-10,9	-10,9	-0,3	-11,7	35,4	3,8	-14,8	4,8
04	P	12,4	13,1	13,9	9,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,9
05	P	8,2	8,8	9,0	5,1	5,3	4,8	18,5	18,5	40,5	15,1	30,2	51,0	10,7	7,3
05 E-A	P	1,7	3,6	3,1	-7,1	5,5	6,4	15,6	15,6	61,9	58,7	26,5	63,0	4,2	6,1
06 E-A	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	9,5
05 Ene	P	4,4	6,0	4,9	-2,8	4,7	13,2	63,0	63,0	21,0	117,9	-17,8	-0,8	74,6	0,2
Feb	P	2,3	4,9	6,3	-8,7	6,8	5,8	-38,7	4,7	25,8	-52,7	91,5	84,6	-52,2	2,8
Mar	P	1,9	7,3	7,6	-21,2	3,0	-3,2	7,7	5,8	101,0	109,7	-16,4	97,6	-12,2	0,7
Abr	P	-1,6	-3,7	-6,6	10,7	7,6	12,9	57,8	15,6	94,4	229,3	213,0	73,3	45,6	20,4
May	P	20,7	21,2	23,6	17,7	4,7	3,6	142,2	29,9	122,4	28,5	-19,4	159,4	152,0	14,6
Jun	P	23,4	23,8	25,5	21,7	2,4	2,2	-10,4	19,9	93,6	-19,1	21,2	150,6	-32,6	6,7
Jul	P	26,0	21,8	21,0	46,1	-2,5	-10,7	-30,9	7,1	8,3	66,0	-23,2	-10,3	-42,9	1,7
Ago	P	8,5	12,8	11,5	-13,0	-6,0	-1,8	21,0	9,1	11,8	-23,9	559,0	50,3	24,2	15,7
Sep	P	6,9	8,1	11,0	1,2	20,9	19,9	89,7	13,3	48,0	8,9	2,4	62,8	108,7	7,4
Oct	P	5,2	6,1	5,6	0,6	3,1	4,9	63,3	17,0	33,2	-7,2	189,3	47,6	80,8	6,3
Nov	P	-3,9	-3,8	-4,4	-4,8	5,8	6,8	42,8	18,9	81,6	88,7	101,7	79,8	18,5	3,9
Dic	P	4,3	3,5	4,1	8,4	14,8	13,7	15,1	18,5	-21,3	-35,6	-16,8	-15,1	42,7	8,8
06 Ene	P	...	...	...	...	23,9	18,9	18,2	18,2	142,2	260,0	192,9	83,8	-5,6	15,5
Feb	P	...	...	...	...	5,4	4,3	8,6	15,0	16,7	132,3	156,4	-5,5	4,1	12,9
Mar	P	...	...	...	...	15,2	18,0	14,8	14,9	23,8	62,8	279,8	7,9	10,4	20,7
Abr	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-8,1

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



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



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

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

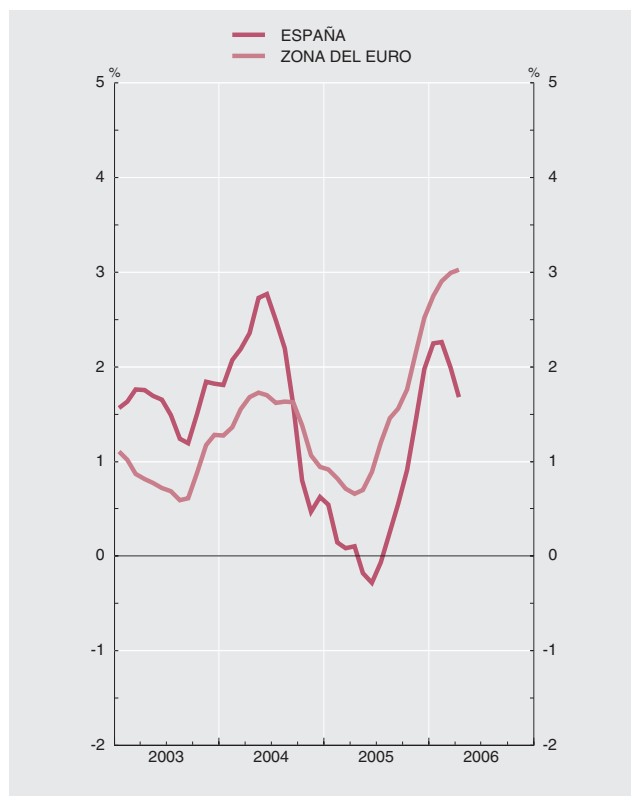
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

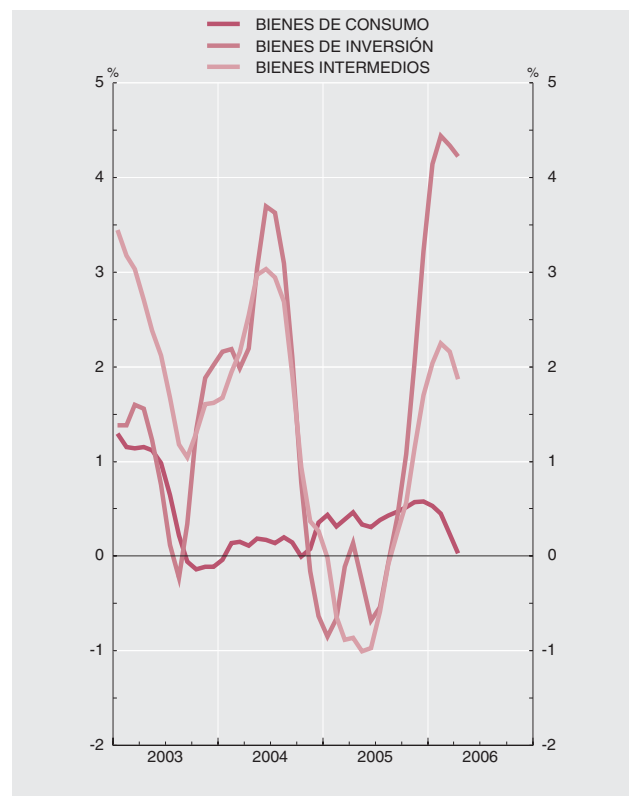
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,3
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,0	2,1	0,5	3,2	2,2
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,2	1,3	0,6	2,7	0,9
05 E-A	MP	102,3	-0,1	0,2	-0,5	-1,2	3,0	-9,7	-0,7	6,0	0,8	0,9	-0,5	2,6	0,5
06 E-A	MP	104,6	2,2	0,1	5,9	2,2	1,9	5,1	2,4	0,6	3,1	2,9	1,5	4,5	3,0
05 Ene	P	96,8	0,8	1,1	-4,7	0,6	7,8	-10,1	-0,3	10,9	1,8	2,4	0,3	3,5	2,8
Feb	P	100,1	-1,0	-1,7	-1,4	-2,0	3,6	-11,6	-2,0	7,7	0,4	0,0	-1,0	1,4	-0,1
Mar	P	105,0	-6,7	-7,0	-6,7	-8,7	-0,4	-16,2	-7,7	2,9	-0,1	-0,9	-2,0	2,0	-1,0
Abr	P	107,2	7,4	9,7	11,6	6,1	0,8	-	8,2	2,1	1,3	2,2	0,7	3,5	0,5
May	P	106,9	0,1	-0,1	1,7	-0,6	1,0	5,1	-0,2	2,3	0,0	-0,2	0,5	0,7	-0,4
Jun	P	110,1	-0,2	1,1	-1,4	-1,2	1,7	1,6	-0,5	3,0	0,7	0,5	0,6	2,5	-1,1
Jul	P	106,3	-3,5	-2,8	-6,2	-4,5	2,1	-3,4	-4,1	2,6	0,7	0,3	-0,3	3,0	-0,9
Ago	P	76,0	3,7	4,2	5,7	4,8	-0,7	5,9	4,3	-0,4	2,8	3,1	3,5	3,0	3,5
Sep	P	107,9	0,2	0,5	-2,2	-0,1	3,9	-1,7	-	2,1	1,3	1,6	1,8	3,0	0,8
Oct	P	104,7	-0,1	-	-0,9	-1,1	3,7	-4,8	-0,2	1,4	0,4	0,8	0,5	0,5	1,0
Nov	P	110,6	0,9	0,2	-1,3	1,1	5,5	-2,1	0,4	6,3	3,1	3,5	1,1	4,9	3,7
Dic	P	96,8	1,4	-1,1	2,4	1,0	5,4	-8,6	0,8	6,7	2,9	2,5	1,2	4,1	2,7
06 Ene	P	102,0	5,4	3,0	12,0	4,9	3,8	0,8	5,6	4,5	2,9	2,3	1,0	4,2	2,1
Feb	P	102,8	2,7	1,7	4,6	2,6	2,9	7,3	2,9	1,4	3,2	3,2	2,4	5,7	2,1
Mar	P	116,5	11,0	9,0	18,1	11,7	3,6	16,8	12,1	0,8	4,1	5,0	2,6	5,3	4,8
Abr	P	96,9	-9,6	-12,5	-9,4	-9,5	-3,6	-4,6	-10,3	-5,1	1,9	1,0	-0,1	2,6	2,8

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.

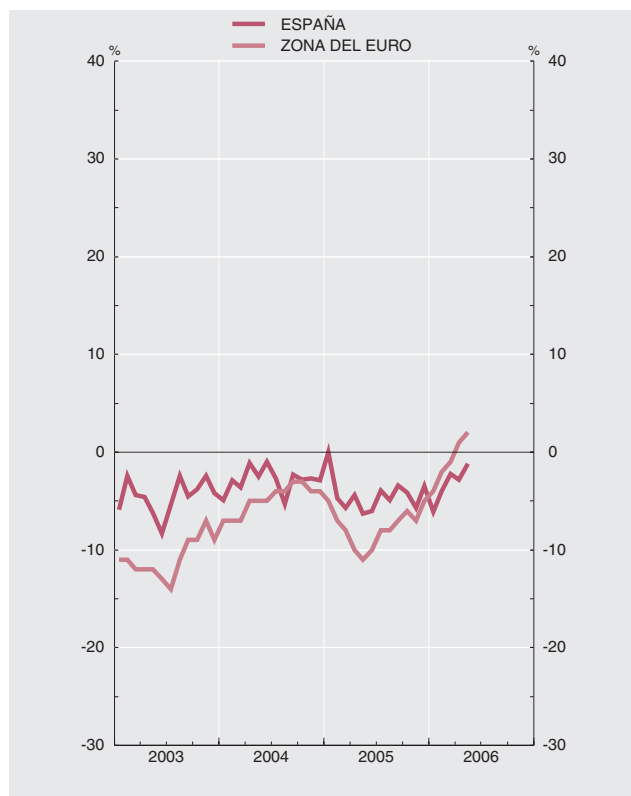
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

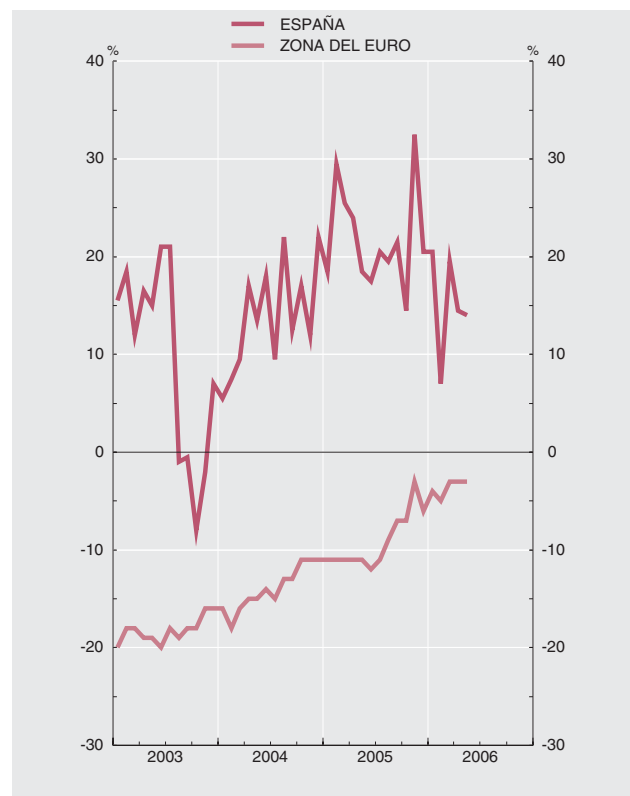
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la produc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extran- jeros	Nivel de exis- tencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construc- ción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- tación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construc- ción
		(a)		(a)	(a)		(a)	Con- su- mo	Equi- po	Inter- medios (a)	Otros sec- tores (a)				Produc- ción	Contra- tación	Indicador del clima indus- trial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
03	M	-5	4	8	-11	-20	10	-1	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-11	-26	-18
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-3	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-14
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-2	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-8	-17	-9
05 E-M	M	-4	-2	8	-9	-18	12	-3	-4	-6	0	23	19	40	38	19	-8	-17	-11
06 E-M	M	-3	2	5	-3	-14	12	-4	-0	-5	-1	15	24	25	35	16	-1	-6	-4
05 Feb		-5	-4	7	-10	-17	12	-2	-3	-8	0	30	-1	56	21	6	-7	-16	-11
Mar		-6	-7	7	-12	-17	12	-6	-4	-6	-0	26	-8	46	29	17	-8	-17	-11
Abr		-4	-5	12	-12	-20	13	-3	-1	-7	0	24	38	33	49	16	-10	-19	-11
May		-6	2	7	-12	-21	14	-1	-9	-9	2	19	55	36	48	20	-11	-21	-11
Jun		-6	6	7	-13	-21	13	-2	-4	-11	-0	18	42	30	28	27	-10	-21	-12
Jul		-4	12	7	-7	-17	12	-1	-7	-5	1	21	46	30	41	40	-8	-18	-11
Ago		-5	4	5	-9	-17	11	1	-4	-11	7	20	43	23	23	23	-8	-18	-9
Sep		-3	-4	6	-6	-18	11	-2	-6	-3	3	22	37	32	39	20	-7	-16	-7
Oct		-4	-1	7	-11	-20	8	-4	-5	-4	2	15	43	23	13	26	-6	-16	-7
Nov		-6	1	6	-8	-14	15	-3	-10	-6	2	33	30	54	15	11	-7	-16	-3
Dic		-4	-2	7	-6	-16	12	-1	-3	-6	-1	21	39	31	7	19	-5	-13	-6
06 Ene		-6	-3	5	-8	-19	15	-4	-7	-8	2	21	25	37	39	32	-4	-12	-4
Feb		-4	1	5	-6	-16	11	-4	0	-7	-1	7	-2	21	27	2	-2	-10	-5
Mar		-2	2	6	-1	-13	12	-2	0	-4	-1	20	15	31	19	21	-1	-6	-3
Abr		-3	7	3	-2	-12	10	-4	1	-4	-1	15	49	19	41	-1	1	-1	-3
May		-1	2	7	1	-8	11	-4	4	-1	-2	14	31	18	47	25	2	-2	-3

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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

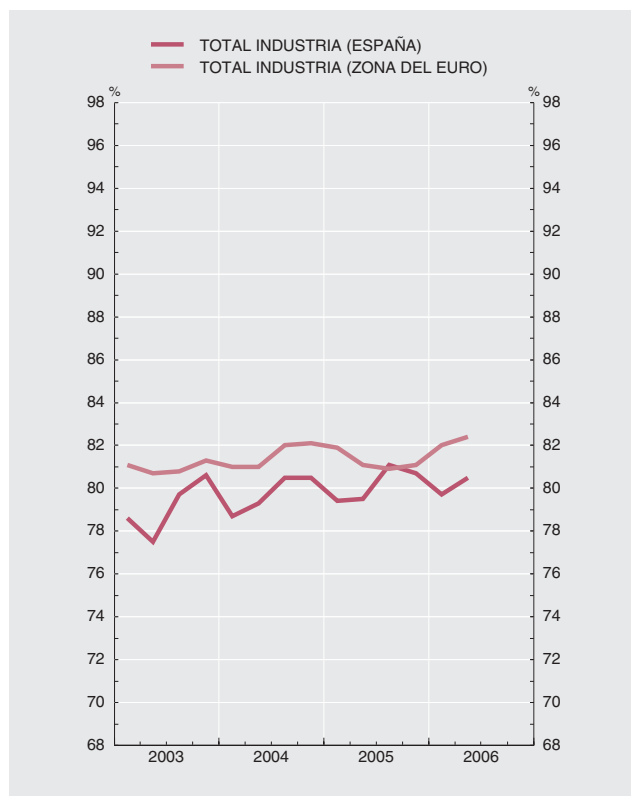
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

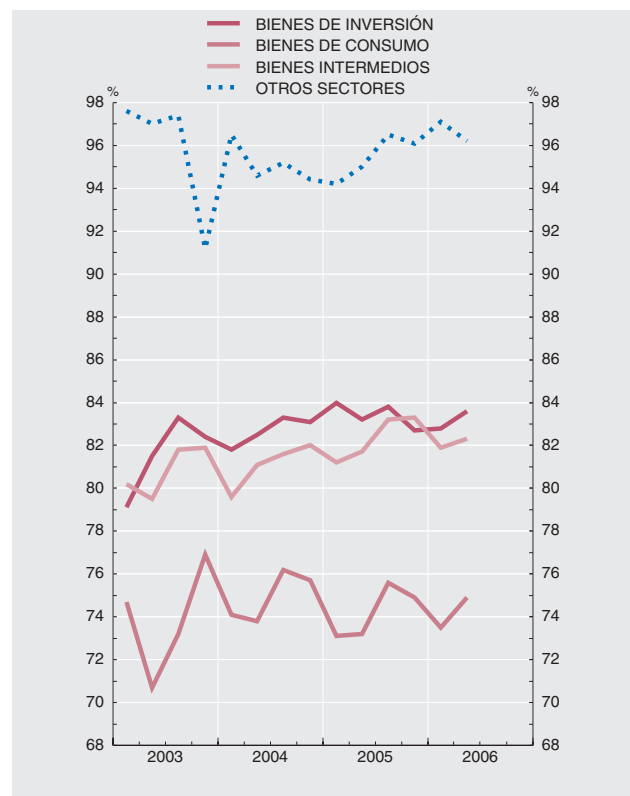
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- tiva insta- lada (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 (%)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
03	79,1	80,9	6	73,9	76,7	7	81,6	83,0	7	80,9	82,2	5	95,8	95,6	-1	81,0
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	81,5
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	81,3
05 I-II	79,5	81,5	4	73,2	76,1	4	83,6	85,0	3	81,5	83,0	4	94,6	95,8	-	81,5
06 I-II	80,1	81,4	7	74,2	76,7	6	83,2	83,4	10	82,1	83,2	7	96,7	97,0	-	82,2
03 IV	80,6	82,0	8	76,9	78,5	13	82,4	83,8	7	81,9	83,2	6	91,2	91,1	-	81,3
04 I	78,7	80,2	10	74,1	75,8	13	81,8	82,8	10	79,6	81,4	7	96,5	96,4	-	81,0
II	79,3	81,2	6	73,8	76,2	5	82,5	83,8	8	81,1	83,0	7	94,6	94,6	-	81,0
III	80,5	81,2	6	76,2	77,5	9	83,3	83,5	4	81,6	82,0	5	95,2	95,5	-	82,0
IV	80,5	81,3	2	75,7	76,8	2	83,1	84,0	2	82,0	82,6	1	94,4	94,1	6	82,1
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	-	81,9
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	-	81,1
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	-	80,9
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	81,1
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	-	82,0
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

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

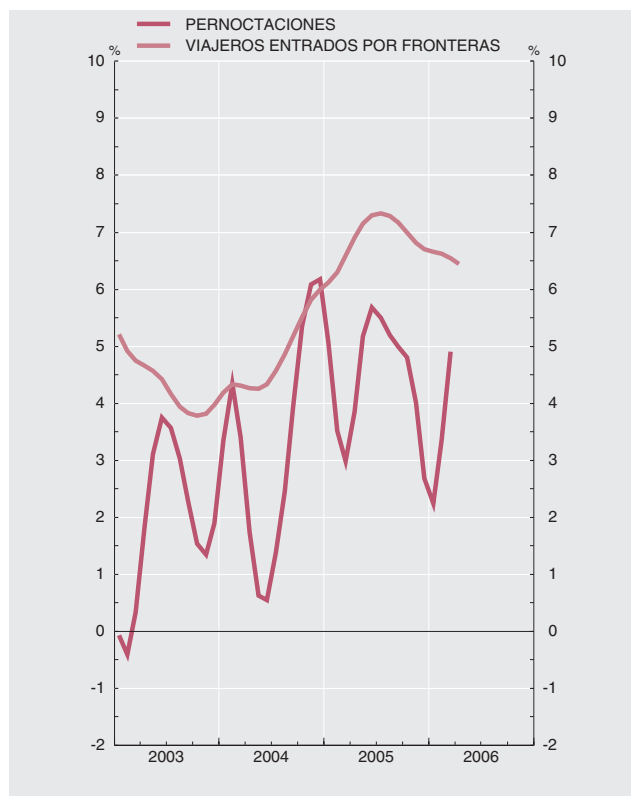
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

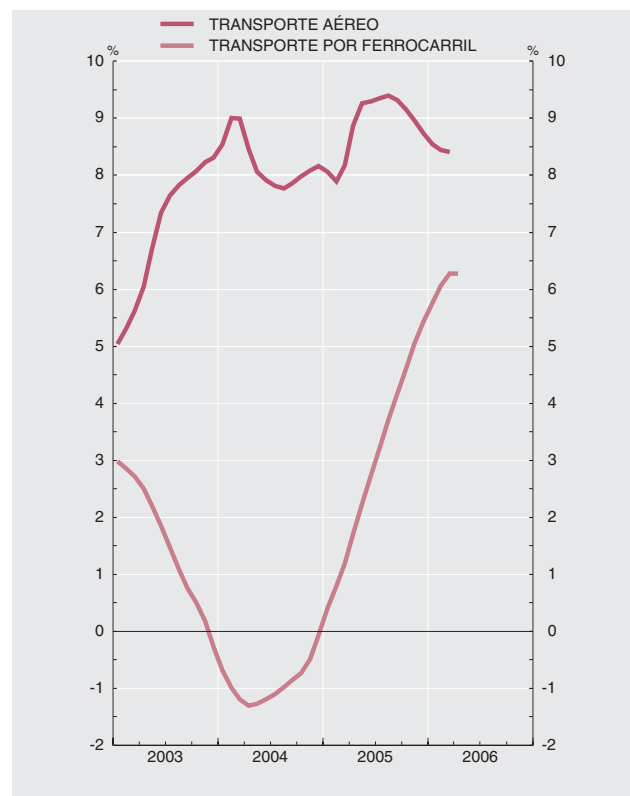
Tasas de variación interanual

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

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.

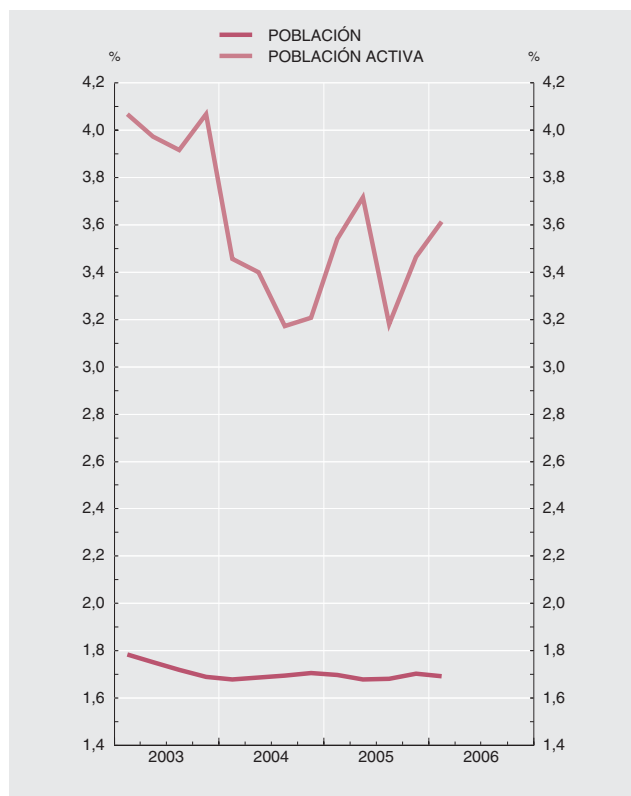
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

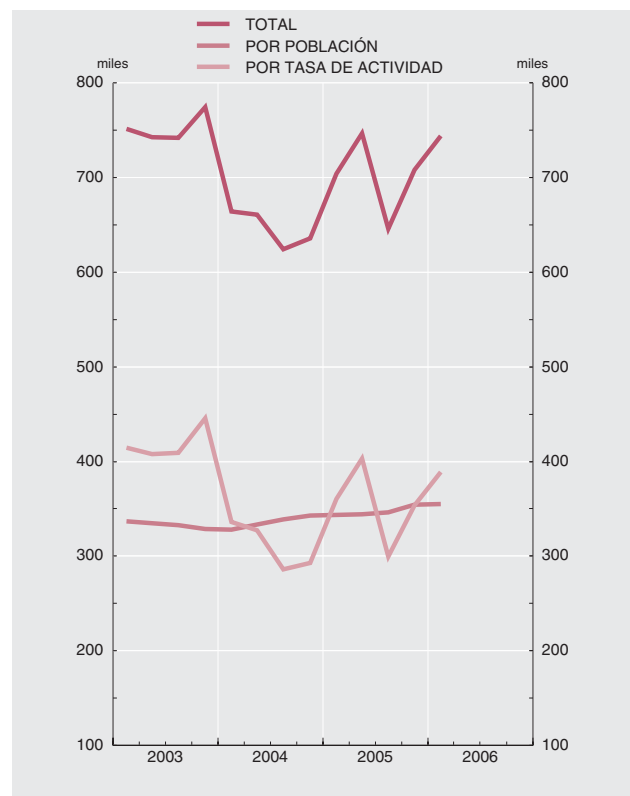
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4 3	4		Miles de personas (a) 5	Variación interanual (b)			1 T 4 9
								Total (Miles de personas) 6	Por población (Miles de personas) 7	Por tasa de actividad (Miles de personas) 8	
03	M	35 215	601	1,7	55,48	19 538	753	333	419	4,0	
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3	
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5	
05 I-I	M	36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5	
06 I-I	M	36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6	
03 III		35 288	597	1,7	55,79	19 685	742	333	409	3,9	
04 IV		35 434	588	1,7	55,91	19 812	775	329	446	4,1	
04 I		35 583	587	1,7	55,89	19 888	664	328	336	3,5	
04 II		35 735	593	1,7	56,23	20 093	661	333	327	3,4	
04 III		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2	
04 IV		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2	
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5	
05 II		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7	
05 III		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2	
05 IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5	
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6	

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.

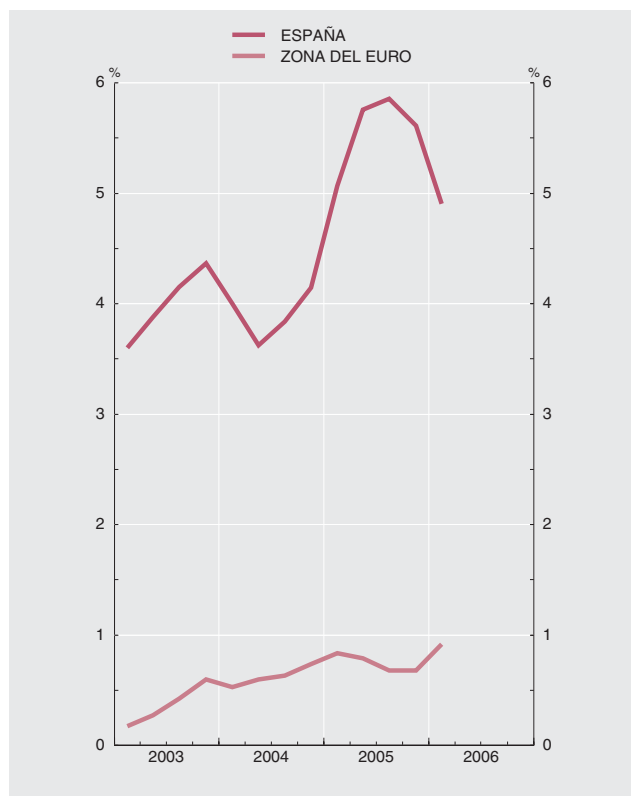
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

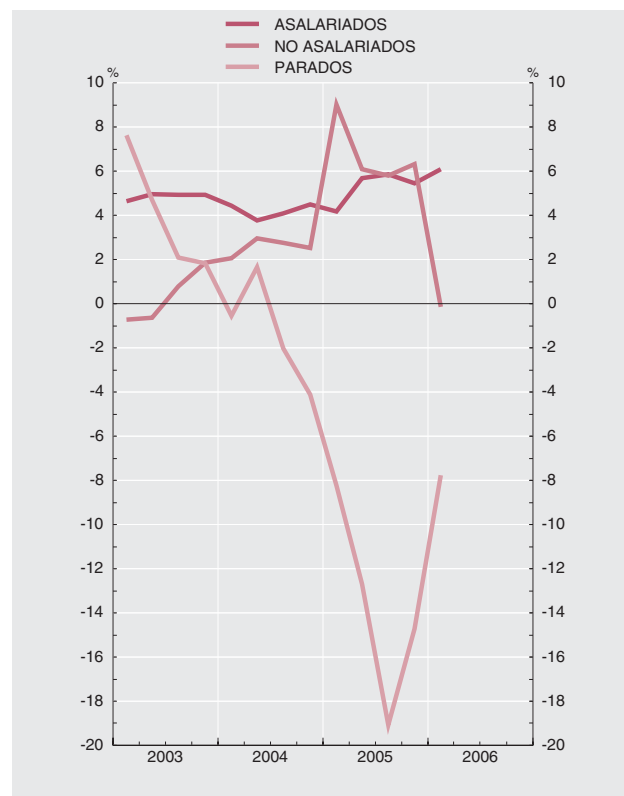
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Tasa de paro (%) (a)	Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	M	17 296	666	4,0	14 127	656	4,9	3 169	10	0,3	2 242	87	4,0	11,48	0,4	8,73
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,6	8,88
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	0,7	8,56
05 I-I	M	18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,8	8,78
06 I-I	M	19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	0,9	8,14
03 III		17 459	696	4,2	14 293	672	4,9	3 166	25	0,8	2 226	45	2,1	11,31	0,4	8,74
04 IV		17 560	734	4,4	14 375	676	4,9	3 185	59	1,9	2 252	40	1,8	11,37	0,6	8,85
04 I		17 600	677	4,0	14 375	612	4,4	3 225	65	2,1	2 287	-12	-0,5	11,50	0,5	8,90
04 II		17 866	625	3,6	14 609	531	3,8	3 256	93	3,0	2 227	36	1,6	11,08	0,6	8,89
04 III		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,6	8,89
04 IV		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	0,7	8,82
05 I		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,8	8,78
05 II		18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,8	8,66
05 III		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,7	8,46
05 IV		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,7	8,34
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	0,9	8,14

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

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

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.

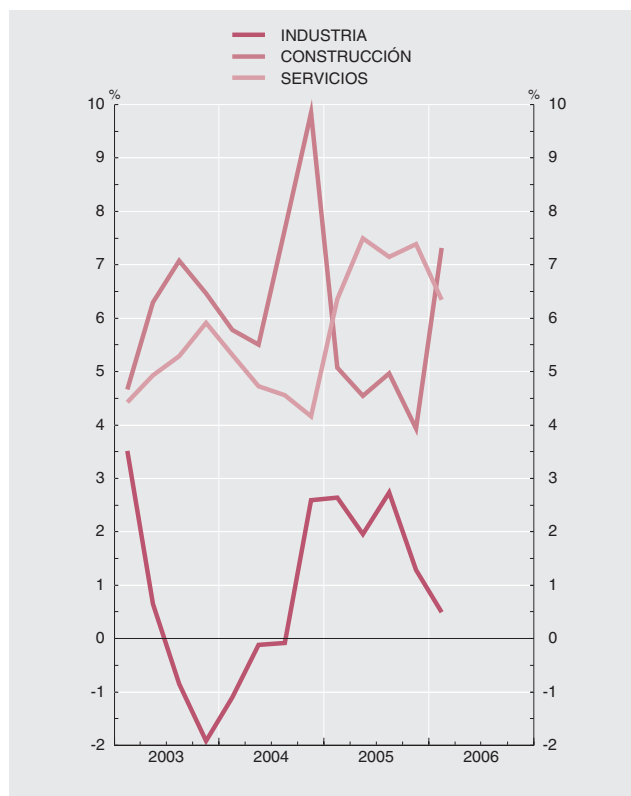
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

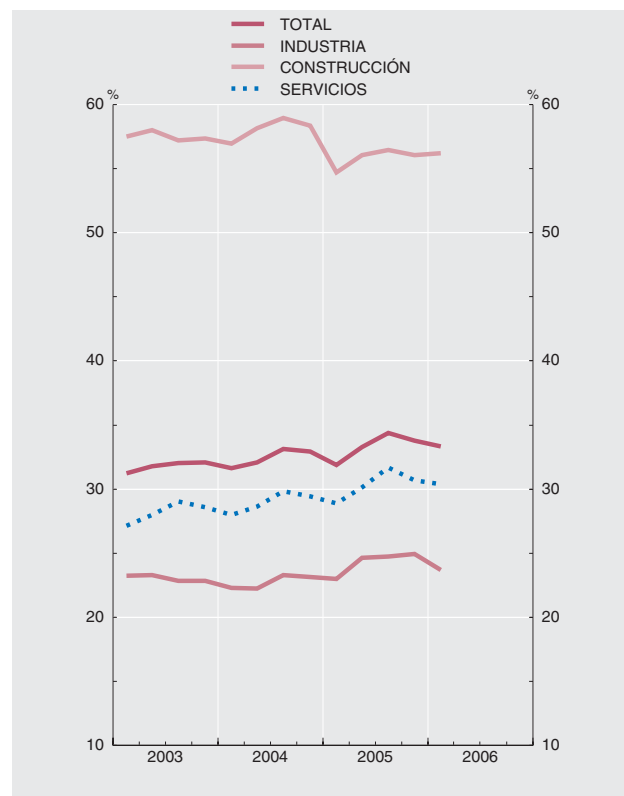
Tasas de variación interanual y porcentajes

		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
03	M	4,0	4,9	31,8	-0,4	3,7	60,6	0,3	-0,0	23,0	6,1	7,5	57,5	5,1	6,0	28,2	4,3	4,2	5,3
04	M	3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9
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	...	...
05 I-I	M	5,1	4,2	0,8	-1,4	-8,5	-3,2	2,6	0,9	3,0	5,1	3,4	-3,9	6,4	6,0	3,2	5,5	...	...
06 I-I	M	4,9	6,1	4,6	-3,2	8,1	-0,6	0,5	0,7	3,2	7,3	8,2	2,7	6,3	7,2	5,3	5,4	...	...
03 III		4,2	4,9	32,0	2,6	5,4	56,7	-0,8	-0,8	22,8	7,1	8,6	57,2	5,3	6,1	29,0	4,2	4,1	5,3
04 IV		4,4	4,9	32,1	4,0	12,7	61,9	-1,9	-2,1	22,8	6,5	7,1	57,4	5,9	6,5	28,6	4,4	4,5	6,6
04 I		4,0	4,4	31,6	2,6	8,4	63,7	-1,1	-0,5	22,3	5,8	5,5	56,9	5,3	5,6	28,0	4,1	4,2	5,9
05 II		3,6	3,8	32,1	-0,5	1,9	61,0	-0,1	0,6	22,2	5,5	4,1	58,2	4,7	4,8	28,6	3,9	4,1	5,3
06 III		3,8	4,1	33,1	0,2	7,5	60,3	-0,1	0,6	23,3	7,7	6,5	58,9	4,6	4,6	29,8	4,0	4,1	4,8
07 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	...	...
06 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	...	...
07 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	...	...
08 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	...	...

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.

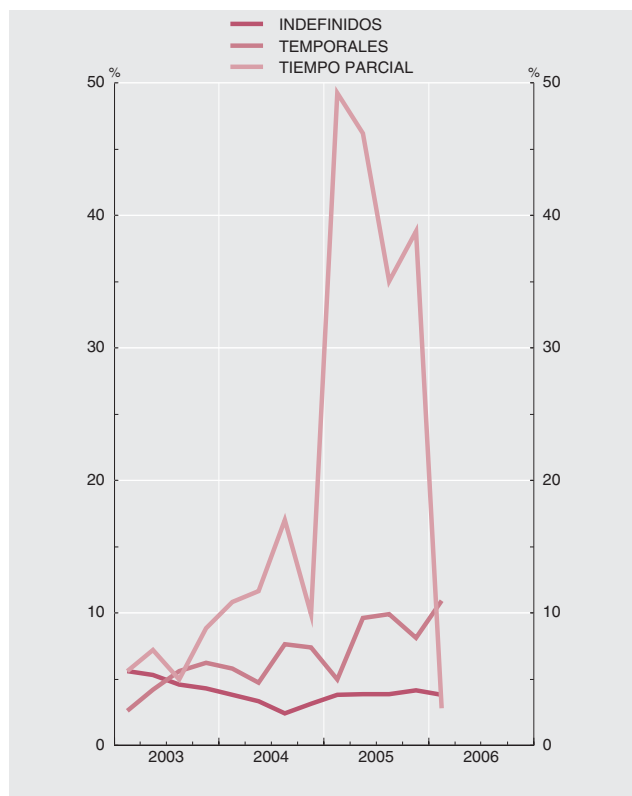
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

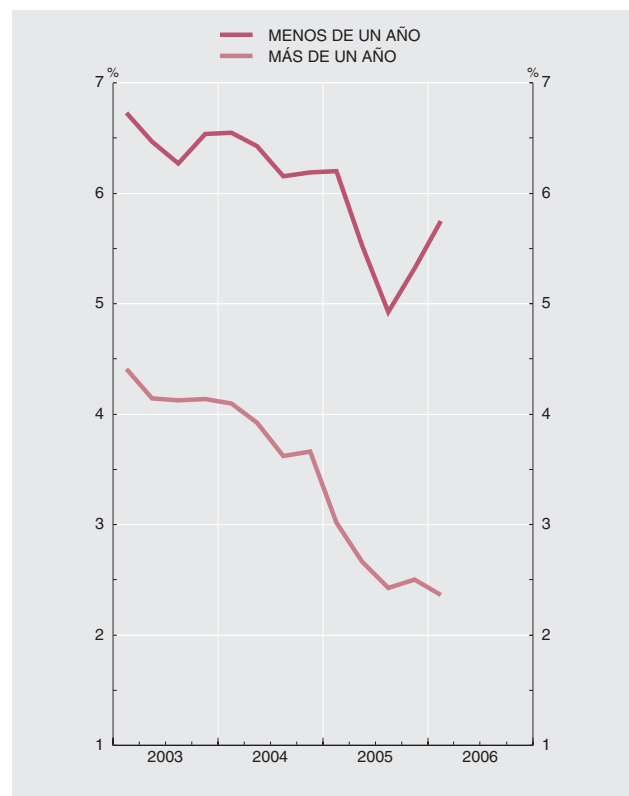
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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 tempo- ralidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalaria- dos	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Cambio de residen- cia	Menor salario	Menor cate- goría			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
03	M	455	4,9	201	4,7	31,77	581	4,7	75	6,7	8,44	6,50	4,9	4,20	3,0	19,99	42,30	47,61	
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33	
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	...	...	...
05 I-I	M	375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
06 I-I	M	390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
03 III		428	4,6	243	5,6	32,03	617	4,9	54	5,0	8,03	6,27	1,9	4,13	2,9	19,47	38,58	43,80	
04 IV		405	4,3	271	6,2	32,06	574	4,6	101	8,9	8,66	6,54	3,7	4,14	-1,7	19,34	43,87	49,23	
04 I		362	3,8	250	5,8	31,63	485	3,9	127	10,8	9,00	6,55	0,7	4,09	-3,9	17,99	42,10	47,98	
04 II		320	3,3	211	4,7	32,07	390	3,0	141	11,6	9,26	6,43	2,8	3,92	-2,1	18,77	42,48	47,89	
04 III		234	2,4	349	7,6	33,13	388	2,9	195	17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07	
04 IV		308	3,2	340	7,4	32,94	524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38	
05 I		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
05 II		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
05 III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
05 IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
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	...	...	...

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.

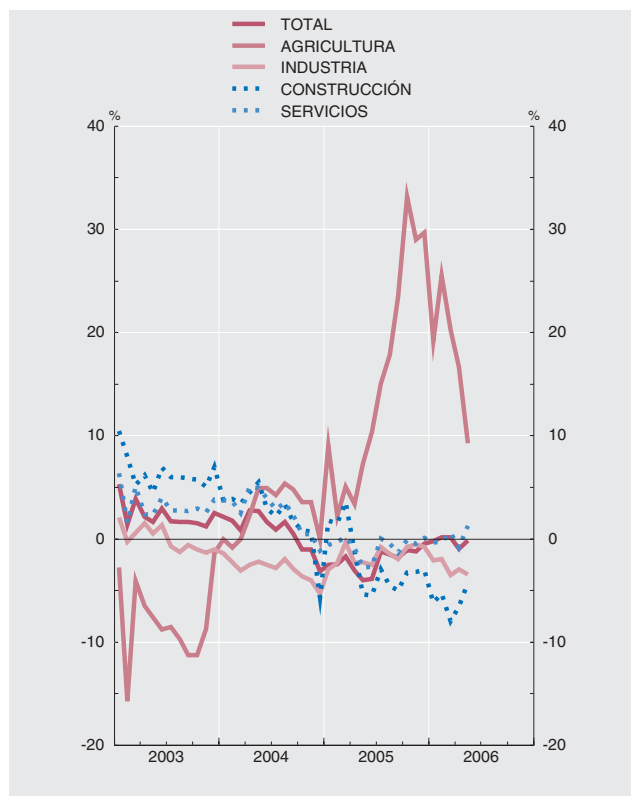
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

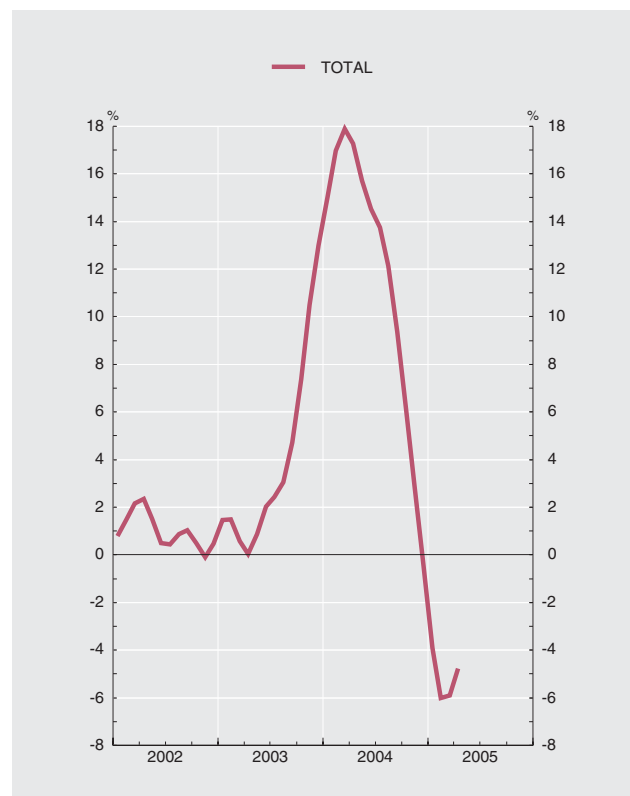
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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	Agricul-tura	No agrícola										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
03	M	2 097	47	2,3	-0,5	2,7	-8,2	3,1	-0,0	6,4	3,3	1 222	3,4	8,67	21,21	91,33	1 193	4,2
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	...	...
05 E-M	M	2 118	-59	-2,7	-16,8	-0,8	5,4	-0,9	-2,0	0,1	-0,9	1 315	-2,3	10,10	22,07	89,90	...	...
06 E-M	M	2 114	-4	-0,2	3,6	-0,6	18,1	-1,2	-2,8	-6,1	0,1	1 467	11,6	11,06	22,14	88,94	...	...
05	Abr	2 096	-66	-3,1	-17,3	-1,0	3,4	-1,2	-2,3	-1,2	-0,9	1 323	5,3	10,07	22,68	89,93	1 278	3,6
	May	2 007	-83	-4,0	-12,9	-2,7	7,3	-3,0	-2,3	-5,4	-2,8	1 430	11,8	9,40	22,85	90,60	...	...
	Jun	1 975	-79	-3,9	-12,3	-2,6	10,4	-3,0	-2,5	-5,5	-2,7	1 567	12,6	8,49	22,88	91,51	...	...
	Jul	1 989	-25	-1,2	-9,5	-0,1	15,1	-0,5	-0,8	-2,9	0,0	1 570	5,6	7,40	24,16	92,60	...	...
	Ago	2 019	-31	-1,5	-7,7	-0,7	17,9	-1,2	-1,4	-4,5	-0,5	1 298	15,4	7,09	21,77	92,91	...	...
	Sep	2 013	-37	-1,8	-6,1	-1,2	23,5	-1,9	-2,0	-5,0	-1,3	1 618	9,6	8,58	24,53	91,42	...	...
	Oct	2 053	-23	-1,1	-11,3	0,3	33,2	-0,6	-0,7	-3,3	-0,1	1 637	11,2	9,05	27,18	90,95	...	...
	Nov	2 096	-26	-1,2	-10,1	0,0	29,0	-0,8	-0,5	-3,2	-0,5	1 569	8,5	9,10	25,24	90,90	...	...
	Dic	2 103	-10	-0,5	-6,8	0,4	29,7	-0,5	-0,7	-3,0	0,1	1 330	8,7	8,16	23,95	91,84	...	...
06	Ene	2 172	-5	-0,2	4,9	-0,8	19,2	-1,4	-2,1	-6,2	-0,3	1 473	14,6	10,85	21,25	89,15	...	...
	Feb	2 169	4	0,2	5,9	-0,5	25,6	-1,2	-1,9	-5,3	-0,3	1 367	11,1	11,75	21,83	88,25	...	...
	Mar	2 149	4	0,2	6,5	-0,6	20,3	-1,2	-3,5	-7,9	0,6	1 556	19,0	11,33	22,42	88,67	...	...
	Abr	2 076	-20	-1,0	2,5	-1,4	16,7	-1,9	-3,0	-6,5	-0,8	1 304	-1,4	11,17	22,60	88,83	...	...
	May	2 005	-3	-0,1	-1,6	0,0	9,3	-0,3	-3,5	-4,3	1,3	1 638	14,5	10,19	22,60	89,81	...	...

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

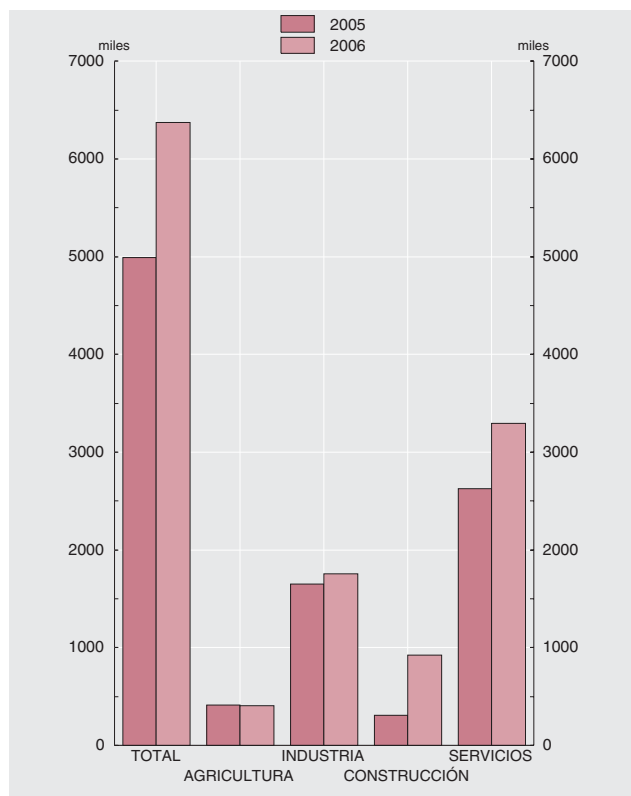
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

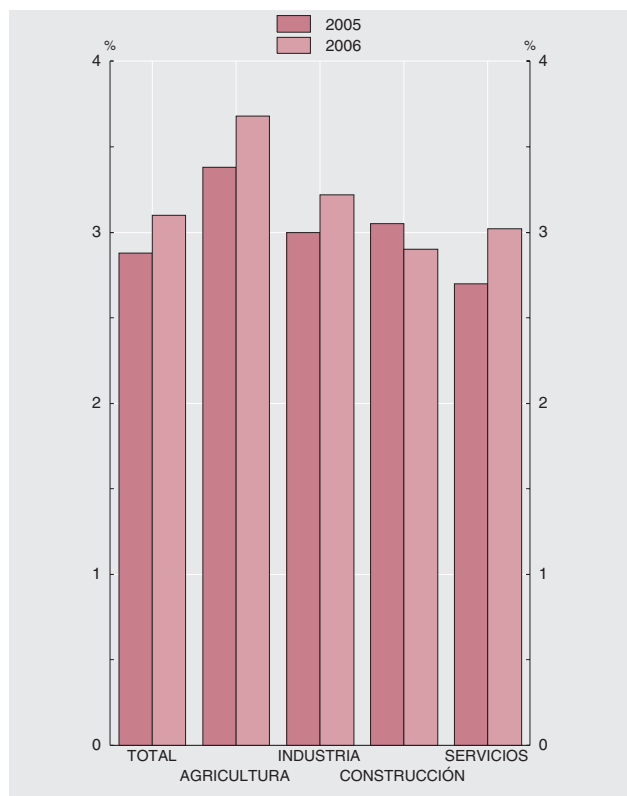
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re-visados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por re-visados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
03	9 995	3,68	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41
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	9 847	4,02	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
04 Nov	10 193	3,60	5 187	2 279	7 466	-341	497	2 301	1 046	3 622	2,93	3,00	2,95	3,32	2,96	3,43	2,76
Dic	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 Ene	9 120	4,05	3 268	2	3 269	387	398	1 220	93	1 558	2,73	2,00	2,72	3,37	2,75	2,98	2,52
Feb	9 149	4,05	3 988	3	3 991	888	399	1 483	93	2 016	2,79	2,64	2,79	3,37	2,96	2,99	2,54
Mar	9 200	4,05	4 581	181	4 762	651	410	1 565	283	2 503	2,82	3,63	2,85	3,38	2,95	3,00	2,69
Abr	9 522	4,03	4 805	189	4 994	488	410	1 650	309	2 625	2,85	3,61	2,88	3,38	3,00	3,05	2,70
May	9 672	4,02	4 919	633	5 553	813	454	1 719	523	2 856	2,87	3,37	2,92	3,46	3,02	2,95	2,78
Jun	9 715	4,02	4 989	650	5 639	580	454	1 729	523	2 932	2,86	3,36	2,92	3,46	3,01	2,95	2,77
Jul	9 724	4,02	5 178	740	5 918	325	456	1 773	532	3 157	2,85	3,32	2,90	3,46	3,02	2,95	2,75
Ago	9 724	4,02	5 324	1 010	6 334	361	456	1 817	562	3 499	2,87	3,27	2,93	3,46	3,02	3,00	2,80
Sep	9 841	4,02	5 324	1 382	6 706	-42	456	2 104	562	3 584	2,87	3,09	2,91	3,46	2,96	3,00	2,80
Oct	9 846	4,02	5 457	1 862	7 319	303	491	2 207	742	3 879	2,86	3,08	2,92	3,44	2,97	2,92	2,82
Nov	9 847	4,02	5 539	2 384	7 923	457	491	2 345	969	4 117	2,86	3,14	2,95	3,44	2,98	2,92	2,88
Dic	9 847	4,02	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 Ene	6 192	3,11	3 708	1	3 709	440	336	1 057	483	1 833	2,79	2,62	2,79	3,55	2,65	2,85	2,71
Feb	6 209	3,11	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	6 260	3,11	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	6 360	3,10	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

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-abril



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-abril



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

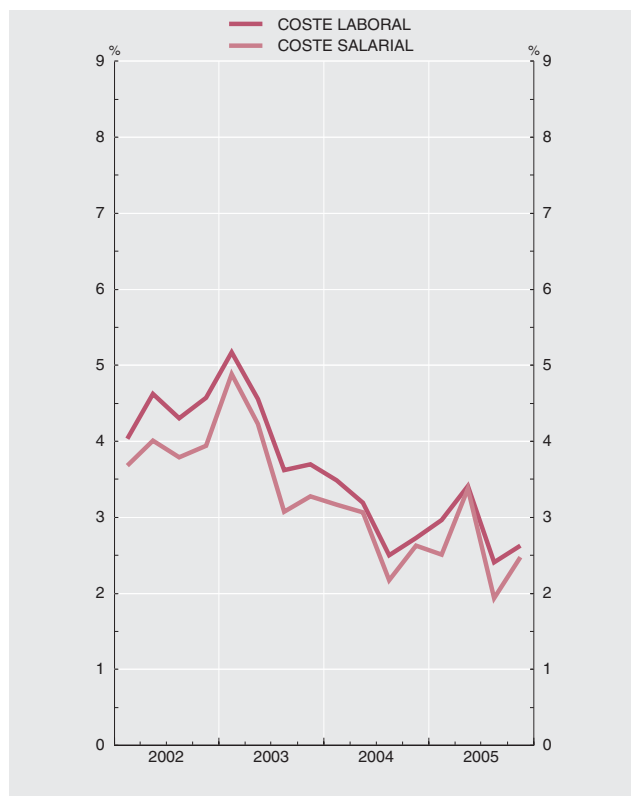
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

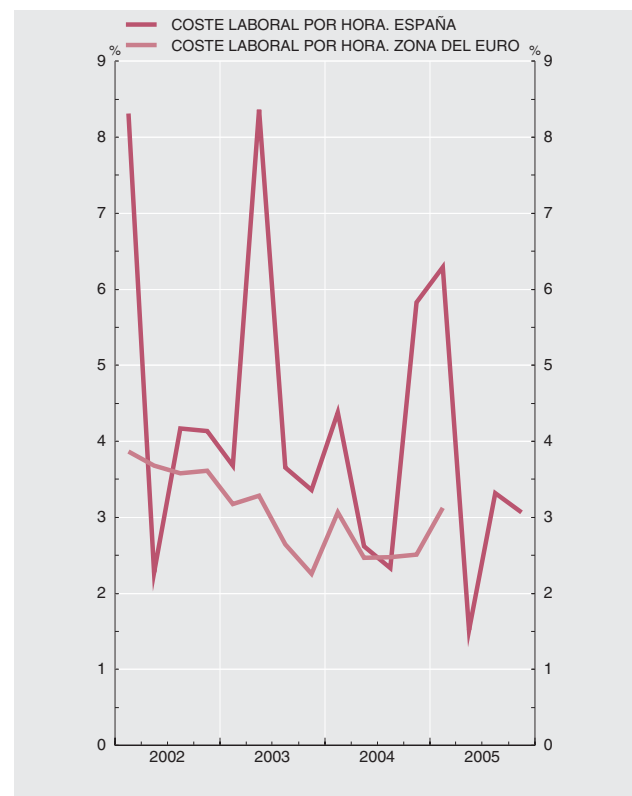
Tasas de variación interanual

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

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



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

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

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

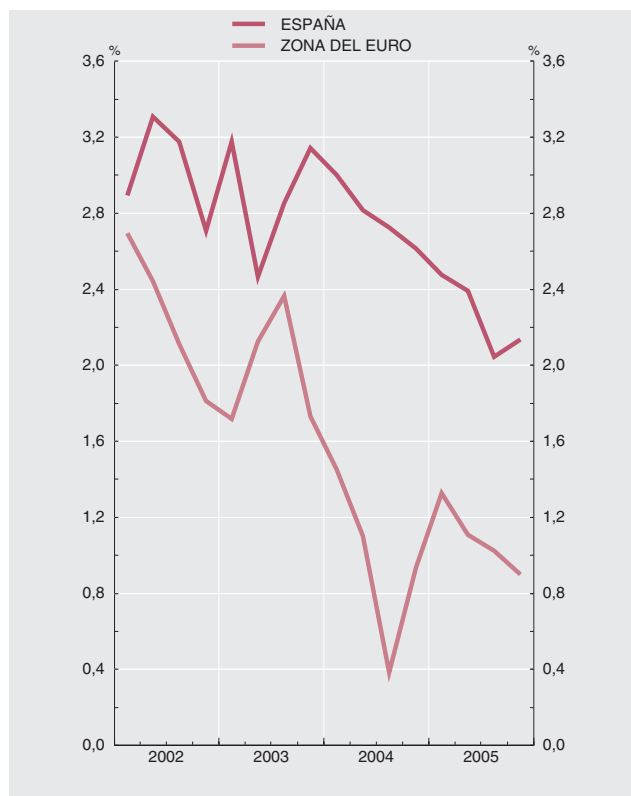
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

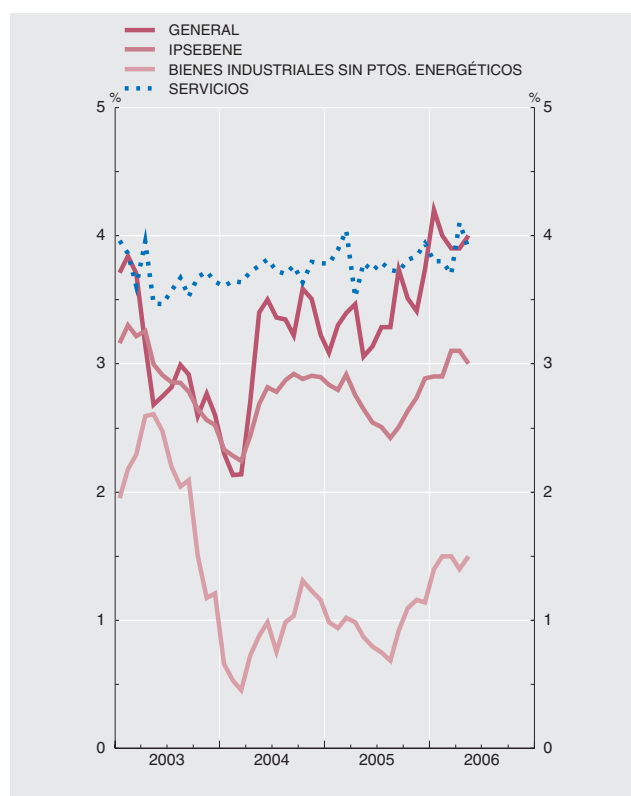
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

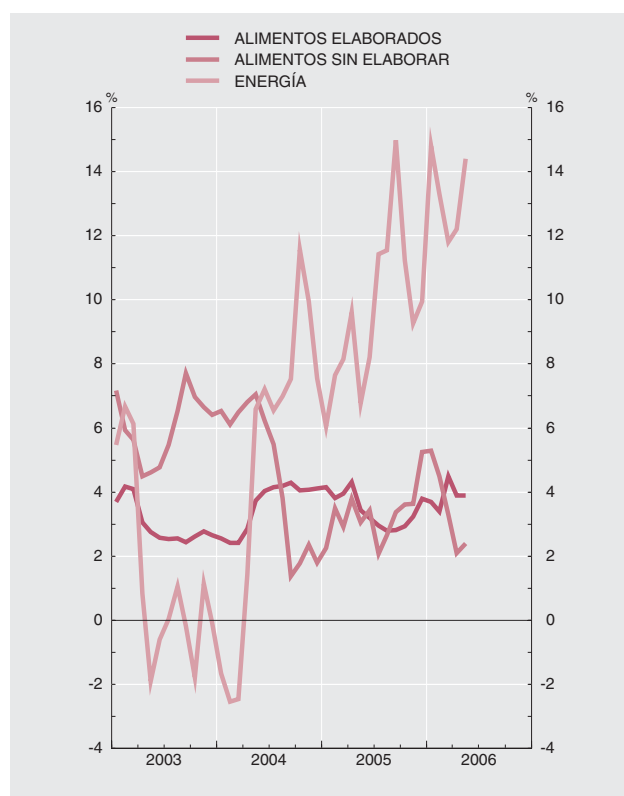
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T_{12}^1)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂ ¹ (c)	s/ T _{dic} (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂ ¹
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
03 M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,8	5,5
04 M	109,9	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05 M	113,6	—	3,4	3,7	3,3	3,4	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
05 E-M	M	112,2	0,4	3,3	0,5	3,1	1,0	7,6	3,8	2,8	121,0	7,8
06 E-M	M	116,7	0,4	4,0	0,7	3,5	1,5	13,3	3,9	3,0	...	...
05 Feb	111,0	0,3	3,3	-0,6	3,5	3,8	0,9	7,6	3,9	2,8	120,5	12,2
Mar	111,9	0,8	3,4	0,2	2,9	4,0	1,0	8,2	4,0	2,9	126,5	13,2
Abr	113,5	1,4	3,5	1,6	3,8	4,3	1,0	9,6	3,5	2,8	122,7	6,6
May	113,7	0,2	3,1	1,8	3,0	3,4	0,9	6,8	3,8	2,6	120,1	-0,9
Jun	114,0	0,2	3,1	2,1	3,4	3,2	0,8	8,2	3,7	2,5	106,9	-11,9
Jul	113,3	-0,6	3,3	1,5	2,1	3,0	0,7	11,4	3,8	2,5	102,9	-5,1
Ago	113,8	0,4	3,3	1,9	2,7	2,8	0,7	11,5	3,7	2,4	102,3	9,2
Sep	114,5	0,6	3,7	2,5	3,4	2,8	0,9	15,0	3,7	2,5	99,5	6,7
Oct	115,4	0,8	3,5	3,4	3,6	2,9	1,1	11,2	3,8	2,6	99,6	-0,8
Nov	115,6	0,2	3,4	3,5	3,6	3,2	1,2	9,3	3,8	2,7	106,9	2,0
Dic	115,9	0,2	3,7	3,7	5,2	3,8	1,1	9,9	3,9	2,9	113,6	2,1
06 Ene	115,4	-0,4	4,2	-0,4	5,3	3,7	1,4	14,8	3,8	2,9	119,9	4,0
Feb	115,5	-	4,0	-0,4	4,5	3,4	1,5	13,3	3,8	2,9	121,4	0,8
Mar	116,3	0,7	3,9	0,3	3,3	4,5	1,5	11,8	3,7	3,1	113,1	-10,6
Abr	117,9	1,4	3,9	1,8	2,1	3,9	1,4	12,2	4,1	3,1	...	...
May	118,3	0,4	4,0	2,1	2,4	3,9	1,5	14,4	3,9	3,0	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

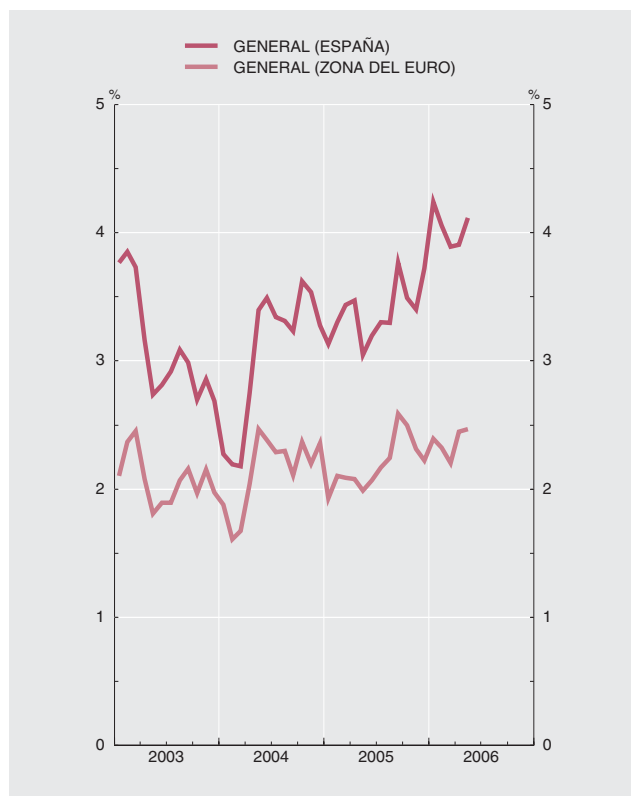
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

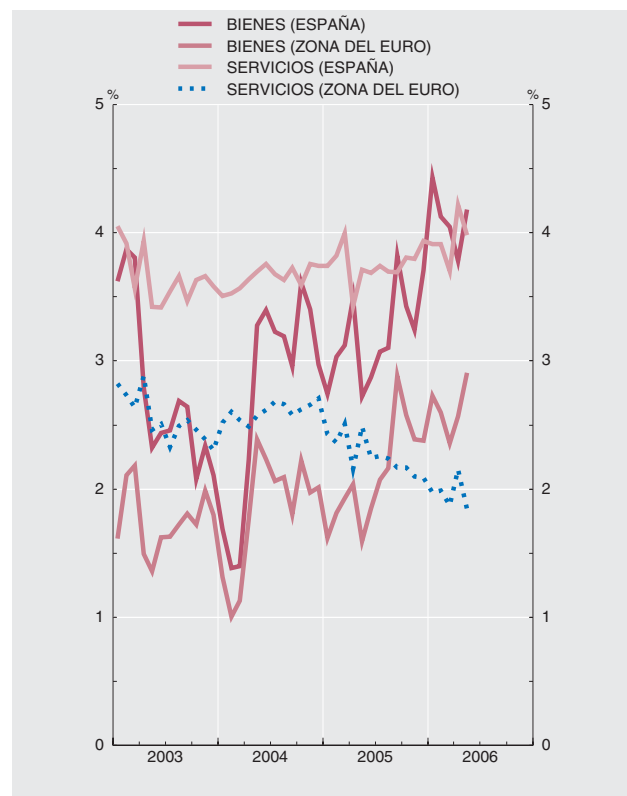
Tasas de variación interanual

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

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)

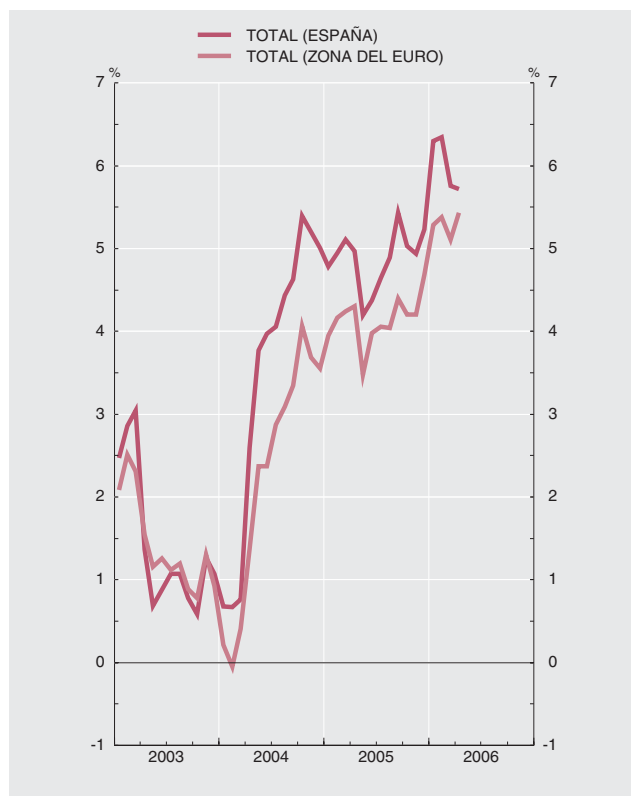
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

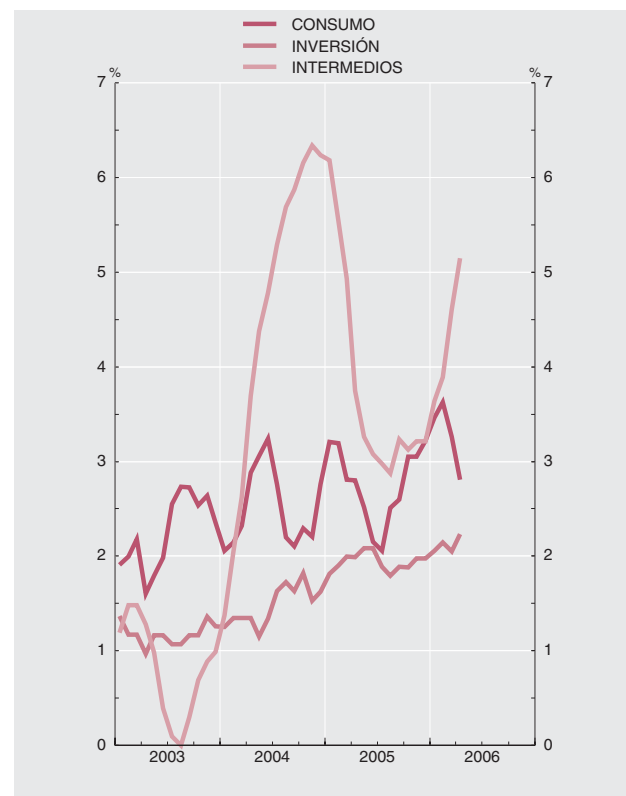
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂ ¹	m ₁ (b)	T ₁₂ ¹	m ₁ (b)	T ₁₂ ¹	m ₁ (b)	T ₁₂ ¹	m 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
03	MP	103,9	—	1,4	—	2,3	—	1,2	—	0,8	—	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4
05 E-A	MP	110,7	—	5,0	—	3,0	—	1,9	—	5,1	—	11,9	4,2	1,1	1,6	4,7	10,8
06 E-A	MP	117,4	—	6,0	—	3,3	—	2,1	—	4,3	—	18,1	5,3	1,5	1,1	2,6	18,6
05 Ene	P	109,5	0,5	4,8	0,8	3,2	0,6	1,8	0,8	6,2	-0,5	8,8	3,9	1,3	1,6	5,5	8,4
Feb	P	110,3	0,7	4,9	0,4	3,2	0,4	1,9	0,5	5,5	1,5	11,0	4,2	1,3	1,7	5,2	10,0
Mar	P	111,2	0,8	5,1	0,4	2,8	0,2	2,0	0,2	4,9	3,4	13,1	4,2	0,9	1,7	4,5	11,7
Abr	P	111,9	0,6	5,0	0,4	2,8	0,1	2,0	-	3,7	2,6	14,5	4,3	0,9	1,5	3,7	13,2
May	P	111,8	-0,1	4,2	0,1	2,5	0,1	2,1	0,1	3,3	-0,8	11,0	3,5	0,9	1,5	3,0	9,7
Jun	P	112,1	0,3	4,4	-0,1	2,2	0,2	2,1	-0,2	3,1	1,9	13,5	4,0	0,8	1,4	2,6	13,4
Jul	P	112,7	0,5	4,6	0,1	2,1	-	1,9	0,1	3,0	2,7	15,7	4,1	0,7	1,2	1,9	15,1
Ago	P	113,6	0,8	4,9	0,3	2,5	-	1,8	0,2	2,9	3,3	16,4	4,0	0,9	1,1	1,7	15,2
Sep	P	114,5	0,8	5,4	0,2	2,6	0,1	1,9	0,7	3,2	2,5	17,9	4,4	1,1	1,2	1,6	16,6
Oct	P	114,9	0,3	5,0	0,3	3,0	0,2	1,9	0,4	3,1	0,7	15,2	4,2	1,3	1,2	1,6	15,3
Nov	P	114,7	-0,2	4,9	-0,1	3,1	0,1	2,0	0,4	3,2	-1,3	14,7	4,2	1,4	1,0	1,8	14,7
Dic	P	114,7	-	5,2	0,4	3,2	0,1	2,0	-	3,2	-1,3	15,6	4,7	1,3	1,0	1,9	17,0
06 Ene	P	116,4	1,5	6,3	1,0	3,5	0,6	2,1	1,2	3,6	3,8	20,6	5,3	1,5	1,0	2,0	19,8
Feb	P	117,3	0,8	6,3	0,6	3,6	0,5	2,1	0,8	3,9	1,1	20,1	5,4	1,5	1,0	2,3	19,7
Mar	P	117,6	0,3	5,8	-	3,3	0,1	2,0	0,9	4,6	0,2	16,4	5,1	1,5	1,1	2,6	17,5
Abr	P	118,3	0,6	5,7	-0,1	2,8	0,3	2,2	0,5	5,1	1,7	15,4	5,4	1,6	1,2	3,4	17,6

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

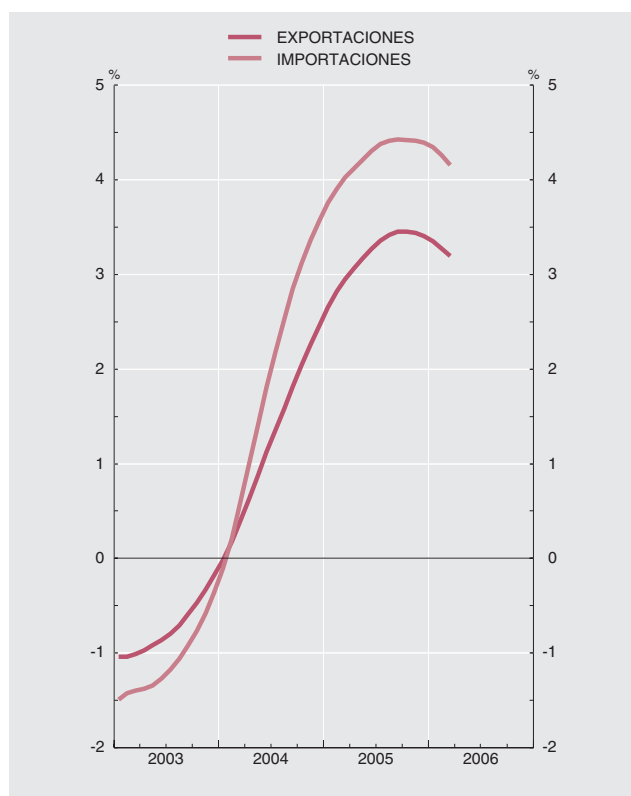
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

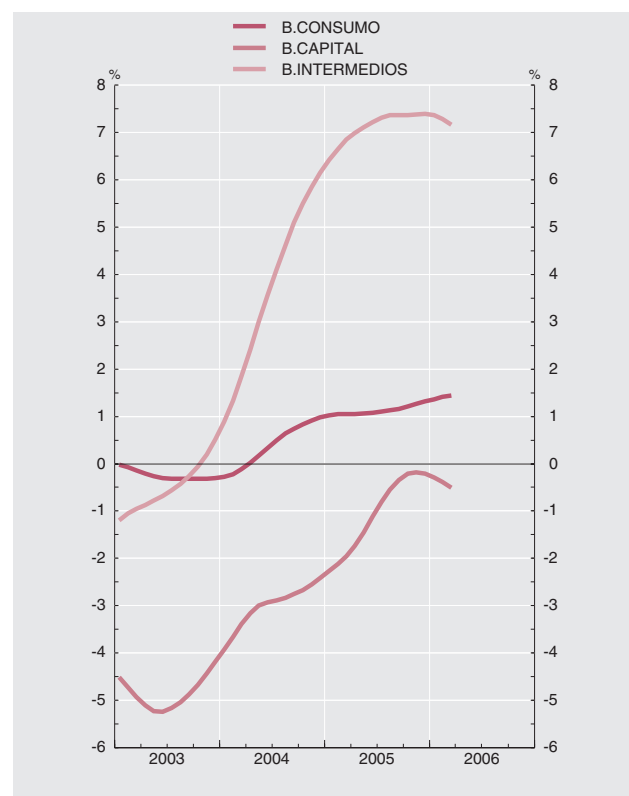
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
03	-1,5	0,0	-9,6	-1,2	-1,7	-1,1	-1,3	-0,1	-7,3	-0,7	0,7	-1,1
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
05 E-M	5,1	3,8	2,9	6,4	33,6	5,1	5,3	2,4	-3,8	8,7	22,5	5,6
06 E-M	4,2	1,5	4,9	6,4	29,1	5,0	6,0	-0,5	1,8	10,6	36,0	3,7
04 Oct	3,9	4,2	5,2	3,6	34,6	1,9	5,2	1,7	-7,3	9,7	30,9	5,8
Nov	3,5	0,9	0,5	6,6	33,1	5,3	4,6	1,8	-3,0	7,5	27,4	3,6
Dic	2,2	-1,4	0,2	5,2	23,8	4,1	5,8	4,2	-3,7	9,4	19,9	7,1
05 Ene	5,1	2,7	-0,5	7,8	35,5	6,3	5,0	3,4	-1,6	7,2	16,7	4,8
Feb	5,4	4,2	6,9	6,1	40,8	4,6	5,4	1,0	-1,9	9,3	23,2	6,5
Mar	4,8	4,4	2,8	5,4	25,1	4,4	5,3	2,6	-7,6	9,7	27,8	5,6
Abr	2,7	-1,2	1,0	6,2	36,6	4,7	4,6	0,9	-7,5	9,1	32,8	4,2
May	3,3	-1,1	7,5	6,2	38,5	4,6	0,9	-3,2	-6,5	4,7	20,0	1,6
Jun	3,2	-0,3	-0,9	7,0	41,0	5,2	5,3	3,6	-1,3	7,7	26,3	3,5
Jul	5,7	2,2	15,6	6,3	32,7	4,9	8,2	0,6	10,4	11,7	38,6	5,1
Ago	6,1	3,9	3,8	8,2	48,4	5,1	6,1	-0,2	-0,4	11,0	26,8	4,5
Sep	5,4	0,6	11,5	8,4	33,8	6,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	29,5	0,7
Oct	4,2	1,2	8,2	6,0	24,0	4,8	4,8	0,8	14,0	5,3	16,2	1,8
Nov	4,3	2,7	8,3	4,6	26,1	3,2	3,8	3,3	-0,8	5,6	22,5	0,8
Dic	6,2	3,6	11,8	6,5	27,2	5,3	7,1	0,9	10,2	8,9	33,5	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	0,7	8,1	33,3	6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,1	1,8

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).

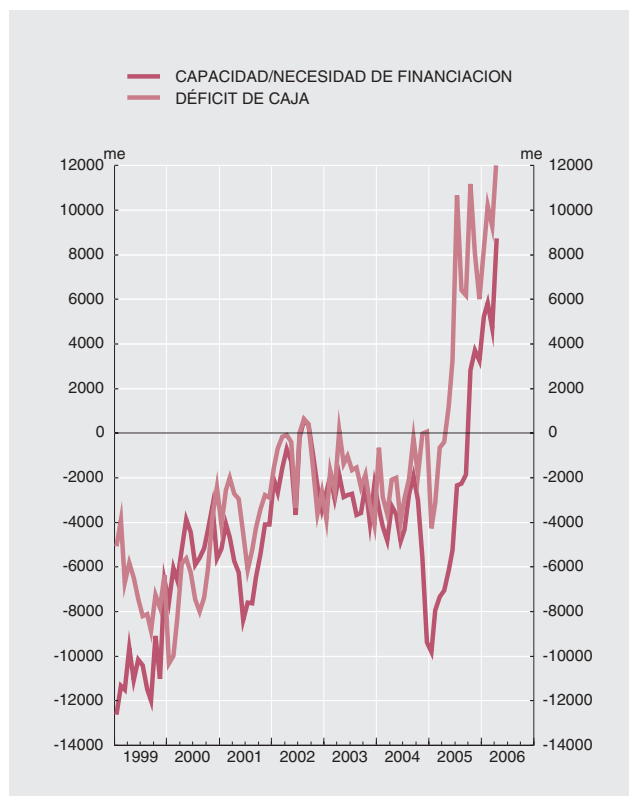
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

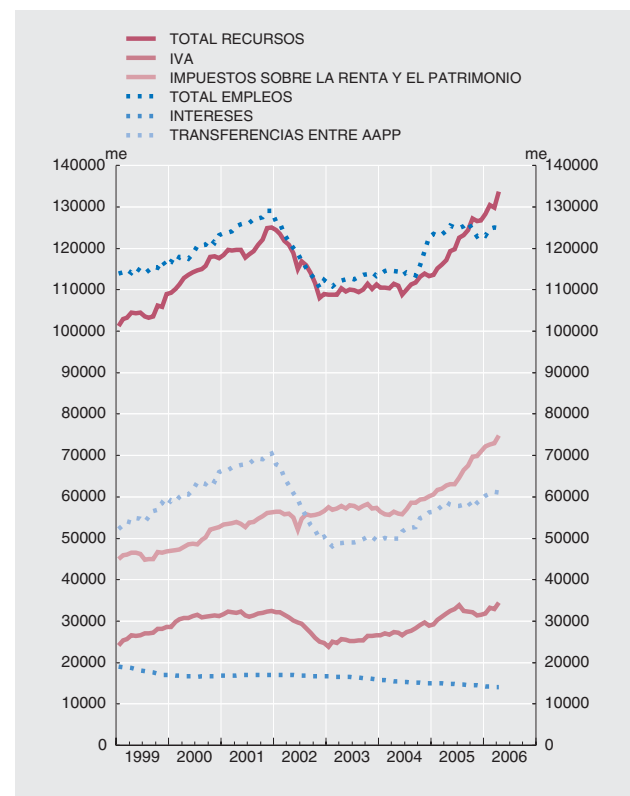
Millones de euros

		Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
		Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos sobre los produc- tos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- nación de asalari- ados	Inter- eses	Trans- feren- cias cor- rientes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la in- versión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos	
		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	117 598	31 262	17 171	5 316	52 671	11 178	123 225	15 806	16 809	65 992	3 633	20 985	-2 431	118 693	121 124
01		-4 104	124 992	32 433	17 838	7 022	56 312	11 387	129 096	16 067	17 030	70 539	3 297	22 163	-2 884	125 193	128 077
02	P	-3 428	108 942	24 701	11 431	5 414	56 616	10 780	112 370	16 978	16 666	50 348	3 244	25 134	-2 626	108 456	111 082
03	P	-2 274	111 319	26 539	10 918	5 029	57 415	11 418	113 350	17 670	15 900	49 406	2 695	27 679	-4 132	109 655	113 787
04	A	-9 390	113 330	28 950	10 991	4 714	60 059	8 616	122 720	15 619	15 053	56 347	7 419	28 282	59	114 793	114 734
05	A	3 261	126 811	31 542	11 069	4 661	70 987	8 552	123 550	16 466	14 313	59 404	3 539	29 828	6 022	128 777	122 755
05 E-A	A	12 417	47 878	18 960	3 516	846	22 526	2 030	35 461	4 818	4 837	17 770	661	7 375	7 139	49 529	42 390
06 E-A	A	17 896	54 718	21 875	3 507	1 897	26 413	1 026	36 822	5 070	4 591	19 451	572	7 138	13 492	55 464	41 973
05 Jun	A	-8 409	757	-560	849	250	214	4	9 166	829	1 193	6 040	216	888	-6 992	2 406	9 397
Jul	A	8 586	17 679	5 658	1 026	247	10 573	175	9 093	1 222	1 234	4 671	70	1 896	10 068	18 175	8 107
Ago	A	-9	8 297	-2 965	786	228	9 755	493	8 306	1 221	1 182	4 276	22	1 605	-4 157	9 096	13 252
Sep	A	725	9 927	2 987	1 251	182	4 480	1 027	9 202	1 303	1 145	4 726	153	1 875	1 191	9 048	7 857
Oct	A	11 907	21 828	5 697	1 070	257	13 883	921	9 921	1 234	1 197	5 746	161	1 583	10 622	21 550	10 927
Nov	A	-5 144	6 515	671	595	1 160	3 365	724	11 659	1 258	1 156	6 197	442	2 606	-3 012	6 127	9 140
Dic	A	-11 610	9 275	313	953	914	5 783	1 312	20 885	2 203	1 152	6 796	1 622	9 112	-5 187	9 006	14 194
06 Ene	A	2 024	9 612	-349	821	246	8 392	502	7 588	1 143	1 215	4 345	10	875	-4 557	10 255	14 812
Feb	A	8 833	18 865	13 536	922	214	3 456	737	10 032	1 232	1 053	5 059	83	2 605	8 720	18 115	9 395
Mar	A	-6 273	3 993	892	928	681	2 139	-647	10 266	1 510	1 174	5 324	367	1 891	-3 920	4 889	8 809
Abr	A	13 312	22 248	7 796	836	756	12 426	434	8 936	1 185	1 149	4 723	112	1 767	13 248	22 204	8 959

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

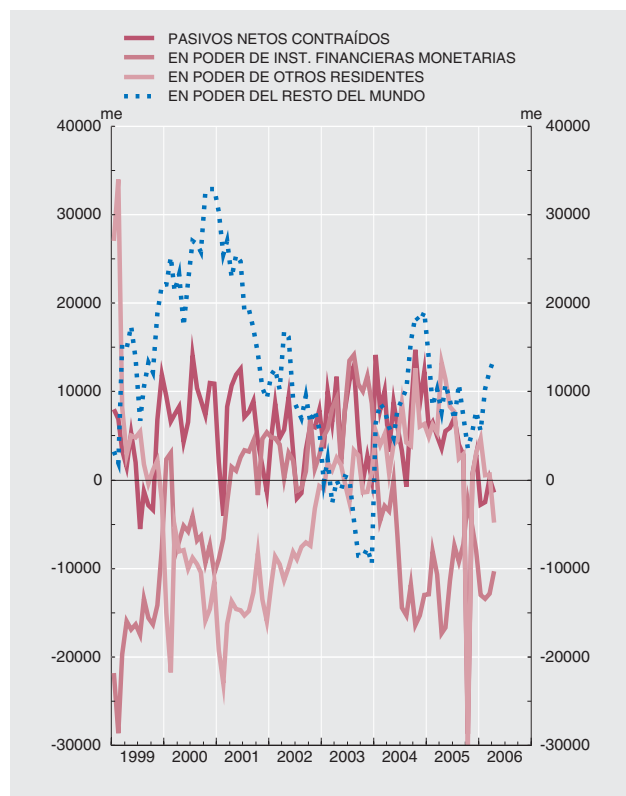
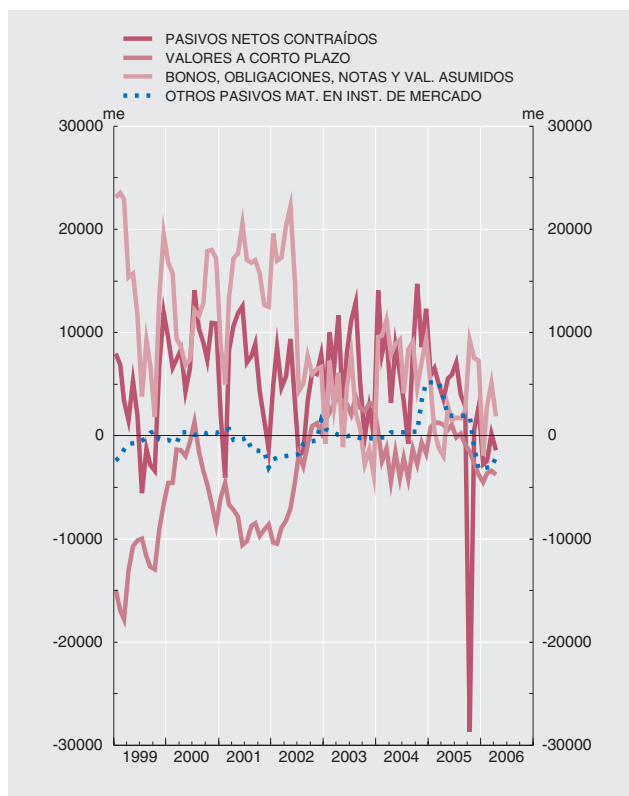
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos											Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos							Por sectores de contrapartida			
		Del cual	En monedas distintas de la pese- ta/ euro			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (b)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
				Total	Total						Institu- ciones financie- rias moneta- rias	Otros sectores residen- tes				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
99		-6 585	5 337	4 574	11 922	209	-6 629	19 592	-499	-446	-96	-10 103	-7 734	-2 369	22 026	12 018
00		-5 627	5 237	5 690	10 864	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 636	-22 060	-10 554	-11 506	32 924	8 228
01		-4 104	-5 451	-20 141	-1 347	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 652	-10 553	5 387	-15 940	9 206	305
02	P	-3 428	4 498	-95	7 926	-888	346	6 655	-486	1 488	-77	2 140	2 798	-657	5 785	8 002
03	A	-2 274	-2 025	0	6	-135	3 146	-3 761	-486	-281	1 388	9 478	8 664	815	-9 472	-1 381
04	A	-9 390	2 906	-0	12 296	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	-150	-6 679	-12 978	6 299	18 975	12 446
05	A	3 261	6 086	0	2 825	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 986	-4 953	-8 026	3 073	7 779	-161
05 E-A	A	12 417	10 279	275	-2 138	-1 147	-1 463	224	-	-1 257	359	-3 982	-9 685	5 703	1 845	-2 496
06 E-A	A	17 896	11 522	3 250	-6 374	-143	-1 427	-5 169	-	-171	393	-14 157	-11 956	-2 201	7 783	-6 767
05 Jun	A	-8 409	-6 026	1	2 383	18	-2 381	3 679	-	17	1 067	2 349	5 654	-3 304	34	1 316
Jul	A	8 586	1 374	-1	-7 212	-537	1 618	-12 680	-	14	3 836	-4 134	-3 363	-771	-3 078	-11 048
Ago	A	-9	-5 860	1	-5 851	5	-2 340	1 060	-	44	-4 615	-7 218	-3 601	-3 617	1 367	-1 236
Sep	A	725	8 585	-0	7 860	-28	1 824	5 962	-	-48	123	5 230	5 385	-155	2 630	7 737
Oct	A	11 907	-17 217	-0	-29 124	8	-2 257	-1 014	-	2	-25 856	-28 106	-1 065	-27 041	-1 018	-3 268
Nov	A	-5 144	21 560	-0	26 704	9	1 786	3 704	-	-9	21 224	24 954	520	24 435	1 750	5 480
Dic	A	-11 610	-6 122	1	5 488	-254	-2 568	2 189	-486	-227	6 580	3 298	-1 628	4 925	2 190	-1 092
06 Ene	A	2 024	-4 500	-1	-6 524	12	1 991	-11 363	-	-4	2 852	-8 634	-9 145	511	2 110	-9 376
Feb	A	8 833	6 628	1	-2 205	4	-2 436	3 695	-	-1	-3 463	-4 905	-1 552	-3 353	2 700	1 258
Mar	A	-6 273	-756	-1	5 517	7	2 009	3 669	-	-26	-135	4 017	1 837	2 180	1 500	5 652
Abr	A	13 312	10 149	3 250	-3 163	-166	-2 991	-1 170	-	-140	1 138	-4 636	-3 096	-1 539	1 473	-4 301

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

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



FUENTE: BE.

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

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

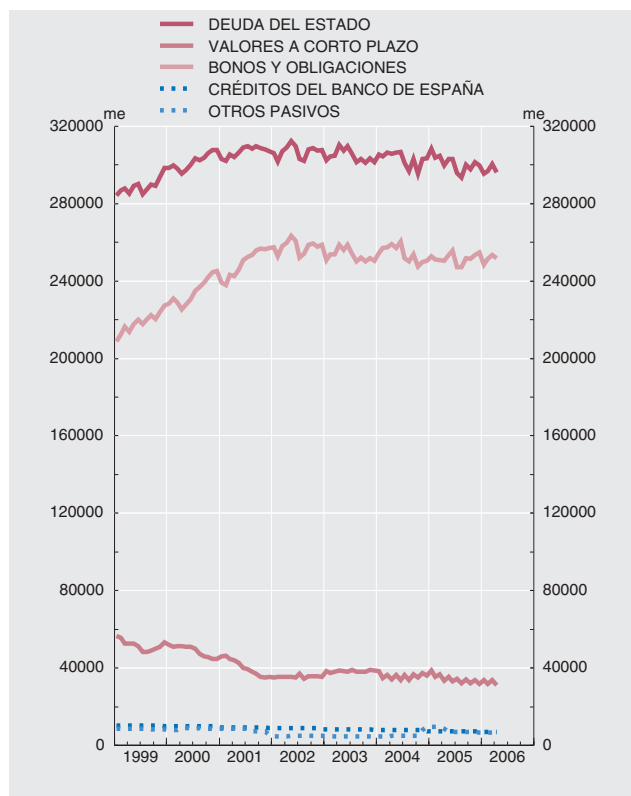
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

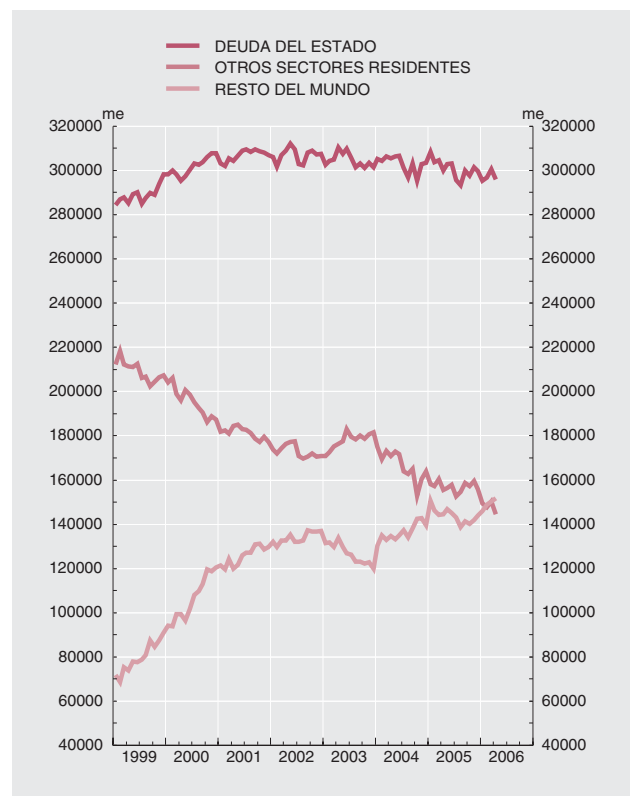
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:			
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)		
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo	
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
97		274 176	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	P	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03	P	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04	A	303 540	3 267	35 996	250 410	7 388	9 746	182 967	19 127	163 840	139 700	300	7 186	
05	Abr	A	299 848	3 343	33 342	250 614	7 388	8 504	177 401	21 956	155 444	144 403	575	6 987
	May	A	302 938	3 426	35 332	253 416	7 388	6 802	178 379	22 139	156 240	146 698	300	6 949
	Jun	A	303 061	3 286	33 059	255 792	7 388	6 822	179 971	22 117	157 854	145 207	300	6 949
	Jul	A	295 724	2 465	34 346	247 159	7 388	6 832	175 399	22 746	152 653	143 071	299	6 570
	Ago	A	293 464	2 457	32 111	247 091	7 388	6 874	177 374	22 717	154 657	138 807	300	6 531
	Sep	A	300 087	2 458	33 917	251 955	7 388	6 827	181 490	22 774	158 716	141 371	300	6 360
	Oct	A	297 668	2 416	31 976	251 481	7 388	6 824	179 852	22 496	157 356	140 313	300	6 348
	Nov	A	301 509	2 401	33 752	253 553	7 388	6 816	182 537	23 066	159 471	142 039	300	7 102
	Dic	A	299 730	2 154	31 614	254 627	6 902	6 588	178 398	22 658	155 740	143 990	300	6 020
06	Ene	A	295 468	2 114	33 602	248 385	6 902	6 579	171 045	21 656	149 389	146 079	299	5 898
	Feb	A	296 662	2 156	31 656	251 523	6 902	6 582	169 034	21 195	147 839	148 823	300	5 376
	Mar	A	300 582	2 097	33 670	253 458	6 902	6 553	172 365	22 100	150 264	150 317	300	5 902
	Abr	A	296 036	1 926	31 064	251 662	6 902	6 408	166 129	21 741	144 388	151 648	3 550	5 768

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

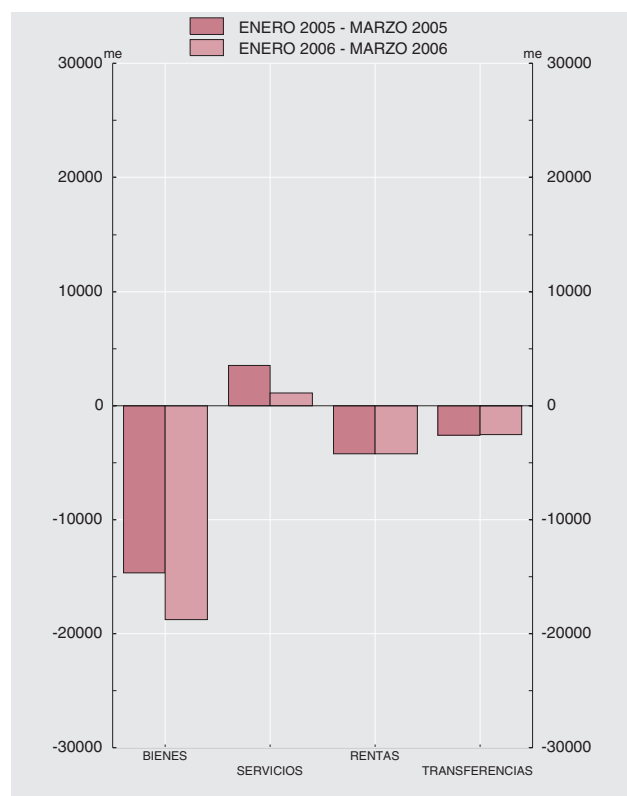
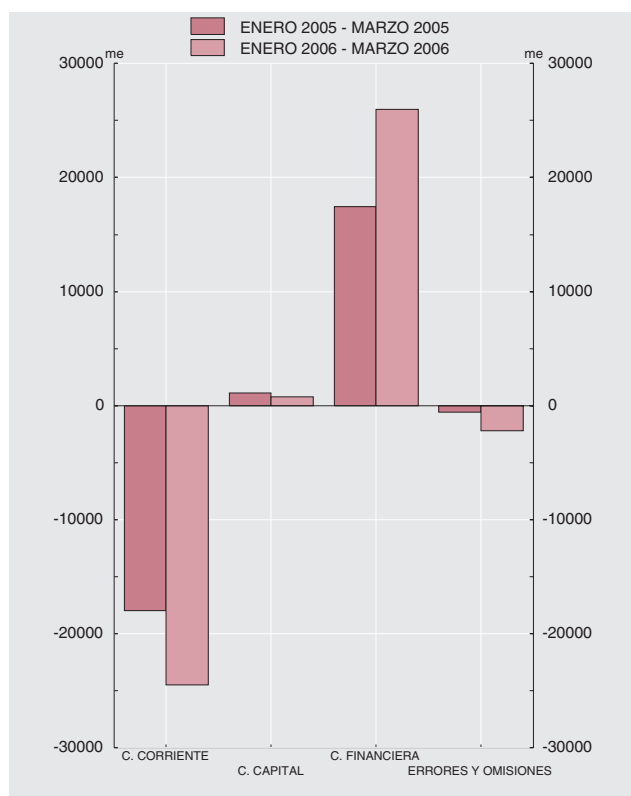
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)												Transfe- rencias co- rrientes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes
Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas										
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos							
					Del cual		Del cual											
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes										
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
03	-27 476	-39 839	139 754	179 593	23 301	65 689	35 047	42 388	8 010	-10 396	24 061	34 456	-543	8 165	-19 311	17 826	1 486	
04	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885	
05	P -66 627	P -68 969	156 375	225 344	22 635	75 410	38 495	52 776	12 125	-17 208	31 312	48 520	-3 084	7 972	-58 655	59 551	-897	
05 E-M	P -18 006	P -14 679	36 617	51 296	3 517	15 373	7 071	11 856	2 651	-4 232	5 816	10 047	-2 612	1 114	-16 891	17 456	-565	
06 E-M	P -24 500	P -18 781	42 783	61 565	1 089	16 414	6 533	15 325	3 134	-4 254	7 584	11 838	-2 553	771	-23 729	25 962	-2 233	
04 Dic	-4 722	-5 503	12 226	17 729	918	5 286	2 059	4 368	803	-1 550	2 973	4 523	1 414	1 645	-3 077	2 378	699	
05 Ene	P -6 853	P -4 636	11 114	15 749	1 338	5 186	2 446	3 848	860	-1 495	1 934	3 429	-2 061	492	-6 361	6 940	-578	
Feb	P -5 114	P -4 433	12 371	16 803	1 000	4 766	2 055	3 767	832	-1 237	1 738	2 975	-444	80	-5 034	5 826	-792	
Mar	P -6 039	P -5 611	13 133	18 744	1 179	5 421	2 570	4 242	958	-1 500	2 144	3 643	-108	543	-5 496	4 690	805	
Abr	P -5 437	P -5 777	13 657	19 434	950	5 004	2 106	4 054	719	-455	3 292	3 748	-155	308	-5 128	5 238	-110	
May	P -5 398	P -5 632	13 565	19 197	2 121	6 072	2 997	3 951	793	-1 697	2 166	3 863	-190	974	-4 424	4 223	201	
Jun	P -6 241	P -5 833	13 824	19 657	1 972	6 501	3 228	4 528	1 159	-2 184	2 176	4 360	-196	1 383	-4 858	4 234	623	
Jul	P -4 602	P -5 429	13 022	18 451	3 192	8 227	4 802	5 034	1 174	-2 015	2 418	4 433	-350	497	-4 106	3 737	369	
Ago	P -4 651	P -6 522	10 090	16 612	3 614	8 174	5 096	4 560	1 302	-1 370	4 073	5 443	-372	726	-3 925	3 977	-52	
Sep	P -5 830	P -6 222	13 772	19 995	2 981	7 769	4 767	4 787	1 172	-1 828	2 671	4 499	-761	460	-5 370	7 672	-2 301	
Oct	P -4 764	P -5 931	13 448	19 379	2 563	7 120	4 017	4 557	1 163	-1 150	2 362	3 512	-246	279	-4 485	5 333	-848	
Nov	P -4 643	P -6 491	14 860	21 350	1 364	5 984	2 709	4 620	1 050	-890	2 923	3 814	1 374	359	-4 283	3 735	549	
Dic	P -7 056	P -6 454	13 519	19 973	360	5 187	1 701	4 827	942	-1 386	3 415	4 801	424	1 871	-5 185	3 947	1 238	
06 Ene	P -6 774	P -5 916	12 923	18 839	123	5 147	2 111	5 023	1 109	-387	3 374	3 760	-595	330	-6 444	6 755	-311	
Feb	P -8 378	P -5 759	14 202	19 961	193	5 087	2 003	4 894	939	-1 443	1 809	3 252	-1 369	320	-8 058	9 156	-1 098	
Mar	P -9 348	P -7 107	15 658	22 765	773	6 180	2 418	5 407	1 087	-2 424	2 402	4 826	-590	121	-9 227	10 051	-824	

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas seg n 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).

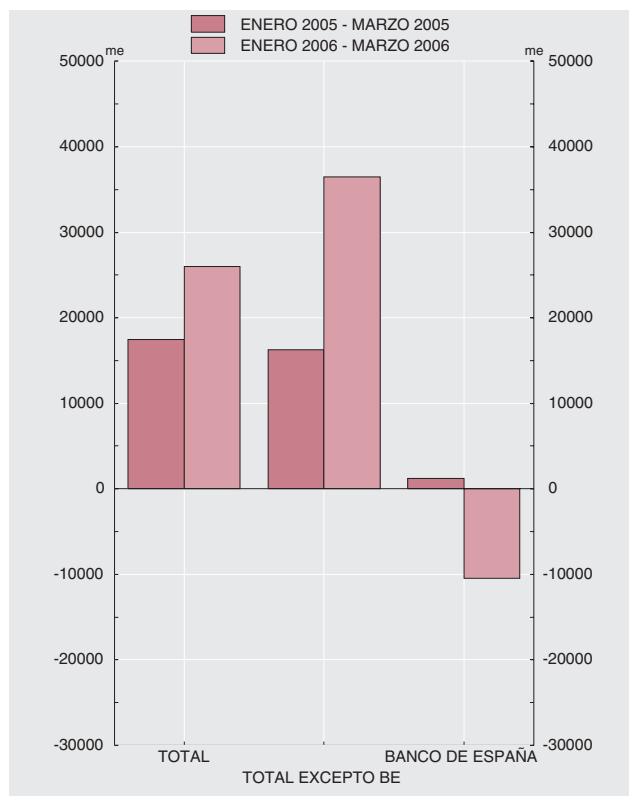
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

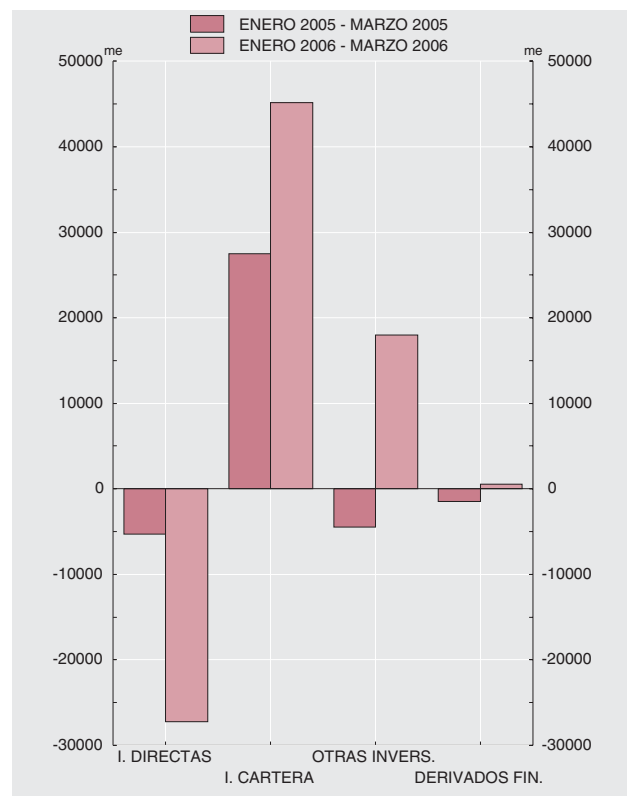
Millones de euros

	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=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		
03		17 826	16 251	-2 568	25 445	22 877	-26 592	65 634	39 042	48 845	15 876	64 722	-3 435	1 575	13 626	4 382	-16 433
04		34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05	P	59 551	61 812	-12 693	31 177	18 484	57 890	78 714	136 605	16 599	46 258	62 857	16	-2 261	1 439	14 855	-18 555
05 E-M	P	17 456	16 243	-5 313	10 361	5 048	27 522	8 037	35 558	-4 500	17 319	12 820	-1 466	1 213	1 550	6 728	-7 064
06 E-M	P	25 962	36 444	-27 246	30 353	3 107	45 126	22 262	67 388	18 019	17 231	35 250	545	-10 481	-213	-9 751	-517
04 Dic		2 378	-1 412	-2 233	8 508	6 275	8 323	1 549	9 871	-6 073	1 756	-4 317	-1 429	3 789	44	3 045	700
05 Ene	P	6 940	4 557	-2 072	4 166	2 094	8 699	-1 370	7 329	-1 568	5 755	4 187	-502	2 383	94	2 351	-62
Feb	P	5 826	13 698	1 575	1 518	3 093	11 052	3 846	14 898	986	2 855	3 841	85	-7 872	112	-5 202	-2 782
Mar	P	4 690	-2 012	-4 817	4 677	-139	7 771	5 561	13 332	-3 917	8 709	4 792	-1 049	6 702	1 343	9 579	-4 220
Abr	P	5 238	6 024	-1 198	1 732	534	3 817	2 061	5 878	4 321	4 771	9 092	-915	-786	189	1 021	-1 996
May	P	4 223	-734	-334	1 339	1 005	8 593	1 123	9 715	-8 873	5 221	-3 652	-119	4 956	-39	6 595	-1 600
Jun	P	4 234	10 613	-4 291	3 291	-1 001	14 020	12 127	26 147	-445	2 853	2 408	1 330	-6 379	8	-4 430	-1 956
Jul	P	3 737	-851	110	1 185	1 295	-12 894	14 717	1 823	11 533	2 494	14 027	399	4 588	109	6 086	-1 606
Ago	P	3 977	492	304	625	929	-13 296	8 479	-4 817	13 995	-14 251	-257	-510	3 486	3	4 913	-1 431
Sep	P	7 672	18 950	-331	2 860	2 529	25 795	-1 808	23 988	-6 433	13 261	6 827	-82	-11 278	-100	-10 184	-994
Oct	P	5 333	6 522	987	1 252	2 239	3 078	6 285	9 363	1 562	6 572	8 134	896	-1 190	-71	-986	-133
Nov	P	3 735	-103	4 548	2 622	7 170	-8 569	23 580	15 011	3 088	6 465	9 553	830	3 838	-463	4 286	15
Dic	P	3 947	4 657	-7 173	5 908	-1 265	9 824	4 113	13 938	2 352	1 554	3 905	-346	-710	253	826	-1 789
06 Ene	P	6 755	17 245	-334	2 107	1 773	15 477	6 077	21 554	2 908	1 501	4 409	-806	-10 490	45	-9 761	-773
Feb	P	9 156	8 135	-24 546	26 092	1 546	19 632	5 407	25 039	12 695	12 877	25 572	355	1 021	-24	962	83
Mar	P	10 051	11 063	-2 366	2 154	-212	10 017	10 777	20 795	2 416	2 853	5 269	995	-1 012	-233	-952	173

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

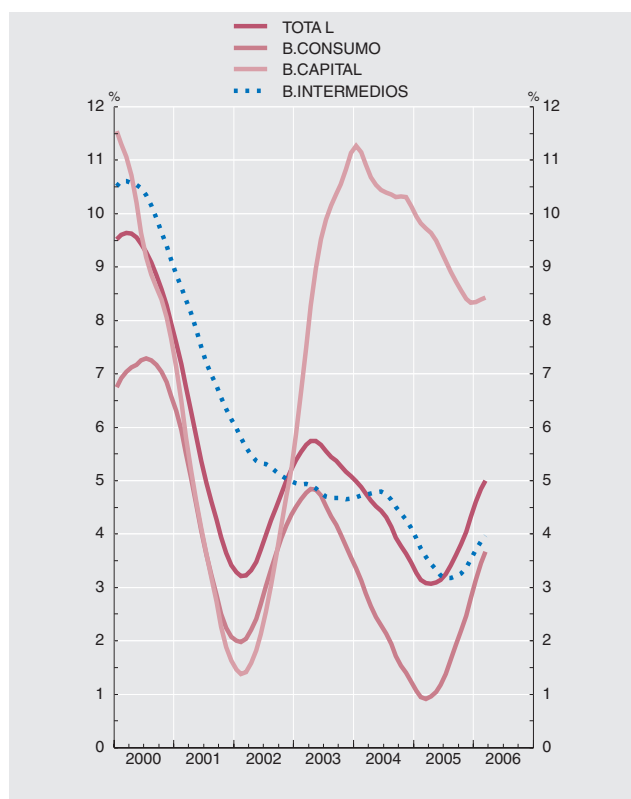
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomi-nal	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Del cual:		Del cual:				
										UE 15	Zona del euro	Total	Estados Unidos			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01	129 771	4,5	4,2	3,7	-1,4	5,7	-22,8	7,5	6,3	6,0	5,1	4,5	-6,6	8,3	-6,1	-6,6
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	P 153 559	5,0	0,2	-2,0	6,2	0,9	-8,7	1,5	2,5	2,3	1,9	3,2	6,1	14,8	12,3	14,1
05 Feb	12 141	5,3	-0,1	-3,1	-9,0	4,1	-37,0	6,8	6,9	7,0	7,0	4,5	-8,9	15,8	6,4	-0,0
Mar	12 885	-1,5	-6,0	-12,3	-3,8	-1,0	-5,4	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	-2,3	-14,3	7,6	8,8	-1,0
Abr	13 405	8,4	5,6	6,5	13,6	3,6	-4,8	4,1	4,8	5,3	6,5	5,2	10,7	47,6	21,3	1,7
May	13 307	4,8	1,4	-3,0	5,4	4,7	-18,5	6,1	1,6	1,2	3,0	2,8	5,4	71,9	-19,3	15,2
Jun	13 581	3,8	0,5	-3,3	15,6	0,4	-3,5	0,6	-0,3	-1,1	-1,2	4,6	7,3	1,1	-0,8	3,2
Jul	12 800	-0,6	-6,0	-8,0	-2,8	-5,0	-12,6	-4,6	-5,3	-5,9	-7,7	-3,0	4,4	11,6	-3,9	19,6
Ago	9 920	11,6	5,2	6,1	22,1	2,2	-0,3	2,4	7,3	6,8	3,2	9,1	17,8	11,1	20,9	12,1
Sep	13 516	11,7	5,9	6,1	16,1	4,2	-0,1	4,5	7,8	7,0	5,3	9,7	27,1	25,9	21,9	12,0
Oct	13 216	1,6	-2,4	0,6	-11,2	-3,4	-4,1	-3,4	0,4	-0,1	-0,5	2,4	11,3	-14,7	-11,1	24,0
Nov	14 593	5,9	1,5	-1,9	25,0	0,1	-1,8	0,2	-1,2	-1,4	-1,6	-1,3	6,1	25,7	82,5	53,5
Dic	13 291	7,6	1,3	-2,5	19,9	0,4	-12,1	1,1	5,1	5,3	3,9	3,1	-4,0	-33,0	62,9	13,3
06 Ene	12 753	17,0	12,2	8,7	56,4	8,3	-1,6	8,9	7,6	7,3	5,0	9,7	52,6	6,6	102,4	4,0
Feb	13 992	15,2	11,6	14,1	31,8	6,5	29,9	5,6	9,2	8,6	8,8	7,9	32,8	58,6	45,9	60,6
Mar	15 450	19,9	14,2	15,4	37,4	9,7	12,2	9,5	12,0	11,7	10,5	12,7	46,0	20,5	63,5	41,8

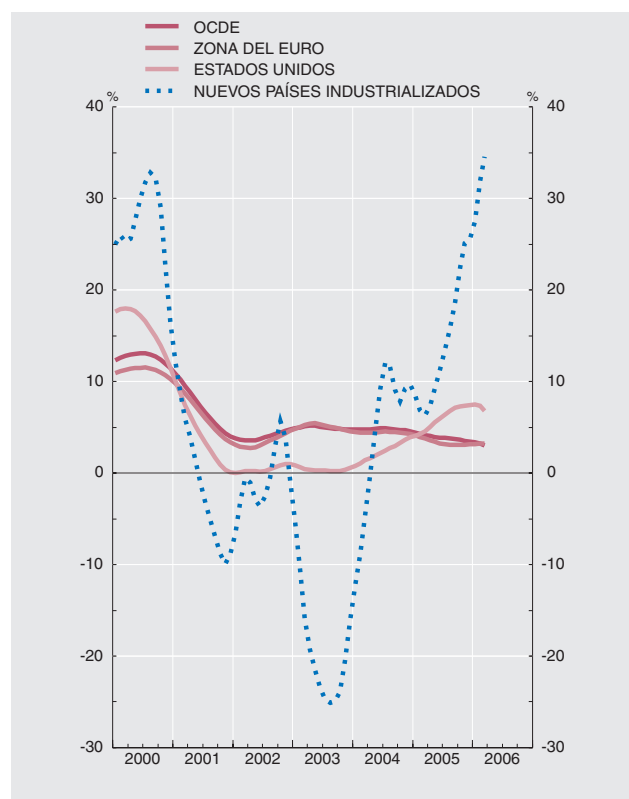
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

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

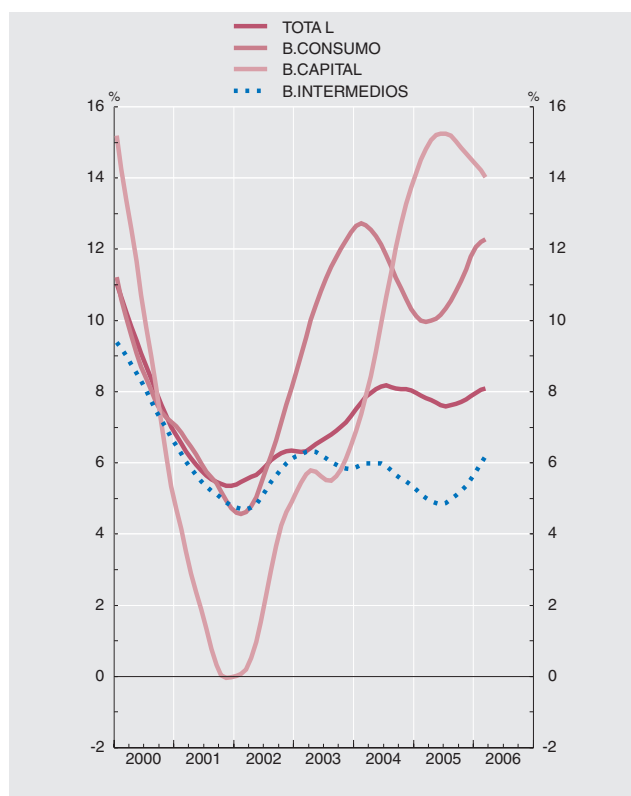
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:		Del cual:				
										UE 15	Zona del euro	Total	Estados Unidos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
01	173 210	2,2	3,4	6,4	-2,0	3,2	-1,0	4,3	3,5	3,0	3,8	2,6	-10,1	-8,1	3,7	-2,2
02	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6
05	P 231 372	11,9	6,4	7,9	20,3	3,0	9,8	1,8	5,5	5,3	5,5	5,8	5,1	36,1	32,3	12,4
05 Feb	17 235	13,0	7,2	12,0	18,6	2,9	24,4	-1,3	8,1	9,1	8,9	7,1	-0,4	32,8	21,2	7,2
Mar	19 315	10,8	5,1	4,3	43,0	-0,6	18,2	-4,4	6,1	7,4	7,0	5,7	-8,7	41,9	12,4	14,2
Abr	19 929	15,8	10,7	6,8	50,5	5,8	3,3	6,4	8,3	8,6	8,4	11,7	33,1	60,6	19,8	24,1
May	19 681	12,9	11,9	15,5	28,4	7,1	-0,1	8,7	4,4	4,1	4,3	6,5	34,6	16,4	36,2	14,5
Jun	20 152	8,5	3,0	3,5	29,8	-1,9	5,9	-3,5	3,5	3,2	4,4	5,8	18,8	28,3	9,1	6,8
Jul	18 927	5,4	-2,6	4,4	-8,0	-4,8	-1,5	-5,6	-2,8	-3,3	-3,8	-1,3	7,7	25,8	12,9	17,8
Ago	17 112	20,0	13,1	10,5	44,3	9,5	27,6	4,3	10,6	10,0	11,7	11,2	7,6	48,5	32,1	0,2
Sep	20 622	12,1	7,6	9,0	17,0	5,1	9,4	4,1	6,5	6,0	6,7	6,8	-4,7	59,1	-15,4	22,3
Oct	19 855	7,9	3,0	6,8	-4,0	2,4	17,2	-0,7	0,8	-0,6	-0,2	1,9	-8,5	30,5	45,1	13,4
Nov	21 886	12,4	8,3	7,7	47,9	1,1	12,8	-1,4	3,6	2,9	3,0	0,3	-18,2	39,9	149,1	35,5
Dic	20 472	10,4	3,1	11,5	-11,9	3,7	-4,9	5,9	6,0	4,8	2,8	2,6	5,9	43,7	49,7	-15,3
06 Ene	19 337	19,5	13,1	40,4	20,8	-0,2	1,8	-0,8	13,8	13,2	13,8	9,9	18,2	44,3	50,1	49,5
Feb	20 497	18,9	11,6	9,3	10,0	12,8	13,5	12,6	10,7	8,0	8,9	7,9	16,9	54,1	38,5	43,3
Mar	23 477	21,5	14,7	14,4	2,8	17,3	13,2	18,4	14,7	12,5	13,4	12,6	39,8	47,3	57,0	26,6

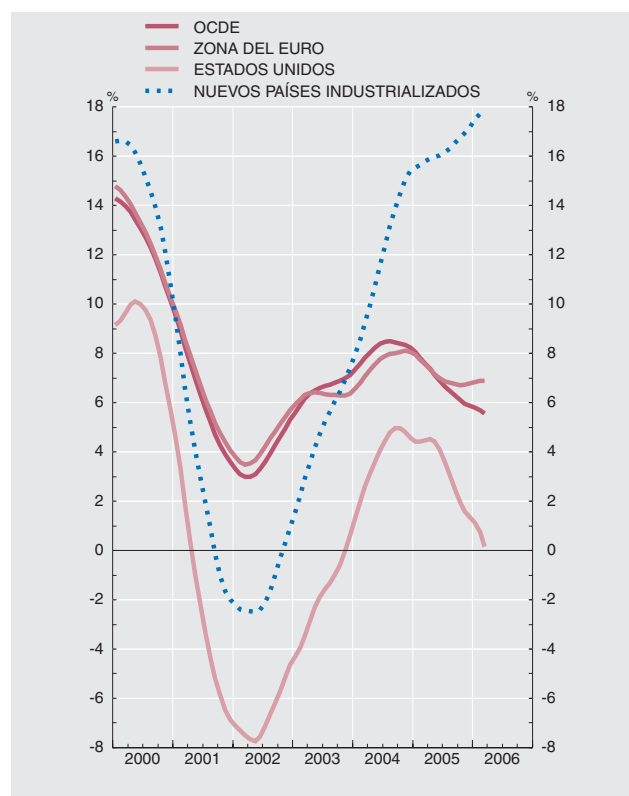
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

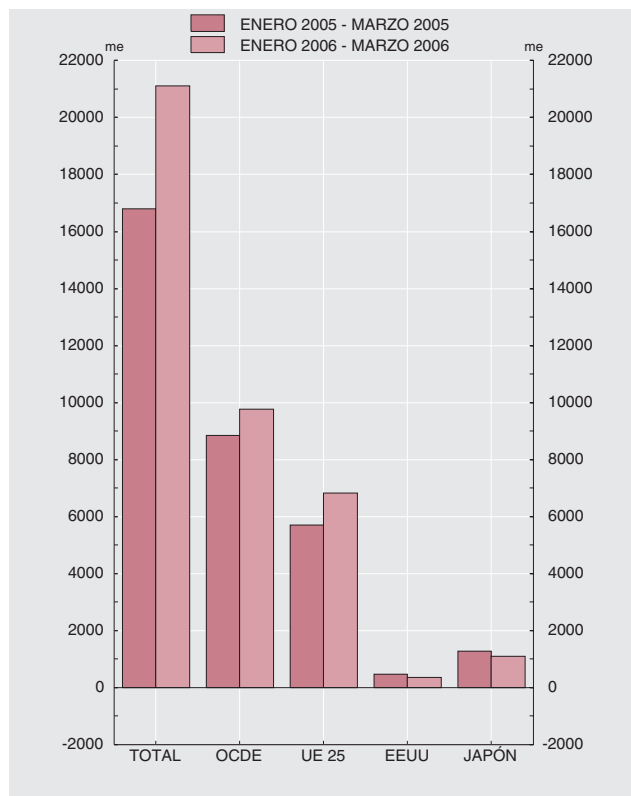
7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

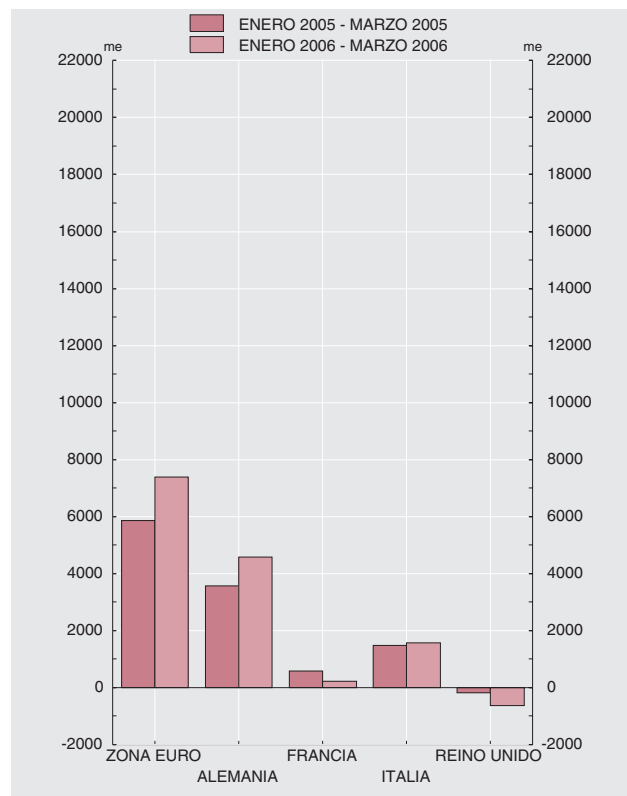
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 25)								OCDE				OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
		Total	Unión Europea (UE 15)							Reino Unido	Resto UE 15	Del cual:					
			Total	Zona del euro				Estados Unidos de América	Japón								
				Del cual:													
				Total	Alemania	Francia	Italia										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
00	-45 291	-19 173	-20 065	-17 816	-9 828	-4 873	-4 272	-1 861	-388	-27 681	-2 707	-3 616	-10 879	936	-2 151		
01	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176		
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176		
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600		
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104		
05	P -77 813	-30 022	-29 422	-29 320	-16 278	-3 187	-6 995	-170	67	-41 662	-1 722	-4 716	-13 288	-3 080	-3 427		
05 E-M	-16 804	-5 602	-5 705	-5 852	-3 572	-576	-1 480	172	-25	-8 840	-468	-1 268	-2 795	-559	-769		
06 E-M	-21 116	-7 266	-6 837	-7 391	-4 589	-214	-1 569	635	-81	-9 765	-349	-1 109	-4 315	-652	-1 080		
05 Mar	-6 431	-2 445	-2 489	-2 407	-1 117	-363	-608	-62	-20	-3 568	-125	-479	-1 056	-207	-281		
Abr	-6 524	-2 494	-2 406	-2 257	-1 459	-37	-530	-132	-17	-3 878	-286	-385	-957	-358	-293		
May	-6 374	-2 423	-2 341	-2 367	-1 445	-94	-644	59	-32	-3 473	-376	-397	-910	-344	-291		
Jun	-6 571	-2 898	-2 842	-2 855	-1 573	-321	-466	78	-65	-3 842	-279	-373	-973	-284	-301		
Jul	-6 128	-2 442	-2 424	-2 585	-1 379	-157	-704	129	32	-3 190	-64	-368	-1 057	-227	-257		
Ago	-7 192	-2 645	-2 604	-2 613	-1 253	-530	-574	-52	61	-3 543	-141	-291	-1 358	-255	-212		
Sep	-7 106	-2 365	-2 349	-2 469	-1 404	-376	-494	70	50	-3 296	-55	-394	-1 609	-226	-307		
Oct	-6 639	-2 673	-2 494	-2 472	-1 378	-239	-586	-54	33	-3 516	29	-373	-1 060	-395	-302		
Nov	-7 293	-2 780	-2 707	-2 567	-1 363	-267	-674	-193	53	-3 649	-93	-443	-1 294	-528	-386		
Dic	-7 182	-3 700	-3 551	-3 282	-1 451	-589	-841	-246	-23	-4 436	11	-424	-1 275	96	-311		
06 Ene	-6 584	-2 113	-2 057	-2 336	-1 197	-189	-363	252	28	-2 909	-63	-330	-1 386	-170	-432		
Feb	-6 504	-2 087	-1 904	-2 097	-1 593	195	-583	251	-59	-2 857	-140	-365	-1 288	-179	-310		
Mar	-8 027	-3 066	-2 876	-2 958	-1 800	-220	-623	132	-50	-3 999	-146	-413	-1 641	-302	-339		

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

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

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

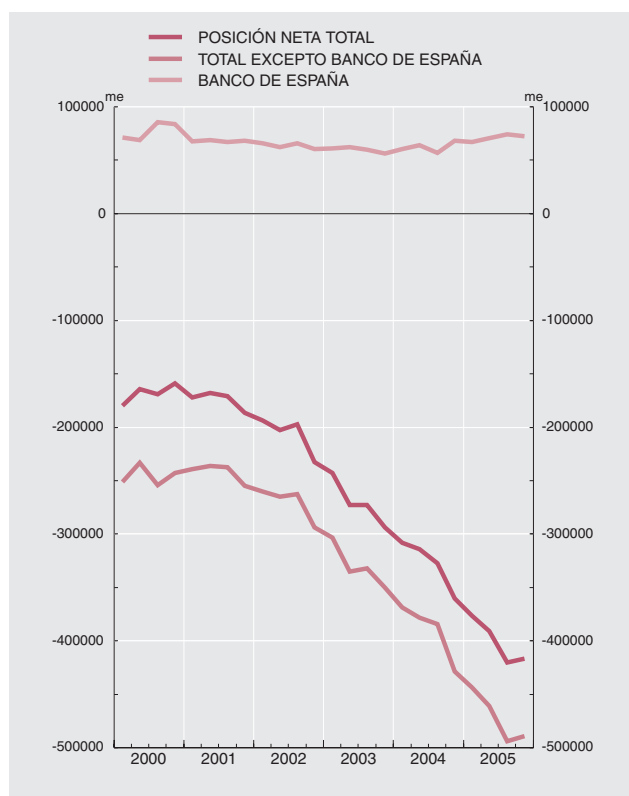
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

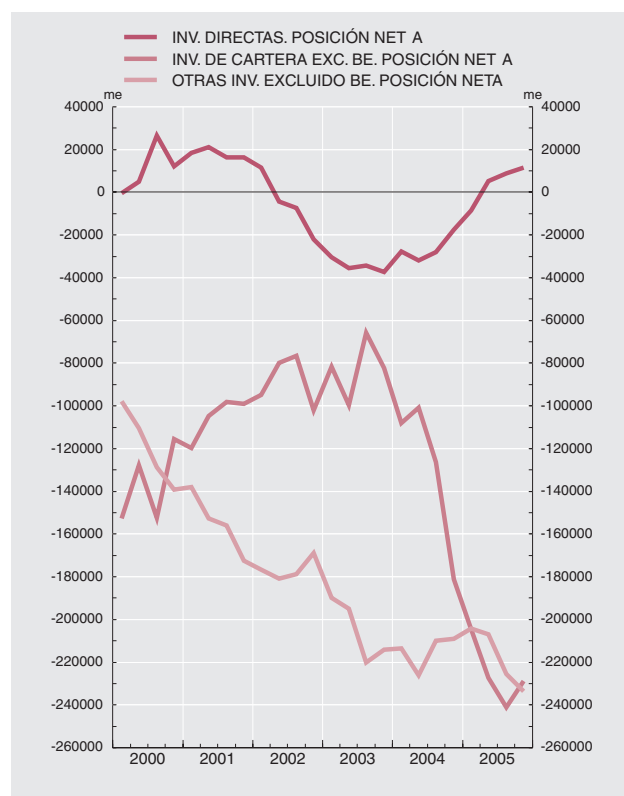
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España										Banco de España			
Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)		Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
	1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13 a 15	13	14	15
97	-121,6	-185,9	-47,6	48,4	96,0	-124,5	33,3	157,8	-13,7	144,2	157,9	64,3	64,2	-	0,1
98	-160,5	-213,1	-44,5	63,5	108,0	-136,4	73,1	209,5	-32,2	161,5	193,7	52,5	52,1	-	0,4
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	73,7	37,3	36,0	0,4
00	-158,7	-242,6	12,2	180,2	168,0	-115,5	193,7	309,2	-139,3	166,4	305,8	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-186,5	-255,0	16,3	217,5	201,1	-99,0	232,6	331,6	-172,3	172,5	344,8	68,5	38,9	29,2	0,4
02 IV	-232,9	-293,6	-22,1	223,1	245,2	-102,6	256,8	359,4	-168,9	197,4	366,3	60,6	38,4	22,7	-0,4
03 I	-242,6	-303,7	-30,4	223,9	254,3	-83,2	278,3	361,6	-190,0	194,7	384,7	61,0	35,4	24,3	1,3
II	-272,6	-335,1	-35,5	222,9	258,4	-104,6	287,3	391,9	-195,1	194,7	389,8	62,4	31,3	26,8	4,3
III	-272,6	-332,4	-34,3	229,5	263,8	-77,9	309,6	387,4	-220,2	193,2	413,4	59,8	25,4	22,2	12,1
IV	-294,1	-350,2	-37,4	231,6	268,9	-98,6	319,8	418,4	-214,2	204,0	418,1	56,1	21,2	18,3	16,6
04 I	-308,3	-368,8	-27,7	242,0	269,8	-127,4	332,8	460,2	-213,6	210,9	424,5	60,5	17,6	23,1	19,9
II	-314,3	-378,6	-32,0	247,6	279,7	-120,5	347,9	468,4	-226,1	222,1	448,2	64,2	16,2	27,9	20,0
III	-327,3	-384,1	-28,0	254,4	282,4	-146,2	344,4	490,5	-209,9	229,7	439,7	56,8	15,9	20,5	20,4
IV	-360,6	-428,7	-17,6	272,5	290,1	-202,1	359,3	561,4	-208,9	222,4	431,3	68,1	14,5	31,9	21,7
05 I	-376,6	-443,9	-8,6	287,2	295,8	-231,1	366,5	597,7	-204,2	240,7	444,9	67,3	13,3	25,2	28,8
II	-390,7	-461,0	5,3	303,8	298,5	-259,5	390,8	650,3	-206,9	256,0	462,9	70,4	13,7	22,0	34,7
III	-420,1	-494,1	8,7	311,7	302,9	-277,3	417,7	695,0	-225,5	256,3	481,8	74,0	14,0	21,2	38,7
IV	-416,7	-488,9	11,4	323,1	311,7	-266,7	460,0	726,7	-233,7	270,3	504,0	72,2	14,6	17,1	40,5

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rbrica '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 rbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

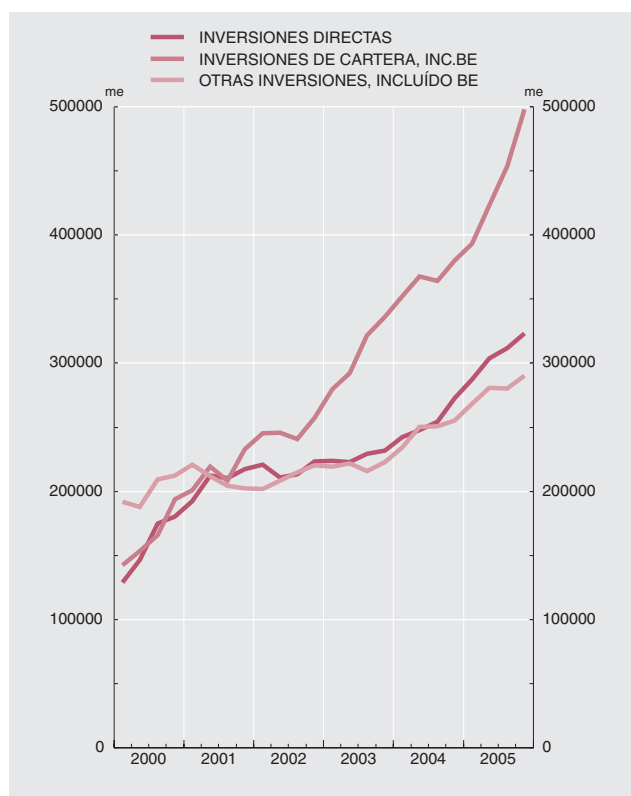
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

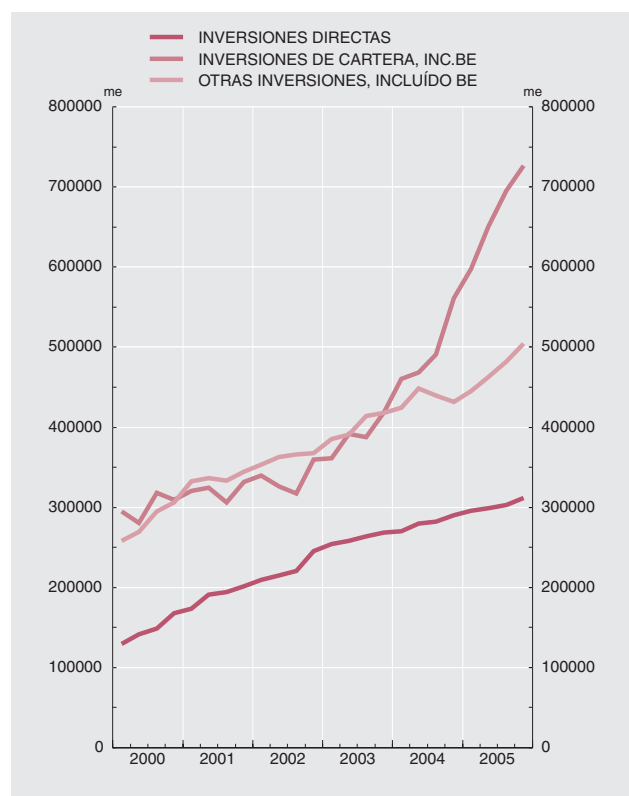
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España	
	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
97	45 227	3 141	83 046	12 957	9 917	23 352	75 414	82 364	144 390	157 981
98	57 849	5 690	90 760	17 284	20 250	52 876	116 698	92 841	162 001	193 708
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	161 672	212 159	305 778
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	187 459	202 099	344 845
02 / IV	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	242 432	220 483	367 646
03 /	206 602	17 300	203 995	50 338	47 089	232 844	116 359	245 201	219 438	385 462
II	205 551	17 399	207 551	50 851	51 400	240 717	133 812	258 086	221 881	390 621
III	213 679	15 798	210 597	53 203	56 847	264 746	130 593	256 851	215 885	413 722
IV	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	270 550	222 670	418 202
04 /	225 194	16 833	208 256	61 519	70 575	281 731	153 501	306 722	234 377	424 549
II	230 136	17 510	214 813	64 839	75 270	292 225	149 108	319 292	250 473	448 152
III	234 813	19 624	218 183	64 231	71 014	293 161	150 702	339 837	250 827	439 658
IV	254 696	17 791	223 215	66 917	78 053	302 067	183 210	378 218	255 181	431 348
05 /	267 094	20 127	225 510	70 304	79 828	313 129	184 792	412 862	268 200	444 867
II	283 979	19 833	229 405	69 112	83 674	339 216	178 505	471 746	280 676	462 938
III	290 978	20 680	230 683	72 258	93 652	360 151	204 333	490 672	280 165	481 856
IV	301 850	21 250	239 784	71 868	104 150	393 747	197 346	529 316	290 091	504 122

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

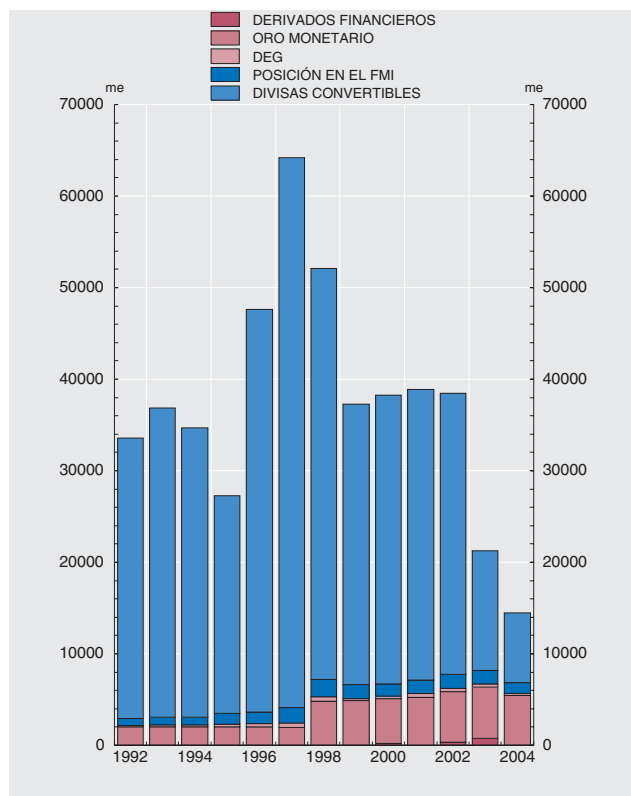
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

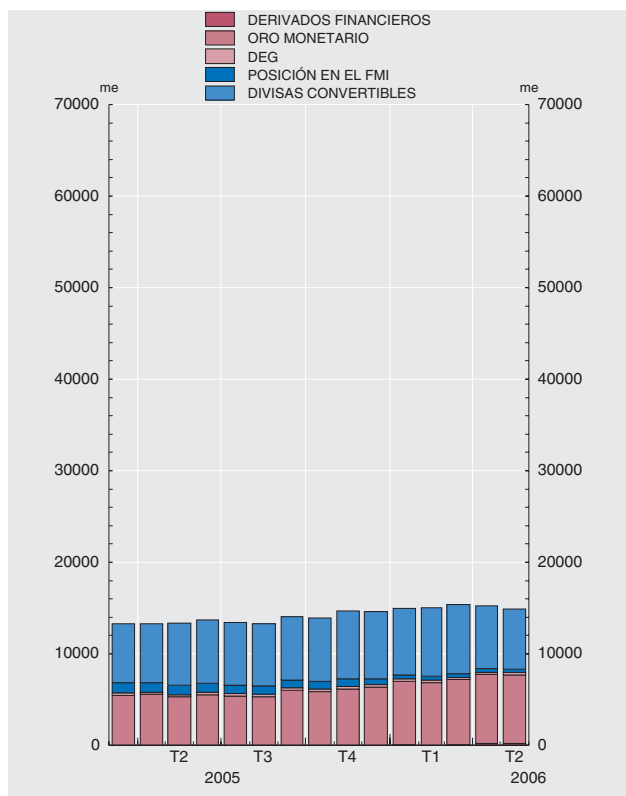
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
00	38 234	31 546	1 271	312	4 931	175	16,8
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 Dic	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05 Ene	14 712	7 962	1 142	250	5 453	-94	16,8
<i>Feb</i>	14 576	7 719	1 107	253	5 531	-35	16,8
<i>Mar</i>	13 321	6 490	1 117	255	5 549	-90	16,8
<i>Abr</i>	13 276	6 439	1 000	256	5 667	-87	16,8
<i>May</i>	13 356	6 782	1 022	262	5 577	-286	16,6
<i>Jun</i>	13 672	6 895	989	269	5 846	-327	16,2
<i>Jul</i>	13 409	6 827	918	270	5 726	-332	16,2
<i>Ago</i>	13 260	6 784	882	274	5 610	-290	15,9
<i>Sep</i>	14 032	6 896	839	275	6 236	-214	15,9
<i>Oct</i>	13 893	6 894	820	275	5 959	-55	15,2
<i>Nov</i>	14 694	7 423	825	281	6 238	-72	14,8
<i>Dic</i>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06 Ene	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7
<i>Feb</i>	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7
<i>Mar</i>	15 377	7 544	405	258	7 101	69	14,7
<i>Abr</i>	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7
<i>May</i>	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

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

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

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto						Contrapartidas							
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15
04 Dic	352 610	278 196	75 000	-652	14	164	112 209 818	493 999	9 424	296 742	3 136	3 317	139 475	-
05 Ene	345 223	269 024	75 714	381	0	203	99 204 736	490 694	8 798	280 795	-13 960	1 852	138 635	-
Feb	358 741	277 826	80 749	125	-1	121	78 217 765	488 278	26 949	280 344	-17 118	825	140 152	-
Mar	363 955	278 761	85 217	-152	-0	218	87 220 986	495 751	27 381	279 511	-22 636	373	142 597	-
Abr	366 616	276 523	90 002	-	-1	200	108 223 659	502 026	26 012	287 206	-17 174	-98	143 054	-
May	361 885	271 865	90 000	-	8	93	81 214 859	511 289	10 493	286 876	-20 047	611	146 415	-
Jun	379 967	290 273	90 002	-169	20	145	305 232 941	518 749	24 141	286 606	-23 343	818	146 207	-
Jul	396 451	307 025	90 000	-457	1	67	185 246 362	529 715	27 514	306 173	-4 694	523	149 566	-
Ago	398 523	308 783	89 998	-22	11	18	266 246 736	532 886	24 501	304 931	-5 720	771	151 016	-
Sep	379 522	289 091	89 999	432	9	76	85 226 489	530 079	9 620	304 733	-8 476	1 556	151 477	-
Oct	380 847	291 327	89 999	-405	-7	61	128 227 409	534 411	7 149	315 263	1 112	2 194	151 245	-
Nov	389 195	299 224	90 002	-	1	80	113 234 860	538 109	11 412	313 526	-1 135	2 625	151 709	-
Dic	406 048	317 137	89 211	-341	5	145	109 248 369	558 128	5 237	312 391	-2 605	3 092	154 588	-
06 Ene	408 320	316 136	91 835	318	2	109	81 250 562	552 874	12 261	325 172	10 599	3 581	154 177	-
Feb	398 591	296 300	102 017	325	0	62	114 239 384	549 393	9 701	324 915	5 204	2 797	156 410	-
Mar	405 993	295 305	110 886	-113	-0	42	126 244 219	554 137	12 476	324 109	1 715	2 014	159 760	-
Abr	409 990	289 025	120 000	1 300	-18	230	547 246 408	565 593	11 289	336 927	6 453	1 710	161 872	-
May	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136 241 231	569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-

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								
Total	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
04 Dic	24 540	22 266	2 270	-	4	-	0 36 123	69 795	4 360	19 942	-18 089	-26 265	-25 035	-1 230	14 682	-
05 Ene	25 136	22 414	2 721	-	1	-	0 37 359	69 878	5 213	18 833	-18 899	-26 045	-24 869	-1 176	13 821	-
Feb	24 353	21 467	2 882	-	1	2	- 37 045	69 247	6 501	18 821	-19 883	-26 880	-25 629	-1 250	14 187	-
Mar	26 496	23 987	2 540	-30	-2	0	- 35 977	70 599	7 890	18 811	-23 701	-24 017	-22 653	-1 364	14 536	-
Abr	29 675	26 863	2 809	-	3	-	0 33 212	71 134	6 329	19 220	-25 030	-18 113	-16 452	-1 662	14 576	-
May	29 050	26 029	3 020	-	2	0	1 33 933	71 959	7 008	19 178	-25 856	-19 224	-16 640	-2 584	14 341	-
Jun	28 526	25 508	3 017	-	6	-	5 35 021	73 124	8 845	18 997	-27 950	-21 561	-18 951	-2 610	15 065	-
Jul	30 823	28 108	2 725	-11	1	-	0 31 762	75 194	5 883	20 121	-29 194	-16 150	-13 372	-2 778	15 211	-
Ago	31 232	28 332	2 902	-	1	-	4 28 673	74 978	3 781	19 996	-30 091	-13 211	-10 398	-2 813	15 770	-
Sep	29 186	26 296	2 890	-	2	-	1 25 857	74 026	4 375	19 927	-32 617	-12 528	-10 124	-2 404	15 857	-
Oct	27 830	25 082	2 762	-8	-5	-	1 28 243	74 576	7 007	20 359	-32 981	-16 551	-14 554	-1 997	16 138	-
Nov	30 344	27 660	2 690	-	-1	0	5 29 321	74 987	8 288	20 102	-33 852	-14 259	-12 459	-1 800	15 282	-
Dic	30 285	27 714	2 599	-28	1	0	1 28 287	78 418	4 987	20 091	-35 027	-14 642	-12 803	-1 839	16 640	-
06 Ene	29 043	26 427	2 614	5	-0	-	3 28 602	78 458	5 881	20 570	-35 167	-14 818	-13 117	-1 701	15 259	-
Feb	28 631	25 724	2 906	-	1	3	2 30 723	77 841	8 807	20 573	-35 352	-18 684	-17 199	-1 485	16 591	-
Mar	26 841	23 879	2 967	-	-2	-	4 30 439	78 742	7 948	20 571	-35 680	-20 262	-18 756	-1 506	16 664	-
Abr	24 830	21 809	2 944	95	-17	-	1 31 754	80 819	7 398	20 927	-35 537	-23 536	-21 553	-1 983	16 612	-
May	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1 35 691	80 484	10 052	20 777	-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-

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

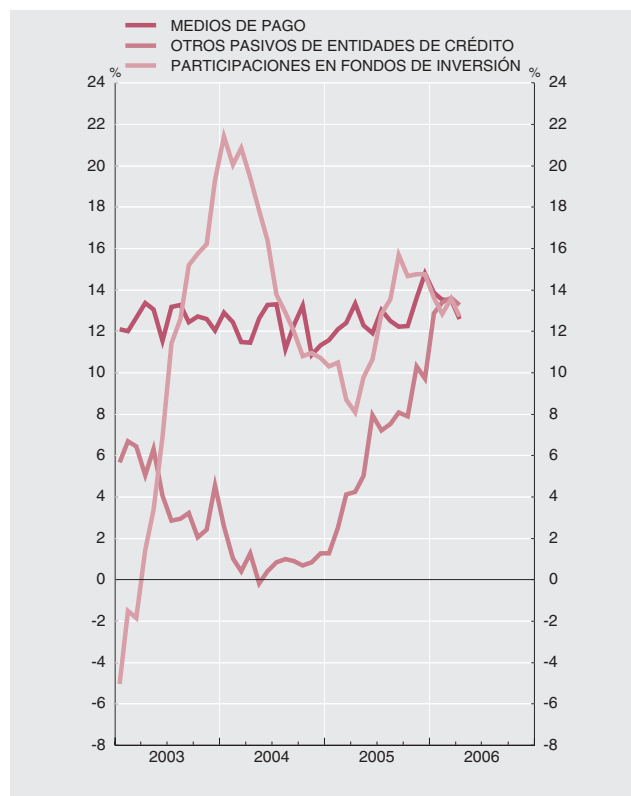
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

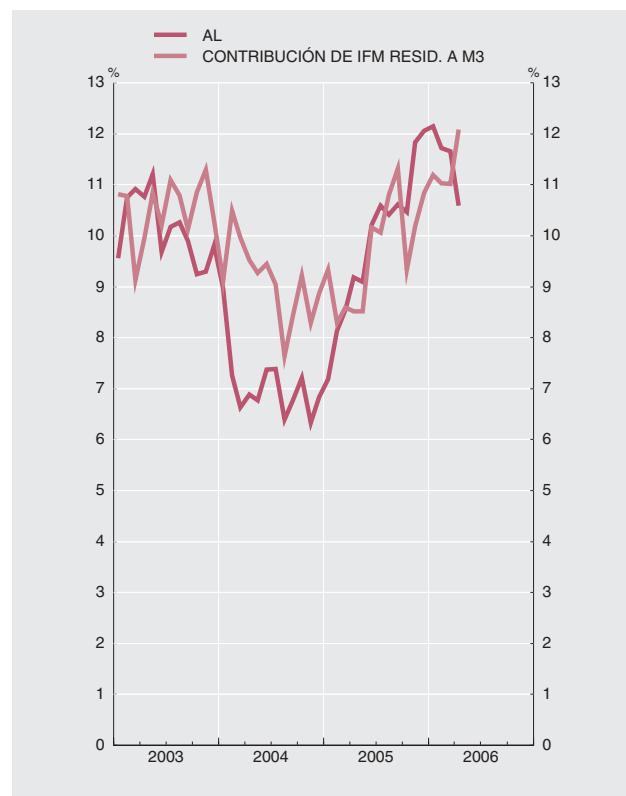
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	360 691	12,0	20,9	10,3	278 433	4,5	2,2	15,0	-0,7	173 917	19,3	18,5	20,2	9,8	10,3
04	401 569	11,3	19,7	9,5	281 968	1,3	8,4	-21,6	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,8	8,9
05	460 998	14,8	18,0	14,0	309 415	9,7	10,5	8,0	1,1	220 928	14,7	7,6	22,3	12,1	10,8
05 Ene	396 854	11,6	19,9	9,8	280 110	1,3	8,7	-18,2	-28,6	194 844	10,3	7,9	12,9	7,2	9,3
Feb	402 476	12,1	19,2	10,6	281 508	2,5	9,3	-17,8	-22,5	198 404	10,5	9,4	11,6	8,1	8,3
Mar	408 970	12,4	19,0	11,0	284 964	4,1	8,8	-11,4	-9,3	199 346	8,7	6,4	11,1	8,5	8,6
Abr	412 266	13,3	18,2	12,2	285 987	4,2	9,5	-10,1	-21,7	200 328	8,1	7,6	8,6	9,2	8,5
May	417 032	12,3	17,8	11,1	286 854	5,0	10,0	-8,5	-23,5	204 088	9,8	8,4	11,3	9,1	8,5
Jun	435 526	11,9	17,8	10,7	293 424	7,9	11,5	-4,0	-6,3	207 056	10,7	9,7	11,7	10,2	10,2
Jul	441 353	13,0	17,4	12,1	290 621	7,2	10,4	-4,8	-4,3	210 831	12,8	10,3	15,6	10,6	10,1
Ago	429 624	12,5	17,6	11,4	295 061	7,5	10,9	-4,3	-6,4	213 414	13,6	10,4	17,0	10,4	10,8
Sep	436 819	12,2	18,7	10,8	294 612	8,1	10,3	2,7	-10,0	216 931	15,7	11,3	20,4	10,6	11,3
Oct	436 967	12,3	17,8	11,0	295 319	7,9	9,7	3,6	-8,4	216 371	14,7	10,5	19,1	10,5	9,3
Nov	446 669	13,6	18,4	12,5	303 269	10,3	10,4	12,0	3,3	219 119	14,7	9,0	20,8	11,8	10,2
Dic	460 998	14,8	18,0	14,0	309 415	9,7	10,5	8,0	1,1	220 928	14,7	7,6	22,3	12,1	10,8
06 Ene	P 451 866	13,9	17,4	13,0	316 176	12,9	10,6	28,1	-0,1	221 399	13,6	3,3	24,5	12,1	11,2
Feb	P 456 911	13,5	17,5	12,6	319 223	13,4	11,1	28,2	4,0	223 863	12,8	-0,2	26,2	11,7	11,0
Mar	P 464 278	13,5	17,6	12,6	323 739	13,6	13,1	23,4	-12,3	226 399	13,6	-1,6	28,8	11,7	11,0
Abr	P 464 164	12,6	16,7	11,6	323 930	13,3	13,0	18,8	-3,7	225 810	12,7	-5,0	31,0	10,6	12,1

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.

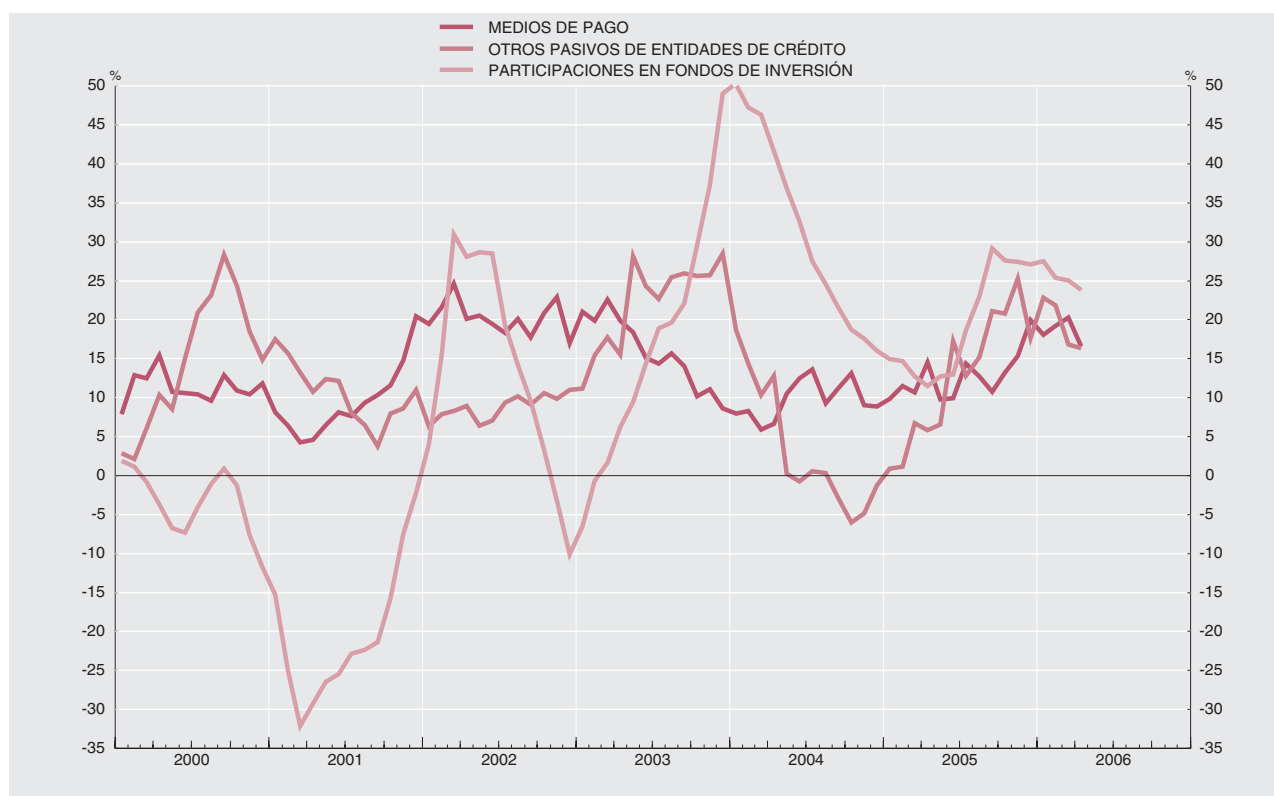
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
					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
03	85 186	8,6	63 714	28,5	39,2	22,3	20 465	49,0	37,8	61,9
04	92 764	8,9	62 915	-1,3	24,6	-18,3	23 738	16,0	18,5	13,5
05	111 274	20,0	73 997	17,6	30,5	4,6	30 175	27,1	13,8	40,6
05 Ene	90 754	9,9	59 450	0,9	28,4	-18,6	24 333	14,9	16,6	13,3
Feb	93 081	11,5	59 187	1,1	29,4	-19,2	25 087	14,7	14,8	14,5
Mar	94 706	10,6	62 298	6,7	30,2	-11,3	25 578	12,7	8,6	16,7
Abr	96 277	14,5	62 004	5,8	29,7	-12,8	25 785	11,5	8,6	14,3
May	96 414	9,8	61 387	6,6	31,2	-14,9	26 373	12,7	8,2	17,4
Jun	102 686	9,9	65 554	17,2	45,1	-7,8	26 829	13,0	8,2	18,0
Jul	104 033	14,3	62 461	12,8	34,0	-7,2	27 592	18,6	10,9	27,0
Ago	98 989	12,8	66 284	15,2	36,1	-3,9	28 197	23,0	13,2	33,7
Sep	101 033	10,7	67 663	21,1	32,4	9,7	28 960	29,1	16,5	42,9
Oct	101 086	13,2	67 061	20,8	33,7	6,9	29 090	27,6	16,0	39,8
Nov	105 622	15,4	71 258	25,3	33,6	16,0	29 697	27,4	14,9	40,4
Dic	111 274	20,0	73 997	17,6	30,5	4,6	30 175	27,1	13,8	40,6
06 Ene P	107 166	18,1	73 034	22,8	27,4	17,8	31 035	27,5	13,7	41,1
Feb P	110 960	19,2	72 113	21,8	25,7	17,3	31 454	25,4	10,0	39,8
Mar P	113 927	20,3	72 778	16,8	25,0	7,7	31 978	25,0	9,3	39,1
Abr P	112 233	16,6	72 157	16,4	25,4	6,0	31 919	23,8	4,2	42,1

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

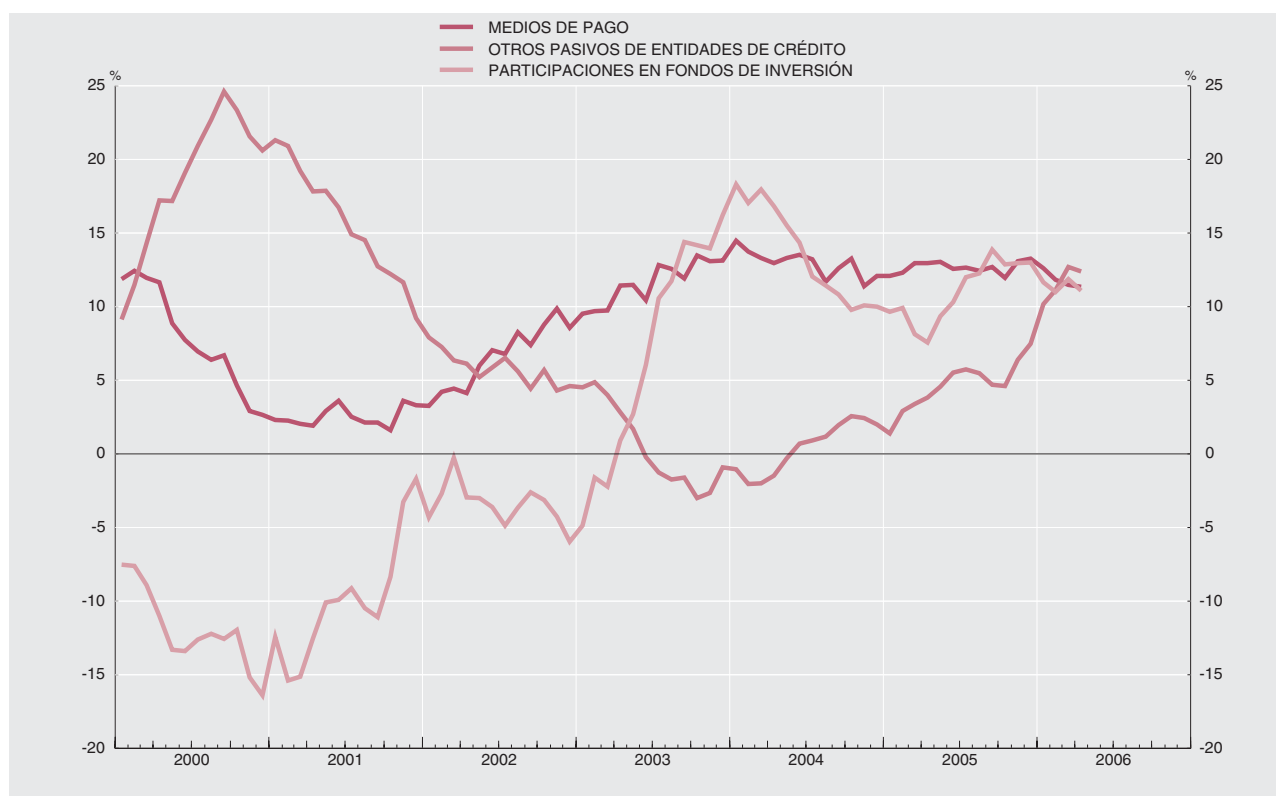
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		
			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	
03		275 505	13,1	20,7	11,3	214 720	-0,9	-1,4	1,9	153 452	16,2	16,6	15,8
04		308 805	12,1	20,6	9,8	219 053	2,0	6,1	-20,2	168 793	10,0	4,5	16,4
05		349 724	13,3	20,3	11,2	235 418	7,5	7,3	9,0	190 753	13,0	6,7	19,6
05 Ene		306 099	12,1	20,9	9,8	220 660	1,4	6,0	-22,9	170 511	9,7	6,8	12,9
Feb		309 395	12,3	20,3	10,2	222 321	2,9	6,7	-18,4	173 317	9,9	8,7	11,2
Mar		314 264	13,0	20,2	11,0	222 666	3,4	5,8	-10,6	173 768	8,1	6,1	10,2
Abr		315 989	13,0	19,5	11,2	223 983	3,8	6,7	-12,7	174 542	7,6	7,4	7,8
May		320 618	13,1	19,2	11,4	225 467	4,6	6,9	-9,0	177 716	9,4	8,4	10,4
Jun		332 840	12,6	19,3	10,7	227 870	5,5	6,7	-1,4	180 227	10,3	9,9	10,7
Jul		337 320	12,6	19,1	10,9	228 160	5,8	7,0	-2,2	183 238	12,0	10,2	14,0
Ago		330 636	12,4	19,4	10,5	228 777	5,5	7,2	-5,6	185 218	12,2	10,0	14,7
Sep		335 786	12,7	20,6	10,5	226 949	4,7	6,9	-9,6	187 971	13,9	10,6	17,3
Oct		335 881	12,0	19,8	9,8	228 258	4,6	6,0	-4,8	187 281	12,9	9,7	16,2
Nov		341 047	13,1	20,5	11,0	232 011	6,4	6,7	4,2	189 422	13,0	8,2	18,1
Dic		349 724	13,3	20,3	11,2	235 418	7,5	7,3	9,0	190 753	13,0	6,7	19,6
06 Ene	P	344 700	12,6	19,4	10,6	243 142	10,2	7,9	26,5	190 364	11,6	1,8	22,0
Feb	P	345 951	11,8	19,4	9,6	247 109	11,1	8,7	29,3	192 410	11,0	-1,6	24,1
Mar	P	350 351	11,5	19,3	9,2	250 961	12,7	11,1	23,7	194 422	11,9	-3,1	27,2
Abr	P	351 931	11,4	18,3	9,3	251 772	12,4	10,9	23,1	193 891	11,1	-6,3	29,2

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

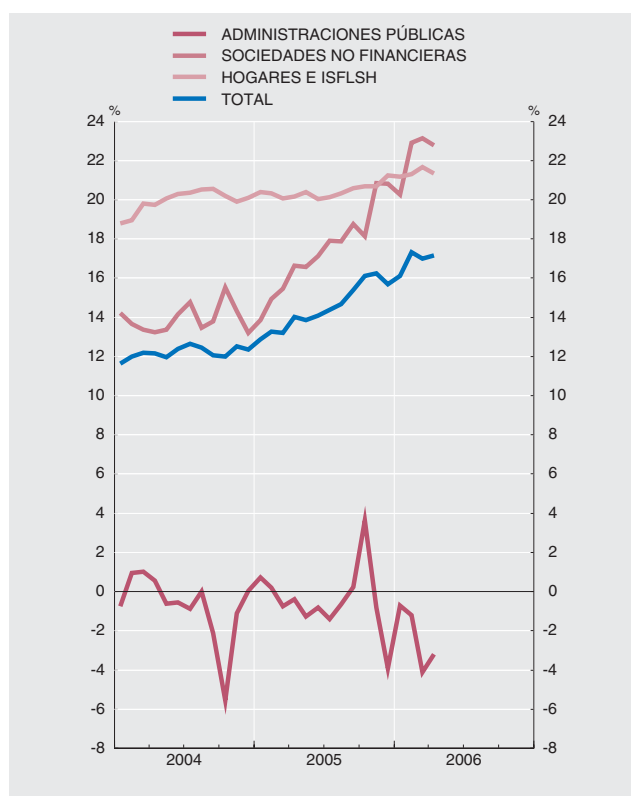
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

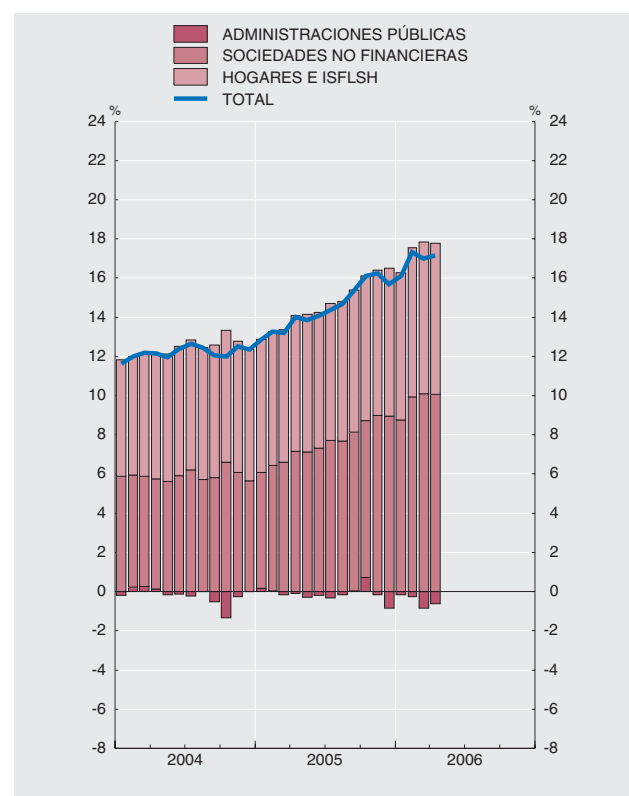
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos					
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFL SH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFL SH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
03	1 343 183	141 381	11,8	0,7	15,9	13,5	19,0	16,4	-7,8	15,3	0,2	11,6	5,6	6,0	9,9	-0,1	1,8
04	1 512 400	165 822	12,3	0,0	16,2	13,2	20,1	19,0	0,2	3,5	0,0	12,3	5,6	6,7	11,9	0,0	0,4
05	1 755 410	237 175	15,7	-3,9	21,0	20,8	21,2	23,2	-0,3	10,0	-0,8	16,5	9,0	7,5	15,3	-0,0	1,2
05 Ene	1 531 050	18 852	12,9	0,7	16,7	13,8	20,4	19,8	1,4	2,6	0,2	12,7	5,9	6,8	12,4	0,0	0,3
Feb	1 538 883	9 842	13,3	0,2	17,3	14,9	20,3	20,0	0,6	5,2	0,0	13,2	6,4	6,9	12,6	0,0	0,7
Mar	1 563 525	22 694	13,2	-0,7	17,5	15,5	20,1	20,0	0,7	6,0	-0,2	13,4	6,6	6,8	12,6	0,0	0,8
Abr	1 578 448	13 412	14,0	-0,4	18,2	16,6	20,2	20,7	2,6	6,8	-0,1	14,1	7,2	6,9	13,2	0,0	0,9
May	1 595 903	16 775	13,9	-1,3	18,3	16,6	20,4	20,7	1,1	7,0	-0,3	14,1	7,1	7,0	13,3	0,0	0,9
Jun	1 635 274	37 075	14,1	-0,8	18,4	17,1	20,0	21,0	1,0	6,2	-0,2	14,3	7,3	6,9	13,5	0,0	0,8
Jul	1 660 073	24 033	14,4	-1,4	18,9	17,9	20,1	21,3	1,5	7,4	-0,3	14,7	7,7	7,0	13,8	0,0	0,9
Ago	1 659 143	-533	14,7	-0,7	19,0	17,9	20,3	21,4	3,0	7,5	-0,1	14,8	7,7	7,1	13,9	0,0	0,9
Sep	1 679 859	21 428	15,4	0,2	19,6	18,8	20,6	22,1	-4,5	7,9	0,0	15,4	8,1	7,3	14,4	-0,0	1,0
Oct	1 695 811	17 306	16,1	3,6	19,3	18,1	20,7	22,1	-3,1	5,9	0,7	15,4	8,0	7,4	14,6	-0,0	0,7
Nov	1 728 807	31 433	16,2	-0,8	20,8	20,8	20,7	22,5	2,5	12,4	-0,2	16,4	9,0	7,4	14,9	0,0	1,5
Dic	1 755 410	24 858	15,7	-3,9	21,0	20,8	21,2	23,2	-0,3	10,0	-0,8	16,5	9,0	7,5	15,3	-0,0	1,2
06 Ene	P 1 785 153	28 487	16,1	-0,7	20,7	20,2	21,2	22,9	-0,4	9,9	-0,2	16,3	8,8	7,5	15,1	-0,0	1,2
Feb	P 1 814 887	29 441	17,3	-1,2	22,2	22,9	21,3	23,1	-1,6	18,6	-0,3	17,6	9,9	7,6	15,4	-0,0	2,2
Mar	P 1 837 397	22 153	17,0	-4,1	22,5	23,1	21,7	23,6	-4,0	18,2	-0,8	17,9	10,1	7,7	15,7	-0,0	2,2
Abr	P 1 855 714	18 365	17,2	-3,2	22,1	22,8	21,4	23,4	-3,8	16,5	-0,6	17,8	10,1	7,7	15,8	-0,0	2,0

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

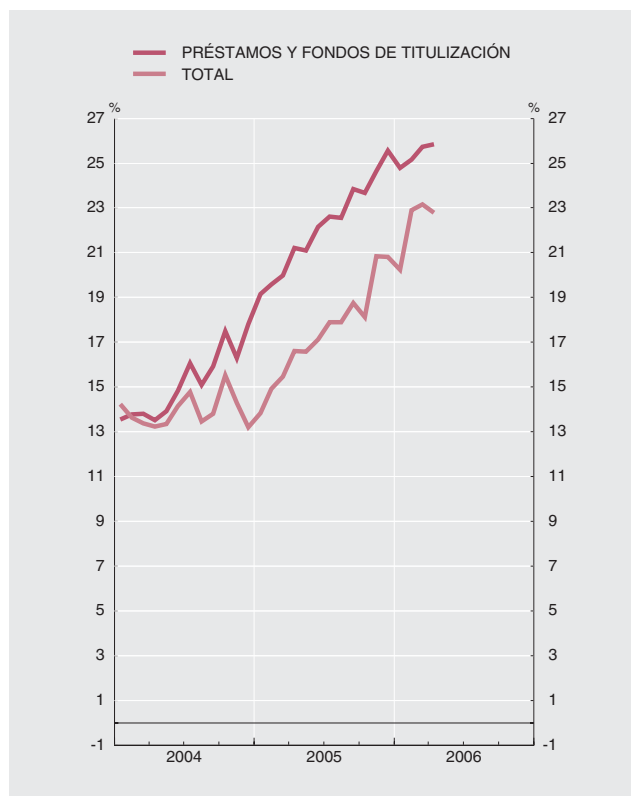
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

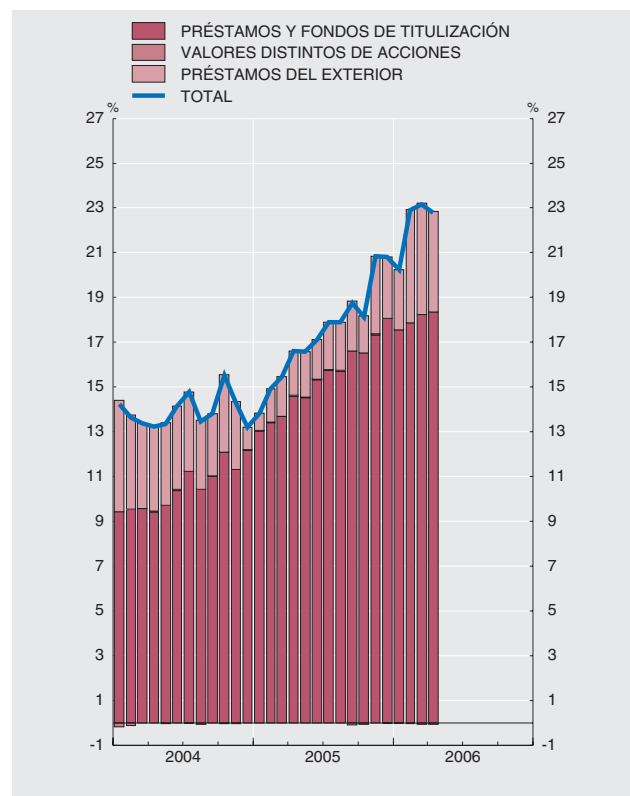
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
03	572 705	67 431	13,5	391 850	13,6	9,4	10 971	-7,8	-0,2	169 884	15,3	4,3	13 581
04	652 227	75 639	13,2	461 003	17,8	12,2	10 992	0,2	0,0	180 232	3,4	1,0	15 432
05	794 131	135 679	20,8	578 353	25,5	18,1	10 955	-0,3	-0,0	204 823	10,0	2,8	5 705
05 Ene	662 433	10 387	13,8	469 292	19,2	13,0	11 222	1,4	0,0	181 919	2,6	0,8	14 897
Feb	668 347	7 901	14,9	474 492	19,6	13,4	11 706	0,6	0,0	182 149	5,1	1,5	12 953
Mar	682 439	12 089	15,5	483 831	20,0	13,7	12 075	0,7	0,0	186 533	6,0	1,8	12 717
Abr	698 585	14 630	16,6	496 084	21,2	14,6	12 160	2,6	0,1	190 341	6,7	2,0	12 143
May	703 760	4 483	16,6	501 301	21,1	14,5	11 811	1,1	0,0	190 647	7,0	2,0	11 754
Jun	722 176	16 028	17,1	517 294	22,2	15,3	12 014	1,0	0,0	192 867	6,2	1,8	7 060
Jul	741 189	18 224	17,9	532 569	22,6	15,8	11 785	1,5	0,0	196 835	7,4	2,1	6 418
Ago	735 891	-4 894	17,9	527 345	22,6	15,7	11 729	3,0	0,1	196 818	7,5	2,1	6 364
Sep	748 813	13 569	18,8	540 242	23,9	16,6	11 254	-4,5	-0,1	197 317	7,8	2,2	6 970
Oct	762 073	14 597	18,1	553 593	23,7	16,5	11 193	-3,1	-0,1	197 287	5,8	1,7	9 652
Nov	779 955	16 288	20,8	561 180	24,7	17,3	11 468	2,5	0,0	207 307	12,4	3,5	9 178
Dic	794 131	12 378	20,8	578 353	25,5	18,1	10 955	-0,3	-0,0	204 823	10,0	2,8	5 705
06 Ene	P 804 230	8 831	20,2	585 253	24,8	17,6	11 172	-0,4	-0,0	207 806	9,8	2,7	5 550
Feb	P 831 407	26 876	22,9	593 491	25,2	17,9	11 523	-1,6	-0,0	226 393	18,6	5,1	5 503
Mar	P 848 755	16 953	23,1	607 823	25,7	18,2	11 595	-4,0	-0,1	229 338	18,2	5,0	5 243
Abr	P 864 532	15 805	22,8	623 770	25,8	18,3	11 696	-3,8	-0,1	229 066	16,5	4,5	4 992

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

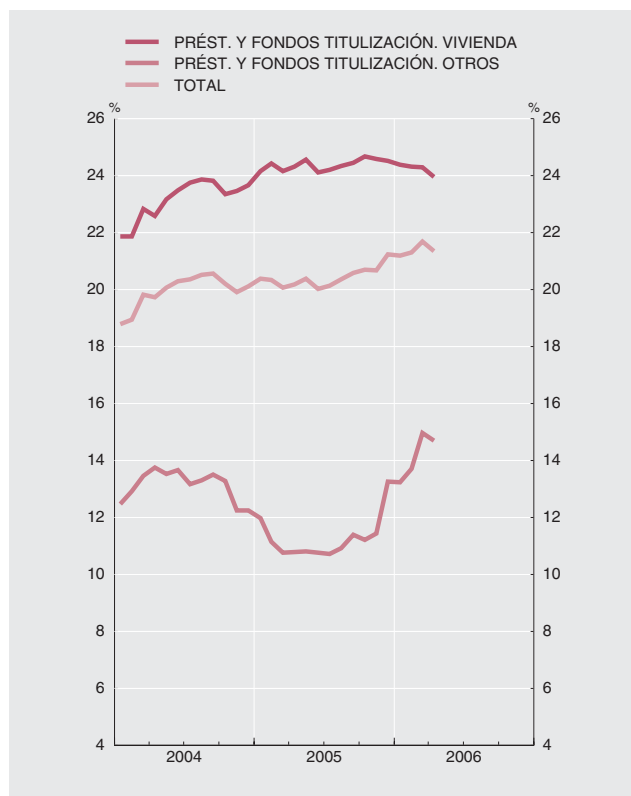
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

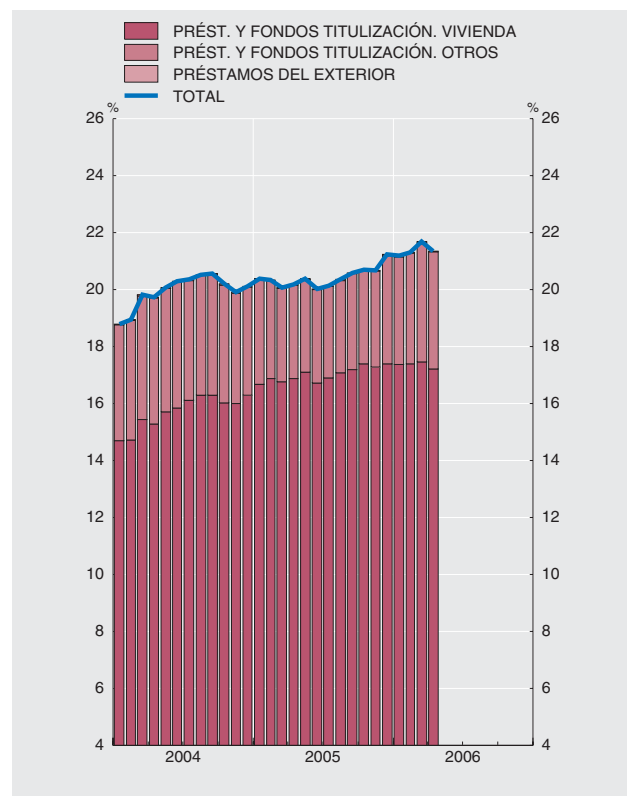
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03	447 712	71 594	19,0	308 195	21,6	14,5	138 796	13,7	4,5	722	17,7	0,0	32 237	6 070
04	537 250	90 026	20,1	381 050	23,6	16,3	155 339	12,2	3,8	861	19,2	0,0	47 225	8 819
05	650 951	114 091	21,2	474 390	24,5	17,4	175 561	13,3	3,8	1 001	16,3	0,0	28 419	3 019
05 Ene	543 344	6 116	20,4	386 991	24,1	16,7	155 477	12,0	3,7	876	18,2	0,0	46 673	8 754
05 Feb	550 144	6 823	20,3	393 386	24,4	16,9	155 873	11,1	3,4	886	18,3	0,0	46 815	8 225
05 Mar	559 129	9 040	20,1	401 580	24,2	16,8	156 658	10,8	3,3	892	17,5	0,0	49 823	8 119
05 Abr	569 734	10 610	20,2	409 201	24,3	16,9	159 631	10,8	3,3	902	17,8	0,0	51 203	8 014
05 May	580 006	10 284	20,4	418 030	24,5	17,1	161 061	10,8	3,3	916	17,4	0,0	54 343	7 764
05 Jun	593 112	13 198	20,0	425 435	24,1	16,7	166 749	10,8	3,3	928	16,3	0,0	34 300	3 385
05 Jul	602 756	9 668	20,1	435 624	24,2	16,9	166 190	10,7	3,2	943	16,4	0,0	33 893	3 592
05 Ago	607 882	5 119	20,3	440 930	24,3	17,1	165 999	10,9	3,2	953	16,2	0,0	34 035	3 514
05 Sep	616 709	8 891	20,6	447 953	24,4	17,2	167 789	11,4	3,4	967	16,5	0,0	32 608	3 833
05 Oct	626 526	9 833	20,7	456 410	24,7	17,4	169 144	11,2	3,3	972	15,7	0,0	32 451	3 452
05 Nov	640 388	13 893	20,7	465 231	24,6	17,3	174 180	11,4	3,4	977	14,3	0,0	34 007	3 197
05 Dic	650 951	10 616	21,2	474 390	24,5	17,4	175 561	13,3	3,8	1 001	16,3	0,0	28 419	3 019
06 Ene	P 658 008	7 070	21,2	481 278	24,4	17,4	175 672	13,2	3,8	1 059	20,8	0,0	28 018	2 917
06 Feb	P 666 960	8 959	21,3	489 026	24,3	17,4	176 869	13,7	3,9	1 065	20,1	0,0	27 678	2 708
06 Mar	P 679 939	13 017	21,7	499 125	24,3	17,4	179 739	15,0	4,2	1 075	20,4	0,0	27 159	2 581
06 Abr	P 691 017	11 099	21,4	507 191	23,9	17,2	182 708	14,7	4,1	1 117	23,8	0,0	27 037	2 422

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.

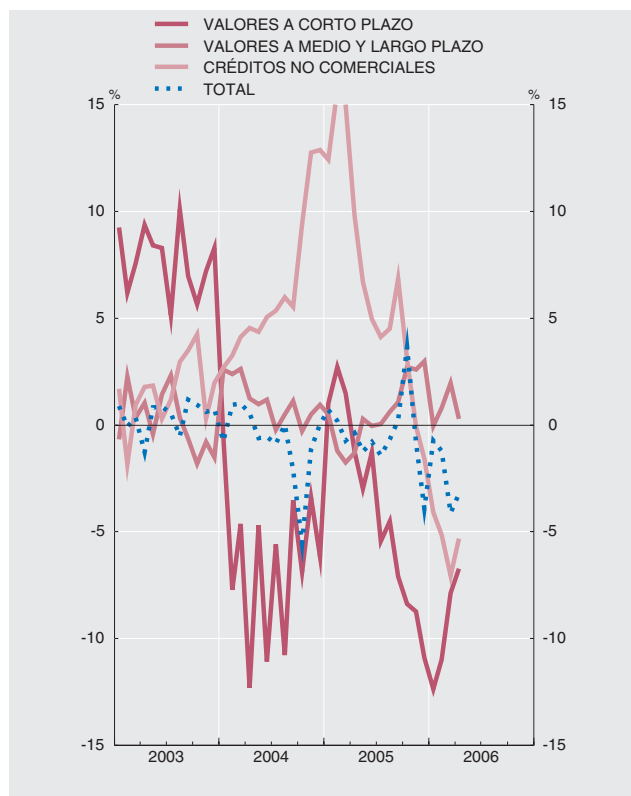
8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

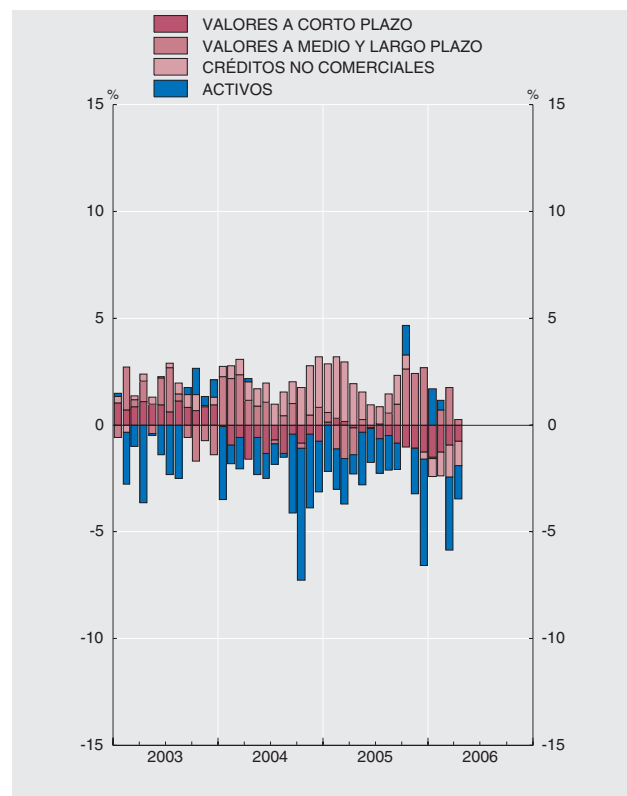
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Acti- vos	Pasivos			Acti- vos	
	Saldo neto de pasivos	Varia- ción mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Crédi- tos no comercia- les y res- to (b)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de depó- sitos (c)	Total	Valores			Crédi- tos no comercia- les y res- to (a)	A corto plazo	Medio y largo plazo		Credi- tos no comercia- les y res- to (a)
					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
02	320 409	-2 139	-0,7	6 597	59	6 352	185	1 785	6 950	1,7	0,2	2,2	0,3	15,2	0,0	2,0	0,1	-2,7
03	322 766	2 356	0,7	-240	3 049	-4 431	1 142	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,5	2,0	-3,9	1,0	-1,4	0,4	0,8
04	322 923	157	0,0	7 849	-2 456	2 694	7 611	-1 817	9 509	2,0	-6,2	0,9	12,9	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4
05	P 310 328	-12 595	-3,9	3 515	-4 075	8 649	-1 059	-695	16 806	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0
04 Nov	311 011	14 561	-1,1	6 745	2 149	3 996	600	-12 925	5 109	1,9	-3,4	0,5	12,7	15,3	-0,4	0,5	2,3	-3,4
Dic	322 923	11 913	0,0	1 336	-1 329	207	2 458	-389	-10 188	2,0	-6,2	0,9	12,9	12,1	-0,8	0,8	2,4	-2,4
05 Ene	P 325 274	2 350	0,7	5 576	2 621	2 431	524	2 095	1 131	2,4	1,0	0,5	12,4	10,4	0,1	0,5	2,3	-2,2
Feb	P 320 391	-4 883	0,2	-3 472	-3 059	-2 041	1 627	209	1 201	1,7	2,7	-1,2	15,5	8,7	0,3	-1,1	2,9	-1,9
Mar	P 321 957	1 566	-0,7	633	1 207	-945	371	193	-1 125	1,1	1,5	-1,7	15,1	10,1	0,2	-1,6	2,8	-2,1
Abr	P 310 129	-11 827	-0,4	-2 559	-3 320	2 693	-1 932	1 471	7 798	0,4	-1,2	-1,3	9,8	3,5	-0,1	-1,2	1,9	-0,9
May	P 312 137	2 008	-1,3	2 827	1 968	2 995	-2 136	-316	1 136	1,0	-3,0	0,3	6,7	10,1	-0,4	0,3	1,3	-2,5
Jun	P 319 986	7 849	-0,8	-447	-2 166	2 486	-766	150	-8 446	0,6	-1,3	-0,0	5,0	7,1	-0,1	-0,0	0,9	-1,6
Jul	P 316 127	-3 859	-1,4	-6 341	1 337	-8 111	432	-3 422	939	0,2	-5,5	0,1	4,1	7,5	-0,6	0,0	0,8	-1,6
Ago	P 315 369	-758	-0,7	-3 078	-2 349	-169	-560	-220	-2 100	0,8	-4,5	0,6	4,5	7,6	-0,5	0,6	0,9	-1,6
Sep	P 314 337	-1 033	0,2	8 045	1 748	5 139	1 158	117	8 960	1,2	-7,1	1,1	6,8	5,0	-0,9	1,0	1,3	-1,2
Oct	P 307 212	-7 125	3,6	-2 638	-1 876	-945	183	-10 050	14 537	1,7	-8,4	2,7	3,1	-4,6	-1,0	2,6	0,7	1,4
Nov	P 308 464	1 253	-0,8	4 162	1 828	3 742	-1 408	-102	3 011	1,0	-8,7	2,6	-0,1	8,1	-1,1	2,4	-0,0	-2,1
Dic	P 310 328	1 864	-3,9	807	-2 014	1 375	1 447	9 179	-10 236	0,9	-10,9	3,0	-1,6	22,6	-1,3	2,7	-0,3	-5,0
06 Ene	A 322 915	12 586	-0,7	-5 810	1 742	-6 375	-1 177	-9 835	-8 561	-2,0	-12,4	-0,1	-4,1	-7,4	-1,5	-0,0	-0,8	1,7
Feb	A 316 520	-6 394	-1,2	-921	-2 166	395	850	277	5 196	-1,3	-11,0	0,8	-5,1	-1,9	-1,3	0,7	-1,1	0,5
Mar	A 308 702	-7 818	-4,1	3 719	2 270	2 418	-969	10 094	1 443	-0,6	-7,9	1,9	-7,0	14,7	-0,9	1,8	-1,5	-3,4
Abr	A 300 165	-8 538	-3,2	-5 440	-2 665	-2 151	-625	-6 280	9 377	-1,3	-6,7	0,3	-5,3	5,8	-0,8	0,3	-1,2	-1,6

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.

- Serie representada gráficamente.

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	Total					Del cual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	240 906	57 295	320 053	235 086	224 830	34 741	50 227	2 324	10 819	349 757
802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	213 272	79 792	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	421 534
945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	114 410	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	526 608
603 049	317 262	13 215	81 899	44 957	177 191	40 571	273 224	198 747	190 559	31 826	42 651	2 282	10 280	284 275
624 854	330 591	13 320	82 959	46 412	187 901	43 697	281 789	205 790	197 192	33 076	42 922	2 394	10 079	295 899
640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	45 605	293 673	214 354	205 404	34 671	44 648	2 382	9 273	307 446
664 446	343 191	13 980	81 235	50 770	197 207	48 576	308 555	225 521	216 080	35 466	47 568	2 287	10 413	324 867
680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	51 298	316 697	234 668	224 849	35 072	46 957	2 339	9 820	339 744
701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	57 295	320 053	235 086	224 830	34 741	50 227	2 324	10 819	349 757
722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	62 226	331 747	244 498	233 729	34 910	52 339	2 285	12 271	363 698
754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	67 740	349 500	256 010	244 414	35 676	57 814	2 512	13 608	383 181
770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	72 545	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	398 900
802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	79 792	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	421 534
832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	87 073	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	443 980
878 477	452 037	17 102	86 636	72 362	275 930	97 040	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	470 939
903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	104 592	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	495 107
945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	114 410	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	526 608
989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	123 982	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	559 160
1 079 869	542 522	19 459	98 999	89 710	334 354	138 604	512 464	391 135	371 669	42 494	78 836	4 200	20 682	619 449
1 126 069	565 606	20 144	101 351	94 322	349 789	148 247	537 597	415 345	394 810	44 609	77 644	4 355	18 512	657 913
1 202 630	604 062	20 738	104 695	100 715	377 913	166 334	576 254	445 972	424 237	42 252	88 030	4 666	17 648	713 023

Legend:

- TOTAL
- ACTIVIDADES PRODUCTIVAS A PERSONAS FÍSICAS
- CONSTRUCCIÓN Y VIVIENDA (d)

Año	TOTAL (%)	ACTIVIDADES PRODUCTIVAS A PERSONAS FÍSICAS (%)	CONSTRUCCIÓN Y VIVIENDA (d) (%)
2001	14.5	12.5	22.5
2002	12.5	10.5	16.5
2003	14.0	13.0	18.5
2004	16.5	16.5	24.5
2005	23.5	23.5	31.5

The graph displays three data series over a five-year period from 2001 to 2005. The Y-axis represents percentages, ranging from 0 to 32. The X-axis shows the years. The 'TOTAL' series (dark red) shows a general upward trend, starting around 17.5% in 2001 and reaching approximately 23.5% by 2005. The 'ADQUISICIÓN DE VIVIENDA PROPIA' series (medium red) shows a significant peak in early 2001 at nearly 28%, followed by a sharp decline and then a steady increase to about 25% by 2005. The 'ADQ. DE BIENES DE CONSUMO DURADERO' series (light red) shows a sharp decline from 2001 to 2003, reaching a low of about 1%, followed by a recovery to around 12% by 2005.

Año	TOTAL (%)	ADQUISICIÓN DE VIVIENDA PROPIA (%)	ADQ. DE BIENES DE CONSUMO DURADERO (%)
2001	17.5	26.5	19.5
2002	16.5	22.5	14.5
2003	13.5	14.5	1.5
2004	17.5	20.5	9.5
2005	23.5	25.5	12.5

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.

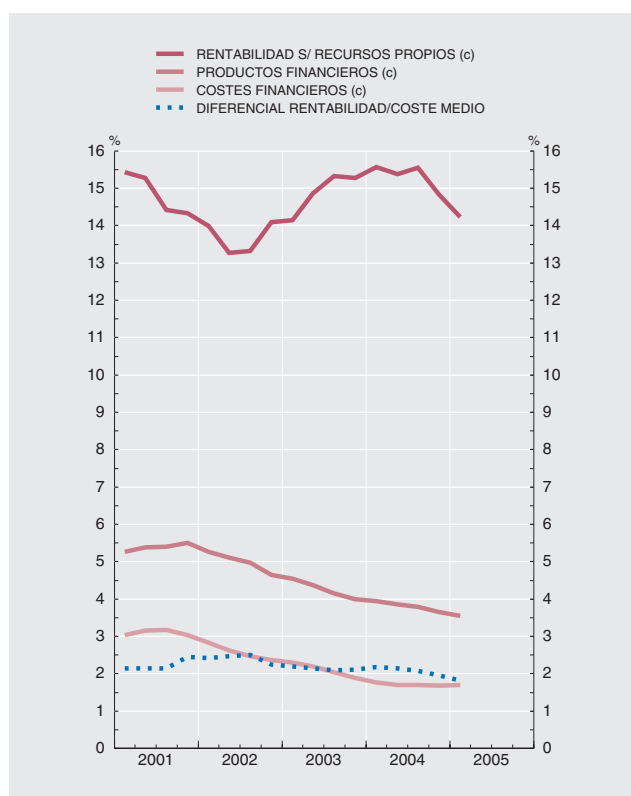
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

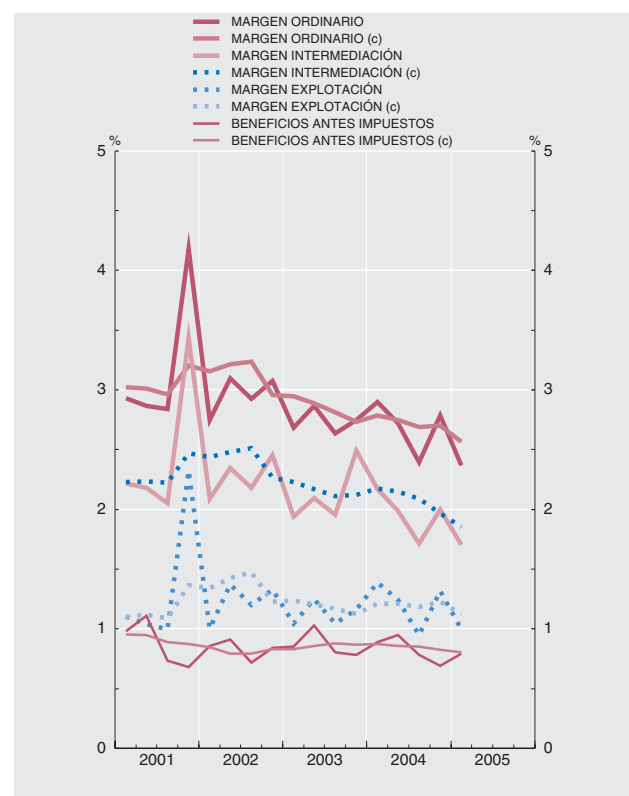
■ Serie representada gráficamente.

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

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

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

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

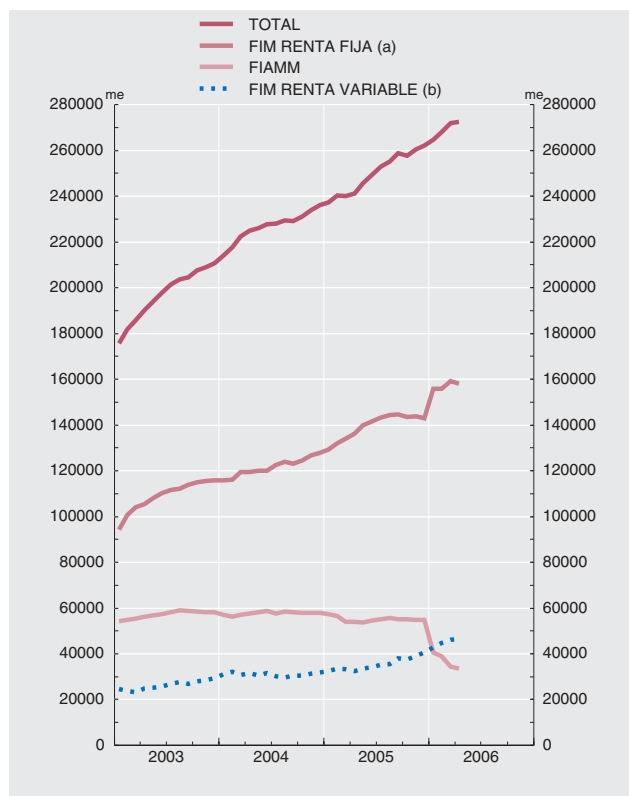
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

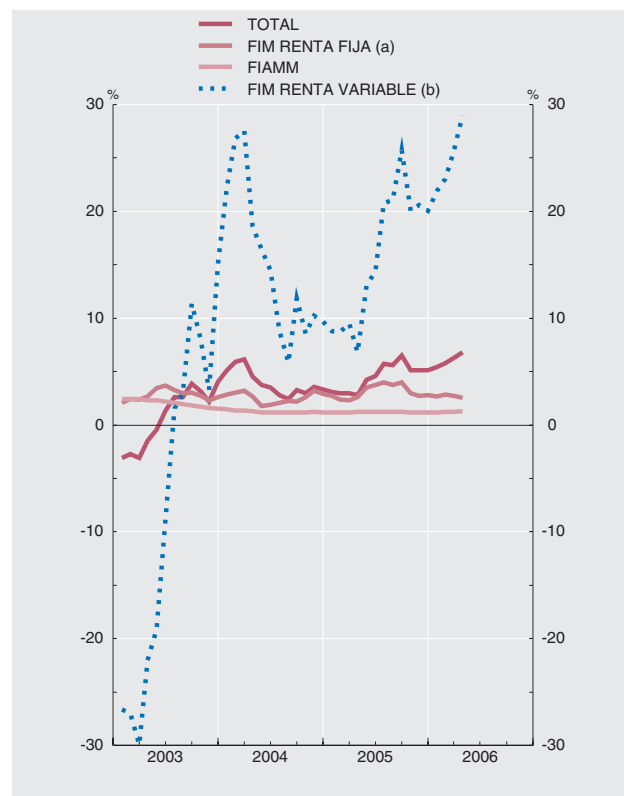
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
03	210 627	35 894	28 077	4,0	58 054	4 688	3 830	1,5	115 819	23 077	20 129	2,6	29 401	3 334	-202	15,1	7 353
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
05 Ene	237 309	1 220	171	3,1	57 368	-621	-684	1,2	129 162	1 427	1 029	2,7	32 489	466	-76	8,8	18 290
Feb	240 300	2 991	1 933	2,9	56 366	-1 002	-1 057	1,2	132 155	2 993	2 760	2,4	33 574	1 084	465	8,7	18 205
Mar	240 060	-240	30	3,0	54 000	-2 366	-2 419	1,2	133 898	1 743	1 741	2,3	33 335	-238	143	9,5	18 827
Abr	241 150	1 091	1 674	2,8	54 063	63	7	1,2	136 126	2 228	1 977	2,6	32 334	-1 001	-310	6,8	18 628
May	245 737	4 586	1 908	4,2	53 820	-243	-296	1,2	139 748	3 622	2 676	3,5	33 512	1 179	-338	13,0	18 657
Jun	249 193	3 456	1 493	4,6	54 626	806	751	1,2	141 550	1 803	1 137	3,7	34 116	603	-341	14,4	18 901
Jul	252 926	3 733	2 021	5,7	54 983	357	305	1,2	143 341	1 791	1 331	4,0	35 341	1 225	87	20,7	19 260
Ago	255 127	2 201	2 256	5,6	55 571	588	531	1,2	144 425	1 083	1 008	3,7	35 532	191	358	21,1	19 599
Sep	258 684	3 557	823	6,5	55 015	-556	-607	1,2	144 713	288	125	4,0	38 163	2 631	749	25,7	20 793
Oct	257 516	-1 168	774	5,1	55 136	121	75	1,2	143 442	-1 271	-348	3,0	37 353	-810	169	20,0	21 585
Nov	260 502	2 986	1 188	5,1	54 861	-275	-318	1,2	143 658	216	-208	2,7	39 218	1 865	860	20,6	22 766
Dic	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06 Ene	264 634	2 433	1 900	5,4	40 547	-14 204	-14 252	1,2	155 770	12 723	13 794	2,6	42 740	2 067	687	21,9	25 577
Feb	267 936	3 302	1 256	5,8	38 864	-1 683	-1 728	1,2	155 851	81	-568	2,9	44 789	2 049	822	23,0	28 432
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
Abr	P 272 536	771	...	6,8	33 543	-812	...	1,3	158 174	-1 129	...	2,6	46 507	352	...	29,0	34 312

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.

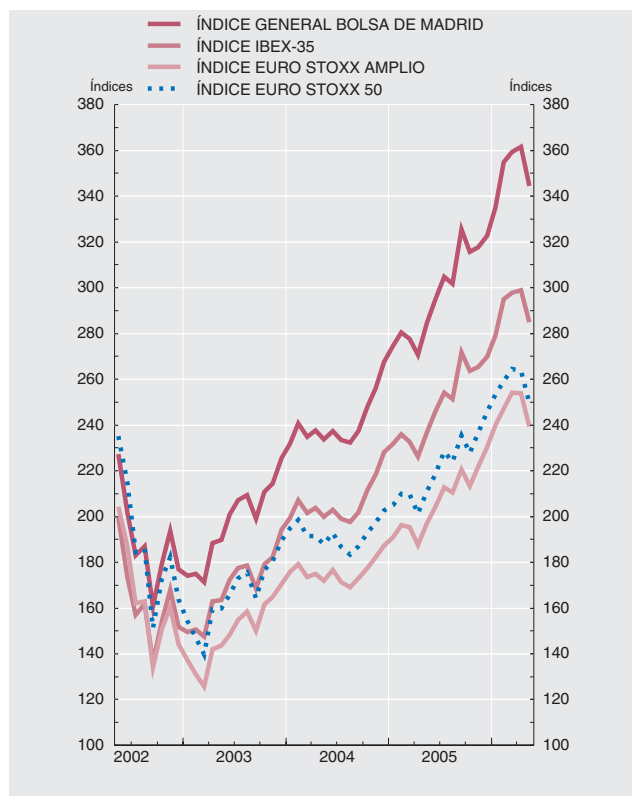
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

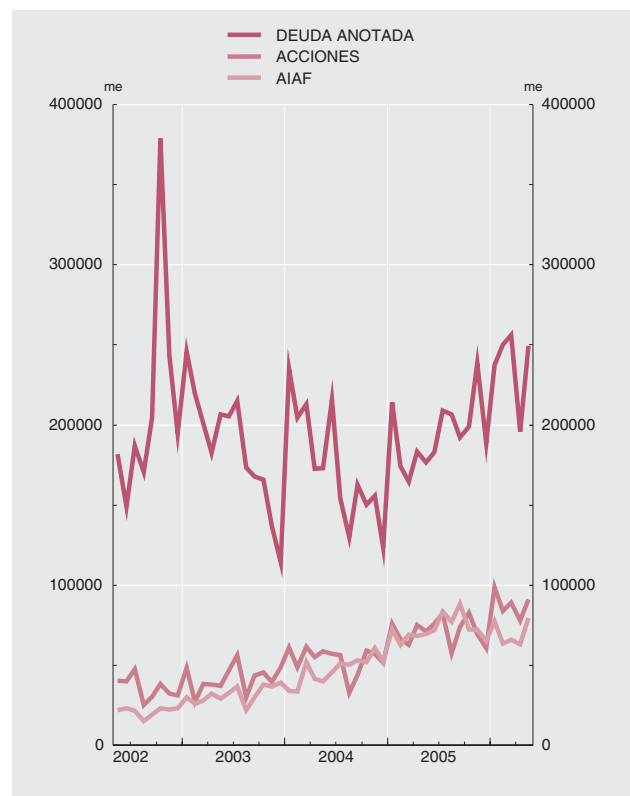
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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
04	863,25	8 195,58	251,25	2 800,48	643 542	82 790	2 090 447	566 600	-	8 495	0	4 473
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	A 1 257,00	11 581,37	352,33	3 758,51	440 877	39 636	1 188 271	349 842	-	5 939	-	2 601
05 Feb	1 004,92	9 391,00	280,02	3 058,32	66 419	5 676	174 280	62 893	...	990	...	414
Mar	994,40	9 258,80	278,89	3 055,73	62 722	7 491	164 770	69 095	...	916	...	422
Abr	970,02	9 001,60	267,92	2 930,10	75 282	8 902	183 502	68 311	...	542	...	462
May	1 020,21	9 427,10	281,26	3 076,70	71 094	8 654	176 431	69 387	...	499	...	376
Jun	1 055,65	9 783,20	291,17	3 181,54	76 059	7 417	183 058	71 904	...	910	...	414
Jul	1 092,02	10 115,60	303,84	3 326,51	82 379	7 739	209 001	83 492	...	779	...	412
Ago	1 080,50	10 008,90	300,62	3 263,78	57 371	7 787	206 603	76 957	...	840	...	396
Sep	1 166,48	10 813,90	314,81	3 428,51	73 796	7 603	192 091	88 115	...	1 914	...	433
Oct	1 130,60	10 493,80	304,53	3 320,15	82 639	6 764	198 843	72 176	...	935	...	463
Nov	1 138,53	10 557,80	316,42	3 447,07	69 451	9 853	238 405	72 176	...	972	...	441
Dic	1 156,21	10 733,90	328,92	3 578,93	60 709	8 885	188 813	65 300	...	1 313	...	408
06 Ene	1 199,80	11 104,30	342,50	3 691,41	98 821	6 993	237 197	77 566	...	1 223	...	475
Feb	1 271,16	11 740,70	352,80	3 774,51	84 021	7 818	250 052	63 474	...	917	...	466
Mar	1 287,25	11 854,30	362,83	3 853,74	89 034	9 233	256 046	66 038	...	1 694	...	521
Abr	1 295,56	11 892,50	362,34	3 839,90	77 956	6 631	195 661	63 194	...	1 048	...	477
May	P 1 233,86	11 340,50	341,54	3 637,17	91 045	8 961	249 315	79 570	...	1 057	...	663

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

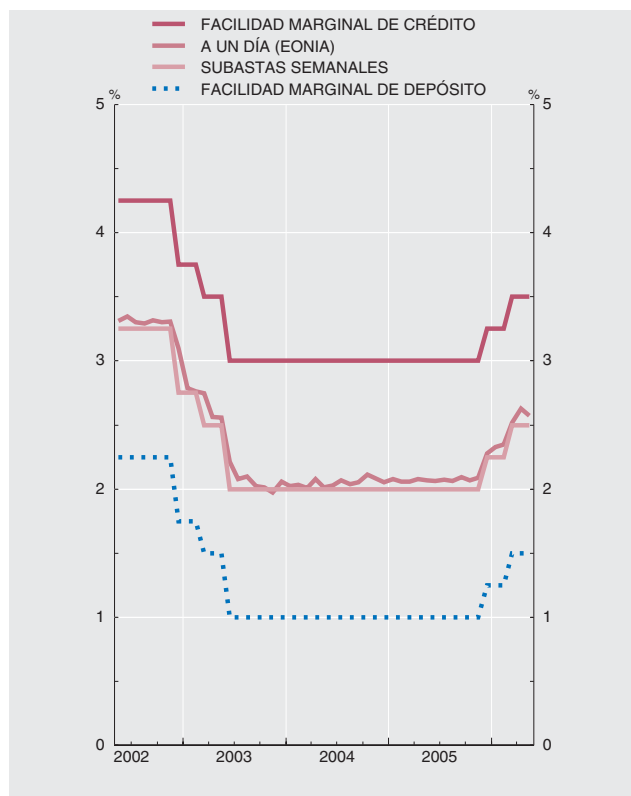
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

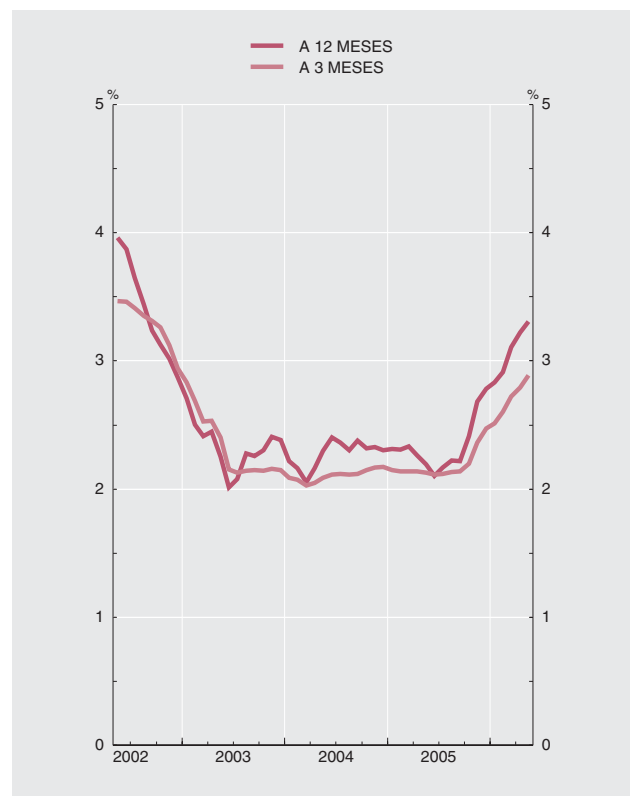
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
04	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	2,04	2,06	2,10	2,29	1,99	1,99	1,99	2,14
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
06	A	-	2,76	3,50	2,48	2,56	2,70	2,85	3,08	2,48	2,55	2,70	3,09	2,40	2,45	2,57	2,96
05 Feb	2,00	2,08	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,31	2,06	2,08	2,13	2,30	2,02	2,03	2,04	2,17
Mar	2,00	2,09	3,00	1,00	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	2,05	2,09	2,13	2,33	1,98	2,03	2,03	2,22
Abr	2,00	2,08	3,00	1,00	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	2,07	2,09	2,13	2,24	2,01	2,00	2,03	2,18
May	2,00	2,08	3,00	1,00	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	2,07	2,08	2,12	2,19	2,02	2,02	2,02	-
Jun	2,00	2,06	3,00	1,00	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	2,06	2,08	2,10	2,11	2,02	2,01	2,01	2,01
Jul	2,00	2,07	3,00	1,00	2,07	2,11	2,12	2,14	2,17	2,06	2,09	2,11	2,15	2,03	2,00	2,01	2,04
Ago	2,00	-	3,00	1,00	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	2,07	2,09	2,13	2,23	2,04	2,03	2,04	2,12
Sep	2,00	2,09	3,00	1,00	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	2,09	2,09	2,13	2,25	2,09	2,04	2,04	2,13
Oct	2,00	2,17	3,00	1,00	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	2,07	2,11	2,19	2,44	2,02	2,04	2,08	-
Nov	2,00	-	3,00	1,00	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	2,09	2,21	2,36	2,68	1,95	2,11	2,23	2,62
Dic	2,25	2,45	3,25	1,25	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	2,28	2,40	2,47	2,78	2,22	2,28	2,32	2,69
06 Ene	2,25	2,47	3,25	1,25	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	2,32	2,37	2,50	2,84	2,27	2,27	2,40	2,73
Feb	2,25	2,57	3,25	1,25	2,35	2,46	2,60	2,73	2,91	2,34	2,44	2,60	2,92	2,25	2,36	2,47	2,78
Mar	2,50	2,73	3,50	1,50	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	2,52	2,61	2,72	3,12	2,46	2,51	2,60	2,96
Abr	2,50	2,76	3,50	1,50	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	2,62	2,63	2,78	3,24	2,55	2,53	2,63	3,14
May	2,50	-	3,50	1,50	2,57	2,69	2,89	3,06	3,31	2,58	2,67	2,88	3,32	2,44	2,55	2,75	3,17

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

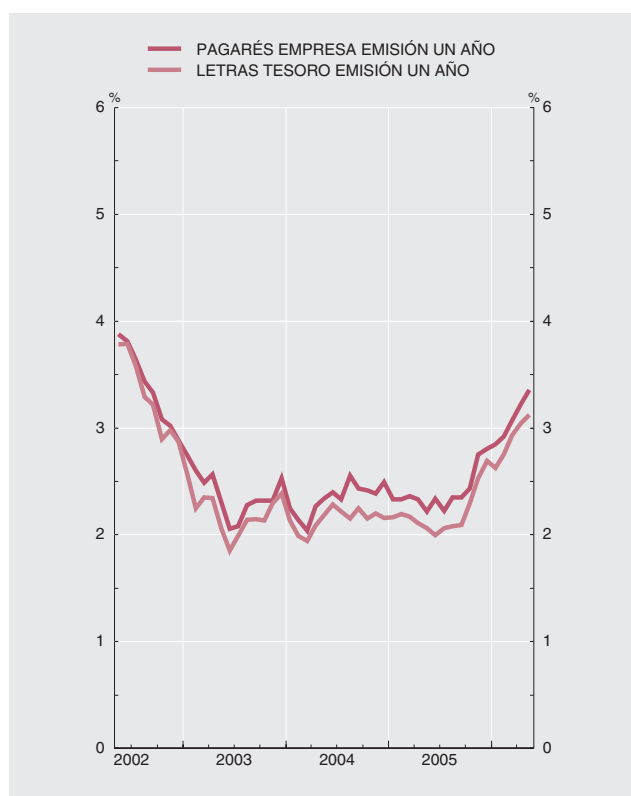
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

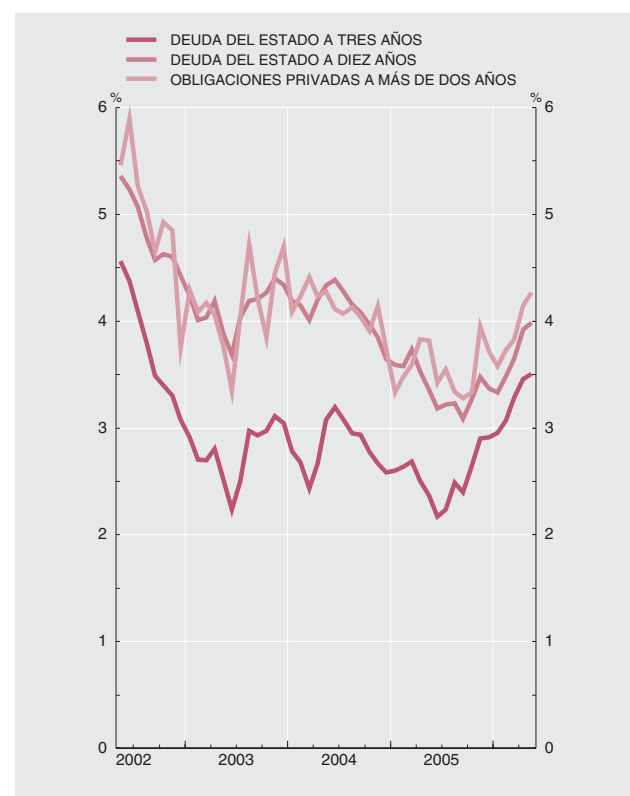
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
04		2,15	2,17	2,34	2,25	2,79	3,22	4,02	4,27	4,73	2,82	4,10	4,11
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	A	2,90	2,93	3,09	3,07	3,15	3,48	3,69	-	4,05	3,26	3,68	3,91
05 Feb		2,19	2,20	2,33	2,34	-	2,85	-	3,70	-	2,64	3,58	3,48
Mar		2,17	2,19	2,36	2,35	-	-	3,68	-	-	2,69	3,73	3,59
Abr		2,11	2,12	2,33	2,30	-	3,07	-	-	-	2,50	3,53	3,83
May		2,06	2,07	2,22	2,22	-	2,84	3,32	-	-	2,37	3,36	3,82
Jun		2,00	1,98	2,34	2,17	2,14	-	-	-	3,92	2,17	3,19	3,42
Jul		2,06	2,03	2,23	2,18	-	2,64	-	-	-	2,24	3,22	3,55
Ago		2,08	2,10	2,35	2,25	-	-	-	-	-	2,49	3,23	3,34
Sep		2,09	2,05	2,35	2,27	2,18	-	3,17	-	-	2,40	3,09	3,28
Oct		2,29	2,30	2,43	2,44	-	-	-	-	3,77	2,65	3,27	3,33
Nov		2,53	2,42	2,75	2,66	2,62	-	3,48	-	-	2,90	3,48	3,95
Dic		2,69	2,63	2,81	2,84	-	3,03	-	-	-	2,91	3,37	3,71
06 Ene		2,62	2,66	2,85	2,87	2,93	-	3,31	-	-	2,95	3,33	3,58
Feb		2,75	2,77	2,92	2,93	3,09	-	-	-	3,81	3,07	3,48	3,73
Mar		2,93	2,87	3,07	3,07	-	3,27	3,70	-	-	3,28	3,65	3,83
Abr		3,05	3,06	3,23	3,20	3,43	-	-	-	4,27	3,46	3,92	4,15
May		3,12	3,28	3,36	3,28	-	-	4,05	-	-	3,51	3,99	4,27

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



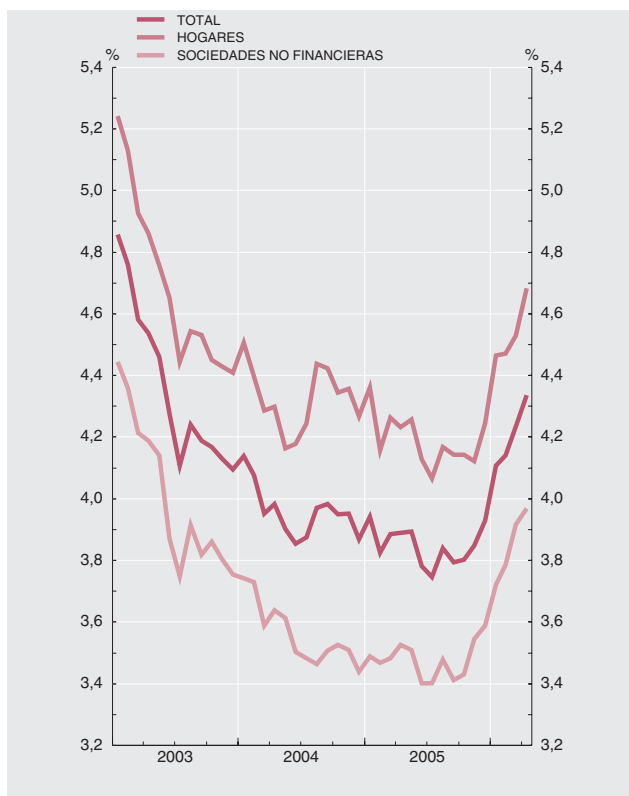
FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

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

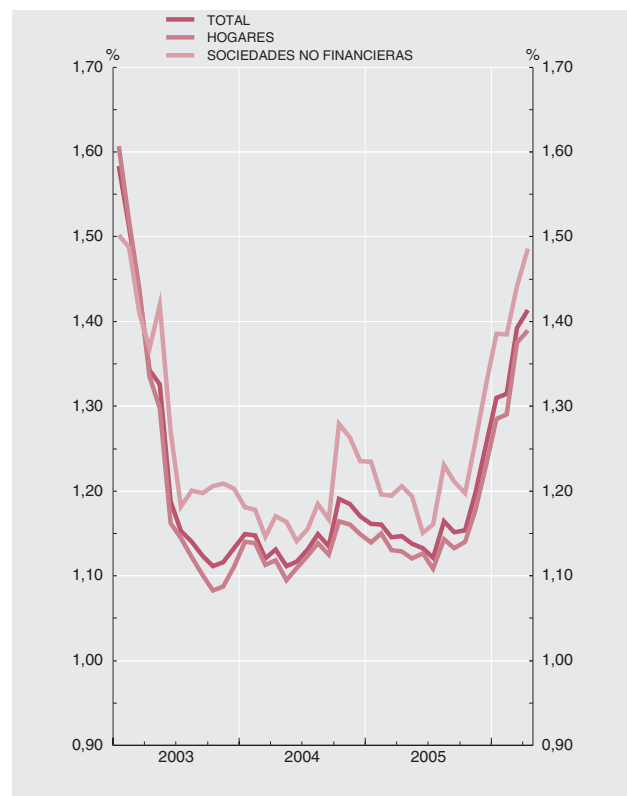
Porcentajes

		Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
		Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
			Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04		3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03
05		3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06	A	4,34	4,68	3,93	6,69	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,49	0,91	2,52	2,52
04	Ago	3,97	4,44	3,46	6,54	3,46	4,21	2,88	1,15	1,14	0,38	2,03	2,00	1,19	0,68	1,97	2,00
Sep		3,98	4,42	3,45	6,54	3,51	4,13	2,99	1,14	1,13	0,38	2,01	1,98	1,17	0,67	2,00	2,00
Oct		3,95	4,34	3,45	6,34	3,53	4,15	2,95	1,19	1,16	0,39	2,08	2,01	1,28	0,70	2,28	2,03
Nov		3,95	4,36	3,48	6,29	3,51	4,13	2,94	1,18	1,16	0,38	2,08	2,02	1,26	0,69	2,23	2,04
Dic		3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06	2,03
05	Ene	3,94	4,36	3,43	6,53	3,49	4,21	2,89	1,16	1,14	0,39	2,02	2,04	1,23	0,73	2,05	2,09
Feb		3,83	4,16	3,44	5,85	3,47	4,09	2,91	1,16	1,15	0,40	2,04	2,09	1,20	0,70	2,03	2,05
Mar		3,89	4,26	3,42	6,26	3,48	4,04	2,98	1,15	1,13	0,39	2,03	2,06	1,19	0,70	2,03	2,00
Abr		3,89	4,23	3,41	6,18	3,53	4,03	3,01	1,15	1,13	0,39	2,02	2,08	1,21	0,72	2,02	2,03
May		3,89	4,26	3,42	6,25	3,51	4,06	2,99	1,14	1,12	0,38	2,02	2,08	1,19	0,73	1,97	2,01
Jun		3,78	4,13	3,35	5,99	3,40	4,00	2,99	1,13	1,13	0,40	2,04	2,08	1,15	0,67	2,01	2,01
Jul		3,75	4,07	3,29	5,99	3,40	3,95	2,99	1,12	1,11	0,40	2,00	2,07	1,16	0,71	2,02	2,01
Ago		3,84	4,17	3,29	6,38	3,48	4,01	2,92	1,16	1,14	0,40	2,05	2,09	1,23	0,73	2,11	2,02
Sep		3,79	4,14	3,28	6,32	3,41	3,88	2,97	1,15	1,13	0,40	2,04	2,11	1,21	0,73	2,05	2,04
Oct		3,80	4,14	3,31	6,27	3,43	3,91	2,98	1,15	1,14	0,39	2,07	2,01	1,20	0,73	2,03	2,01
Nov		3,85	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16	2,01
Dic		3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06	Ene	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	P	4,34	4,68	3,93	6,69	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,49	0,91	2,52	2,55

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



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

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

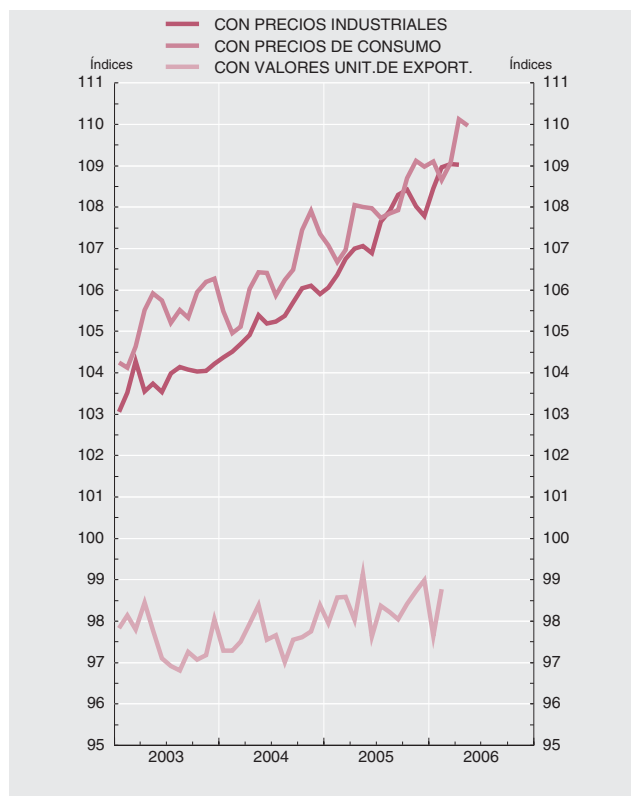
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

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

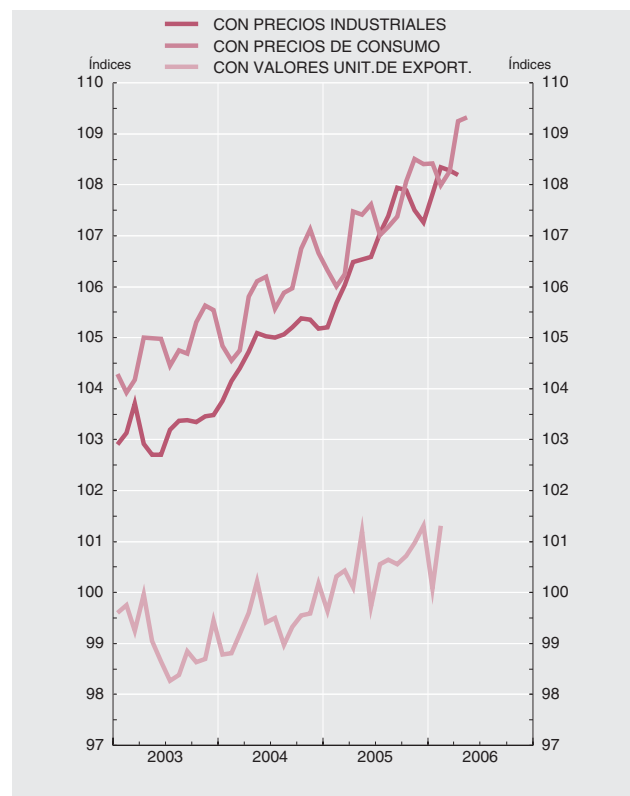
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 15)									Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones				
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4		5	6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	(a) 13
03	103,9	105,4	102,8	97,5	100,1	103,7	105,2	102,7	97,4	103,2	104,8	102,1	99,0
04	105,3	106,3	106,5	97,7	99,9	105,4	106,4	106,6	97,7	104,9	105,9	105,8	99,4
05	107,4	107,9	110,5	98,4	100,1	107,3	107,9	110,5	98,3	106,8	107,3	110,1	100,5
04 I	105,2	106,3	105,4	98,0	99,7	105,4	106,6	105,7	98,2	104,9	106,0	104,9	99,7
04 II	105,4	106,2	106,9	97,4	99,8	105,6	106,4	107,1	97,6	105,1	105,8	106,4	99,3
04 III	106,0	107,6	108,5	97,9	100,2	105,8	107,4	108,3	97,8	105,3	106,8	107,5	99,8
05 I	106,4	106,9	110,5	98,4	100,2	106,2	106,7	110,4	98,2	105,6	106,2	109,8	100,1
05 II	107,0	108,0	110,8	98,3	100,0	107,0	108,1	110,8	98,3	106,5	107,5	110,3	100,3
05 III	107,9	107,8	110,5	98,2	100,1	107,9	107,8	110,4	98,1	107,5	107,2	110,0	100,6
05 IV	108,1	108,9	110,3	98,7	100,0	108,0	108,9	110,3	98,7	107,6	108,3	110,2	101,0
06 I	108,8	108,9	111,4	...	100,1	108,7	108,8	111,3	...	108,1	108,2	111,2	...
05 Ago	107,9	107,8	...	98,2	100,1	107,8	107,7	...	98,1	107,4	107,2	...	100,6
05 Sep	108,3	107,9	...	98,0	100,0	108,3	108,0	...	98,1	107,9	107,4	...	100,6
05 Oct	108,4	108,7	...	98,4	100,1	108,4	108,6	...	98,4	107,9	108,1	...	100,7
05 Nov	108,0	109,1	...	98,7	100,1	108,0	109,1	...	98,7	107,5	108,5	...	101,0
05 Dic	107,8	109,0	...	99,0	100,0	107,8	109,0	...	99,0	107,3	108,4	...	101,3
06 Ene	108,5	109,1	...	97,6	100,1	108,3	109,0	...	97,5	107,8	108,4	...	100,1
06 Feb	109,0	108,7	...	98,8	100,1	108,9	108,6	...	98,7	108,3	108,0	...	101,3
06 Mar	109,0	109,1	...	...	100,2	108,8	108,9	...	...	108,3	108,3	...	...
06 Abr	109,0	110,1	...	...	100,3	108,8	109,9	...	...	108,2	109,3	...	...
06 May	...	110,0	...	...	100,1	...	109,9	...	...	...	109,3	...	...

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



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

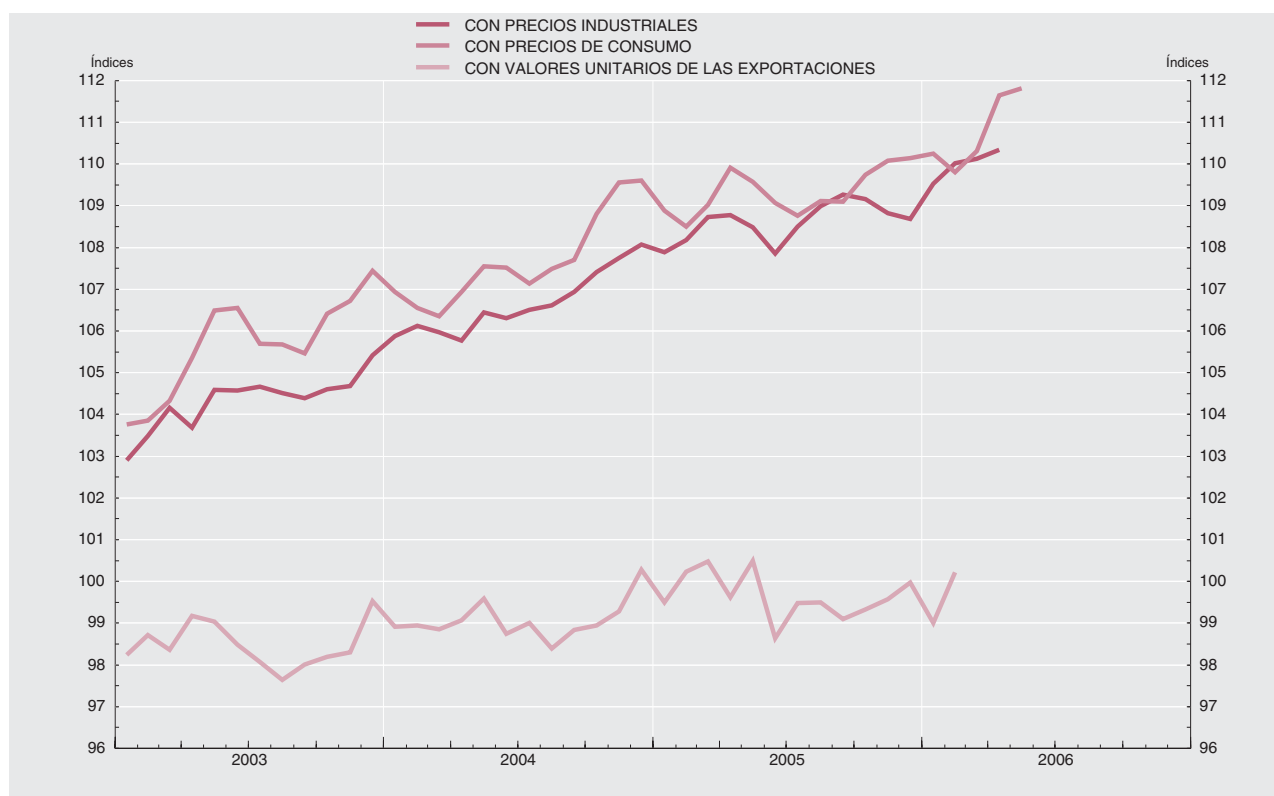
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

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

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTE: BE.

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

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

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

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

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

ABR 2005	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Inflación, productividad y márgenes sectoriales 77</p> <p>El sistema impositivo español y su comparación con el europeo 85</p> <p>La recaudación impositiva en el último decenio 97</p> <p>La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido 111</p> <p>Evolución y retos de la economía china 135</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2005 151</p>
MAY 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>La dinámica de los precios de producción en la economía española 41</p> <p>Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias 53</p> <p>Indicadores de accesibilidad y esfuerzo en el mercado de la vivienda 63</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: primer trimestre de 2005 73</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2004 83</p>
JUN 2005	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2005 39</p> <p>La Contabilidad Nacional de España, Base 2000: principales cambios e implicaciones para los agregados macroeconómicos 57</p> <p>El relanzamiento de la estrategia de Lisboa 73</p> <p>Características de la innovación tecnológica en las empresas españolas 93</p> <p>La revisión de la serie 1995-2004 de la Balanza de Pagos de España 109</p> <p>El stock de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional 129</p> <p>Las sociedades de garantía recíprocas: actividad y resultados en 2004 149</p>
JUL-AGO 2005	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La evolución del endeudamiento de las Administraciones Públicas: 2000-2004 75</p> <p>El impacto de China en la inversión extranjera directa hacia América Latina 85</p> <p>Los depósitos auxiliares del Banco de España 95</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2005 105</p>
SEP 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre del año 2005 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 45</p> <p>Informe semestral de la economía latinoamericana 55</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios: segundo trimestre de 2005 85</p> <p>Las decisiones de gasto de las familias españolas y sus principales determinantes 95</p> <p>El grado de flexibilidad de los precios de consumo en la zona del euro 107</p> <p>Las entidades de tasación: actividad en 2004 115</p>
OCT 2005	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>Efectos del tipo de cambio sobre la inflación, la actividad y el comercio: evidencia para España y la zona del euro 87</p> <p>Heterogeneidad en los mercados de trabajo regionales 101</p> <p>Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario 113</p> <p>Impacto fiscal del anuncio de regímenes cambiarios en los países emergentes 125</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2004 135</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2005 147</p> <p>El análisis de la economía española 157</p>
NOV 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2004 y hasta el tercer trimestre de 2005 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 53</p>

	Las estrategias de formación de precios de las empresas españolas 65
	Los diferenciales de inflación en la UEM: el caso de la economía española 79
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2005 93
DIC 2005	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución de las exportaciones en el área del euro: una comparación con Estados Unidos y el Reino Unido 29</p> <p>La evolución de los precios de los alimentos: ¿existen diferencias por tipo de establecimiento? 43</p> <p>Nuevos instrumentos de titulización de pasivos empresariales: características e implicaciones 53</p> <p>La investigación inédita de Pedro Martínez Méndez sobre el Tesoro y el Banco de España entre 1900 y 1936 67</p>
ENE 2006	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos 77</p> <p>Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM 87</p> <p>Las facilidades financieras del FMI: señalización frente al aseguramiento 105</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005 119</p>
FEB 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2005, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>Algunos rasgos estructurales del sector de servicios en España 41</p> <p>Diferencias salariales entre los sectores público y privado en las regiones españolas 57</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2006 67</p> <p>Canales de reciclaje internacional de los petrodólares 77</p> <p>Una valoración de los procesos de fusión en el sector financiero europeo 91</p>
MAR 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2005 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La construcción en España 45</p> <p>La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición 63</p> <p>La financiación del déficit exterior de la economía española 71</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 85</p> <p>Los efectos económicos de la política fiscal en España 115</p>
ABR 2006	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España 75</p> <p>La posición financiera de las pequeñas empresas españolas 85</p> <p>La acumulación de reservas de divisas por los bancos centrales asiáticos y su impacto sobre los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos 95</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2006 105</p>
MAY 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 29</p> <p>La Muestra Continua de Vidas Laborales de la Seguridad Social 39</p> <p>La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español 55</p> <p>La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina 65</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2006 77</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2005 87</p>
JUN 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2006 29</p> <p>Indicadores de expectativas de inflación para la economía española 45</p> <p>El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración? 57</p> <p>Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda 67</p> <p>La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios 75</p> <p>Evolución de la dispersión salarial en España 83</p> <p>El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina 95</p>

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

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

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).

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.

- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0519 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Banking integration in Europe.
 0520 JORDI GALÍ, MARK GERTLER Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve.
 0521 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Sticky-price models and the natural rate hypothesis.
 0522 OLYMPIA BOVER: Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances.
 0523 ENRIQUE ALBEROLA, LUIS MOLINA Y DANIEL NAVIA: Say you fix, enjoy and relax. The deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline.
 0524 AGUSTÍN MARAVALL: An application of the TRAMO-SEATS automatic procedure; direct versus indirect adjustment.
 0525 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y MARÍA SOLEDAD MARTÍNEZ-PERÍA: The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications for financial stability.
 0526 J. IGNACIO GARCÍA-PÉREZ Y JUAN F. JIMENO: Public sector wage gaps in Spanish regions.
 0527 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data.
 0528 EMMANUEL DHYNE, LUIS J. ÁLVAREZ, HERVÉ LE BIHAN, GIOVANNI VERONESE, DANIEL DIAS, JOHANNES HOFFMANN, NICOLE JONKER, PATRICK LÜNNEMANN, FABIO RUMLER Y JOUKO VILMUNEN: Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data.
 0529 TERESA SASTRE Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ: Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas.
 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.

- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.^a DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICHTS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.
- 0602 JUAN A. ROJAS Y CARLOS URRUTIA: Social security reform with uninsurable income risk and endogenous borrowing constraints.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.
- 0604 FRANCISCO DE CASTRO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach.
- 0605 RICARDO GIMENO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case.
- 0606 JAVIER DELGADO, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: The joint size and ownership specialization in banks' lending.
- 0607 ÓSCAR J. ARCE: Speculative hyperinflations: when can we rule them out?
- 0608 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: Business demography in Spain: determinants of firm survival.
- 0609 JUAN AYUSO Y FERNANDO RESTOY: House prices and rents in Spain: Does the discount factor matter?
- 0610 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: House prices, rents, and interest rates under collateral constraints.
- 0611 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America.
- 0612 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Credit market competition, collateral and firms' finance.
- 0613 ÁNGEL GAVILÁN: Wage inequality, segregation by skill and the price of capital in an assignment model.
- 0614 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.

EDICIONES VARIAS¹

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual)

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

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

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

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

BANCODE **ESPAÑA**

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