

BOLETÍN ECONÓMICO

11/2007

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





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

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

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

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
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	Servicio Público de Empleo Estatal
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 Económicos
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
UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
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)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	CYP (libra chipriota)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	MTL (lira maltesa)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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



## ÍNDICE

Evolución reciente de la economía española	11
Resultados de las empresas no financieras en 2006 y hasta el tercer trimestre de 2007	31
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa	51
Los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación	61
La <i>flexiguridad</i> como modelo para los mercados de trabajo europeos	69
La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2007	87
Simplificación del crédito del FMI	101
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***

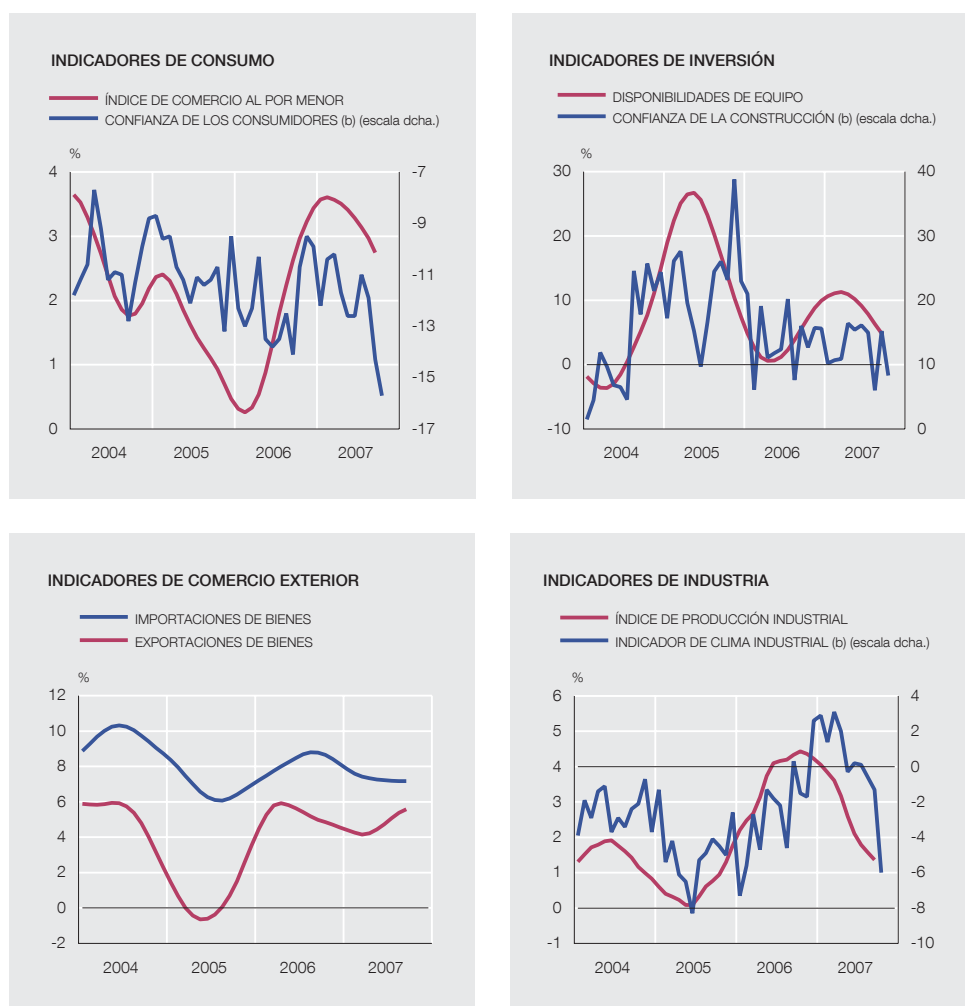
De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral<sup>1</sup>, el crecimiento interanual del PIB real de la economía española se situó en el 3,8% en el tercer trimestre de 2007, dos décimas menos que en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto se expandió un 0,7%, tasa también dos décimas inferior a la del segundo trimestre. Esta ligera moderación del PIB en el tercer trimestre fue el resultado de un comportamiento más contenido de la demanda nacional, cuyo crecimiento interanual se redujo en cinco décimas y se situó en el 4,1%. No obstante, este comportamiento fue parcialmente compensado por la aportación menos negativa del sector exterior, cuya contribución a la expansión del producto mejoró tres décimas, pasando a representar -0,6 puntos porcentuales (pp) en el tercer trimestre. El ritmo de actividad en la economía española siguió siendo superior al de la zona del euro y al del conjunto de la UE, cuyas tasas de crecimiento en el tercer trimestre repuntaron suavemente hasta el 2,6% y el 2,9%, respectivamente.

Por el lado de la demanda nacional, se observó una cierta desaceleración del consumo privado, cuya tasa interanual se redujo tres décimas, hasta el 3%, mientras que el consumo público se aceleró ocho décimas, hasta el 5,8%. Los cambios más significativos se apreciaron en la inversión en capital fijo, cuyo ritmo de crecimiento disminuyó en un punto porcentual, hasta el 5,6%, debido a la pérdida de dinamismo de sus distintos componentes. Así, la inversión en bienes de equipo redujo casi 2 pp su ritmo de avance, aunque continuó mostrando una tasa de crecimiento muy elevada (11,2%), mientras que la inversión en construcción y la inversión en otros productos se ralentizaron en torno a ocho décimas respecto al segundo trimestre. La inversión en vivienda —que forma parte del agregado de construcción— vio su tasa de expansión reducida en 0,8 pp, situándose su ritmo interanual ligeramente por debajo del 3% en el tercer trimestre. En cuanto al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios experimentaron un mayor dinamismo en el tercer trimestre. Además, aunque la tasa de expansión de las compras al exterior siguió siendo superior a la de las ventas, la brecha se redujo sustancialmente, lo que permitió la mejora antes comentada en la aportación de este sector al crecimiento. Desde la óptica del valor añadido, en el tercer trimestre se ha observado una moderación de los ritmos de crecimiento de la industria y de la construcción, mientras que la rama primaria y la de servicios —tanto de mercado como de no mercado— mostraron suaves repuntes. Finalmente, el empleo disminuyó su tasa de avance en dos décimas, aunque siguió creciendo a un ritmo relativamente elevado, del 3%, de forma que la productividad aparente del trabajo mantuvo un crecimiento del 0,8%, similar al de los dos primeros trimestres del año. Las estimaciones de la CNTR muestran que en el tercer trimestre de 2007 el deflactor del PIB volvió a aminorar su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 2,9%, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Análogamente, el deflactor del consumo privado recortó una décima su ritmo de avance interanual, hasta el 2,3%.

Entre la información más reciente referida al consumo privado, los indicadores disponibles sobre el cuarto trimestre son todavía escasos. En octubre, la confianza de los consumidores retrocedió por segundo mes consecutivo, situándose en el nivel más bajo desde 2003, lo que puede estar ligado a los episodios de inestabilidad financiera que comenzaron en verano y a las significativas alzas que han tenido lugar recientemente en los precios de consumo

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





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

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

b. Nivel de la serie original.

(véase gráfico 1). Por el contrario, en el caso de la confianza del comercio al por menor se observó una cierta recuperación en octubre, tras la disminución registrada en septiembre. Las matriculaciones de automóviles se incrementaron en octubre a un ritmo interanual del 3,4%, frente a las tasas negativas de los meses previos, aunque en términos desestacionalizados continuó observándose una caída frente al mismo mes del año anterior. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial disminuyó al inicio del cuarto trimestre, hasta situarse en el valor mínimo del año, lo que sugeriría unas menores necesidades de ampliación del capital instalado. Sin embargo, el indicador del clima en el sector productor de esos bienes mostró en octubre un nivel superior al registrado en la media de los nueve primeros meses del año.

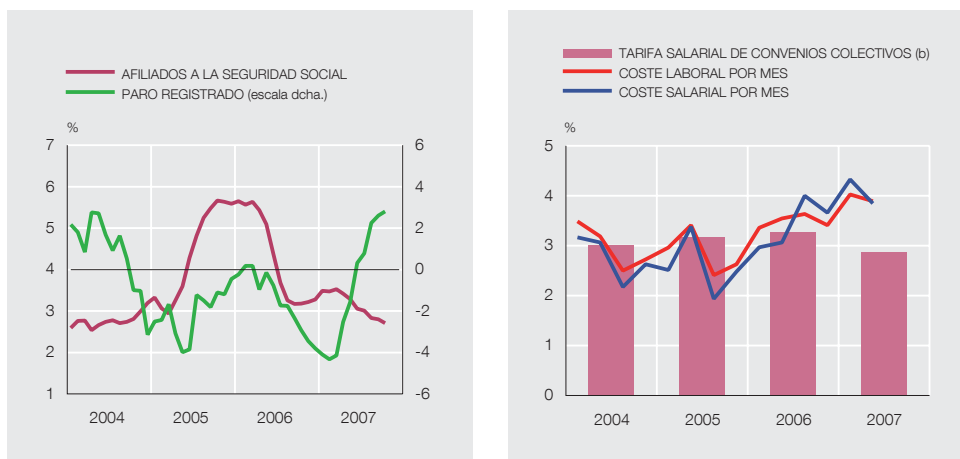
En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan, en general, a que en la última parte del año va a proseguir su desaceleración gradual. En particular, los indicadores de empleo muestran síntomas de un menor dinamismo de la actividad del sector. Así, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social presentó en octubre un ritmo interanual de expansión del 0,2%, frente al 1,3% del trimestre anterior, mientras que el número de parados registrados continuó repuntando en ese mes, con una tasa de crecimiento del

12,6%, algo más de 3 pp por encima del incremento del tercer trimestre. El indicador de confianza del mes de octubre experimentó, asimismo, un acusado retroceso respecto al mes anterior. Por el contrario, el consumo aparente de cemento se expandió en octubre a un ritmo del 5,2%, que contrasta con el comportamiento contractivo observado en el tercer trimestre. Los indicadores de carácter adelantado también apuntan, en general, a una prolongación de la desaceleración de la inversión en construcción en los meses venideros. En particular, el número de visados de viviendas nuevas disminuyó en agosto a un ritmo más pronunciado que en los meses anteriores. Por último, en cuanto a la obra civil, la licitación oficial se redujo en el mes de agosto en términos interanuales, si bien en los últimos doce meses mantiene un elevado dinamismo.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 3,4% en septiembre, por debajo del ritmo de crecimiento del mes anterior, mientras que las importaciones repuntaron ligeramente respecto a agosto, creciendo a un ritmo del 4,3%. Por tipos de bienes, en la vertiente exportadora los bienes de equipo y los de consumo experimentaron tasas interanuales negativas en septiembre, del -1,2% y -0,8%, respectivamente, mientras que el componente más dinámico de las ventas al exterior ese mes fue el de los bienes intermedios (7,1%). Por el lado de las importaciones, en septiembre cabe destacar el aumento de las compras reales de bienes de consumo alimenticio (14%), lo que puede ser un síntoma de la escasez de oferta nacional y de las alzas de precios que han tenido lugar en las últimas semanas. En el conjunto del tercer trimestre, el crecimiento de las exportaciones reales de bienes se situó en el 6,7% —casi 4 pp más que en el trimestre anterior—, mientras que las compras al exterior se expandieron un 7,2%, tasa similar a la del segundo trimestre. Por áreas geográficas, en el tercer trimestre se observó una recuperación de las ventas, tanto a la zona del euro como al resto del mundo, si bien las exportaciones fuera del área del euro siguieron mostrando tasas de avance más elevadas. El déficit comercial en términos nominales se incrementó algo menos de un 8% en el período enero-septiembre de 2007 respecto al mismo período del año anterior, lo que supone aproximadamente la mitad de la tasa de deterioro registrada en 2006.

Respecto al turismo, la información de la CNTR muestra una cierta recuperación de los ingresos reales en el tercer trimestre, en línea con la mejoría observada en los principales indicadores del sector, si bien la tasa interanual siguió siendo negativa (-0,7%, frente al -2,2% en el segundo trimestre). En octubre, el número de turistas extranjeros se estancó en términos interanuales, frente a un aumento del 2,3% en el tercer trimestre. Por otro lado, según la Encuesta de Ocupación Hotelera, durante el mes de octubre el número de pernoctaciones en hoteles de turistas extranjeros fue del 2,1%. La información sobre gasto nominal de los turistas, procedente de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), muestra un avance en el período enero-septiembre del 3,5%, que, como en años anteriores, es el resultado de un cierto aumento en el número de turistas extranjeros y de su gasto medio diario, cuyo impacto en el gasto se ve reducido por la menor estancia media de esos turistas en España.

Los datos de la Balanza de Pagos para los ocho primeros meses del año mostraron un aumento de la necesidad de financiación de la economía de hasta 64 mm de euros, un 22% superior a la contabilizada en igual período del año anterior. El déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en ese mismo período se elevó en 66 mm de euros, frente a 56 mm en el mismo período de 2006. La ampliación del déficit por cuenta corriente se debió al aumento del déficit de la balanza de rentas y, en menor medida, al incremento de los saldos negativos de la balanza comercial y de la balanza de transferencias corrientes. Por su parte, el superávit del saldo de servicios experimentó un ligero avance, como resultado de la mejora en la rúbrica de turismo y viajes (un 1,2% en términos interanuales) y de la disminución del déficit de los otros servicios. Por



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

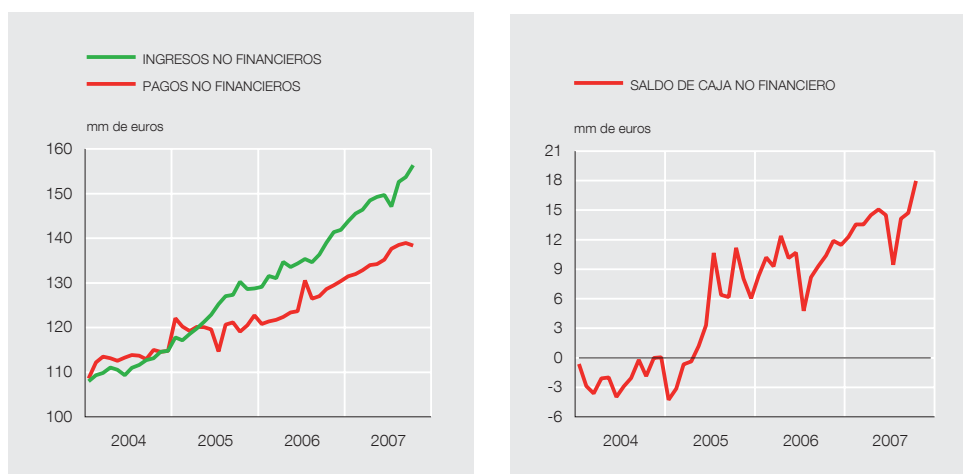
a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta octubre de 2007.

su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 2 mm de euros en los ocho primeros meses del año, un 25% menor al del mismo período de 2006, como consecuencia de la reducción de los ingresos de las AAPP en concepto de transferencias de capital procedentes de la UE.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial prolongó en septiembre la trayectoria de desaceleración que ha venido mostrando en los últimos meses. Su crecimiento interanual fue del 0,8%, una vez corregida la serie del efecto calendario, inferior al registrado en el mes de agosto. El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria resulta coincidente con ese menor dinamismo. Así, el índice PMI correspondiente al mes de octubre cayó 1,2 pp, hasta situarse en los 49,6 puntos, mientras que el indicador de confianza de la Comisión Europea empeoró significativamente en octubre. No obstante, algunos indicadores, como las entradas de pedidos o las cifras de negocio, presentaron una evolución más positiva en septiembre, lo que podría anticipar una menor atonía en los últimos meses del año. Por último, los afiliados a la Seguridad Social en este sector mantuvieron en octubre un ritmo de crecimiento del 2,5%, y el paro registrado continuó reduciéndose, aunque con una caída interanual (-2,2%) algo menos pronunciada que en el trimestre anterior. En cuanto a los servicios, su indicador de confianza experimentó en octubre un leve deterioro, después del significativo retroceso registrado en septiembre. El índice PMI de este sector, en cambio, mejoró ligeramente en octubre. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social continuaron desacelerándose de forma suave en octubre, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,9%, tres décimas menos que en septiembre, al tiempo que el paro registrado evolucionó de forma negativa, pues se incrementó un 3%, en términos interanuales, en octubre.

El empleo, según la CNTR, creció un 3% en el tercer trimestre, dos décimas menos que en el anterior, con lo que la productividad aparente del trabajo mantuvo una tasa de variación del 0,8%. Los indicadores más recientes apuntan a que en el cuarto trimestre seguirían produciéndose avances más moderados en la creación de empleo. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en octubre a un ritmo interanual del 2,7%, en términos de la media de datos diarios, dos décimas menos que en el tercer trimestre. Respecto al desempleo, el número de parados prolongó en octubre el perfil de crecimiento que se viene observando desde finales del primer trimestre, repuntando ligeramente hasta una tasa interanual del 2,8%, frente al 2,6% de septiembre (véase gráfico 2).



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

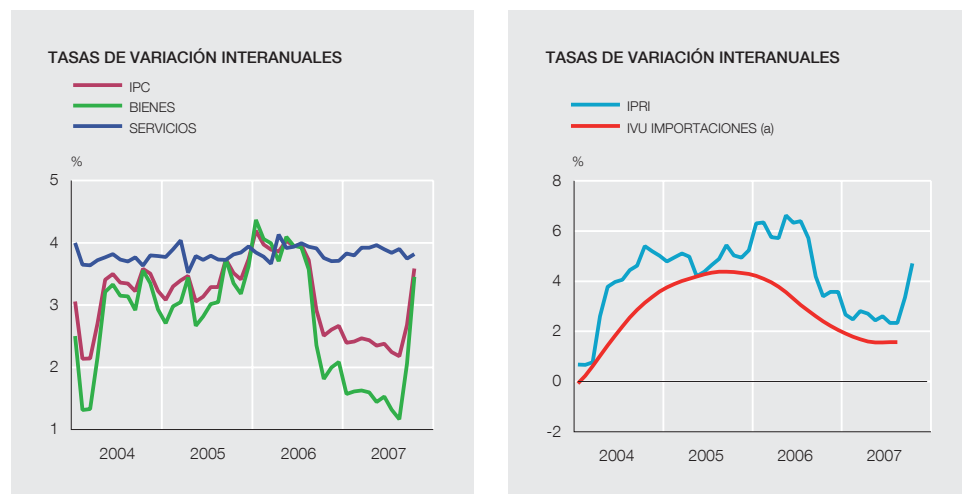
a. Último dato: octubre de 2007.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre de 2007 un superávit de 28.218 millones de euros (2,7% del PIB), frente al superávit de 22.294 millones de euros (2,3% del PIB) registrado hasta octubre de 2006. Los recursos no financieros experimentaron un ritmo de crecimiento del 10,7% respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un 7,4%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta octubre se saldó con un superávit de 25.079 millones de euros, notablemente superior al superávit de 18.587 millones registrado en el mismo período del pasado año (véase gráfico 3). A lo largo del mes los ingresos se desaceleraron ligeramente con una tasa de variación del 11,7%, frente al 11,9% en septiembre. Por su parte, los pagos mostraron también una desaceleración, mayor que los ingresos, con una tasa de variación del 7,6%, frente al 9,3% en septiembre. En conjunto, los ingresos se están comportando mejor de lo previsto en el Avance de Liquidación del año 2007 incluido en los Presupuestos Generales del Estado para 2008, en tanto que los pagos continúan creciendo por debajo de lo previsto en dicho Avance de Liquidación.

## Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración de asalariados creció un 3,7% en el tercer trimestre de 2007, tasa similar a la de los dos trimestres anteriores, tras la revisión al alza realizada y que ha conducido a que los costes laborales por unidad de producto también hayan repuntado significativamente. En cuanto a la negociación colectiva, según los datos más recientes, las tarifas salariales pactadas en los convenios registrados hasta el 30 de septiembre, que afectan a siete millones de trabajadores, aumentaron en promedio un 2,9%. Por ramas, los incrementos medios pactados van desde un 2,8% en los servicios, hasta un 3,5% en la construcción, donde comienzan a apreciarse los efectos del convenio plurianual (2007-2011) firmado a nivel nacional, si bien el número de trabajadores afectados por los todavía escasos convenios firmados en esta última rama no es aún representativo. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —que repercute en el salario cobrado en 2007— se mantiene en 0,3 pp, muy por debajo de los 0,9 pp que supuso la activación de esas cláusulas en el ejercicio precedente.

En octubre, el ritmo de variación interanual del IPC registró un incremento de nueve décimas respecto al mes precedente, hasta el 3,6% (véase gráfico 4). La aceleración del índice general



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

se explicó, casi en su totalidad, por el acusado repunte de los precios de la energía, hasta el 7%, debido tanto a un efecto base como al encarecimiento reciente del petróleo, y de los alimentos elaborados, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el 6,1%. Los precios de los alimentos no elaborados también experimentaron un leve repunte al mes de septiembre (hasta el 4,7%), así como los servicios (hasta el 3,8%), mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron estable su reducido ritmo de aumento interanual en el 0,4%. Todo ello condujo a que el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registrara un incremento en octubre de cinco décimas en su tasa interanual, hasta el 3,1%. El índice armonizado (IAPC) también creció en ese mes un 3,6%, nueve décimas más que en septiembre, aumento superior al que se registró en la UEM, de modo que el diferencial de inflación con esa área se amplió hasta cerca de un punto porcentual.

El índice de precios industriales repuntó en octubre por segundo mes consecutivo y alcanzó una tasa interanual del 4,7%. El incremento en este último mes estuvo marcado por el mayor dinamismo de los precios de producción de los bienes de consumo —especialmente, alimentos, cuya tasa interanual superó el 8%— y por el aumento de los precios de la energía. Por su parte, los precios de producción de los bienes de equipo mantuvieron su ritmo de avance en el período ligeramente por encima del 3%. Con información hasta septiembre, en el conjunto de la UEM los precios industriales presentaron una evolución algo más favorable, de tal forma que el diferencial de España frente a esa área se cifra en 0,7 pp en dicho mes.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), ampliaron su ritmo de avance en septiembre hasta el 2,8%, frente a la contracción del -0,6% de agosto. Su evolución vino marcada por la aceleración en los precios de los bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, y de los bienes de equipo. En este sentido, los precios energéticos se encarecieron un 1,6%, tras los descensos de los meses precedentes, y los de los bienes intermedios no energéticos continuaron su senda expansiva, hasta el 3,1%. Cabe destacar la ralentización de 5 pp en los precios de los bienes de consumo, debido al abaratamiento de los bienes de consumo alimenticio (-2,9%) y a la pérdida de dinamismo de los precios de los no alimenticios (1,6%). En la vertiente exportadora, el IVU de exportación pre-

sentó una tasa de crecimiento interanual en septiembre del 2,2%, tras el 1,6% del mes anterior. En este caso, el aumento se debió, fundamentalmente, al encarecimiento de los bienes de consumo alimenticio (4,2%), de equipo (2,7%) e intermedios no energéticos (2,5%), que no pudo ser compensado por la ralentización de los precios de los bienes intermedios energéticos (13,3%, frente al 15,8% del mes precedente) y por la disminución de los precios de los bienes de consumo no alimenticio (-0,2%). Por áreas geográficas se ampliaron tanto los precios de las exportaciones a la UE (1,6%) como los orientados a terceros países (5,1%).

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

Durante el mes de noviembre, la evolución de los mercados financieros internacionales registró un empeoramiento notable y generalizado, en un contexto de elevada incertidumbre. Cabe destacar el aumento significativo de las primas de riesgo de los bonos soberanos de los países emergentes y de las empresas, en especial las de peor calificación crediticia, así como el retroceso de las cotizaciones bursátiles, acompañado de un aumento de la volatilidad. Tras esta evolución se encuentran el deterioro adicional en las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y el aumento generalizado de la aversión al riesgo, ante el agravamiento de la situación del mercado de la vivienda en Estados Unidos y la preocupación por la exposición de grandes bancos de algunos países desarrollados a los productos estructurados, que empieza ya a aflorar en valoraciones concretas de esas exposiciones. La Reserva Federal redujo los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos (pb) adicionales, a finales de octubre, resaltando en su comunicado de prensa que los riesgos para la inflación y la actividad se encontraban equilibrados tras la decisión. No obstante, persisten expectativas de mercado de reducciones adicionales, lo que ha contribuido a presionar al dólar a la baja, hasta alcanzar nuevos mínimos frente al euro (por encima de 1,48 dólares por euro). También resultó significativa la apreciación del yen frente al dólar (un 3,8%). Por su parte, los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos siguieron descendiendo, hasta niveles inferiores al 4%. Por último, el precio del petróleo tipo Brent aumentó un 14,6%, situándose por encima de los 95 dólares por barril, lo que ha contribuido también a consolidar el clima negativo en los mercados.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB del tercer trimestre muestra un crecimiento trimestral anualizado de 3,9%, una décima superior al del trimestre anterior, gracias al dinamismo del consumo privado y de las exportaciones, a pesar de que la inversión residencial siguió contribuyendo negativamente al crecimiento. En este sentido, la productividad repuntó hasta el 4,9% trimestral anualizado (2,6% interanual), gracias al fuerte crecimiento del PIB y al descenso en las horas trabajadas. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales mixtas en cuanto a la evolución de la demanda en el cuarto trimestre. Así, los indicadores de confianza del consumidor se deterioraron entre agosto y noviembre, y las ventas al por menor y el gasto real en consumo personal aumentaron débilmente en septiembre y octubre, respectivamente. En el ámbito del sector residencial, los indicadores de ventas y precios de septiembre muestran una profundización, mayor que la esperada, del ajuste del mercado de la vivienda, lo que se ha reflejado también en un deterioro de la confianza de los constructores, que alcanzó el mínimo histórico en octubre. Además, en las encuestas de condiciones de crédito se advirtió un nuevo endurecimiento de las mismas, muy acusado en el segmento hipotecario. El mercado laboral, en cambio, mostró síntomas de resistencia, con la creación de 166.000 empleos en octubre, la mayor desde mayo, aunque tras ese dato se encuentra una destrucción de 21.000 empleos en manufacturas y otros 5.000 en construcción. La tasa de paro se mantuvo en el 4,7%, al igual que en el mes de septiembre. Por su parte, los indicadores de actividad apuntan también a una moderación en el crecimiento. En octubre, el Índice de Gestión de Compras (ISM) de manufacturas se mantuvo apenas por encima del umbral de contracción de la actividad y la producción industrial registró un descenso del 0,5%. En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC aumentó

en octubre desde el 2,8% al 3,5%, impulsada por el precio de la energía y los alimentos, mientras que la subyacente pasó del 2,1% al 2,2%.

En Japón, el dato preliminar del PIB del tercer trimestre mostró un repunte de la actividad, hasta el 2,6% en tasa trimestral anualizada —tras el descenso del trimestre previo—, apoyado en el fuerte impulso de la demanda externa y de la inversión, y a pesar del desplome de la actividad del sector de la construcción, motivado por los problemas de puesta en marcha de una nueva legislación sobre la materia. No obstante, el tono de la mayoría de los indicadores más recientes es negativo: por el lado de la oferta, a pesar de que los planes de producción apuntan a una expansión de la actividad manufacturera en los próximos meses, los problemas de la construcción podrían afectar negativamente al sector industrial, a través de un descenso de la cartera de pedidos. Por el lado de la demanda, los indicadores de gasto en consumo tuvieron un desempeño desfavorable en septiembre, y el índice de confianza del consumidor de octubre se situó en niveles mínimos de los últimos cuatro años, lo cual, junto con la atonía del mercado laboral, apunta hacia una evolución más desfavorable del consumo privado. En el ámbito externo, el saldo de la balanza por cuenta corriente volvió a mejorar en septiembre, favorecido por el dinamismo de las exportaciones hacia Asia y por los ingresos de rentas. La tasa de variación interanual de los precios de consumo permaneció en terreno negativo en septiembre, tanto el índice general (−0,2%) como el subyacente (−0,1%), mientras que los precios al por mayor repuntaron, por el alza de los precios de los combustibles y de otras materias primas. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre aumentó un 3,3% interanual, pero los indicadores más recientes muestran un impacto negativo de los aumentos pasados de tipos de interés y de una cierta restricción del crédito. Así, en septiembre la producción de manufacturas se contrajo un 0,6%, tras un año de aumentos continuos. La caída conjunta, en octubre, de los PMI de manufacturas y servicios —que cubren gran parte de la actividad económica— fue relativamente intensa, lo que sugiere un ajuste menos suave y prolongado de lo que se esperaba. A ello se añade la caída de las ventas al por menor en octubre, por primera vez en nueve meses. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 5,75% en su reunión de noviembre; en su *Informe de Inflación*, incluyó una previsión de desaceleración del crecimiento y de aumento de la tasa de inflación a corto plazo. El IPC de octubre ascendió al 2,1%, frente al 1,8% anterior, pero la tasa subyacente se mantuvo en el 1,5%.

En los nuevos miembros de la Unión Europea, el PIB del tercer trimestre creció un 9,4% interanual en Eslovaquia y casi un 11% en Letonia, mientras que en Estonia, y especialmente en Hungría, el crecimiento fue bajo. En el resto de los nuevos miembros, los indicadores de actividad y demanda del tercer trimestre mostraron una moderada desaceleración. En octubre se acentuó la presión al alza sobre los precios de consumo, sobre todo como consecuencia del ascenso de los precios de los alimentos, situándose la inflación en el 13,2% en Letonia, en el 10,6% en Bulgaria y por encima del 6% en Hungría, Estonia, Lituania y Rumanía. En este contexto, Rumanía aumentó en 50 pb el tipo de interés oficial, hasta el 7,50%. Las monedas que participan en el Mecanismo de Cambios (ERM II) se mantuvieron estables, salvo la corona eslovaca, que continúa apreciándose gradualmente y cotiza prácticamente un 7% por encima de la paridad central.

En China, el crecimiento del PIB se desaceleró ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 11,5% interanual, cuatro décimas menos que el trimestre previo. En octubre, la actividad económica no registró apenas señales de moderación, según indica la evolución de varios índices de expectativas empresariales, las ventas al por menor y la producción industrial. El saldo comercial exterior



llegó a un máximo anual de 27.500 millones de dólares en octubre. La inflación, tanto de precios de consumo como de precios de producción, alcanzó máximos anuales en octubre (6,5% y 3,2% interanuales, respectivamente). En este contexto, el banco central aumentó en octubre y noviembre el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb cada vez, hasta el 13,5%. El renminbi se apreció moderadamente a lo largo del mes frente al dólar (1,3%). En el resto de Asia, el PIB aceleró su crecimiento en Corea del Sur y Singapur (5,2% y 8,9%, respectivamente, en términos interanuales) en el tercer trimestre del año. En octubre, la inflación, impulsada por el aumento del precio de la energía, aumentó en Corea del Sur y en Tailandia. En el terreno de las políticas monetarias, la India aumentó en octubre por cuarta vez en 2007 el coeficiente de reservas bancarias, mientras que Hong Kong redujo el tipo oficial a comienzos de noviembre, hasta el 6%.

En América Latina, los datos referidos al tercer trimestre del año apuntarían, al menos, a un mantenimiento de las tasas de crecimiento en la mayoría de los países, con la excepción de Chile, donde la actividad se habría desacelerado notablemente. En México, el crecimiento se aceleró hasta el 3,7% interanual, gracias a la recuperación de la construcción y de las manufacturas, y en Venezuela la actividad creció un 8,7%, como consecuencia de un comportamiento menos negativo que en trimestres anteriores del sector petrolero. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de octubre la inflación regional se situó en el 5,3% (una décima más que en septiembre), destacando el fuerte repunte de Chile, hasta el 6,5%. La tasa subyacente pasó del 5,3% de septiembre al 5,5% de octubre. En este contexto, en México y Uruguay se elevaron los tipos de interés oficiales hasta el 7,50% y el 7,25%, respectivamente. Tras las elecciones presidenciales, Argentina ha realizado una emisión en dólares en los mercados locales, por primera vez desde junio, si bien con un diferencial superior en 206 pb al registrado en esa ocasión. En Ecuador, la calificación soberana fue revisada notablemente al alza y el gobierno decretó una redistribución a favor del Estado de los beneficios derivados de los elevados precios del crudo y anunció una renegociación de sus contratos de explotación.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, entre julio y septiembre de 2007 el PIB del área del euro se incrementó un 0,7% respecto al trimestre anterior, muy por encima del 0,3% registrado en ese período. Esta evolución ha supuesto un ritmo de expansión interanual del 2,6%, frente al 2,5% registrado tres meses antes. Todavía no se dispone del desglose de este crecimiento por componentes de la demanda para el conjunto de la UEM. No obstante, la información disponible para algunos países apunta a que el mayor dinamismo del producto podría ser el resultado de la fortaleza de la demanda interna. De hecho, la variación intertrimestral del PIB en Alemania aumentó cuatro décimas, hasta el 0,7%, debido al comportamiento favorable de la inversión —tanto en bienes de equipo como en construcción— y, en menor medida, del consumo privado. De forma similar, en el caso francés el PIB se incrementó un 0,7% (0,3% en el trimestre anterior), como consecuencia, principalmente, de la aceleración del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, aunque también fue significativa la mejora de la contribución neta del sector exterior. En Italia, por su parte, la variación del PIB fue del 0,4%, tras el 0,1% anterior.

La aceleración del producto en el tercer trimestre está en línea con las previsiones de otoño de la Comisión Europea publicadas el 9 de noviembre, que cifran el incremento del PIB del área, en 2007, en el 2,6%, revisado al alza una décima respecto al ejercicio *interim* de septiembre. En cambio, la previsión de crecimiento para 2008 —del 2,2%— supone una revisión a la baja de tres décimas respecto a la última disponible, fechada en este caso en mayo. Esta revisión se explica, fundamentalmente, por el endurecimiento de las condiciones financieras, lo que repercute de forma notable en la inversión, ya que cabe suponer que la fortaleza del empleo continúe sosteniendo el consumo. Además, la Comisión reco-



		2007					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	2,5	4,0	4,5	3,4		
	Comercio al por menor (b)	1,1	1,3	0,9	1,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	0,7	0,9	0,7	0,4	-0,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-2,0	-2,0	-4,0	-6,0	-6,0	
	Indicador de clima industrial	6,0	5,0	5,0	3,0	2,0	
	IAPC (b)	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	
VARIABLES	M3	11,0	11,7	11,6	11,3		
MONETARIAS Y	M1	6,1	6,8	6,7	6,1		
FINANCIERAS (c)	Crédito a los sectores residentes	8,6	8,7	8,8	8,7		
	AAPP	-3,8	-3,7	-4,2	-4,3		
	Otros sectores residentes	11,6	11,6	11,8	11,6		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	7,2	7,0	7,0	6,7		
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,3	13,6	14,2	14,1		
	EONIA	3,96	4,06	4,05	4,03	3,94	4,01
	EURIBOR a tres meses	4,15	4,22	4,54	4,74	4,69	4,59
	EURIBOR a un año	4,51	4,56	4,67	4,72	4,65	4,59
	Rendimiento bonos a diez años	4,66	4,63	4,43	4,37	4,40	4,27
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,51	0,44	0,31	0,19	0,18	0,04
	Tipo de cambio dólar/euro	1,342	1,372	1,362	1,390	1,423	1,463
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	9,9	5,7	4,7	6,1	9,2	0,1

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

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

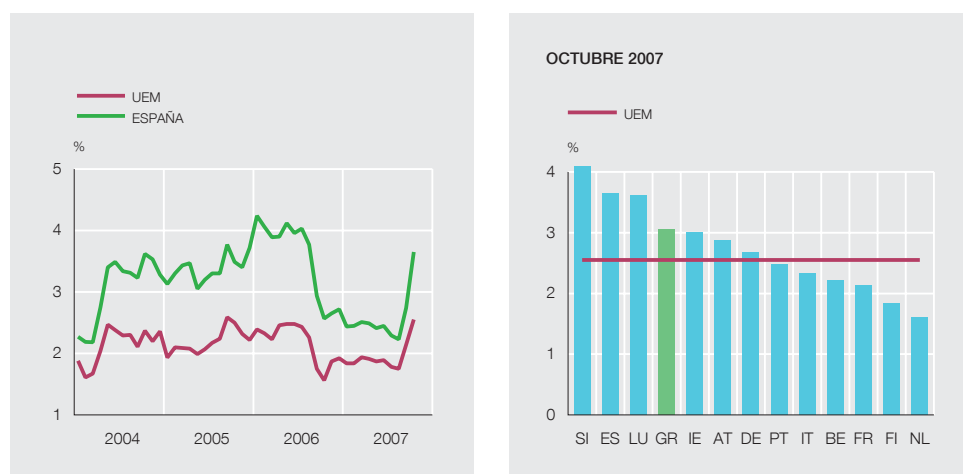
b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

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

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

noce que estas previsiones de crecimiento están sometidas a un elevado grado de incertidumbre, como consecuencia de las turbulencias recientes en los mercados financieros, y sujetas a riesgos a la baja.

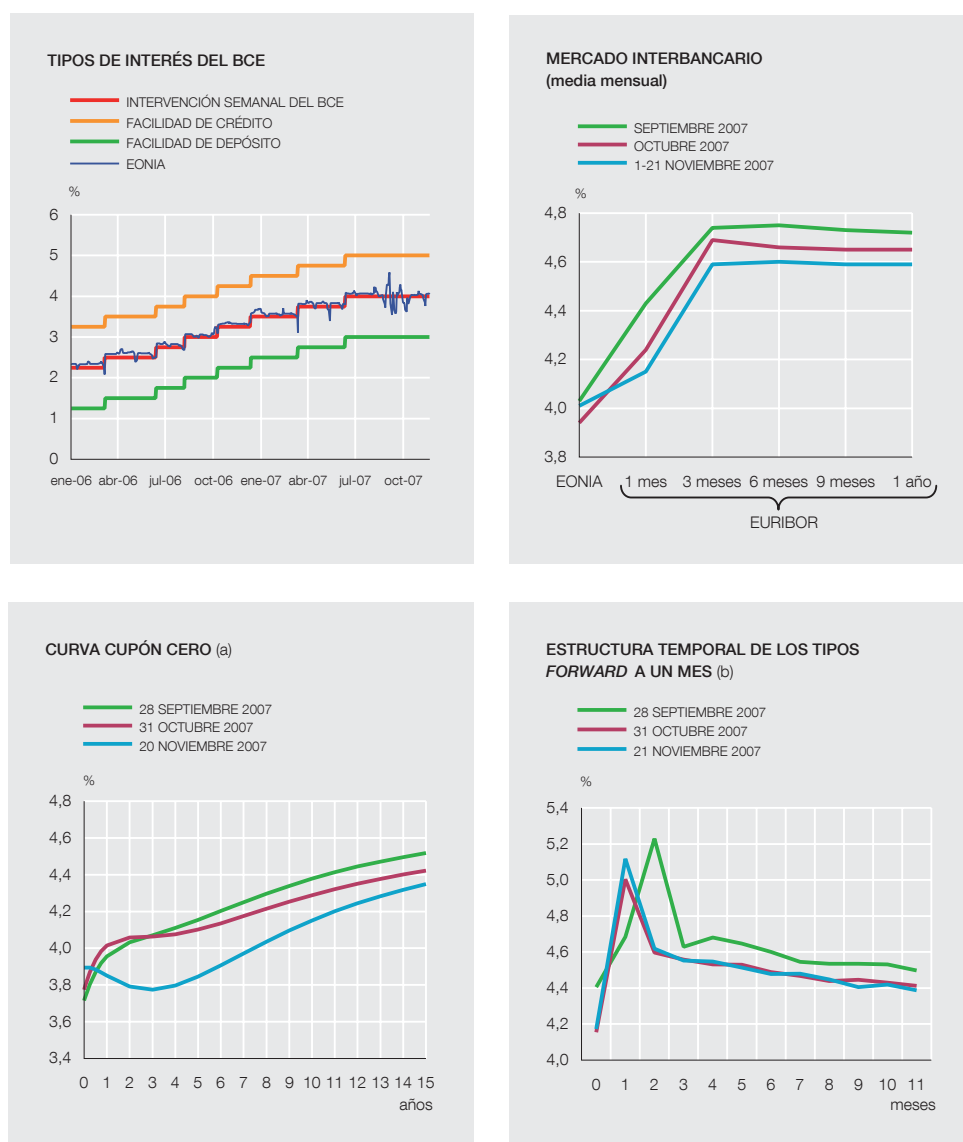
La información más reciente referida a la coyuntura económica proporciona señales de cierta ralentización de la actividad. En la vertiente de la oferta, la producción industrial de la UEM disminuyó en septiembre un 0,7% en términos intermensuales, si bien el ritmo de crecimiento medido con tasas más largas sigue siendo relativamente elevado (véase cuadro 1). En ese mes, los pedidos industriales se redujeron un 1,6%, lo que supuso una desaceleración hasta el 2% en tasa interanual. Por su parte, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea mostró un retroceso adicional en octubre y el índice de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera alcanzó en dicho mes el valor más bajo desde mayo de 2005, si bien todavía por encima del nivel 50, que indica estabilidad en el sector. Por lo que respecta a los servicios, el indicador de opinión de Reuters corrigió parcialmente en octubre la fuerte caída de septiembre y el de la CE se mantuvo estable. Por el lado de la demanda, las señales son mixtas, ya que, por un lado, las ventas al por menor se dinamizaron en septiembre y la confianza de los minoristas experimentó un ligero avance en octubre, mientras que, por otro lado, en dicho mes la confianza de los consumidores permaneció estancada y las matriculaciones de automóviles retrocedieron. Por último, los indicadores sobre demanda externa, referidos a expectativas de exportación y cartera de pedidos exteriores, empeoraron en octubre, en sintonía con la continua apreciación del euro.



FUENTE: Eurostat.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, aumentó cinco décimas en octubre, situándose en el 2,6% (véase gráfico 5). Esta aceleración de los precios de consumo obedeció, en buena medida, a la mayor aportación del componente energético, como consecuencia tanto del efecto base derivado de las caídas que registraba esta partida un año antes como de la tendencia al alza del precio del barril de crudo durante el mes de octubre. Sin embargo, también tuvo un impacto notable el significativo aumento del ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados. Con respecto al resto de componentes, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron moderadamente, mientras que los de los servicios crecieron a la misma tasa que en el mes anterior. La variación interanual del IPSEBENE —índice que excluye los componentes con un comportamiento más errático, esto es, la energía y los alimentos no elaborados— subió una décima, hasta el 2,1%. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) aumentó en septiembre un 2,7% en términos interanuales, nueve décimas más que en el mes precedente, como consecuencia de la intensa aceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo no duradero, mientras que los ritmos de variación de los demás componentes se mantuvieron estables o experimentaron ligeros descensos.

En su reunión de principios de noviembre, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales, si bien señaló que la información más reciente confirma plenamente la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Estos riesgos proceden del posible comportamiento inflacionista de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, así como de potenciales incrementos no anticipados en los precios administrados y los impuestos indirectos. Además, el elevado nivel de utilización de la capacidad productiva, el crecimiento del PIB en los últimos trimestres y la situación en el mercado de trabajo podrían dar lugar a aumentos salariales superiores a lo esperado. No obstante, el Consejo de Gobierno indicó que estas señales se insertan en un contexto de elevada incertidumbre, derivado de la reevaluación de los riesgos que sigue produciéndose en los mercados financieros, que justifica la conveniencia de esperar la llegada de información adicional antes de extraer más conclusiones para la política monetaria. Por lo tanto, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecieron estables en el 4%, 3% y 5%, respecti-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

vamente. Por su parte, en el mercado interbancario se ha producido una ligera reducción, desde mediados del mes de octubre, del diferencial entre el tipo de interés de los depósitos a un día y los tipos de interés de los depósitos a plazo (véase el gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años también disminuyeron moderadamente durante el período analizado, hasta el nivel actual del 4,2%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar, pero más acusada, lo que se ha materializado en la anulación del diferencial positivo entre los rendimientos de la deuda de este país y los de la UEM.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han experimentado un descenso a lo largo del mes de noviembre, en un contexto de aumento de la volatilidad. A la fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba ligeramente por debajo de los niveles de finales de septiembre, lo que supone una revalorización prácticamente nula desde el comienzo de 2007. No obstante, la evolución por sec-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

tores ha sido muy dispar: las cotizaciones de los bancos y, en menor medida, las de las empresas financieras han retrocedido más, de manera que acumulan pérdidas que superan el 10% desde principios de año y en las empresas de la construcción los retrocesos en los meses recientes han anulado las elevadas ganancias acumuladas (más de un 20%) a mediados del año. Por lo que respecta a los mercados de divisas, el euro continuó la tendencia apreciatoria con respecto al dólar que se viene manifestando a lo largo del año. Con una apreciación adicional en las tres primeras semanas de noviembre del 2,3%, el tipo de cambio del euro se ha situado en niveles máximos desde el comienzo de la UEM, en torno a un valor de 1,48 dólares (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se revalorizó de forma más moderada (1,5%) en ese mismo período.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, el agregado monetario M3 redujo ligeramente su ritmo de avance interanual en septiembre, hasta situarse en el 11,3%. Sin embargo, el crecimiento de dicha variable en el conjunto del tercer trimestre con respecto al mismo período del año anterior aumentó hasta el 11,5% (desde el 10,6% del segundo trimestre), lo que supone la prolongación de la tendencia al alza que se viene observando desde mediados de 2004. Por su parte, el crédito concedido al sector privado se expandió de forma robusta en septiembre, alcanzando una tasa interanual del 11,6%, dos décimas inferior a la de agosto. Por lo que hace referencia al desglose sectorial, mientras que los préstamos destinados a empresas mantuvieron una tasa interanual muy similar a la del mes anterior —de un 14,1%—, los préstamos concedidos a los hogares redujeron en tres décimas su tasa de expansión, hasta el 6,7%, debido a la desaceleración tanto de los otorgados para la compra de bienes de consumo como de los destinados a financiar la adquisición de vivienda.

### ***Evolución financiera en España***

Durante octubre prosiguió el proceso de recuperación de los precios negociados en los mercados financieros nacionales e internacionales que se inició a finales del tercer trimestre, de forma que revirtieron total o parcialmente los movimientos observados durante el episodio de turbulencias que emergió el pasado verano. Sin embargo, durante las últimas semanas se han producido nuevas tensiones en algunos mercados internacionales, como reflejo del elevado grado de incertidumbre que todavía persiste. Por su parte, la última información disponible sobre las condiciones de financiación del sector privado evidencia

TIPOS BANCARIOS (b)		2004	2005	2006	2007				
		DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	5,32	5,43	5,49	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	7,85	8,32	8,46	...	...
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	2,26	2,36	2,50	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	5,30	5,53	5,75	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	4,25	4,17	4,01	4,04	3,98
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,54	4,28	4,20	4,23	4,05
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,60	4,40	4,35	4,38	4,27
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,08	0,09	0,11	0,08	0,12
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,30	0,50	0,49	0,40	0,54
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	4,89	2,58	2,96	10,90	8,39

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 19 de noviembre de 2007.

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

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

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

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

que en septiembre se produjo un nuevo endurecimiento, que vino acompañado de una prolongación de la pauta de desaceleración de la deuda de los hogares y las empresas y de los activos líquidos mantenidos por estos agentes en sus carteras. Los datos provisionales correspondientes a octubre apuntan a una continuidad de estas mismas pautas.

Las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública, tras la recuperación iniciada a finales del tercer trimestre, descendieron nuevamente durante la parte transcurrida de noviembre. De este modo, entre el 1 y el 19 de dicho mes los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 3,98% y en el 4,27%, respectivamente, lo que representa una disminución de 3 pb y de 8 pb en relación con los correspondientes valores de septiembre (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda española y la alemana a diez años se redujo en octubre y posteriormente volvió a repuntar, patrón que también se observó, aunque de forma más acusada, en el caso de las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas, que alcanzaron unos niveles superiores a los que se registraron en agosto.

En los mercados bursátiles nacionales, al igual que en la mayoría de las plazas internacionales, las cotizaciones se recuperaron a lo largo del mes de octubre y volvieron a descender durante la parte transcurrida de noviembre, evolución que ha venido acompañada de un repunte de su volatilidad. Durante este período, los índices de las bolsas españolas han tenido un comportamiento comparativamente más favorable que el de los correspondientes indicadores en la mayoría de los países de nuestro entorno. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 8,4% con respecto a finales de 2006, revalorización superior a la que presentaban el EURO STOXX amplio de las de la UEM (1,4%) y el S&P 500 de las bolsas de Estados Unidos (1,1%).

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

CUADRO 3

	2007	2005	2006	2007		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	2.317,4	15,9	19,1	16,3	15,9	15,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.038,4	21,2	24,2	20,1	20,1	18,9
Hogares e ISFLSH	854,6	20,9	19,6	16,2	15,9	15,2
De los cuales:						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	632,6	24,3	20,4	17,0	16,7	16,0
– Crédito para consumo y otros fines (c)	220,6	12,5	17,5	13,9	13,9	13,0
Sociedades no financieras	1.183,8	21,4	27,9	23,1	23,4	21,8
De los cuales:						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	869,1	25,5	29,8	26,7	27,1	24,9
– Valores de renta fija (d)	36,5	23,7	135,1	30,3	30,7	28,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	279,0	-3,9	-4,8	-4,6	-7,2	-6,4
Valores a corto plazo	33,2	-10,8	-2,2	-5,1	-6,6	-4,5
Valores a largo plazo	296,0	2,7	-0,3	-0,2	-0,7	-0,2
Créditos – depósitos (f)	-50,2	-16,3	-13,3	-11,5	-17,5	-16,8

FUENTE: Banco de España.

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

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

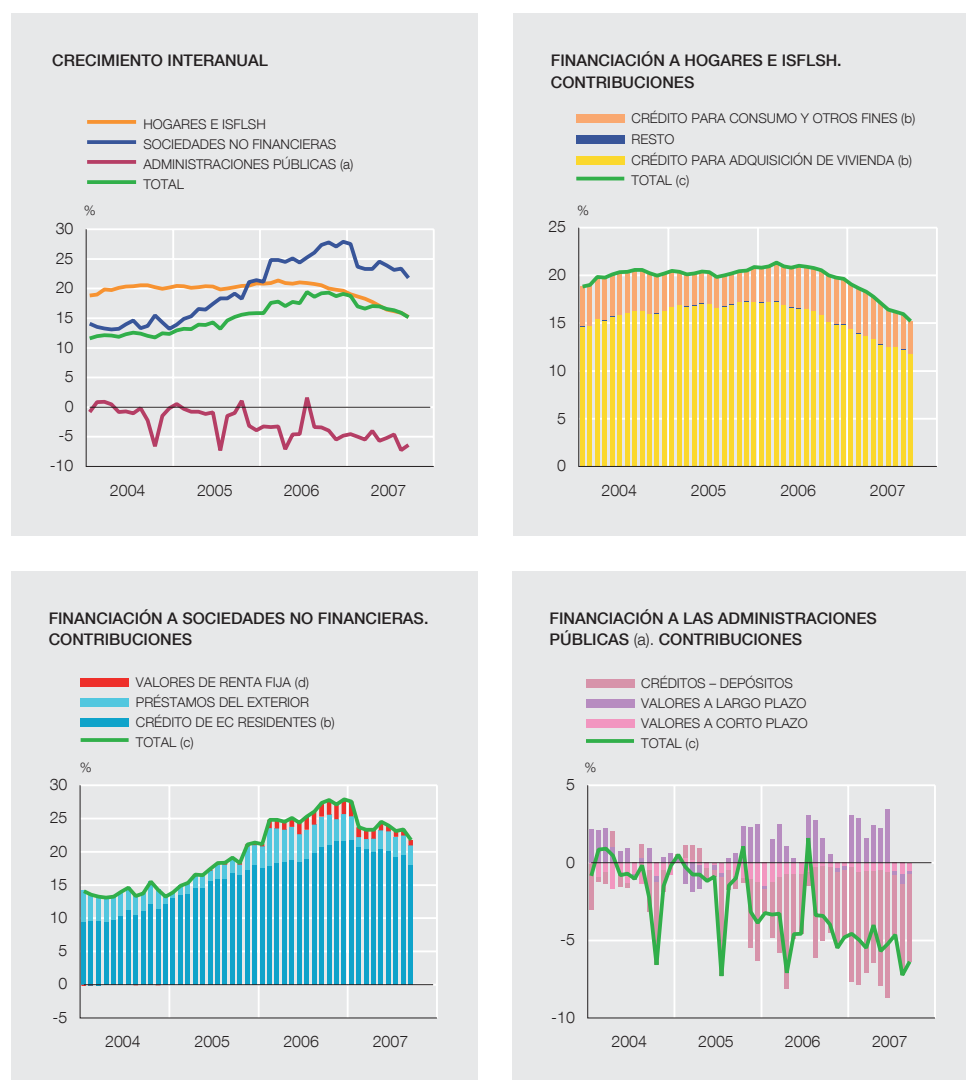
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

En línea con la evolución reciente de las rentabilidades en los mercados monetarios, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero en las operaciones nuevas de activo y pasivo aumentaron en septiembre. Concretamente, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y el de los destinados al consumo y otros fines alcanzaron el 5,49% y el 8,46%, respectivamente, 6 pb y 14 pb por encima del dato de agosto, al tiempo que la remuneración de sus depósitos se incrementó en 14 pb, hasta el 2,5%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades se elevó en 22 pb, hasta situarse en el 5,75%.

En este contexto, en septiembre volvió a moderarse el dinamismo de la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por agentes, se redujeron las tasas de avance tanto de los recursos ajenos captados por los hogares como, en mayor medida, de los destinados a las empresas, aunque en ambos casos se mantuvieron en niveles elevados (en torno al 15% y al 22%, respectivamente). Por su parte, la deuda de las Administraciones Públicas continuó contrayéndose, aunque a un ritmo algo inferior al del mes precedente.

La desagregación por finalidades muestra que la moderación en el avance de los pasivos de los hogares en septiembre se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en el destinado al consumo y otros fines, situándose las tasas de variación interanual en el 16% y 13%, respectivamente. Asimismo, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras se explica por la desaceleración de todos los componentes de la



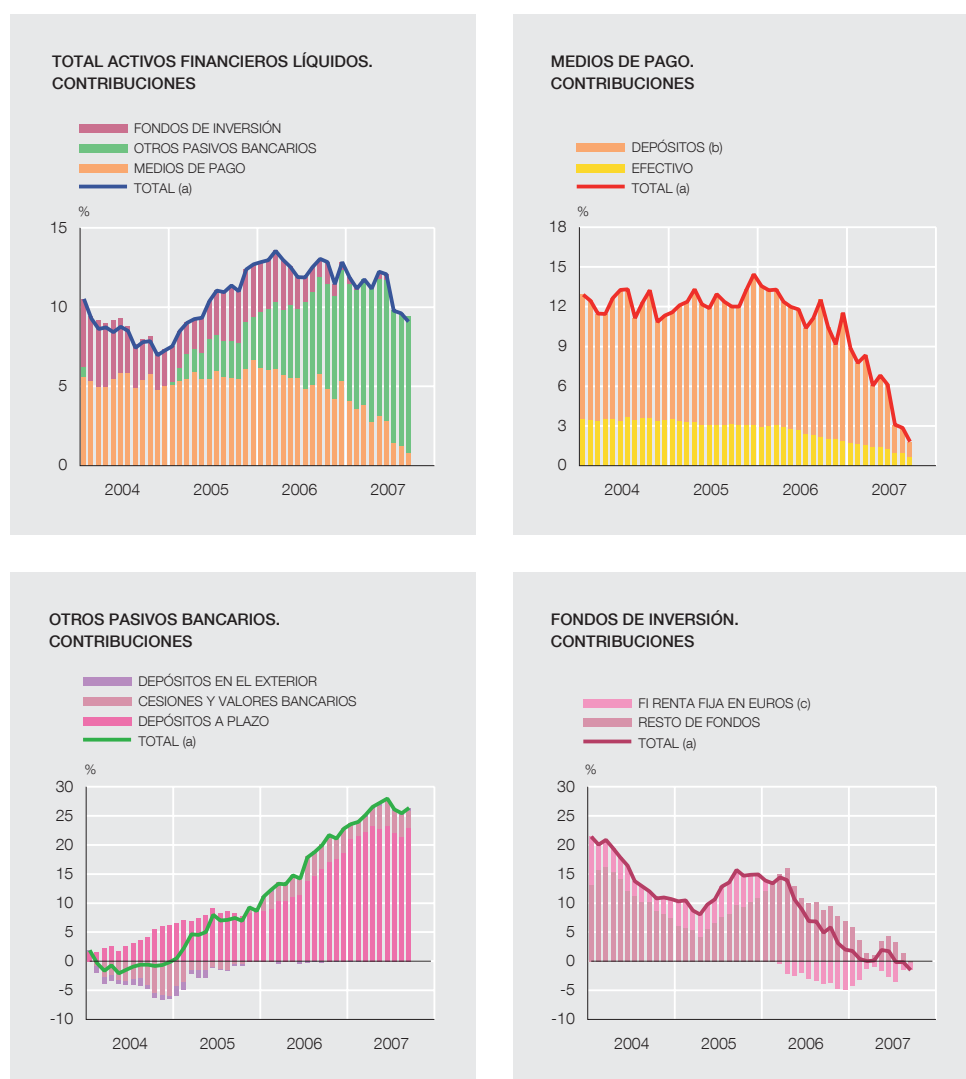
FUENTE: Banco de España.

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

financiación. La información provisional correspondiente al mes de octubre apunta a nuevos descensos en el ritmo de expansión de la deuda de estos sectores, que habrían sido nuevamente más acusados en el caso de las empresas.

La tasa de crecimiento interanual de los fondos recibidos por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa, situándose alrededor del -6% en septiembre, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada en el mes anterior. Por instrumentos, esta evolución fue el resultado, en términos acumulados de doce meses, de una amortización neta de valores a corto y largo plazo y de un descenso del saldo neto entre créditos y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares volvieron a desacelerarse en septiembre. Esta evolución resultó del descenso de las tasas de crecimiento de los medios de pago y de las participaciones en fondos de inversión,



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.

que no fue compensado por el mayor dinamismo del resto de los pasivos bancarios (véase gráfico 9). De acuerdo con la información provisional más reciente, en octubre se habrían prolongado estas mismas tendencias.

27.11.2007.



RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2006 Y HASTA EL TERCER  
TRIMESTRE DE 2007

**Rasgos básicos<sup>1</sup>**

Como en años anteriores, el Banco de España publica, en el *Boletín Económico* de noviembre, los resultados obtenidos en 2006 por las empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances Anual (CBA), junto con los correspondientes a los tres primeros trimestres de 2007 de las empresas que colaboran con la Central de Balances Trimestral (CBT). Estos últimos son un avance de los resultados de este año, que se completará, en marzo de 2008, cuando se difunda la información del cuarto trimestre y, posteriormente, en noviembre de ese año, con la presentación de los resultados de la CBA para 2007.

Los datos recogidos por la CBA para 2006 (véanse cuadro 1 y gráfico 1) son coherentes con los adelantados en su momento por la CBT. Por lo que respecta a la actividad productiva, las empresas que colaboran con la CBA recuperaron en 2006 la intensidad en el ritmo de crecimiento de su valor añadido bruto (VAB), superando la desaceleración registrada en 2005<sup>2</sup> (el VAB aumentó en 2006 un 7,4%, tasa superior al 4,7% del año anterior, y prácticamente idéntica al 7,5% de 2004). Esta tendencia expansiva se extiende a casi todos los sectores de la muestra, entre los que cabe resaltar los aumentos experimentados por las empresas de comercio y las de transporte y comunicaciones, a los que se unió el mayor dinamismo de las empresas industriales desde comienzos de 2006. La evolución de este último agregado sectorial está relacionada con la positiva evolución de la inversión en bienes de equipo y la reactivación de la actividad exterior, consecuencia, en gran medida, de la recuperación de las principales economías de la zona del euro.

Por su parte, los datos que facilita la CBT confirman que, hasta el tercer trimestre de 2007, la actividad continuó creciendo, si bien con una tendencia hacia una mayor moderación a medida que avanzaba el año; en el conjunto de los tres trimestres, la tasa del VAB se ha situado algo más de dos puntos por debajo de la registrada un año antes (5,4%, frente al 7,5% en el mismo período de 2006). Entre los factores que explican esta evolución destaca la tendencia decreciente de la actividad del sector comercio, afectado por el menor vigor del consumo privado. Por el contrario, el sector industrial ha sido el que más positivamente ha contribuido al crecimiento de la actividad productiva en 2007, asentado, al igual que en 2006, en la fortaleza de la inversión en bienes de equipo y en el comportamiento expansivo de las exportaciones; ambos factores han llevado a que el VAB de las empresas industriales colaboradoras con la Central de Balances aumentase un 12,9% en los nueve primeros meses de 2007, muy por encima del 4,8% que había crecido en el mismo período de 2006.

1. Este artículo informa de los resultados obtenidos por las empresas no financieras colaboradoras con las bases de datos anual (CBA), hasta 2006, y con la trimestral (CBT), hasta el tercer trimestre de 2007. Por lo que respecta a los datos de 2006, el artículo facilita una síntesis de la información que recoge la publicación *Banco de España. Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras 2006*, presentada ante la prensa el 28 de noviembre de 2007, que incorpora la información facilitada por las 6.690 empresas que, hasta finales de octubre de 2007, han colaborado cumplimentando el cuestionario anual de la Central de Balances. Esta muestra representa el 25,9% del total de la actividad del sector de Sociedades no financieras. Por otra parte, la información trimestral de 2007, recopilada por la CBT, proviene de las 765 empresas que, por término medio, habían enviado sus datos hasta mediados de noviembre. Su cobertura sobre el total de Sociedades no financieras, en términos del VAB, es del 13,1%. 2. Como se advirtió en el artículo correspondiente a la presentación de los resultados de 2005 y de los tres primeros trimestres de 2006 (*Boletín Económico*, noviembre 2006), la evolución del VAB de las empresas colaboradoras de la CBA durante 2005 no coincidió con la que se deduce de la CNE/CNT, por las razones que se indican en dicho artículo (dinamismo de los sectores peor representados en la muestra trimestral e impacto de los *input* energéticos en la cuenta de resultados de las empresas). La desaparición, en 2006, de parte de las razones que motivaron dicha discrepancia origina otra en sentido contrario en la evolución del VAB de 2006 con respecto a 2005 en la CBA (el mencionado 7,4%) y en la CNE/CNT (6%).

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

CUADRO 1

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

	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
	2006	2005	2006	I a IV 06/ I a IV 05	I a III 06/ I a III 05	I a III 07/ I a III 06
<b>BASES</b>						
Número de empresas		8.997	6.690	831	847	765
Cobertura total nacional		32,0%	25,9%	14,6%	15,0%	13,1%
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	9,9	10,0	10,4	12,5	4,3
<i>De ella:</i>						
— Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	141,7	12,0	9,9	9,8	12,5	1,8
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	69,2	12,6	11,1	12,4	15,2	3,8
<i>De ellos:</i>						
— Compras netas	42,0	13,5	13,1	14,4	15,3	2,1
— Otros gastos de explotación	27,2	12,4	7,9	5,8	7,2	7,9
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	30,8	4,7	7,4	6,5	7,5	5,4
3. Gastos de personal	15,7	5,7	6,6	5,3	5,5	4,3
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	15,1	3,6	8,3	7,5	9,1	6,2
4. Ingresos financieros	3,8	23,8	27,6	12,9	21,0	18,6
5. Gastos financieros	3,3	9,5	35,8	39,7	34,1	35,8
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,0	0,1	7,3	2,2	1,9	-0,2
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	9,6	10,3	7,9	3,8	10,0	4,5
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	7,5	35,7	70,8	52,3	31,4	-13,3
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	2,7	35,7	-28,0	-27,4	-39,8	7,4
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	5,0	-5,0	76,0	62,1	130,9	-15,0
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8 – 9]	9,4	20,6	39,8	18,2	11,5	3,0
RESULTADO NETO / VAB (S.4 / S.1)		22,2	30,6	35,0	39,5	35,7
<b>RENTABILIDADES</b>	Fórmulas (b)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3 + 5.1) / AN	8,7	9,0	8,6	7,9	7,9
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1 / RAC	3,7	4,1	3,9	3,8	4,4
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3 / RP	12,7	13,2	13,0	11,7	11,3
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1 – R.2	5,0	4,9	4,7	4,1	3,5

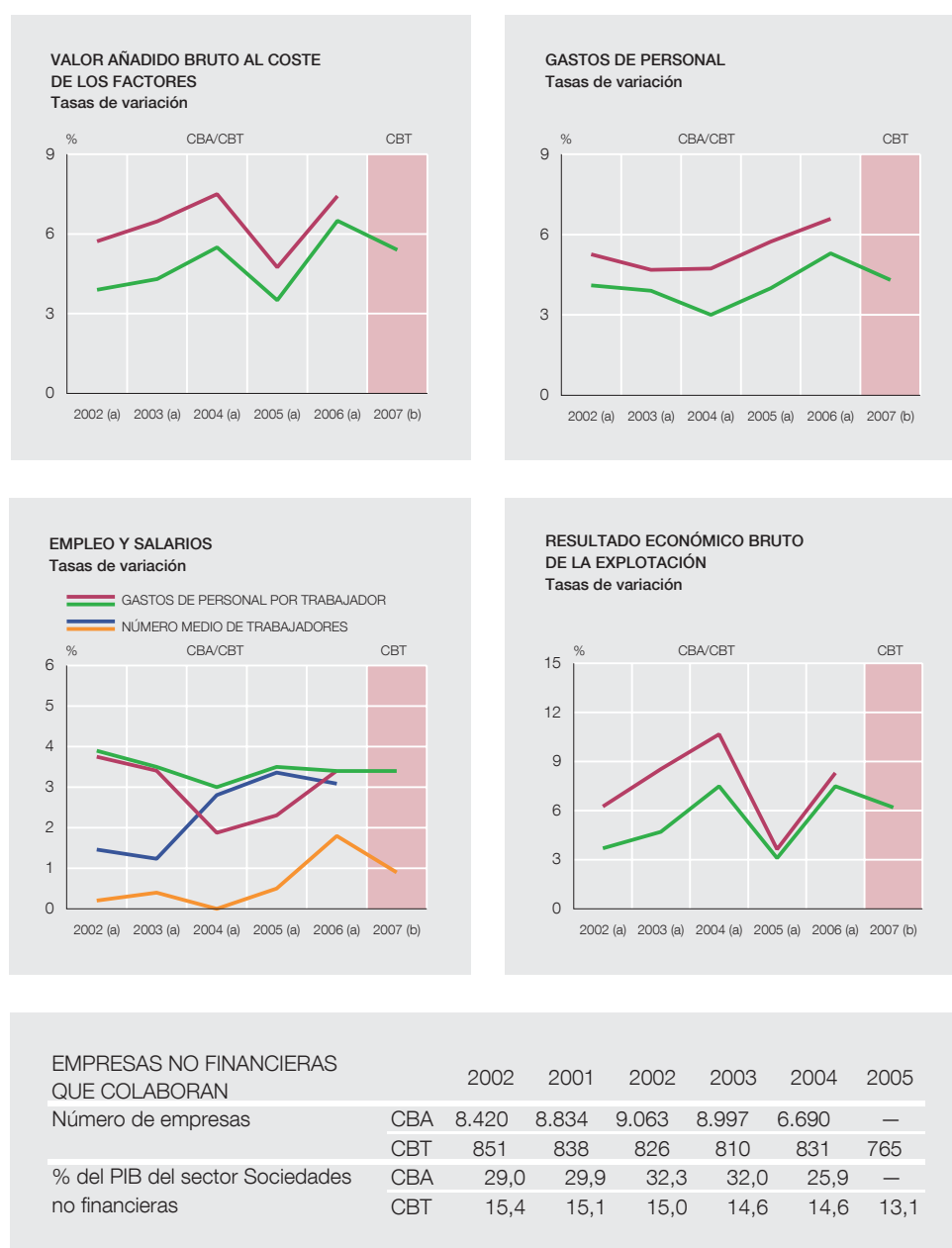
FUENTE: Banco de España.

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

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

Nota: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5 y 9 se han depurado de movimientos contables internos.

El número medio de empleados de las empresas colaboradoras con la CBA aumentó el 3,1% en 2006, tasa similar a la de 2005 (3,4%). Este incremento se debió, principalmente, a la evolución del comercio y, en menor medida, a la del transporte y comunicaciones, al venir este último sector afectado por una operación de reestructuración de carácter singular. Por el contrario, las empresas industriales y, sobre todo, las energéticas tuvieron una evolución negativa. Por su parte, durante los nueve primeros meses de 2007 el empleo generado por las empresas colaboradoras con la CBT —cuya evolución suele ser más atenuada que la de la CBA, por la menor incidencia que tienen en la CBT las medianas y pequeñas empresas— creció un 0,9%, tasa que, aun siendo positiva, supone una ligera desaceleración comparada con la del mismo período del año anterior (1,7%). La evolución del sector del comercio, coherente con la ralentización de su actividad, explica esta desaceleración, dado que el resto de los sectores tuvo un comportamiento ligeramente más favorable. Por su parte, las remuneraciones medias aumentaron, tanto en el ejercicio de 2006 como en los tres primeros tri-



FUENTE: Banco de España.

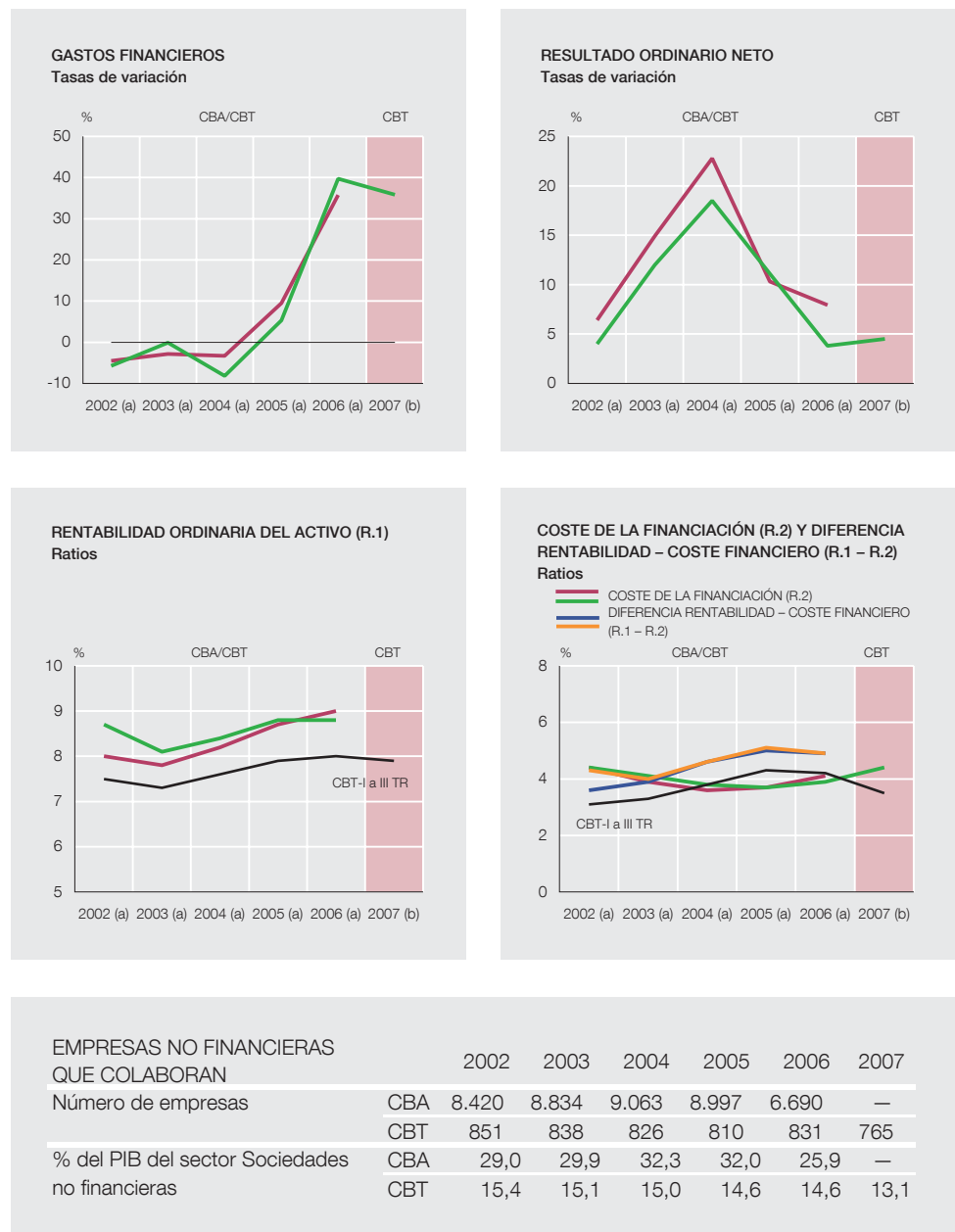
a. Datos de 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).  
b. Media de los tres primeros trimestres de 2007 sobre igual período de 2006.

mestres de 2007, a tasas del 3,4%, manteniéndose así en una senda de crecimientos salariales moderados, aunque ligeramente por encima de los registrados en años anteriores. Los gastos de personal, que son el resultado de la evolución conjunta del empleo y de las remuneraciones, crecieron un 6,6% en 2006, frente al 5,7% del año anterior, y un 4,3% en los nueve primeros meses de 2007 (más de un punto por debajo que en el mismo período del año anterior).

Como consecuencia de la evolución de la actividad y de los gastos de personal en 2006, el resultado económico bruto (REB) elevó su crecimiento hasta el 8,3%, más del doble que el del

**RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN  
CON LA CENTRAL DE BALANCES (cont.)**

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).  
b. Media de los tres primeros trimestres de 2007 sobre igual período de 2006.

año anterior. En los tres primeros trimestres de 2007 de la muestra de la CBT el REB se ha desacelerado hasta el 6,2%, casi tres puntos menos que en 2006 (9,1%).

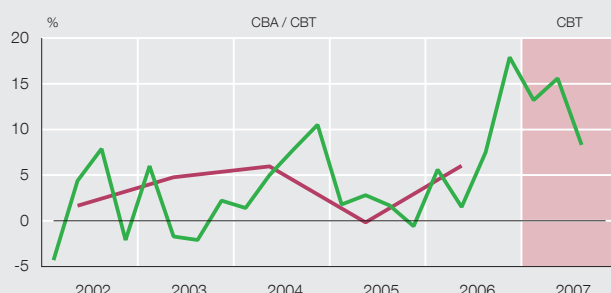
El análisis de los ingresos y gastos financieros, en los dos períodos objeto de análisis, muestra comportamientos similares, si bien su evolución conjunta (la carga financiera neta) ha tenido un impacto diferente en la cuenta de resultados. Los gastos financieros iniciaron en 2006 una senda de marcado crecimiento, que ha continuado en 2007, y que es consecuencia tanto de las subidas de tipos de interés como, sobre todo, de la entrada de nueva financiación, destinada en gran medida a acometer importantes operaciones de adquisición de acciones reali-

Los datos recogidos por la Central de Balances para el sector industrial muestran un fuerte dinamismo de la actividad productiva en este agregado, tanto en 2006, período en que el VAB creció un 6% (frente al -0,2% de 2005), como durante los nueve primeros meses de 2007, en que dicho crecimiento se elevó hasta el 12,9%. Las razones que explican esta positiva evolución se encuentran en el fuerte impulso que ha experimentado la inversión en bienes de equipo, junto con un mayor dinamismo de las exportaciones. Descendiendo a un análisis por subsectores, se observa que, para 2006, fueron los de «Transformación de vidrio, cerámica y metales» e «Industria de material y equipo eléctrico, electrónico y óptico» los que crecieron con más fuerza (13,1% y 12,2%, respectivamente), mientras que los agregados de «Industria de la alimentación, bebidas y tabaco» (afectado por los efectos que sobre la demanda tuvo la entrada en vigor de la Ley que dificulta el consumo de tabaco) e «Industrias químicas» experimentaron un comportamiento más negativo, con ligeras reducciones de su VAB. No obstante, los datos acumulados hasta septiembre de 2007 permiten confirmar la reactivación de estos dos sectores, retomando crecimientos notables del

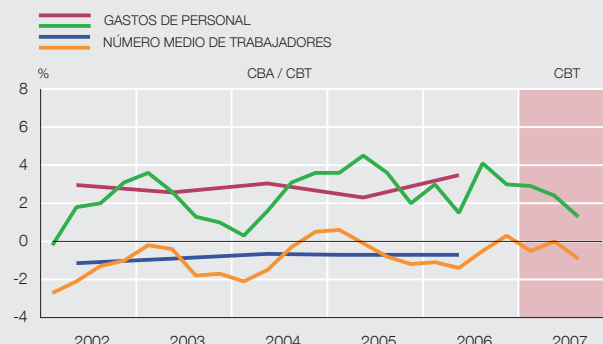
VAB (7,9% en alimentación, bebidas y tabaco, y 16,1% en las industrias químicas), en un contexto de incrementos generalizados también en el resto de subsectores industriales. En cuanto al empleo, este siguió sin retornar a la senda de incrementos netos, presentando tasas ligeramente negativas tanto en 2006 (-0,7%) como durante los tres primeros trimestres de 2007 (-0,4%). Ambas tasas se encuentran fuertemente condicionadas por ajustes de plantillas que se concentran en algunos subsectores, especialmente en el de «Fabricación de material de transporte», agregado que tanto en 2006 como en los meses transcurridos de 2007 es el que ha registrado mayores reducciones de empleo (-2,5% y -3,4%, respectivamente) de todo el sector industrial. La evolución de las remuneraciones medias de la industria ofrece un crecimiento del 4,2% en 2006, y un 2,7% para los tres primeros trimestres de 2007, manteniéndose en una senda de incrementos moderados, similar a lo ya comentado para el total de las empresas de la muestra. El efecto conjunto del empleo y las remuneraciones se tradujo en un aumento de los gastos de personal del 3,5% en 2006, algo más moderado —del 2,3%— con los datos hasta septiembre de 2007. En cualquier caso, la ex-

**RESULTADOS DE LAS EMPRESAS DE INDUSTRIA QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES**
**VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES**

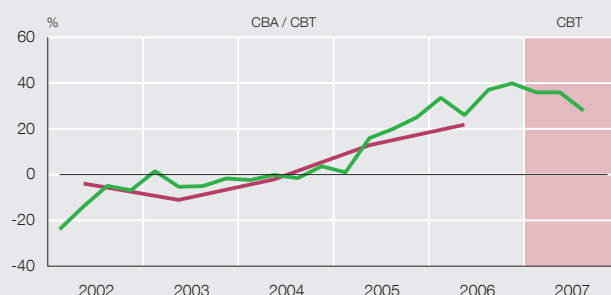
Tasas de variación


**EMPLEO Y SALARIOS**

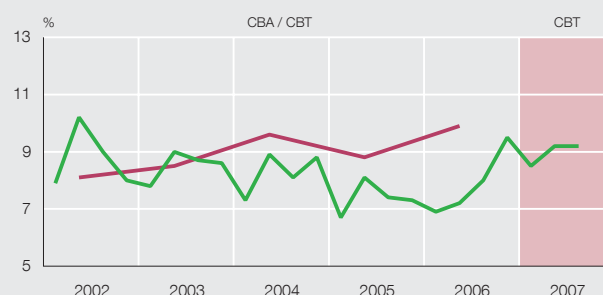
Tasas de variación


**GASTOS FINANCIEROS**

Tasas de variación


**RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO**

Ratios


**EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN**

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de empresas	CBA	2.715	2.624	2.530	2.434	1.841	—
	CBT	391 378 369 357	367 362 354 346	352 342 335 333	323 311 304 296	322 306 293 279	314 291 221 —
% del PIB del subsector Sociedades del sector industrial	CBA	27,9	28,5	29,9	30,0	20,5	—
	CBT	19,7 20,7 18,8 18,5	18,8 19,1 17,1 17,8	19,5 19,7 17,8 19,1	18,9 19,6 16,7 17,2	18,5 17,5 16,1 16,7	18,7 18,2 11,6 —

FUENTE: Banco de España.

pansión de la actividad productiva, junto con el crecimiento de los ingresos financieros netos, han sido las causas principales que explican el fuerte incremento del resultado ordinario neto, que le ha llevado a registrar tasas de variación del 33,6% en 2006 y del 45,6% en el período considerado de 2007, superando claramente las de períodos precedentes. Esta evolución ha permitido que las ratios de rentabilidad mantuvieran, en ambos años, una tendencia creciente, con lo que la rentabilidad del activo neto se situó en el 9,9% en 2006 (un punto por encima de 2005) y en el 9,6% en los tres primeros trimestres de 2007, lo que supone un incremento de casi dos

puntos porcentuales comparado con el valor que había alcanzado un año antes. Este comportamiento expansivo de las rentabilidades ha permitido absorber el crecimiento de los costes financieros, de modo que el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste de la financiación ajena registró valores netamente positivos y crecientes en los períodos analizados. Se configura de esta manera un panorama positivo del sector industrial, favorecido por el buen momento de la inversión en bienes de equipo y la actividad exterior, aunque no se ha llegado a producir un retorno a tasas positivas de empleo.

zadas por las grandes empresas multinacionales españolas (en el territorio nacional y en otros países). No obstante, el peso creciente que la carga financiera va adquiriendo en la estructura de costes empresariales ha quedado parcialmente absorbido por la evolución de los ingresos financieros, que también han experimentado un fuerte crecimiento en los dos períodos analizados, por la entrada de dividendos provenientes de filiales extranjeras y el crecimiento de los intereses recibidos, en el caso de 2006, y exclusivamente por estos últimos (intereses) en el año 2007. El saldo neto de ingresos y gastos financieros tuvo un impacto positivo sobre el resultado ordinario neto (RON) en 2006, y ligeramente negativo en 2007, manteniéndose, en cualquier caso, incrementos de dicha variable, tanto en 2006 (7,9%) como en los tres primeros trimestres de 2007 (4,5%), si bien, en ambos casos, inferiores a los registrados en los períodos inmediatamente precedentes. En cualquier caso, el crecimiento conjunto del RON y de los gastos financieros (numerador utilizado para el cálculo de la ratio de rentabilidad del activo neto) fue suficiente para permitir que las empresas mantuvieran unos niveles elevados de rentabilidad del activo neto, similares, en el caso de 2006, a los del año anterior (9%, frente a 8,7%), e iguales en los nueve primeros meses de 2007 a los obtenidos en el mismo período del año anterior (7,9%). Por su parte, la ratio que mide el coste de la financiación ajena se incrementó ligeramente, por el impacto de las subidas de tipos de interés sobre los costes de las empresas, por lo que el diferencial entre la rentabilidad del activo neto y el coste de los recursos ajenos se mantuvo en valores netamente positivos, si bien inferiores a los períodos anteriores: en 2006 cayó una décima con respecto a 2005 y en 2007 descendió desde el 4,1% hasta el 3,5%.

Las rúbricas que componen los resultados extraordinarios intensificaron el crecimiento del resultado neto final en 2006, principalmente por la existencia de fuertes plusvalías por ventas de inmovilizado y carteras de control, algunas de ellas de singular importancia. Como consecuencia de dichas operaciones, los ingresos extraordinarios crecieron un 70,8% y alcanzaron valores máximos en la serie histórica disponible, y el resultado neto final del año aumentó un 39,8%, situándose su porcentaje sobre el valor añadido bruto en el 30,6%, en lo que supone igualmente un máximo histórico en toda la serie de la CBA. Por su parte, en los tres primeros trimestres de 2007 los resultados extraordinarios han tenido una importancia mucho menor que en 2006, por lo que la desaceleración del RON se ha incrementado en el resultado neto final, que no incluye las fuertes plusvalías que se produjeron en 2006. Pese a ello, el conjunto de empresas colaboradoras de la CBT presenta una tasa de variación positiva en esta variable en los tres primeros trimestres de 2007. La volatilidad introducida por estas operaciones de carácter atípico hace más significativo el análisis del resultado neto total en proporción sobre el VAB, ratio que alcanza el 35,7% en 2007, porcentaje que se sitúa entre los más altos 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

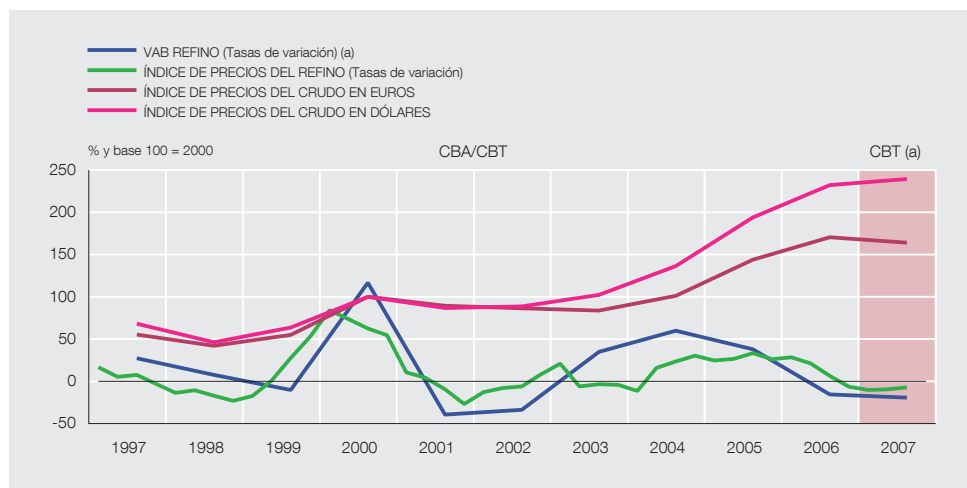
	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES				TRABAJADORES (MEDIA DEL PERÍODO)				GASTOS DE PERSONAL				GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR			
	CBA				CBA				CBA				CBA			
	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07
Total	7,4	6,5	7,5	5,4	3,1	1,8	1,7	0,9	6,6	5,3	5,5	4,3	3,4	3,4	3,7	3,4
<b>TAMAÑOS</b>																
Pequeñas	3,6	—	—	—	-0,1	—	—	—	4,6	—	—	—	4,6	—	—	—
Medianas	9,1	6,0	7,4	4,6	2,0	1,1	1,1	2,4	6,3	5,2	5,4	4,8	4,2	4,1	4,3	2,3
Grandes	7,4	6,6	7,5	5,4	3,3	1,8	1,7	0,8	6,7	5,3	5,5	4,3	3,3	3,4	3,7	3,5
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA</b>																
Energía	5,2	4,3	9,1	-0,3	-2,0	-1,4	-1,6	-0,7	3,2	4,1	4,4	3,2	5,3	5,6	6,1	3,9
Industria	6,0	7,8	4,8	12,9	-0,7	-0,7	-1,0	-0,4	3,5	2,9	2,8	2,3	4,2	3,6	3,8	2,7
Comercio y reparación	7,6	6,0	7,7	1,1	2,5	3,0	3,5	0,0	7,8	7,2	7,6	1,1	5,2	4,1	4,0	1,1
Transportes y comunicaciones	3,8	4,7	4,9	5,6	0,7	-0,2	-0,3	-0,1	4,5	4,2	4,0	5,2	3,7	4,4	4,3	5,3

FUENTE: Banco de España.

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

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

GRÁFICO 2



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

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



	TOTAL EMPRESAS CBT I a III 2007	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARÍAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	765	490	275
<b>GASTOS DE PERSONAL</b>			
Situación inicial I a III 06 (millones de euros)	18.979,2	9.686,4	9.292,8
Tasa I a III 07 / I a III 06	4,3	9,7	-1,4
<b>REMUNERACIONES MEDIAS</b>			
Situación inicial I a III 06 (euros)	31.911,4	29.685,3	34.628,1
Tasa I a III 07 / I a III 06	3,4	4,0	3,5
<b>NÚMERO DE TRABAJADORES</b>			
Situación inicial I a III 06 (miles)	595	326	269
Tasa I a III 07 / I a III 06	0,9	5,5	-4,7
Fijos			
Situación inicial I a III 06 (miles)	490	255	235
Tasa I a III 07 / I a III 06	2,1	6,7	-2,8
No fijos			
Situación inicial I a III 06 (miles)	105	71	34
Tasa I a III 07 / I a III 06	-4,8	1,4	-17,8

FUENTE: Banco de España.

serie trimestral. Cabe destacar que la evolución descrita en los resultados de las empresas no financieras colaboradoras con la CBT es coherente con la estadística que difunde la CNMV sobre los resultados de las empresas cotizadas, cuando la comparación se realiza sobre bases homogéneas, esto es, sobre las mismas empresas y ámbito de actuación. Conviene tener en cuenta que la CNMV difunde los resultados de los grupos de empresas que cotizan de forma consolidada, es decir, incluyendo las empresas residentes en el exterior y las que tienen actividad financiera y no financiera, y calcula su evolución sin eliminar las empresas que se han incluido en el último año en el conjunto de la consolidación por haber sido adquiridas en dicho período. Adicionalmente, el número de grupos de empresas no financieras cotizadas de las estadísticas de la CNMV asciende a algo menos de 150, frente a las más de 800 empresas individuales recogidas en CBT.

En resumen, en el año 2006 la actividad productiva y los resultados de las empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances crecieron de forma intensa y generalizada. En los tres primeros trimestres de 2007 se aprecian síntomas de desaceleración en algunos sectores, con un menor crecimiento del valor añadido bruto y del resultado económico bruto. En este contexto de desaceleración en 2007, la creación de empleo también se ha amortiguado. Por otra parte, la existencia, tanto en 2006 como en los meses transcurridos de 2007, de importantes adquisiciones corporativas ha provocado un incremento notable de los niveles de endeudamiento empresarial que ha coincidido con subidas de tipos de interés y ha producido un aumento de la carga financiera de las empresas. No obstante, este incremento fue compensado con creces en 2006, y paliado en 2007, por el aumento de los ingresos financieros (dividendos de filiales e intereses), de forma que el RON creció en ambos períodos, si bien con menor intensidad en 2007. Esta desaceleración es mayor cuando se analiza el resultado neto final, que se vio impulsado en 2006 por plusvalías y otros ingresos extraordinarios, que han tenido menor incidencia en 2007. En cualquier caso, las empresas no financieras de la muestra de la CBT mantienen en 2007 ratios de rentabilidad que, si bien son inferiores a los de 2006, son positivos y elevados.

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

CUADRO 3

		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)	
		2005	2006	I a III 06	I a III 07
Total empresas		6.690	6.690	765	765
Empresas que informan sobre procedencia/destino		6.690	6.690	725	725
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	69,2	68,8	81,9	80,0
	Total exterior	30,8	31,2	18,1	20,0
	<i>Países de la UE</i>	<i>16,6</i>	<i>16,3</i>	<i>13,5</i>	<i>14,6</i>
	<i>Terceros países</i>	<i>14,2</i>	<i>14,9</i>	<i>4,6</i>	<i>5,4</i>
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	84,7	84,4	89,5	89,3
	Total exterior	15,3	15,6	10,5	10,7
	<i>Países de la UE</i>	<i>10,7</i>	<i>10,3</i>	<i>7,1</i>	<i>7,2</i>
	<i>Terceros países</i>	<i>4,5</i>	<i>5,3</i>	<i>3,4</i>	<i>3,5</i>
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	-8,2	-2,0	-6,8	-4,1
	Resto de empresas	-32,7	-7,0	-13,0	-35,3

FUENTE: Banco de España.

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

### Actividad

La actividad productiva, medida por la evolución del VAB, experimentó en 2006 una fuerte expansión, registrando un incremento del 7,4% (véanse cuadro 1 y gráfico 1), tasa netamente superior al 4,7% de 2005, y que supuso el retorno a ritmos de crecimiento similares a los de 2004 (7,5%). Este mayor dinamismo afectó a prácticamente todos los sectores analizados, con especial incidencia en los del comercio, industria y transporte y comunicaciones, asentados en el buen tono del consumo, la expansión de la inversión en bienes de equipo, y la actividad exterior, factores impulsores de la actividad productiva. Por su parte, durante los nueve primeros meses de 2007 el VAB ha mostrado una cierta desaceleración, al aumentar un 5,4%, algo más de dos puntos por debajo que en el mismo período de 2006 (7,5%), tendencia que se ha ido manifestando a medida que avanzaba el año.

Si se desciende a un análisis por sectores de actividad (véase cuadro 2.A) se observa que durante 2006 todas las agrupaciones de empresas, salvo la de empresas energéticas, registraron incrementos de VAB superiores a los del período precedente, en línea con los resultados obtenidos para el total de la muestra. Por el contrario, durante los tres primeros trimestres de 2007 se aprecia un comportamiento más dispar, siendo significativa la ralentización del sector de comercio. Este agregado, que en 2006 había presentado un crecimiento del VAB del 7,6%, ha pasado a registrar incrementos más débiles (en los nueve primeros meses de 2007 el VAB aumentó un 1,1%, frente al 7,7% del mismo período del año anterior), como reflejo del menor consumo privado. En sentido contrario, el sector industrial ha presentado un crecimiento en progresión en su actividad tanto en 2006 como en los meses transcurridos de 2007, con tasas de variación del VAB del 6% y del 12,9% respectivamente; en ambos períodos se ha manifestado la influencia positiva de la expansión de la inversión en bienes de equipo y del mayor dinamismo de las exportaciones. Por otro lado, las empresas de transportes y comunicaciones mantuvieron un tono ligeramente ex-

Como en ocasiones anteriores, aprovechando la publicación de la monografía que contiene la información del año 2006, se realiza un breve análisis de la evolución de las empresas de pequeño tamaño, a partir de la base de datos que la Central de Balances ha construido con los datos de las cuentas depositadas en los Registros Mercantiles (CBBE/RM, o CBB). Los cuadros que contienen dicha información se publican como un anejo a la monografía anual, y permiten conocer cómo se ha comportado un segmento de empresas no financieras difícil de estudiar a partir de las otras bases de datos existentes en la Central de Balances, con la ventaja de que la CBB dispone de una muestra muy amplia (unas 520.000 en 2005, última base de datos cerrada, y más de 100.000 en 2006, que aún siguen recibándose). Esta disponibilidad compensa, de alguna manera, el retraso con el que se obtienen estos datos (la CBB es una base anual) y su menor detalle respecto a la CBA y la CBT. El agregado

analizado en esta base de datos es, además, complementario al de la base de datos anual, ya que se ha excluido cualquier empresa que hubiese enviado sus datos directamente como empresa colaboradora de la CBA. Debe también tenerse en cuenta que, a pesar de su elevado número, el porcentaje que representa el VAB de la base CBB respecto del VAB del sector empresas no financieras, para 2005 y 2006, asciende al 18,7% y al 3,5%, respectivamente, dado que en esa base de datos solo se incorporan empresas de pequeña dimensión (menos de 50 empleados).

Según la CBB, la actividad de las pequeñas empresas experimentó durante 2006 un fuerte crecimiento, que llevó al VAB a registrar una tasa del 8%, un punto y medio más que el año anterior. Este mayor dinamismo, que está en línea con la tendencia expansiva que también muestran las empresas de la CBA para este mismo año, afectó

## RESULTADOS DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS

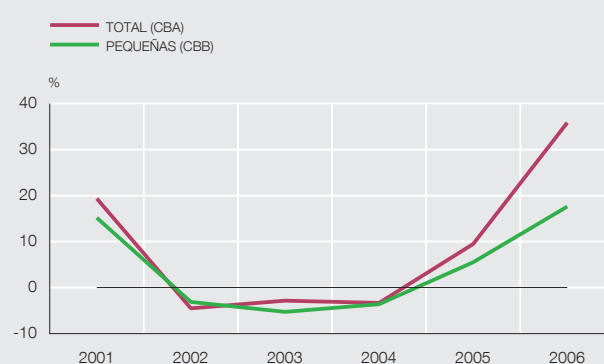
### VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES

Tasas de variación



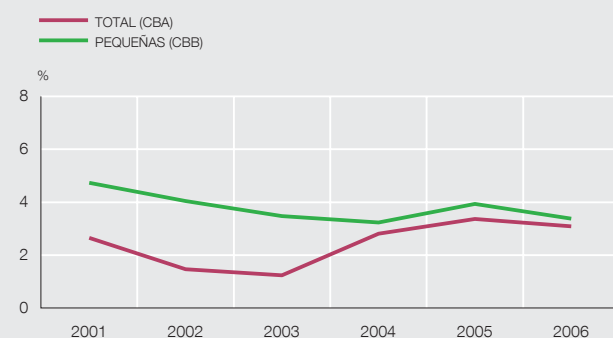
### GASTOS FINANCIEROS

Tasas de variación



### EMPLEO

Tasas de variación



### GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR

Tasas de variación



		2001	2002	2003	2004	2005	2006
Número de empresas	CBA	8.417	8.420	8.834	9.063	8.997	6.690
	CBB (a)	245.806	320.188	375.056	441.841	522.019	100.369
% del PIB del sector Sociedades no financieras	CBA	29,2	29,0	29,9	32,3	32,0	25,9
	CBB (a)	10,7	12,9	14,8	16,4	18,7	3,5

FUENTE: Banco de España.

a. En el caso de los gráficos de Empleo y Gastos de personal por trabajador, los datos corresponden al subconjunto de empresas con datos coherentes en empleo (el 65% del total de CBB).

de forma generalizada a prácticamente todos los sectores de actividad. Entre ellos cabe destacar las empresas industriales y, dentro de las de servicios de mercado, las de los sectores de Comercio y Transporte y comunicaciones, por ser en los que se percibió de forma más clara la aceleración de la actividad productiva. Por su parte los gastos de personal crecieron un 7,9% en 2006, tasa muy similar a la del año anterior (7,8%), y ello debido al efecto conjunto derivado de unos incrementos algo más moderados del empleo, junto con una tendencia ligeramente ascendente de los costes salariales, que aceleraron su crecimiento hasta el 4% en 2006, ocho décimas más que el registrado un año antes. Descendiendo a un detalle sectorial, se observa que tanto la desaceleración de los procesos de creación de empleo como el incremento de los costes salariales afectaron de forma suave, pero generalizada, a todos los sectores de actividad analizados.

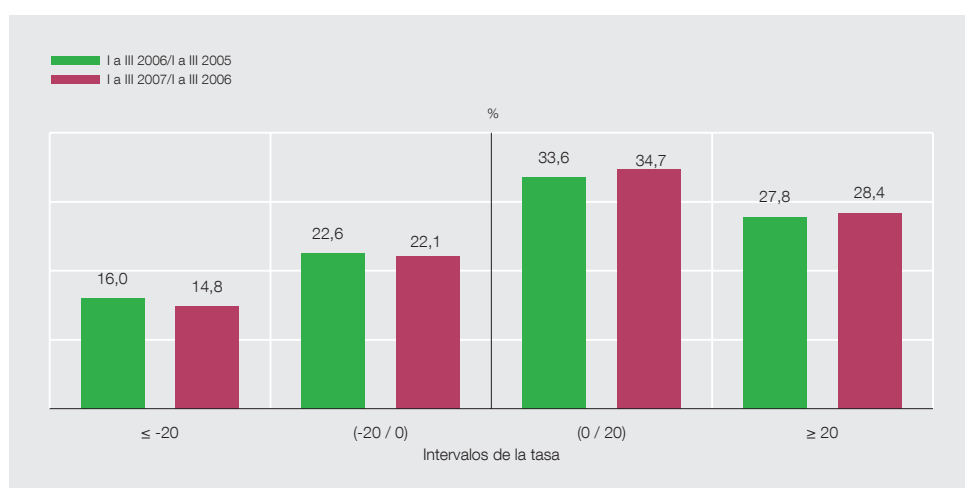
La expansión de la actividad productiva en las pequeñas empresas permitió que el resultado económico bruto de explotación creciera en 2006 un 8%, tasa muy superior a la del 3% a la que había aumentado el año anterior. Por otro lado, el elevado crecimiento que mostraron en 2006 los gastos financieros (17,6%) fue parcialmente compensado por un crecimiento similar de los ingresos financieros (19%), en un contexto de tipos de interés alcistas que explica en buena medida ambos incrementos. No obstante, el mayor peso de los gastos financieros llevó a que la carga financiera neta (gastos menos ingresos financieros) presentara un incremento del 15,3%, muy por

encima del 3,5% al que había aumentado esta misma partida en 2005. Como consecuencia de ello, y del aumento de las amortizaciones y provisiones de explotación (7,2%), se atenuó ligeramente el crecimiento del RON (7,7%) en comparación con los excedentes anteriores, si bien se mantuvo muy por encima de la evolución registrada por el RON en 2005 (-0,2%). Los incrementos del RON explican que las rentabilidades presentaran en 2006 una tendencia creciente en comparación con el año anterior. Así, la rentabilidad de los recursos propios (única ratio de rentabilidad que es posible calcular con la información disponible en CBB) se situó en 2006 en el 8,2%, medio punto por encima del valor alcanzado el año anterior, recuperando el mismo nivel mostrado en 2004. Por sectores, como había ocurrido al analizar la actividad productiva, se observa una crecimiento generalizado de los niveles de rentabilidad en prácticamente todos los sectores analizados.

Resumiendo, las pequeñas empresas agrupadas por la Central de Balances en la base CBB experimentaron en 2006 una recuperación de la tendencia expansiva de su actividad productiva, superando la desaceleración registrada en 2005. Esta positiva evolución afectó a prácticamente todos los sectores de actividad, traducéndose en un elevado ritmo de generación de excedentes y recuperación de las rentabilidades. En este contexto, tan solo la evolución más contenida del empleo y el ligero incremento de los costes salariales ponen el contrapunto negativo dentro de un panorama de mayor dinamismo y expansión generalizada.

pansivo, tanto en 2006 (el VAB creció un 3,8%, superando el 2% de 2005) como en los tres primeros trimestres de 2007 (en este período el VAB aumentó un 5,6%, frente al 4,9% registrado un año antes), gracias, principalmente, al impulso que han mantenido las empresas de telecomunicaciones, a las que se han unido algunas importantes empresas del sector de transportes. Finalmente, el sector de la energía ha experimentado en los dos últimos años una clara ralentización y, tras registrar un crecimiento del VAB del 12,2% en 2005, ha pasado a un incremento del 5,2% en 2006 y a una tasa de variación del -0,3% en los tres primeros trimestres de 2007. Esta evolución está muy condicionada por la del subsector de refino de petróleo, que, tras varios años con intensas subidas del VAB (de 2003 a 2005 su VAB aumentó el 34,2%, 59,3% y 37,7%, respectivamente), y en un contexto de fuertes oscilaciones de los precios del petróleo (véase gráfico 2), ha registrado una contracción de sus márgenes en los dos últimos años, que le ha llevado a reducciones del VAB tanto en 2006 como en los meses transcurridos de 2007 (-19,3% y -19%, respectivamente). Por otro lado, el otro gran subsector energético, compuesto por las empresas de electricidad, gas y agua, presentó en 2006 un fuerte crecimiento del VAB (12,2%), fundamentado en la reducción de los costes de producción de las empresas eléctricas y en la expansión que experimentó el sector del gas durante ese año; en los nueve primeros meses de 2007 el VAB del subsector ha seguido creciendo (5,2%), si bien de forma más moderada que el año anterior.

Por último, si se analiza el gráfico 3, que recoge la distribución de las empresas según la tasa de variación del VAB, con independencia del tamaño o sector de actividad al que pertenecen, se obtiene como principal conclusión la ausencia de variaciones relevantes, lo que indicaría que la desaceleración en la actividad que se aprecia en 2007 no está afectando de forma



FUENTE: Banco de España.

significativa a la mayoría de las empresas de la muestra, sino que se concentra, como se ha comentado, en algunos sectores de actividad. Así, el gráfico mencionado muestra un ligero crecimiento del porcentaje de empresas que, en los nueve primeros meses de 2007, tuvieron aumentos del VAB (un 63,1%), frente al de 2006 (61,4%).

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

Los gastos de personal tuvieron una evolución dispar en los dos periodos analizados. Si en 2006 los gastos de personal registraron un incremento del 6,6%, superior en casi un punto al del año anterior, en los nueve primeros meses de 2007 esta partida creció de forma más moderada que en el período que le sirve de referencia (pasó del 5,5% registrado en la CBT en 2006, al 4,3% en 2007). Esta diferente tendencia se explica principalmente por el comportamiento del empleo, que fue más expansivo en 2006 que en los meses transcurridos de 2007, en un contexto en que las remuneraciones medias permanecieron muy estables y similares en los dos periodos.

Así, los datos de empleo de la CBA en 2006 presentan unas tasas muy positivas, del 3,1%, similares —aunque ligeramente inferiores— a las de 2005 (3,4%), confirmando el mantenimiento del dinamismo del empleo. Si, además, se analiza el detalle por tipo de contrato, se observa que el incremento del empleo fijo fue superior al del empleo temporal (3,3%, frente al 2,6%), como fruto posiblemente del impacto que las políticas de fomento del empleo fijo han tenido sobre las decisiones de contratación de las empresas. En cuanto a los meses transcurridos de 2007, la CBT ofrece una evolución creciente del empleo (0,9%), pero más moderada que la del año anterior (1,8%), lo que es coherente con la tendencia mostrada por la actividad productiva para este período. Esta mayor contención en la creación de empleo en 2007 se debe, en gran medida, al cambio de tendencia en las grandes empresas colaboradoras con la CBT encuadradas en el sector de comercio; tras varios años de elevado dinamismo, en 2007 este sector ha experimentado una progresiva ralentización en los procesos de creación de empleo, en línea con la moderación de su actividad, llevándole a no crear empleo en este período. En el resto de sectores se observa una ligera mejoría en comparación con la evolución de 2006, si bien las tasas de variación se han mantenido en valores muy moderados, prácticamente nulos, en parte también por el impacto que sobre ellos (especialmente en la muestra trimestral) tienen algunos procesos de ajuste de plantillas que vienen afectando a grandes empresas pertenecientes a estos agregados, hecho ya comentado en artículos pre-

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

CUADRO 4

	CENTRAL DE BALANCES		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
	2005	2006	I a IV 05	I a IV 06	I a III 06	I a III 07
Número de empresas	8.997	6.690	810	831	847	765
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	26,5	25,6	29,0	26,9	25,5	27,2
Se mantienen o suben	73,5	74,4	71,0	73,1	74,5	72,8
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	30,9	30,3	41,1	39,2	39,4	36,1
Se mantienen o suben	69,1	69,7	58,9	60,8	60,6	63,9
GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	43,2	41,9	49,1	48,2	48,5	44,3
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	56,8	58,1	50,9	51,8	51,5	55,7

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.

cedentes. Por otra parte, tanto en 2006 como durante los nueve primeros meses de 2007 han sido las empresas encuadradas en el sector de otros servicios (del cual los cuadros que ilustran este artículo no ofrecen el dato explícitamente) las que han aumentado sus plantillas con mayor intensidad, contribuyendo de forma decisiva al crecimiento del empleo en el agregado empresarial. Por último, en el cuadro 4 se observa un aumento en el porcentaje de empresas que han creado empleo en los nueve primeros meses de 2007 (63,9%), en comparación con el año anterior (60,6%), lo que confirmaría, como se ha comentado anteriormente, que los datos agregados de la CBT se están viendo afectados por ajustes de empleo concentrados en un reducido número de grandes empresas, que se compensa con el crecimiento de las plantillas de una amplia mayoría de empresas de la muestra.

Las remuneraciones medias presentaron, tanto en 2006 como en los nueve primeros meses de 2007, una variación idéntica, del 3,4%, manteniéndose en una senda de crecimientos moderados, aunque ligeramente por encima de los de períodos precedentes (los datos de la CBA muestran incrementos del 1,9% y 2,3% en 2003 y 2004, respectivamente). Por sectores, se aprecia que en 2006 los principales agregados analizados presentaron incrementos ligeramente superiores a los del total de la muestra, lo que se explica porque, en ese año, fue el sector de otros servicios el que registró menores tasas de variación de la remuneración media, hecho asociado a su mayor dinamismo en la creación de empleo. En 2007, los datos trimestrales presentan una evolución más contenida de los costes salariales en el sector industrial (2,7%), y sobre todo en el del comercio (1,1%), frente a los aumentos superiores a la media de los agregados de energía y transporte y comunicaciones (3,9% y 5,3%, respectivamente). Por último, los datos del cuadro 4 permiten analizar el crecimiento de las remuneraciones medias en relación con la inflación. Así, se observa que durante los tres primeros trimestres de 2007 aumentó hasta el 55,7% el porcentaje de empresas cuyos costes salariales crecieron por encima de la tasa de inflación, cuatro puntos más que en el mismo período del año anterior.

**Resultados, rentabilidades  
y endeudamiento**

La evolución de la actividad se transmitió al resultado económico bruto, haciendo que este margen creciera un 8,3% en 2006 —muy por encima del 3,6% alcanzado el año anterior— y un 6,2% hasta el tercer trimestre de 2007, por debajo del 9,1% registrado en el mismo período

La Central de Balances Trimestral (CBT) proporciona una valiosa información destinada a conocer mejor la coyuntura de la actividad empresarial y a analizar la evolución de sus principales costes, así como de los excedentes, márgenes y rentabilidades. Por otra parte, la Central de Balances Anual (CBA) ofrece la posibilidad de realizar análisis más diversos y profundos, pero con el inconveniente del mayor desfase temporal con el que su información está disponible en relación con la CBT. Por lo tanto, ambas bases de datos pueden considerarse complementarias, hasta el punto de que es posible realizar un enlace entre las dos, construyendo una cuenta de resultados homogénea y compatible con las dos aproximaciones (este es precisamente el formato con el que se ha elaborado el cuadro 1 del artículo). Obviamente, este enlace requiere una reducción de los detalles exis-

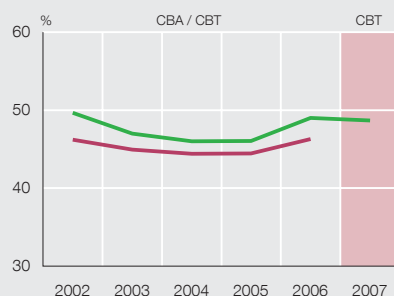
tentes en la CBA, para aproximarse a la información disponible en la encuesta trimestral. Sin embargo, la renuncia a estos detalles de información no suponen una merma significativa en las conclusiones que se pueden obtener de las rúbricas fundamentales, y afecta únicamente a partidas que tienen un carácter residual. Esto es lo que confirma el cuadro siguiente, en el que se presenta la estructura de la cuenta de resultados del año 2006, obtenida con todos los conceptos existentes en la CBA. En ella se han destacado, precediéndolas de una letra, las rúbricas que no se encuentran disponibles en la encuesta trimestral. Como se pone de manifiesto, todas estas rúbricas son de importancia cuantitativa muy reducida, en comparación con el resto de gastos e ingresos, que sí se pueden obtener tanto en la CBA como en la CBT.

BASES	CBA 2006
Número de empresas	6.690
Cobertura total nacional	25,9%
CUENTA DE RESULTADOS	
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0
De ella:	
1.1. Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	141,7
1.2. (-) Consumos (sector comercio e inmobiliario)	44,1
1.a. Restantes conceptos (no disponibles en la CBT)	2,4
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	69,2
De ellos:	
2.1. Compras netas	42,0
2.2. Otros gastos de explotación	26,6
2.b. Restantes conceptos (no disponibles en la CBT)	0,6
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (1 - 2)	30,8
3. Gastos de personal	15,7
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (S.1 - 3)	15,1
4. Ingresos financieros	3,8
5. Gastos financieros	3,3
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	6,0
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO (S.2 + 4 - 5 - 6)	9,6
7. Plusvalías e ingresos extraordinarios	7,5
8. Minusvalías y gastos extraordinarios	2,7
9. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	5,0
S.4. RESULTADO NETO (S.3 + 7 - 8 - 9)	9,4

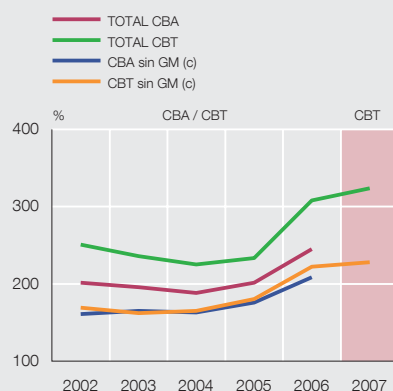
FUENTE: Banco de España.

de 2006, mostrando la misma tendencia de ligera desaceleración que el valor añadido bruto. El crecimiento mencionado del REB se vio reforzado, tanto en 2006 como durante los nueve primeros meses de 2007, por los intensos aumentos que han experimentado los ingresos financieros, como consecuencia de la entrada de dividendos provenientes de filiales extranjeras en 2006 y de los mayores intereses recibidos por las empresas en los dos períodos analizados. En sentido contrario, también se han registrado fuertes crecimientos de los gastos financieros —del 35,8%— en 2006 y hasta septiembre de 2007, lo que ha hecho que esta partida haya ido ganando peso en la estructura de costes de las empresas. La ratio «carga financiera por intereses» (véase gráfico 4), que pone en relación los gastos financieros con el REB

**E1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)**  
Ratios



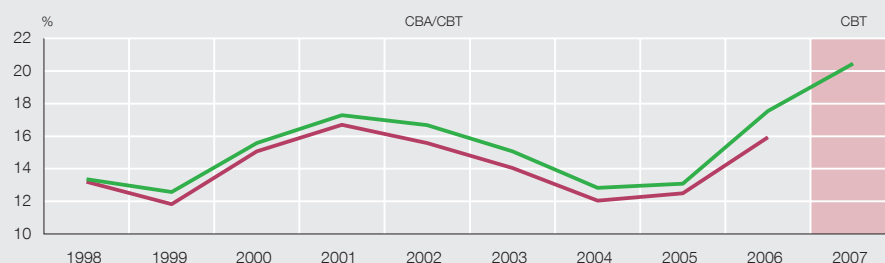
**E2. RECURSOS AJENOS CON COSTE / VAB (b)**  
Ratios



	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CBA	46,2	44,9	44,4	44,4	46,3	
CBT	49,7	47,0	46,0	46,0	49,0	48,7

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CBA	201,5	195,8	188,4	201,4	244,9	
CBT	250,7	235,9	225,0	233,3	308,0	323,8
CBA sin GM	161,1	165,0	163,0	175,7	208,4	
CBT sin GM	169,3	162,2	164,8	180,2	222,0	227,9

**CARGA FINANCIERA POR INTERESES**  
(Intereses por financiación recibida) / (REB + ingresos financieros)



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CBA	13,2	11,8	15,1	16,7	15,6	14,0	12,0	12,5	15,9	
CBT	13,4	12,6	15,6	17,3	16,7	15,1	12,8	13,1	17,5	20,4

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. No incluye las grandes empresas del sector de la construcción.



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

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 (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07	2006	I a IV 06	I a III 06	I a III 07
Total	8,3	7,5	9,1	6,2	7,9	3,8	10,0	4,5	9,0	8,6	7,9	7,9	4,9	4,7	4,1	3,5
TAMAÑOS																
Pequeñas	2,1	—	—	—	4,8	—	—	—	6,8	—	—	—	2,7	—	—	—
Medianas	13,1	7,1	10,1	4,5	22,3	18,0	20,1	-2,6	8,0	7,1	7,1	7,5	4,2	3,5	3,7	3,3
Grandes	8,1	7,5	9,0	6,3	7,0	3,4	9,8	4,8	9,1	8,8	8,0	7,9	5,0	4,9	4,2	3,5
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	5,8	4,4	10,4	-1,2	-3,1	-1,9	3,5	-4,4	9,7	9,7	9,4	8,1	6,0	6,1	5,8	4,0
Industria	9,7	14,2	7,2	26,0	33,6	32,5	17,3	45,6	9,9	8,9	7,8	9,6	5,8	4,9	3,9	5,5
Comercio y reparación	7,5	4,5	7,8	1,1	12,6	7,6	11,0	0,0	10,9	8,1	7,9	7,4	6,5	4,4	4,3	3,1
Transportes y comunicaciones	3,4	5,1	5,5	5,9	-3,7	8,3	9,5	10,9	7,4	11,8	12,2	13,3	3,3	7,6	8,1	8,9

FUENTE: Banco de España.

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

más los ingresos financieros, confirma la tendencia ascendente de estos costes en los últimos años, y el consiguiente descenso de la capacidad de las empresas para hacer frente a estos gastos con las rentas generadas por la actividad productiva, que hace que se sitúe en niveles incluso ligeramente superiores a los máximos alcanzados en 2001. El marcado crecimiento de los gastos financieros refuerza la importancia de conocer los principales motivos que se encuentran detrás de esta evolución, que es lo que permite analizar el siguiente cuadro:

	2006/2005	I a III 07/I a III 06
<b>Variación de los gastos financieros</b>	<b>35,8%</b>	<b>35,8%</b>
<i>A. Intereses por financiación recibida</i>	<i>35,8%</i>	<i>37%</i>
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	+9,0%	+17,0%
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	+26,8%	+20%
<i>B. Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	<i>+0%</i>	<i>-1,2%</i>

Como se puede observar, tanto en 2006 como durante los tres primeros trimestres de 2007, los gastos financieros deben su crecimiento a la entrada de nueva financiación y al impacto que las sucesivas subidas de los tipos de interés están teniendo sobre los costes financieros soportados por las empresas (aproximados por la ratio R.2), habiendo aumentado en el caso de este último su importancia en los primeros tres trimestres de 2007. Por lo que respecta al primer efecto —la demanda de fuentes de financiación externa—, su origen está en la existencia de importantes operaciones de adquisición de acciones, llevadas a cabo por grandes empresas multinacionales, tanto en 2006 como hasta septiembre de 2007 (dato este último que, al compararse con los nueve primeros meses de 2006, también recoge el impacto de algunas cuantiosas operaciones acometidas en el último trimestre del año anterior). Estas adquisiciones, realizadas en el marco de estrategias globales de toma de control de empresas y diversificación a otros sectores de actividad (nacionales y extranjeros), ha precisado de cuantiosos recursos ajenos adicionales, que, consiguientemente, se han traducido en mayo-

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

CUADRO 6

		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		I a III 06	I a III 07	I a III 06	I a III 07
Número de empresas		847	765	847	765
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0%	23,2	23,1	27,1	27,7
	0% < R ≤ 5%	22,8	19,5	16,8	13,8
	5% < R ≤ 10%	15,8	17,5	11,9	12,8
	10% < R ≤ 15%	11,4	11,2	8,5	8,9
	15% < R	26,9	28,7	35,8	36,8
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		8,0	7,9	12,0	11,3

FUENTE: Banco de España.

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

res niveles de endeudamiento. La ratio E1 (recursos ajenos con coste en proporción del total activo neto —véase gráfico 4—) confirma esta evolución ascendente en 2006, mientras que en 2007 no se perciben cambios apreciables, ya que la adquisición más relevante realizada en este último ejercicio se ha financiado a partes iguales mediante fondos externos y emisión de acciones, sin alterar por ello significativamente la proporción entre recursos propios y ajenos. Sin embargo, la ratio E2, que analiza la capacidad de las empresas para hacer frente a su deuda con los excedentes ordinarios generados por su actividad de explotación (se ha escogido el VAB en esta ratio), no se ve afectada por el fenómeno antes referido, presentando una clara tendencia ascendente tanto en 2006 como en 2007. En cualquier caso, no parece que esta evolución haya afectado a las decisiones de inversión de las empresas (especialmente, de las que están directamente involucradas en las operaciones de inversión citadas), ya que los datos disponibles parecen mostrar una intensificación de los procesos de inversión. En este sentido, la aproximación que realiza la CBT para conocer la evolución de la formación bruta de capital fijo en las empresas de la muestra ofrece una tendencia positiva, con un incremento del 10,4% de la inversión en activos fijos materiales en el período transcurrido de 2007, lo que supone recuperar un mayor ritmo inversor tras los moderados incrementos que se registraron en 2006, tanto con datos trimestrales (3,4%) como con los obtenidos a partir de la más amplia muestra utilizada por la CBA para este mismo año (en esta base de datos la formación bruta de capital fijo creció un 1,8%).

Tanto los gastos como los ingresos financieros experimentaron un marcado crecimiento en los dos períodos considerados, si bien su repercusión conjunta fue distinta en ambos. En 2006, los ingresos superaron a los gastos, por la intensidad del crecimiento de los dividendos percibidos, principalmente de filiales localizadas en el exterior; por el contrario, en 2007 la recepción de dividendos, si bien ha seguido creciendo, lo ha hecho a un ritmo inferior al de los gastos, y estos superan a los ingresos. Finalmente, los resultados ordinarios netos mantuvieron tasas de variación positivas en los dos períodos (7,9% en 2006, 4,5% en 2007), si bien con tendencia a la desaceleración en ambos casos con respecto a los precedentes. De cualquier modo, hay que resaltar que la evolución del RON, descrita anteriormente, junto con la de los gastos financieros (numerador utilizado para el cálculo de la rentabilidad del activo neto),

fueron suficientes para que se mantuvieran niveles de rentabilidad elevados, que en el caso de 2006 fueron ligeramente superiores a los del año anterior (9%, frente al 8,7%), mientras que, con los datos trimestrales, se pone de manifiesto una contención en la rentabilidad del activo neto, hasta situarse en un 7,9% en los nueve primeros meses de 2007, igual que en el mismo período del año anterior. Por otro lado, la ratio que aproxima el coste de la financiación ajena (R.2) continuó en la senda ascendente iniciada en 2005, hasta llegar al 4,1% en 2006 (con datos de CBA) y al 4,4% en el período que abarca hasta septiembre de 2007, consecuencia directa de las subidas de los tipos de interés experimentadas en estos años. Pese a ello, la diferencia entre la rentabilidad del activo neto y el coste financiero se mantuvo en valores elevados y positivos, tanto en 2006 (4,9) como en los tres primeros trimestres de 2007 (3,5). Sin embargo, el dato de 2007 supone una reducción si se compara con el alcanzado en el mismo período de 2006 (4,1) reflejando así la desaceleración de la actividad productiva y el aumento de los costes financieros.

Finalmente, un análisis de las partidas de carácter extraordinario revela, como principal conclusión, que en 2006 se registraron fuertes plusvalías por ventas de inmovilizado (principalmente, acciones), que provocaron que la tasa del resultado neto total se elevara hasta el 39,8% y que su porcentaje sobre el VAB se situara en el 30,6% (valor máximo en toda la serie anual). En 2007, sin embargo, se aprecia una reducción generalizada de estas partidas, al compararse con los excepcionales resultados extraordinarios generados el año anterior. Por ello, la tasa de variación del resultado neto de 2007 —inferior a la de 2006, aunque todavía ligeramente positiva— estaría en consonancia con la evolución del resto de variables de la cuenta de resultados, de carácter periódico y recurrente, antes comentadas. En cualquier caso, el nivel de este excedente en porcentaje del valor añadido refleja la buena situación en la que siguen inmersas las empresas no financieras: en los tres primeros trimestres de 2007 dicho porcentaje es del 35,7%, valor que se sitúa entre los más elevados de la serie trimestral (en el mismo período de 2006 este porcentaje se elevó hasta un 39,5%).

En conclusión, las empresas españolas, tras un año 2006 de tono marcadamente expansivo, han experimentado durante los primeros nueve meses de 2007 una ligera desaceleración de su actividad, que de manera más directa está afectando a las empresas de comercio, como consecuencia de la pérdida de vigor del consumo privado. Esta evolución parece haberse trasladado también al resto de excedentes, ralentizando ligeramente los procesos de creación de empleo, en un clima de mantenimiento de crecimientos salariales moderados. A ello se añade el incremento de los niveles de endeudamiento, asociado a importantes operaciones de adquisición de acciones, en un contexto de progresivas subidas de los costes financieros. Todo ello no ha impedido que las empresas sigan mostrando, en términos generales, un elevado dinamismo, del que es principal exponente el sector industrial, generando elevados beneficios y alcanzando niveles notables de rentabilidad.

19.11.2007.

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2007,  
SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

## La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa

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

### Introducción

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el tercer trimestre de 2007 se crearon 143.300 puestos de trabajo, en términos netos, respecto al trimestre anterior, cifra inferior a la registrada un año antes. Este resultado implica un ritmo de avance interanual del 3,1%, tres décimas menos que el alcanzado el trimestre precedente (véase cuadro 1). La información procedente de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) muestra un grado de dinamismo del empleo<sup>1</sup> similar al reflejado por la EPA en este trimestre. De acuerdo con la CNTR, la tasa de aumento de los ocupados totales, en términos de la serie ajustada de estacionalidad, se situó en el 3%, dos décimas por debajo de la registrada en el segundo trimestre del año. Esta desaceleración del empleo estuvo en línea con la observada en la actividad económica, por lo que la productividad aparente del trabajo mantuvo estable su crecimiento en el 0,8%.

Los restantes indicadores coyunturales coincidieron en mostrar una cierta desaceleración del empleo en el tercer trimestre del año. Por una parte, el crecimiento interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social se situó en el 2,9%, en términos de la serie de afiliación media mensual, mostrando una ralentización similar a la reflejada en los datos de la EPA. Por otra parte, los contratos registrados en el INEM cayeron moderadamente en el tercer trimestre (-0,7%), dando continuidad a lo ocurrido en el segundo. La información más reciente, correspondiente al mes de octubre, prolonga la trayectoria de moderación de la afiliación hasta el 2,7% de crecimiento interanual, mientras que, por el contrario, se observa un repunte en la contratación, que se eleva hasta una tasa interanual del 5,1%.

La población activa, por su parte, mostró una tasa de crecimiento interanual del 3% en el tercer trimestre, algo por encima de la registrada en el primer semestre. Esta evolución de la actividad y del empleo dio como resultado un incremento del número de parados entre julio y septiembre de 26.800 personas respecto a hace un año. Esto se tradujo en un aumento interanual del desempleo del 1,5%, que contrasta con las caídas superiores al 4% observadas en la primera parte del ejercicio. Como consecuencia de ello, la tasa de paro se mantuvo en el 8%, por segundo trimestre consecutivo, una décima por debajo del nivel alcanzado un año antes. Asimismo, los datos procedentes del INEM sobre el paro registrado mostraron un incremento del desempleo en ese período (1,9%) y un repunte adicional en octubre, con una tasa de variación interanual del 2,8%, dos décimas más que en el mes anterior. En los epígrafes que siguen se analiza la evolución de las principales magnitudes del mercado de trabajo en el período más reciente.

### El empleo

El número de ocupados en el período julio-septiembre de 2007 se situó en 20.510.600 personas, cifra que representa una creación de 615.000 puestos de trabajo, en términos netos, respecto al mismo trimestre de 2006. Ello supone una cierta ralentización del ritmo de avance del empleo, hasta el 3,1%, en términos de su tasa interanual, tres décimas menos que la registrada el trimestre anterior. Esta evolución situó la tasa de ocupación, sobre la población entre 16 y 64 años, en el 66,9%, 0,8 puntos porcentuales por encima de la de hace un año y justo en el objetivo del 66%, en términos de la población entre 15 y 64 años, fijado para 2010 por el Plan Nacional de Reformas del Gobierno Español presentado en el marco de la Estrategia de Lisboa.

---

1. Medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

	2004	2005	2006	2005			2006				2007		
				II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
OCUPADOS	3,9	4,8	4,1	5,0	5,1	4,9	4,9	4,2	3,7	3,6	3,4	3,4	3,1
Asalariados	4,2	5,8	4,6	6,2	6,4	6,0	6,1	4,3	3,9	3,9	3,9	4,1	3,1
<i>Por duración del contrato:</i>													
Indefinidos	3,2	3,1	3,5	3,1	3,0	3,3	3,8	2,6	3,6	3,9	6,1	8,2	7,3
Temporales	6,4	11,8	6,7	13,2	13,5	11,7	10,9	7,9	4,5	4,1	-0,4	-3,6	-4,8
<i>Por duración de la jornada (b):</i>													
Jornada completa	3,5	2,2	4,7	2,1	3,6	2,7	6,6	4,9	3,9	3,7	3,7	4,2	3,3
Jornada parcial	12,3	42,2	3,2	46,2	35,1	38,8	2,8	0,6	3,7	5,8	5,4	4,1	1,6
No asalariados	2,7	0,5	2,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	3,7	2,6	1,8	1,2	0,2	3,1
OCUPADOS POR RAMAS DE ACTIVIDAD:													
Agricultura (1)	-0,2	1,0	-5,6	0,5	2,7	2,5	-3,2	-3,0	-8,0	-8,4	0,5	-3,8	-3,0
Industria (2)	0,4	0,5	0,4	0,3	1,1	-0,4	0,5	0,7	-0,7	1,0	-0,3	-1,3	-0,9
Construcción (3)	7,2	7,7	7,9	7,6	8,0	7,0	7,3	7,8	8,1	8,3	9,4	7,6	4,9
Servicios	4,7	5,8	5,1	6,2	5,9	6,1	6,3	5,0	4,9	4,3	3,5	4,3	4,2
De mercado (4) (c)	4,9	4,4	6,0	4,4	4,3	5,4	6,1	5,7	6,9	5,3	4,6	5,4	5,1
De no mercado (c)	4,3	8,0	3,9	9,1	8,4	7,2	6,8	4,1	1,9	2,8	1,8	2,7	2,6
Economía de mercado (1 + 2 + 3 + 4)	3,8	3,8	4,2	3,7	4,0	4,1	4,3	4,3	4,3	3,8	4,0	3,7	3,3
OCUPADOS POR NACIONALIDAD:													
Nacionales	2,0	3,0	2,3	3,0	3,2	3,2	3,0	2,5	1,9	1,6	1,8	2,0	1,6
Extranjeros	27,6	23,0	18,9	25,4	23,6	19,5	21,3	18,7	17,4	18,7	15,4	13,5	13,0
Ocupados (variaciones interanuales, en miles)	680	873	774	901	932	895	907	798	705	688	669	674	615
PRO MEMORIA													
<i>Niveles, en %:</i>													
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	62,0	64,3	65,7	64,2	64,9	64,9	65,0	65,7	66,1	66,2	66,0	66,8	66,9
Ratio de asalarización	80,9	81,7	82,1	81,7	82,1	82,0	81,9	81,8	82,3	82,3	82,3	82,4	82,2
Ratio de temporalidad (d)	31,6	33,3	34,0	33,3	34,4	33,8	33,3	34,4	34,6	33,8	32,0	31,8	31,9
Ratio de parcialidad (e)	10,3	12,4	12,0	12,8	11,6	12,0	12,4	12,2	11,3	11,9	12,4	12,0	11,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

b. Series oficiales de la EPA 2005.

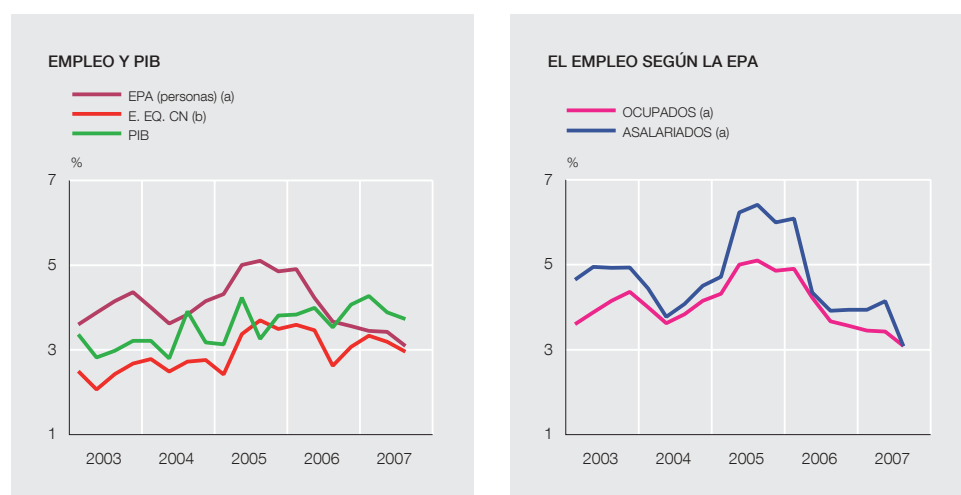
c. Servicios de mercado comprende las actividades de Comercio, Hostelería, Transportes, Intermediación financiera y Otros servicios de mercado. Servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

d. En porcentaje de asalariados.

e. En porcentaje de ocupados.

La desaceleración del empleo fue el resultado del comportamiento de los asalariados (véase gráfico 1), que redujeron su ritmo de avance interanual hasta el 3,1%, 1 pp por debajo del registrado durante el segundo trimestre. El número de trabajadores por cuenta propia, sin embargo, repuntó en este trimestre, hasta alcanzar un crecimiento interanual de igual magnitud (3,1%), tras los reducidos incrementos observados en la primera parte del año. En conjunto, la tasa de asalarización se redujo dos décimas en el trimestre, hasta el 82,2%, situándose una décima por debajo de su nivel de hace un año.

Por duración del contrato, los asalariados con contrato indefinido mantuvieron un dinamismo elevado durante el tercer trimestre, mientras que aquellos con contrato temporal intensificaron el ritmo de caída que vienen mostrando desde principios de año, dando lugar a una contribución negativa al crecimiento del empleo asalariado (véase gráfico 2). De esta forma, la ratio de temporalidad se situó en el 31,9%, 2,7 pp por debajo de la registrada en el mismo trimestre de 2006, pero marginalmente superior a la del segundo trimestre. Como se ha comentado en



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

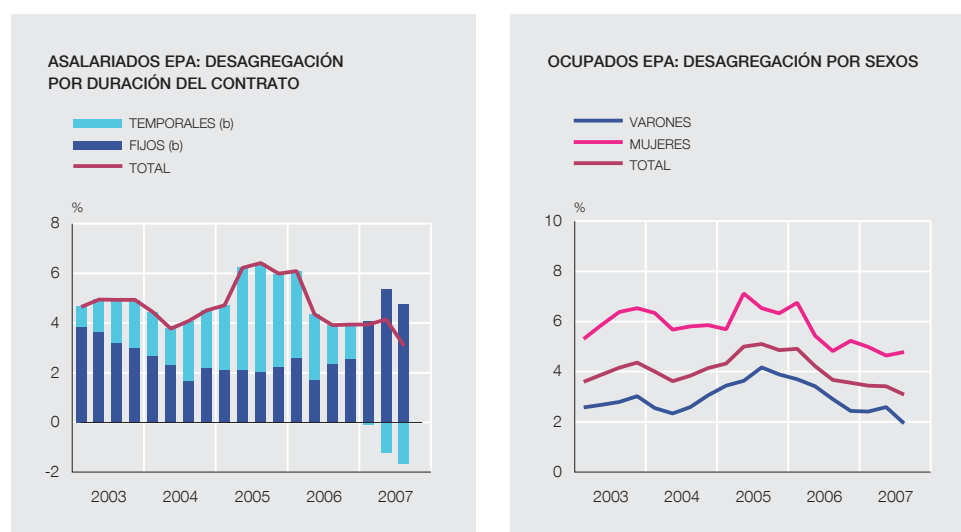
a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.  
b. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

anteriores ocasiones, esta evolución de la ratio de temporalidad estaría reflejando el impulso de la contratación indefinida observado a partir de la entrada en vigor de la reforma laboral en julio del pasado año, cuyos efectos, a tenor de la evolución de los contratos registrados en el INEM en los últimos meses, se estarían atenuando. Así, el número de contratos indefinidos se redujo un 1,6% en el tercer trimestre del año, situando su peso en el total de contratos en el 10,8%, un nivel muy similar al observado en la primera mitad de 2006. Los datos más recientes, referidos al mes de octubre, muestran un comportamiento similar, con una caída de los contratos indefinidos del 2,7%, si bien el peso de la contratación indefinida ascendió hasta el 12,2%.

Respecto a la duración de la jornada, los ocupados a tiempo completo mantuvieron un dinamismo elevado, con una tasa interanual de crecimiento del 3,4%, frente al 1% de los empleados a tiempo parcial, por lo que la ratio de parcialidad disminuyó hasta el 11,1%, casi un punto menos que el trimestre precedente.

Por ramas de actividad, la evolución del empleo volvió a caracterizarse por los elevados ritmos de avance en la construcción y en los servicios de mercado, así como por las caídas de la ocupación en la agricultura y, en menor medida, en la industria. No obstante, el ritmo de creación de empleo en la construcción se redujo de forma significativa con respecto a trimestres previos, alcanzándose una tasa de crecimiento interanual del 4,9%, cerca de 3 pp inferior al del trimestre pasado. Los servicios de mercado, por su parte, mantuvieron una notable fortaleza, con un incremento del empleo del 5,1%, solo tres décimas por debajo de su avance el trimestre anterior. Por su parte, la agricultura y las ramas industriales mantuvieron tasas interanuales negativas de variación del empleo, si bien a un ritmo inferior al observado en el segundo trimestre. En conjunto, en la economía de mercado el empleo avanzó a una tasa interanual del 3,3%, 0,4 pp por debajo del crecimiento registrado en el segundo trimestre.

En cuanto a la evolución del empleo por sexos, el colectivo femenino mantuvo, como viene siendo habitual, un mayor dinamismo que el masculino —con tasas interanuales del 4,8% y del 1,9%, respectivamente—, mostrando además una recuperación respecto al segundo tri-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

mestre, mientras que el empleo masculino se desaceleró en los meses de verano (véase gráfico 2). Según la nacionalidad, los ocupados de nacionalidad extranjera registraron un elevado crecimiento, con una tasa interanual del 13%, similar a la observada hace tres meses. El aumento de la ocupación de los trabajadores nacionales, por su parte, fue más moderado (del 1,6%). En conjunto, el empleo de nacionalidad extranjera mantuvo una contribución muy elevada al avance del empleo total, explicando casi la mitad (1,4 pp) del crecimiento de esta variable (véase gráfico 3).

### La población activa

La oferta de trabajo registró, en el período julio-septiembre, un ritmo de avance interanual del 3%, dos décimas más que en los dos trimestres anteriores. Detrás de esta evolución se encuentra un cierto repunte de la tasa de actividad, que alcanzó el 59,1% de la población en edad de trabajar (véase gráfico 4), mientras que el aumento de la población mayor de 16 años se mantuvo estabilizado en el 1,8% interanual. Si la tasa de actividad se computa respecto a la población entre 16 y 64 años, como suele ser habitual en las comparaciones internacionales, el incremento interanual de dicha tasa sería ligeramente superior, hasta situarse en el 72,8% (véase cuadro 2).

El análisis de la evolución de la población activa por sexos muestra que el crecimiento de esta variable refleja, principalmente, el comportamiento observado entre las mujeres, que en este trimestre volvió a ampliar el diferencial de crecimiento con el colectivo masculino. En efecto, en el tercer trimestre, mientras que la oferta laboral femenina recuperó un mayor dinamismo, hasta alcanzar un avance interanual del 4,1% (desde el 3,4% del trimestre anterior), en el caso masculino se observó cierta moderación.

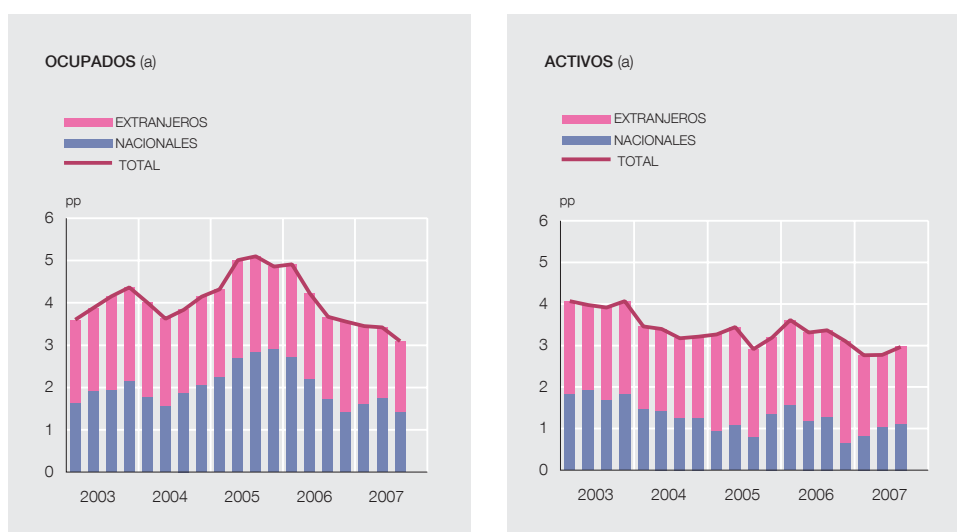
Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera mantuvieron un crecimiento muy elevado, del 14,2% en tasa interanual, si bien su tasa de actividad (76,2%) resultó casi un punto inferior a la de hace un año. Por su parte, el aumento de los activos nacionales continuó siendo moderado, del 1,3%. En conjunto, el peso de los activos extranjeros sobre el total de la población activa se situó en el 14,5%, un punto y medio más que en igual período del año



## OCUPADOS Y ACTIVOS

### Variaciones interanuales y contribuciones por nacionalidad

GRÁFICO 3



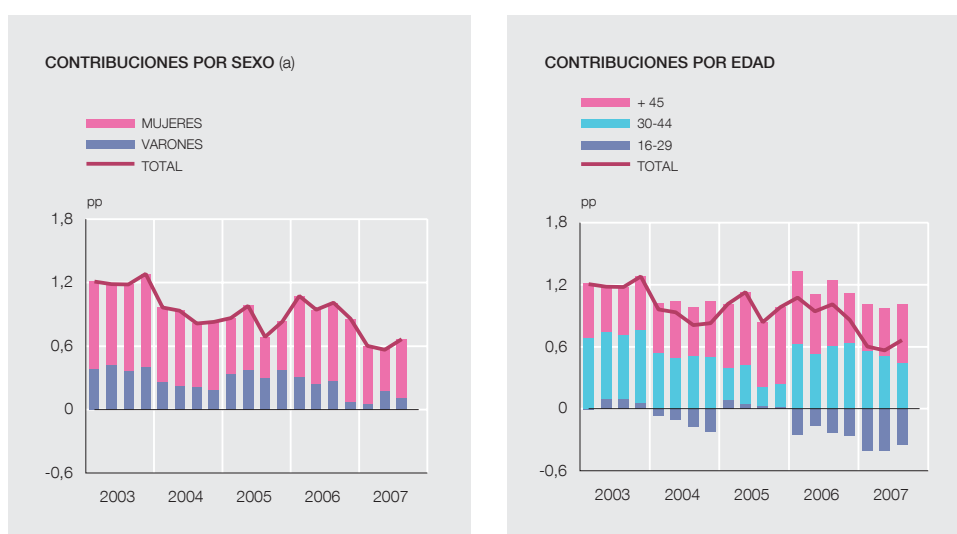
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

## TASA DE ACTIVIDAD

### Variaciones interanuales y contribuciones por sexo y edad

GRÁFICO 4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

	2004	2005	2006	2005			2006				2007		
				II TR	III TR	IVTR	I TR	II TR	III TR	IVTR	I TR	II TR	III TR
Población activa (a). Tasas interanuales	3,3	3,2	3,3	3,4	2,9	3,2	3,6	3,3	3,4	3,1	2,8	2,8	3,0
Tasa de actividad (a)	56,5	57,4	58,3	57,4	57,4	57,7	58,0	58,3	58,4	58,6	58,6	58,9	59,1
Entre 16 y 64 años	69,7	70,8	71,9	70,8	70,9	71,2	71,5	71,8	72,0	72,2	72,2	72,6	72,8
<i>Por sexos (a):</i>													
Hombres	68,2	68,8	69,1	68,7	69,0	68,9	68,9	69,1	69,5	69,0	68,9	69,3	69,6
Mujeres	45,4	46,4	48,0	46,5	46,3	47,0	47,5	47,9	47,8	48,6	48,6	48,8	49,0
<i>Por edades:</i>													
Entre 16 y 29 años	64,5	66,4	67,2	66,0	67,6	66,4	66,2	67,1	68,5	67,1	66,2	67,1	68,7
Entre 30 y 44 años	83,0	83,0	84,2	83,3	82,6	83,4	84,0	84,1	83,8	84,7	85,0	85,0	84,5
De 45 años en adelante	35,8	37,0	38,0	37,0	36,8	37,5	37,8	38,0	37,9	38,3	38,5	38,7	38,8
<i>Por formación (b):</i>													
Estudios bajos	30,2	29,1	28,6	28,8	28,6	28,7	28,8	28,8	28,2	28,6	28,5	28,3	28,7
Estudios medios	68,6	69,0	70,2	69,2	69,1	68,9	69,6	70,2	70,7	70,4	70,4	71,0	71,3
Estudios altos	81,2	81,1	81,6	81,3	80,6	81,2	81,2	81,8	81,2	82,0	81,7	81,8	81,5
<i>Por nacionalidad (a):</i>													
Nacionales	55,1	55,7	56,3	55,6	55,7	56,1	56,1	56,3	56,4	56,4	56,5	56,8	56,9
Extranjeros	75,0	75,5	77,1	76,5	75,6	73,8	76,3	77,5	77,1	77,6	76,3	76,0	76,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

anterior, contribuyendo en casi dos terceras partes al crecimiento total de la población activa (véase gráfico 2). Por edades, destaca el repunte de la tasa de actividad entre los más jóvenes, hasta el 68,7%, por lo que se ha reducido su contribución negativa al crecimiento de la tasa agregada de actividad. También se observaron incrementos interanuales en los grupos de población de edades más avanzadas y, en menor medida, de los de edad mediana.

### El desempleo

El número de desempleados creció en el tercer trimestre de 2007 en 31.900 personas, lo que supone un aumento interanual del 1,5%, tras los descensos observados en los tres últimos trimestres. La tasa de paro se mantuvo en el 8% (véase cuadro 3). La estadística de paro registrado indica también un aumento del desempleo en los meses de verano, a un ritmo similar al estimado por la EPA (1,9%), y un repunte adicional en octubre, con una tasa interanual del 2,8%.

Por sexos, el aumento del desempleo se concentró en el colectivo masculino, mientras que entre las mujeres se mantuvo un descenso interanual del número de desempleadas, aunque a menor ritmo que en los trimestres pasados (véase gráfico 5). La tasa de desempleo, no obstante, continúa siendo apreciablemente superior entre las mujeres (10,5%) que entre los hombres (6,2%). Por grupos de edad, el aumento interanual del paro se concentró entre los mayores de 45 años y los más jóvenes, que continúan mostrando la tasa de desempleo más elevada (13%), mientras que en el colectivo de edades intermedias la tasa de desempleo se redujo levemente. Por niveles de estudios, el aumento del desempleo afectó al colectivo con menor nivel de formación, hasta registrar una tasa de paro del 10,6% (más de 1 pp por encima de la de hace un año), mientras que se mantuvieron los descensos interanuales de la tasa de paro de los colectivos con nivel de estudios medios y superiores, ampliando así las ya elevadas diferencias respecto al colectivo de menor formación.

	2004	2005	2006	2005			2006				2007		
				II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Desempleados (a). Tasas interanuales	-1,5	-10,5	-3,9	-9,6	-16,1	-11,5	-7,8	-5,5	0,0	-1,7	-4,1	-4,2	1,5
TASA DE PARO (a)	10,6	9,2	8,5	9,3	8,4	8,7	9,1	8,5	8,1	8,3	8,5	8,0	8,0
<i>Por sexos (a):</i>													
Hombres	8,0	7,0	6,3	7,3	6,5	6,6	6,8	6,4	6,0	6,1	6,3	6,1	6,2
Mujeres	14,3	12,2	11,6	12,2	11,2	11,6	12,2	11,5	11,1	11,4	11,4	10,5	10,5
<i>Por edades:</i>													
Entre 16 y 29 años	17,0	14,9	13,6	15,4	13,8	14,2	14,6	13,7	12,8	13,3	13,0	12,6	13,0
Entre 30 y 44 años	9,7	7,7	7,4	7,6	7,0	7,3	7,7	7,5	7,1	7,2	7,6	6,8	6,7
De 45 años en adelante	7,3	6,1	5,8	6,3	5,6	5,9	6,2	5,6	5,5	5,7	6,0	5,8	5,9
<i>Por formación (b):</i>													
Estudios bajos	12,5	10,8	10,3	10,8	10,2	10,3	10,9	10,4	9,5	10,3	10,6	10,7	10,6
Estudios medios	11,6	9,7	9,0	10,1	8,7	9,2	9,6	9,1	8,7	8,8	9,1	8,4	8,5
Estudios altos	7,9	6,5	5,8	6,2	6,2	6,2	6,3	5,7	5,6	5,6	5,2	4,8	5,0
<i>Por nacionalidad (a):</i>													
Nacionales	10,5	8,9	8,0	9,0	8,2	8,5	8,6	8,0	7,7	7,7	7,8	7,3	7,4
Extranjeros	11,5	11,4	11,8	11,6	10,1	10,2	12,3	12,0	10,8	12,0	12,6	12,0	11,8
<b>PARO DE LARGA DURACIÓN:</b>													
Incidencia (c)	36,1	28,9	25,6	28,5	28,8	28,7	26,1	25,9	25,5	25,0	25,6	24,6	21,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

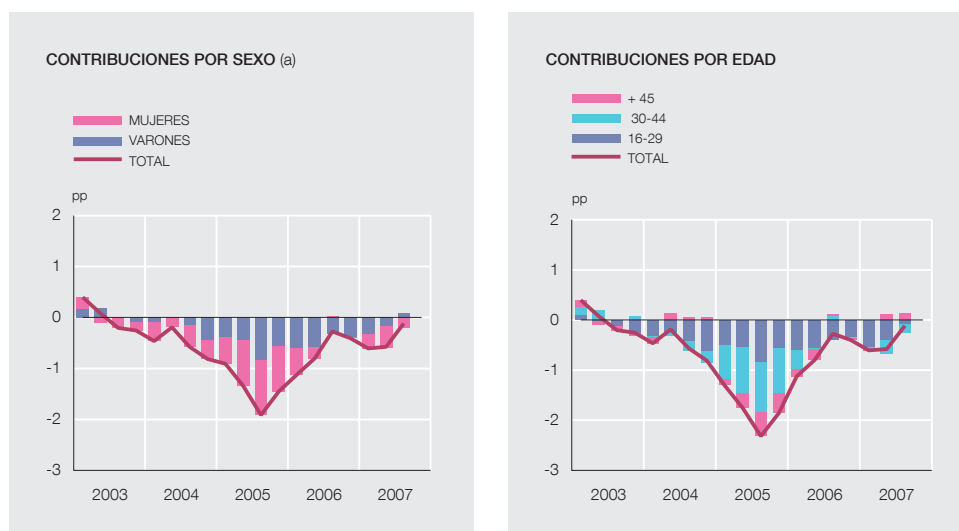
a. Series enlazadas en el Servicio de Estudios en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de 2005.

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

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

### TASA DE PARO Variaciones interanuales y contribuciones por sexo y edad

GRÁFICO 5



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Por último, el desempleo de larga duración intensificó su caída en el trimestre, tras el suave descenso del trimestre anterior. De esta forma, su incidencia sobre el total de parados se situó en el 21,9%, casi 3 pp y 5 pp inferior a la del trimestre y año precedente, respectivamente. La caída del desempleo de larga duración fue más intensa entre las mujeres, de casi 4 pp, hasta el 23,8%, reduciendo las diferencias respecto al colectivo masculino (19,6%). Por edades, la evolución fue similar entre los diferentes grupos, manteniendo los trabajadores de más edad una incidencia muy superior a la observada entre los trabajadores más jóvenes.

21.11.2007.



Este artículo ha sido elaborado por Juan Ayuso, Juan F. Jimeno y Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación están presentes en muchos países. Su justificación habitual es que promueven que los individuos incrementen su ahorro y, así, accedan al período de jubilación con una mayor riqueza que les ayude a financiar durante dicho período un nivel de consumo similar al que disfrutaron durante su vida laboral. Los incentivos fiscales pueden contribuir a conseguir este objetivo, bien aumentando la rentabilidad del ahorro y, por tanto, motivando que este se eleve, o bien haciendo que una mayor parte de la riqueza de los individuos se materialice en activos ilíquidos, que, como los fondos de pensiones, solo pueden deshacerse, salvo casos excepcionales, en el momento de la jubilación.

No obstante, los efectos de estos incentivos fiscales constituyen un tema controvertido en la literatura económica, donde los resultados empíricos disponibles —sobre todo, referidos a Estados Unidos— no han permitido alcanzar un cierto consenso sobre en qué medida producen el objetivo de incrementar el ahorro para la jubilación, si bien parece admitido que pueden aumentar significativamente las aportaciones a los fondos de pensiones, en mayor medida entre los individuos de edad cercana a la jubilación y con rentas laborales más elevadas. La razón es que las contribuciones a los fondos de pensiones pueden proceder de otros activos o, incluso, de mayor endeudamiento.

En realidad, dado que los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación pueden variar según las características personales y la situación financiera de los individuos, no es sorprendente que exista una amplia variedad de estudios empíricos con resultados, a veces, contradictorios. Por ejemplo, Poterba, Venti y Wise (1995 y 1996) concluyen que, en Estados Unidos, casi la totalidad de las contribuciones a las cuentas de jubilación individuales (*Individual Retirement Accounts, IRAs*) y a los planes de jubilación promovidos por empresas (los llamados *planes 401k*) suponen un aumento neto del ahorro. Por el contrario, Gale y Scholz (1994) y Engen, Gale y Scholz (1996) encuentran que los incentivos fiscales afectan significativamente a la composición del ahorro, pero no contribuyen de manera sustancial a incrementar la riqueza acumulada por los individuos a lo largo de su vida laboral.

En este artículo se pasa revista, primero, a los factores que condicionan los efectos de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación; se comentan, a continuación, aquellos elementos que dificultan su estimación empírica y se resumen los resultados de un trabajo reciente que, utilizando datos de contribuciones y de consumo en el momento de la introducción de estos incentivos fiscales en España, solventa algunas de esas dificultades que plantea dicha estimación empírica<sup>1</sup>. El artículo se cierra con una breve sección de conclusiones.

### Incentivos fiscales y ahorro para la jubilación

En líneas generales, la introducción de incentivos fiscales al ahorro para la jubilación se traduce en un incremento de la tasa marginal de rendimiento de ese ahorro, de forma que su resultado depende de la magnitud relativa de dos efectos contrapuestos. Por un lado, al ser el ahorro más rentable, el nivel de este último que es necesario generar para llegar al período de jubilación con un determinado nivel de riqueza se reduce (el efecto renta de los incentivos). Pero, por otro lado, se eleva el atractivo relativo del ahorro frente al consumo, lo que estimula

1. Véase Ayuso, Jimeno y Villanueva (2007).

su acumulación (efecto sustitución). En el caso que nos ocupa, la magnitud de estos dos efectos depende crucialmente de las características individuales de los ahorradores. Así, por ejemplo, la rentabilidad derivada de la aportación a un fondo de pensiones es tanto mayor cuanto mayor sea la diferencia entre el tipo marginal del impuesto sobre la renta en el momento de la aportación y en el momento del rescate del fondo, y cuanto mayor sea el límite de la aportación al fondo de pensiones que es susceptible de desgravación fiscal. Asimismo, la iliquidez de los fondos de pensiones resultará menos desincentivadora para individuos próximos a la edad de jubilación o con mayor facilidad de acceso al mercado de crédito.

Dadas estas consideraciones, es de esperar que el efecto de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación varíe de forma notable entre individuos de distintas características demográficas y niveles de renta. Es probable que los individuos más cercanos a la edad de jubilación, con alto nivel de riqueza acumulada y con menores restricciones al endeudamiento, para los cuales los fondos de pensiones resultan activos más líquidos, y los individuos de renta elevada, para los que la diferencia entre el tipo marginal del impuesto de la renta en el momento de la aportación y en el momento del rescate es probablemente mayor, sean los que contribuyan en mayor medida a los fondos de pensiones. Igualmente, por razones similares, cabe esperar que sean los individuos de mediana edad y de mayor nivel de renta los que, en mayor medida, financien dichas aportaciones mediante incrementos del ahorro y no tanto mediante cambios en la composición de su riqueza acumulada.

### ***La estimación empírica de los efectos de los incentivos fiscales sobre el ahorro***

Dado que los efectos de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación dependen crucialmente de características individuales, tales como la edad, la situación familiar, el nivel de renta, la riqueza, el acceso al crédito o la preferencia por el ahorro, y que, además, dichos efectos pueden variar a lo largo del tiempo, su estimación plantea varias dificultades. En primer lugar, se necesita una base de datos que permita observar una amplia cantidad de variables que acomoden la heterogeneidad individual anteriormente descrita y, además, tenga una estructura longitudinal que facilite información sobre los mismos individuos en distintos momentos de su ciclo vital. En segundo lugar, se requiere identificar cambios concretos y bien definidos en los incentivos a ahorrar para la jubilación para observar su impacto en distintos momentos del ciclo laboral de los individuos.

Este tipo de información no suele estar disponible, por lo que la identificación de los efectos de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación depende de algunos supuestos que, al variar entre estudios, producen resultados diferentes<sup>2</sup>. Para limitar las dificultades causadas por la deficiencia de los datos disponibles a la hora de realizar esta identificación, en un trabajo reciente, Ayuso, Jimeno y Villanueva (2007) analizan el impacto que tuvo la introducción en España en 1988 de estos incentivos fiscales sobre el consumo de distintos grupos de población. Bajo el supuesto de que esta introducción puede considerarse como un acontecimiento exógeno, los problemas derivados de la heterogeneidad individual y de la falta de información sobre consumo, renta y riqueza de un mismo individuo a lo largo del tiempo se atenúan considerablemente. Sin embargo, los resultados de este trabajo han de entenderse como referidos al efecto en el corto plazo de la introducción de estos incentivos y no a los que se producen una vez que los incentivos han estado en vigor durante un período largo de tiempo.

### ***Datos y estrategia empírica***

La estimación de los efectos de la introducción de incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación presentada en Ayuso, Jimeno y Villanueva (2007) se realiza a partir de dos bases de

---

2. En el caso español, futuras ediciones de la Encuesta Financiera de las Familias permitirían cumplir gran parte de estos requisitos.

datos. Por una parte, el Panel de Declarantes del IRPF (1982-1998), de la Agencia Tributaria, que proporciona información sobre qué hogares/individuos contribuyeron a los fondos de pensiones en el momento de su introducción y en los años subsiguientes, junto con su renta anual y algunas de sus características (edad, estado civil, número de descendientes menores de 18 años). En segundo lugar, la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares (ECPF), del INE, proporciona información sobre los gastos en consumo (duradero y no duradero), junto con ciertas características demográficas de los hogares/individuos. Esta información permite observar en qué medida los hogares/individuos ajustaron sus planes de consumo ante la introducción de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación.

Con estos datos, la estrategia para la identificación de los efectos de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación se puede articular en tres pasos. En primer lugar, se verifica que el nivel de renta y la edad en el momento de la introducción de los incentivos fiscales están asociados positivamente con la probabilidad de utilizar dichos incentivos y con la cantidad efectivamente aportada a los fondos de pensiones. En una segunda etapa, se estima el crecimiento del consumo de varios grupos de población definidos en función de la edad y del nivel de renta en el momento de la introducción de los incentivos fiscales y se observa si dicho crecimiento está asociado negativamente con las cantidades aportadas a los fondos de pensiones<sup>3</sup>. Finalmente, se realiza una estimación con la información proporcionada por las dos bases de datos anteriormente descritas del efecto de las aportaciones de los fondos de pensiones sobre la variación de los gastos de consumo. A continuación, se comentan brevemente los principales resultados obtenidos en cada una de estas etapas.

## Resultados

El cuadro 1 ofrece alguna información útil sobre la magnitud de las aportaciones a los fondos de pensiones de diferentes grupos de población definidos en función de la edad y del grupo de renta en el año de la introducción de los incentivos fiscales en España y en los tres años siguientes. Como se puede observar claramente en el cuadro, estas aportaciones fueron significativamente mayores en el grupo de renta perteneciente al cuartil superior y en las edades más cercanas a la jubilación: en dicho grupo de renta la aportación anual del grupo de edad de 56 a 65 años fue cuatro veces superior a la del grupo más joven (269,2, frente a 62,72 euros). La proporción de hogares que contribuyeron y la de aquellos que, habiendo contribuido, lo hicieron por el máximo desgravable también aumentan con la edad y con el grupo de renta. En conjunto, el cuadro 1 sugiere que el impacto de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación, si es que lo hay, debe ser buscado entre los hogares/individuos pertenecientes al grupo de renta perteneciente al cuartil superior. Por el contrario, es improbable que la introducción de dichos incentivos, a juzgar por la pequeña magnitud de las aportaciones realizadas, produjera efectos significativos sobre el ahorro en los tres grupos de renta restantes.

Para la medición del impacto de los incentivos fiscales sobre el consumo, se lleva a cabo un conjunto de regresiones que permiten obtener estimadores basados en *dobles diferencias*, es decir, en la comparación de la evolución del gasto en consumo de un determinado grupo de población antes y después de la introducción de los incentivos fiscales, en relación con la misma variación temporal observada para otro grupo de población que, en principio, no debería verse afectado por los incentivos. Teniendo en cuenta las observaciones del párrafo anterior sobre los grupos de población que contribuyeron a los fondos de pensiones en mayor medida, se elige como grupo cuyo nivel de consumo es susceptible de quedar afectado por la introducción («grupo tratado», en la terminología habitual de este enfoque econométrico) aquellos con edad por encima de 35 años y renta en el cuartil superior, y como grupo de control (uno similar al anterior, pero menos afectado por la introducción), al de edad inferior a 35 años y perte-

3. Es decir, *caeteris paribus*, a mayor aportación, menor consumo y, por tanto, más ahorro.



Panel A: Grupo de renta laboral anual bruta perteneciente al cuartil superior de la ECPF (a) (b)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Edad 20-35	Edad 36-45	Edad 46-55	Edad 56-65
1. Cantidades aportadas, en miles de euros	0,063	0,125	0,181	0,269
2. Proporción de hogares que contribuyen	0,061	0,092	0,115	0,121
3. Aportación/base imponible (si estrictamente mayor que cero)	0,068	0,065	0,071	0,106
4. Proporción de aportaciones en el máximo desgravable	0,122	0,122	0,142	0,305
Tamaño muestral	[48.027]	[40.325]	[22.241]	[11.938]
Tipo marginal del IRPF	33,40			

Panel B: Grupo de renta laboral anual bruta perteneciente al segundo cuartil de la ECPF

	Edad 20-35	Edad 36-45	Edad 46-55	Edad 56-65
5. Cantidades aportadas (incluyendo 0s), en miles de euros	0,018	0,029	0,041	0,059
6. Proporción de hogares que contribuyen	0,031	0,041	0,047	0,047
7. Aportación/base imponible (si estrictamente mayor que cero)	0,054	0,097	0,079	0,115
8. Proporción de aportaciones en el máximo desgravable	0,084	0,105	0,136	0,268
Tamaño muestral	[34540]	[17291]	[12190]	[9471]
Tipo marginal del IRPF	26,56			

Panel C: Grupo de renta laboral anual bruta con renta por debajo de la mediana de la ECPF

	Edad 20-35	Edad 36-45	Edad 46-55	Edad 56-65
9. Cantidades aportadas (incluyendo 0s), en miles de euros	0,007	0,029	0,020	0,025
10. Proporción de hogares que contribuyen	0,014	0,025	0,027	0,022
11. Aportación/base imponible (si estrictamente mayor que cero)	0,076	0,097	0,198	0,134
12. Proporción de aportaciones en el máximo desgravable	0,120	0,105	0,197	0,317
Tamaño muestral	[86799]	[26861]	[12190]	[9471]

FUENTE: Ayuso, Jimeno y Villanueva (2007).

a. Cada unidad declarante en 1987 (período de declaración conjunta obligatoria para los matrimonios) contribuye en una observación por año, independientemente del tipo de declaración

b. La partición de la muestra por grupos de renta se realiza utilizando la renta familiar antes de impuestos construida en la ECPF.

neciente también al cuartil superior de renta. Su comportamiento se compara con el del grupo de individuos del mismo nivel de renta pero de edad inferior a 36 años, que estando tan lejos de la edad de jubilación no contribuyen en tanta cuantía a los fondos de pensiones por su elevada iliquidez.

Los resultados de estas regresiones se presentan en el cuadro 2. El crecimiento del consumo de los individuos de edad entre 56 y 65 años y con un nivel de renta en el cuartil superior, en relación con el de los individuos de edad entre 20 y 35 años) resulta haber disminuido en un 9,2% (primera columna y primera fila del cuadro 2), pero esta estimación, basada en mínimos cuadrados ordinarios, es bastante imprecisa y, desde el punto de vista estadístico, no significativamente distinta de cero. Las estimaciones correspondientes a los grupos de edad de 46 a 55 años y de 36 a 45 años muestran reducciones del 14,4% y del 7,5%, respectivamente, aunque también son estimaciones imprecisas. La columna 2 presenta las mismas estimaciones basadas en mínimos cuadrados ponderados, que en este caso son estadísticamente significativas, resultando que la mayor caída del consumo se produce en el grupo de edad de 46 a 55 años. Esta caída del crecimiento del consumo se concentra especialmente en el grupo perteneciente al cuartil superior de la distribución de renta. También se observa que hogares/individuos en grupos de renta inferiores, que en media realizaron aportaciones a fondos de pensiones mucho menos cuantiosas, mostraron una variación del crecimiento del consumo bastante inferior, siendo relativamente similar para distintos niveles de edad dentro de cada

Variable dependiente: Variación interanual del gasto en consumo (en logaritmos)

Período: I 1985-IV 1990

Método de estimación	Mínimos cuadrados ordinarios	Mínimos cuadrados ponderados
	(1)	(2)
	Grupo «Tratado»: Hogares con renta en el cuartil superior	
1. Cambio en el consumo de los individuos de 56-65 años después de la introducción de los incentivos	-,092 (,106)	-,096 (,016)**
2. Cambio en el consumo de los individuos de 46-55 años después de la introducción de los incentivos	-,144 (,078)*	-,127 (,020)**
3. Cambio en el consumo de los individuos de 36-45 años después de la introducción de los incentivos	-,075 (,075)	-,077 (,013)**
Tamaño muestral	2.106	
	Grupo de «control»: Hogares con renta en el segundo cuartil	
4. Cambio en el consumo de los individuos de 56-65 años después de la introducción de los incentivos	-,005 (,102)	-,005 (,022)
5. Cambio en el consumo de los individuos de 46-55 años después de la introducción de los incentivos	-,033 (,079)	-,046 (,021)**
6. Cambio en el consumo de los individuos de 36-45 años después de la introducción de los incentivos	-,068 (,079)	-,076 (,02)**
Tamaño muestral	2.186	

FUENTE: Ayuso, Jimeno y Villanueva (2007).

+, \*, \*\* indican que la estimación es diferente de cero a niveles de confianza del 15%, 10% y 5%, respectivamente.

1. Todas las regresiones incluyen las siguientes variables de control: una variable ficticia que es igual a 1 si la variación del consumo incluye el período de introducción de los incentivos fiscales (POST 88), variables ficticias de edad (36-45, 46-55, 56-65), variables ficticias temporales (año y trimestre), renta familiar en el trimestre inicial, la variación interanual de la renta, el número y la variación de miembros del hogar, el número de miembros del hogar de edades entre 1-3, 2-5, 6-13, 14-17 y más de 65 años y su variación interanual, una variable ficticia que toma el valor 1 si los dos miembros adultos del hogar trabajan y su interacción con POST 88.

2. En las columnas (1) y (2) los errores estándar están corregidos de heteroscedasticidad y correlación serial para las observaciones del mismo hogar.

grupo. Finalmente, el gasto en consumo duradero (aproximado en este caso mediante el gasto en automóviles, electrodomésticos y muebles) es el que disminuye significativamente como resultado de las aportaciones a fondos de pensiones, cuando tal disminución se produce<sup>4</sup>.

Finalmente, una manera más directa de ilustrar el efecto estimado de los incentivos fiscales sobre el ahorro para la jubilación se presenta en el cuadro 3, que proporciona las aportaciones y la caída del gasto en consumo anualizado en los hogares pertenecientes al cuartil superior de renta según la edad. La primera columna del cuadro 3 muestra que el grupo de edad más cercano a la edad de jubilación, que fue el que realizó aportaciones a los fondos de pensiones más cuantiosas, experimentó un aumento de su consumo anualizado tras la introducción de los incentivos fiscales. Solo en el grupo de edad entre 46 y 55 años, dentro de los hogares pertenecientes al cuartil superior de renta, se observa una disminución del gasto en consumo anualizado del orden del 53,3% de cada euro aportado, lo que sugiere que los incentivos fiscales produjeron un cierto aumento del ahorro solo dentro de este grupo, si bien dicho aumento fue aproximadamente la mitad de las aportaciones realizadas.

## Conclusiones

Los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación pueden aumentar la riqueza acumulada por los individuos, bien elevando su ahorro durante su período de vida laboral, o bien cambiando la composición de la riqueza hacia activos menos líquidos cuyo rescate solo se produce tras la jubilación, como es el caso de los fondos de pensiones. La estimación del primero de estos efectos es, no obstante, una tarea difícil, dado que es necesario disponer de unas bases

4. Para más detalles sobre estos últimos resultados, véase Ayuso, Jimeno y Villanueva (2007).

Variable dependiente: Cambio en el logaritmo del gasto en consumo anualizado

Período: I 1985-IV 1990

Método de estimación

	Mínimos cuadrados ponderados			
	En relación con el grupo de edad de 18-35	Aportación media en relación con el grupo de edad de 18-35	Cambio en el gasto en relación con la aportación	
	(1)	(2)	(3)	4 = (2) / (3)
Grupo «tratado»: Hogares pertenecientes al cuartil superior de renta				
1. Cambio en el consumo de los individuos de 56-65 años después de la introducción de los incentivos	0,0166 (,023)	0,033	0,207	0,159
2. Cambio en el consumo de los individuos de 46-55 años después de la introducción de los incentivos	-0,028 (,0155)*	-0,063	0,119	-0,533
3. Cambio en el consumo de los individuos de 36-45 años después de la introducción de los incentivos	-0,023 (,016)+	-0,048	0,062	-0,772

FUENTE: Ayuso, Jimeno y Villanueva (2007).

Regresores adicionales: Variables ficticias de edad, POST-1988, cambios interanuales en la composición demográfica del hogar, logaritmo de la renta y cambio interanual en la renta, situación laboral de los adultos del hogar, e interacción entre situación laboral de los adultos del hogar y POST-1988.

de datos microeconómicos suficientemente ricas para observar ciertas características individuales, junto con la renta, el consumo y la riqueza y su composición a lo largo del ciclo laboral de los individuos.

En el caso español, la combinación de dos bases de datos (el Panel de Declarantes del IRPF, de la Agencia Tributaria, y la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, del INE) permite obtener una estimación de los efectos de estos incentivos sobre el ahorro en el momento de su introducción. Los resultados indican que el efecto estimado es bastante moderado, si bien varía considerablemente en función de la edad y del nivel de renta de los individuos. Mientras que para los individuos de nivel de renta elevado y cercanos a la edad de jubilación, de 56 a 65 años, que son los que mayores cantidades aportan a los fondos de pensiones, el efecto de los incentivos fiscales sobre el ahorro es prácticamente nulo, son los individuos de edad entre 46 y 55 años de renta elevada los que financian en mayor medida mediante aumentos de su ahorro sus aportaciones a los fondos de pensiones.

12.11.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., J. F. JIMENO y E. VILLANUEVA (2007). *The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings*, Documentos de Trabajo, n.º 0724, Banco de España.
- ENGEL, E. M., W. G. GALE y J. K. SCHOLZ (1996). «The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving», *The Journal of Economic Perspectives*, 10, 4, pp. 113-138.
- GALE, W. G., y J. K. SCHOLZ (1994). «IRAs and Household Saving», *American Economic Review*, 84, 5, pp. 1233-1260.
- POTERBA, J. M., S. F. VENTI y D. A. WISE (1995). «Do 401(k) contributions crowd out other personal saving», *Journal of Public Economics*, 58, pp. 1-32.
- (1996). «How Retirement Saving Programs Increase Saving», *The Journal of Economic Perspectives*, 10, 4, pp. 91-112.



Este artículo ha sido elaborado por José González Mínguez y Carlos Vacas, del Servicio de Estudios.

### Introducción

Más allá de las fluctuaciones cíclicas, las reducidas tasas medias de expansión de la actividad en los países de la antigua UE 15 desde comienzos de los años noventa sugieren la existencia de obstáculos estructurales que restringen su crecimiento potencial. Este escaso dinamismo económico limita las ganancias de bienestar de los ciudadanos europeos medidas por el ritmo de aumento de la renta per cápita, lo que ha determinado una interrupción del proceso de convergencia del nivel de esta variable con respecto a la economía norteamericana que se había venido desarrollando tras la postguerra. La mejora de estos resultados pasa por la realización de reformas estructurales que fomenten la utilización del factor trabajo y acrecienten las tasas de aumento de la productividad, necesidad que se ha hecho más acuciante en un contexto de creciente competencia global, rápidos cambios tecnológicos y envejecimiento de la población. Los responsables de la política económica europea reconocieron formalmente este desafío a través de la puesta en marcha, en el Consejo Europeo de marzo del año 2000, de la Agenda de Lisboa, una de cuyas piezas básicas es la realización de reformas conjuntas y coherentes en el diseño institucional de los mercados de trabajo y de los sistemas de protección social.

Estas reformas requieren, en particular, una organización más flexible del trabajo, de modo que las empresas gocen de una mayor capacidad de adaptación a un entorno tan cambiante, así como una revisión de los sistemas de protección social, al objeto de que generen los incentivos adecuados para que los individuos se incorporen al trabajo remunerado y protejan a quienes verdaderamente lo necesitan.

A pesar de sus beneficios a largo plazo en términos de bienestar, las reformas entrañan, a menudo, costes para determinados grupos de individuos, por lo que su puesta en práctica tropieza, en ocasiones, con cierto grado de oposición. Frecuentemente, el resultado final son reformas parciales, que no cumplen el objetivo de que el diseño final de los mercados de trabajo y de los sistemas de protección social constituya un todo coherente que permita la consecución de tasas de empleo elevadas. Por el contrario, las reformas parciales han dado lugar, en ocasiones, a mercados de trabajo en los que concurre un grado elevado de protección de los empleos ya existentes con la presencia de obstáculos para la incorporación de determinados colectivos de individuos al mercado laboral.

En este contexto, tiene sentido prestar especial atención, dentro del abanico de mercados laborales de los distintos países, a aquellos que han resultado más exitosos en términos de consecución de tasas de ocupación más elevadas, al objeto de explorar en qué medida su configuración institucional puede constituir un ejemplo válido para el resto. Este modelo se ha creído encontrar en las economías nórdicas, y en particular en Dinamarca. El mercado laboral de este país se caracteriza por la coexistencia de un grado elevado de flexibilidad (obtenido mediante unos costes de despido relativamente reducidos) con un nivel también alto de protección social (a través de prestaciones por desempleo generosas, aunque sujetas a un elevado grado de condicionalidad). La combinación de flexibilidad y seguridad, conceptos que, aplicados al mercado de trabajo, quizá pudieran parecer en principio antagónicos, ha dado lugar al término «flexiguridad», neologismo bajo el cual el Consejo Europeo ha de adoptar, antes del final de 2007, un conjunto de principios comunes que deben inspirar las nuevas Directrices de Empleo que serán aprobadas en el año 2008.

# COMPARACIÓN ENTRE LOS MERCADOS DE TRABAJO EUROPEO Y DE ESTADOS UNIDOS (2005)

CUADRO 1

	Tasas de empleo total y por grupos (a)					Horas trabajadas anualmente
	Total	Hombres	Mujeres	Jóvenes (b)	Mayores (c)	
UE 15	66,6	73,8	59,3	40,8	45,6	1.650,7
Área del euro (d)	64,7	72,7	56,7	37,4	41,5	1.660,3
Estados Unidos	71,5	77,6	65,6	53,9	60,8	1.804,0

FUENTES: OCDE y Banco de España.

- a. Porcentaje de empleados sobre la población en edad de trabajar de cada grupo.
- b. Incluye a los comprendidos entre los 15 y 24 años.
- c. Incluye a los comprendidos entre los 55 y 64 años.
- d. UEM 12.

# HETEROGENEIDAD DE LOS MERCADOS DE TRABAJO EN LA UE 15 (2005)

CUADRO 2

	Tasas de empleo total, por sexo y por edad					
	Total (15-64)	Hombres (15-64)	Hombres (25-54)	Mujeres (15-64)	Jóvenes (15-24)	Mayores (55-64)
Dispersión (a)	5,2	3,9	2,2	8,1	13,5	11,4

FUENTES: OCDE y Banco de España.

- a. La dispersión se mide por la desviación típica de la muestra.

Este artículo examina el esquema de *flexiguridad* danés y evalúa en qué medida puede inspirar las reformas de los mercados de trabajo de otros países europeos. Estos son caracterizados en la segunda sección en función de los aspectos institucionales que pueden determinar sus resultados en términos de empleo. La sección tercera describe el modelo de *flexiguridad* danés. En el cuarto apartado se analiza empíricamente la relación entre características institucionales y empleo, contrastándose las bondades del esquema de mercado de trabajo de Dinamarca. El artículo concluye con algunas consideraciones finales.

## Los resultados de los mercados de trabajo europeos y su configuración institucional

Como se observa en el cuadro 1, la utilización del factor trabajo tanto en la antigua UE 15 como en el área del euro es comparativamente más reducida que en Estados Unidos, en términos tanto de las tasas de empleo como del número de horas trabajadas. La diferencia es más amplia por lo que respecta a los colectivos tradicionalmente menos representados dentro del empleo, esto es, las mujeres, los trabajadores jóvenes y los de mayor edad. Además, este peor comportamiento relativo en términos agregados del mercado de trabajo europeo esconde diferencias muy acusadas entre los distintos países. En particular, la dispersión de las tasas de empleo es particularmente notable entre los tres grupos mencionados (véase cuadro 2).

La identificación de las causas de estas diferencias resulta una tarea compleja, dada la multiplicidad de factores que pueden explicarlas. Por un lado, se ha argumentado [Blanchard (2004)] que el menor número de horas trabajadas en Europa en comparación con Estados Unidos se debe a una mayor preferencia de los ciudadanos europeos por el ocio. Por otro lado, sin embargo, la elevada magnitud de las diferencias observadas en la utilización del

factor trabajo entre Estados Unidos y el continente europeo, y, dentro de este, entre los distintos países, sugiere que las características institucionales de cada mercado laboral deben desempeñar un papel explicativo relevante. Entre estas, cabe reseñar la legislación de protección del empleo (LPE), las prestaciones por desempleo, las políticas activas del mercado de trabajo, la formación continua, la regulación de los mercados de productos, la imposición sobre el factor trabajo, el nivel de sindicación o el grado de centralización y coordinación de la negociación colectiva<sup>1</sup>.

La LPE aproxima la dificultad para despedir y contratar empleados en función de la regulación de los mercados de trabajo. Cabe pensar que el efecto de un nivel alto de la LPE sobre las tasas de empleo es ambiguo, ya que, por un lado, hace que el despido de los trabajadores ya ocupados sea costoso, mientras que, por otro, motiva que las empresas sean más reacias a realizar nuevas contrataciones, justamente para evitar incurrir en tales costes en el futuro<sup>2</sup>. De hecho, la evidencia empírica no es concluyente acerca del impacto de la LPE sobre el empleo [véase, por ejemplo, Boeri (1999)], aunque sí sugiere que es distinto para los diferentes grupos de población laboral, de forma que, mientras que favorece las tasas de empleo de los trabajadores varones de mediana edad, tiende a reducir las de los individuos con mayores dificultades para el acceso al mercado laboral, tales como las mujeres, los jóvenes o los desempleados de larga duración<sup>3</sup>. La LPE difiere frecuentemente según el tipo de contrato y suele ser más estricta para los trabajadores fijos que para los temporales, dando lugar a un mercado de trabajo dual, segmentado entre ambos grupos de empleados.

Frente a la protección en el puesto de trabajo que ofrece la LPE, las prestaciones por desempleo amparan al trabajador en el caso de caer en el paro, atendiendo al objetivo de mitigar el impacto negativo sobre sus rentas. Además, esta variable puede tener un efecto positivo sobre la productividad, al facilitar que los trabajadores parados puedan buscar puestos de trabajo más adecuados a sus habilidades específicas. Sin embargo, cabe esperar que las prestaciones tiendan a reducir la oferta de trabajo, al afectar de forma adversa a los incentivos a retornar a la situación de empleo remunerado. Estos efectos dependen de la duración máxima del período de percepción, del nivel de las tasas de reposición (o cociente entre las prestaciones y el salario percibido previamente) y de las condiciones exigidas para el acceso a la prestación y para su mantenimiento posterior (tales como su pérdida total o parcial en el caso de rechazo de una oferta de trabajo).

Las políticas activas de empleo (que incluyen, entre otras medidas, cursos de formación a desempleados, programas de asistencia en la búsqueda de un puesto de trabajo o subvenciones al empleo de parados de larga duración) facilitan el acoplamiento entre la oferta y la demanda de trabajo, por lo que cabe esperar que ejerzan un impacto positivo sobre las tasas de empleo<sup>4</sup>. Otro tanto ocurre con la formación continua recibida por los trabajadores a lo largo de su vida laboral, pues acrecienta el capital humano de las personas ocupadas, aumentando así la disponibilidad, dentro de las empresas, de trabajadores con las habilidades requeridas.

---

1. En la comparación entre Estados Unidos y Europa, este argumento ha sido expuesto convincentemente por Prescott (2004), quien pone el énfasis en las diferencias en la imposición sobre las rentas del trabajo. 2. Además, se ha argumentado que un grado elevado de LPE puede comportar aspectos positivos en términos de la productividad del trabajo, pues las relaciones laborales duraderas con el mismo empleador conducen a mayores incentivos a invertir en la formación de los trabajadores. 3. Véase, por ejemplo, Jimeno y Rodríguez-Palenzuela (2002) para el caso del empleo juvenil. 4. Existen, no obstante, efectos contrapuestos. Por un lado, la participación en estos programas mejora las capacidades del individuo y, por tanto, sus perspectivas de encontrar un empleo. Además, se ha argumentado que la amenaza de verse obligados a participar en un programa de activación puede motivar a los parados a buscar empleo más intensamente. Pero, por otro lado, es posible que los participantes en los programas dediquen menos tiempo a la búsqueda de empleo.

La literatura ha identificado una serie de canales a través de los cuales la regulación de los mercados de productos puede afectar al empleo en el largo plazo. En particular, un entorno regulador más proclive a la competencia estimula la oferta de trabajo en la medida en que, al presionar el nivel de precios a la baja, hace aumentar los salarios reales. Además, la entrada de nuevos competidores tiende a expandir la actividad y, por tanto, la demanda de empleo.

La cuña impositiva, o diferencia entre el coste laboral bruto de la mano de obra soportado por los empleadores y la renta laboral neta percibida por los trabajadores, afecta negativamente a la oferta de trabajo, al influir sobre los incentivos para aceptar un empleo y sobre la elección del número de horas trabajadas. Estos efectos serían particularmente relevantes en el caso de los trabajadores poco cualificados y de bajas rentas (en particular, jóvenes y mujeres), que, en caso de altas cuñas impositivas, pueden optar, respectivamente, por prolongar su estancia en el sistema educativo o permanecer en el hogar. Por esta razón, algunas reformas impositivas desarrolladas en años recientes se han orientado a estos grupos de población, dado que son, además, los que experimentan tasas de desempleo más elevadas.

El nivel de sindicación de los trabajadores, como variable que aproxima su poder de negociación, puede tener efectos negativos sobre el empleo si se traduce en demandas salariales excesivas o en la introducción de salarios mínimos elevados. No obstante, la capacidad de esta variable para captar el verdadero poder de los sindicatos es limitada, en la medida en que frecuentemente la cobertura de los convenios colectivos se extiende automáticamente a todos los trabajadores. Finalmente, en la literatura se ha identificado también el grado de coordinación de la negociación salarial como otro determinante del empleo, encontrándose que este se ve favorecido por la concertación entre los agentes sociales<sup>5</sup>.

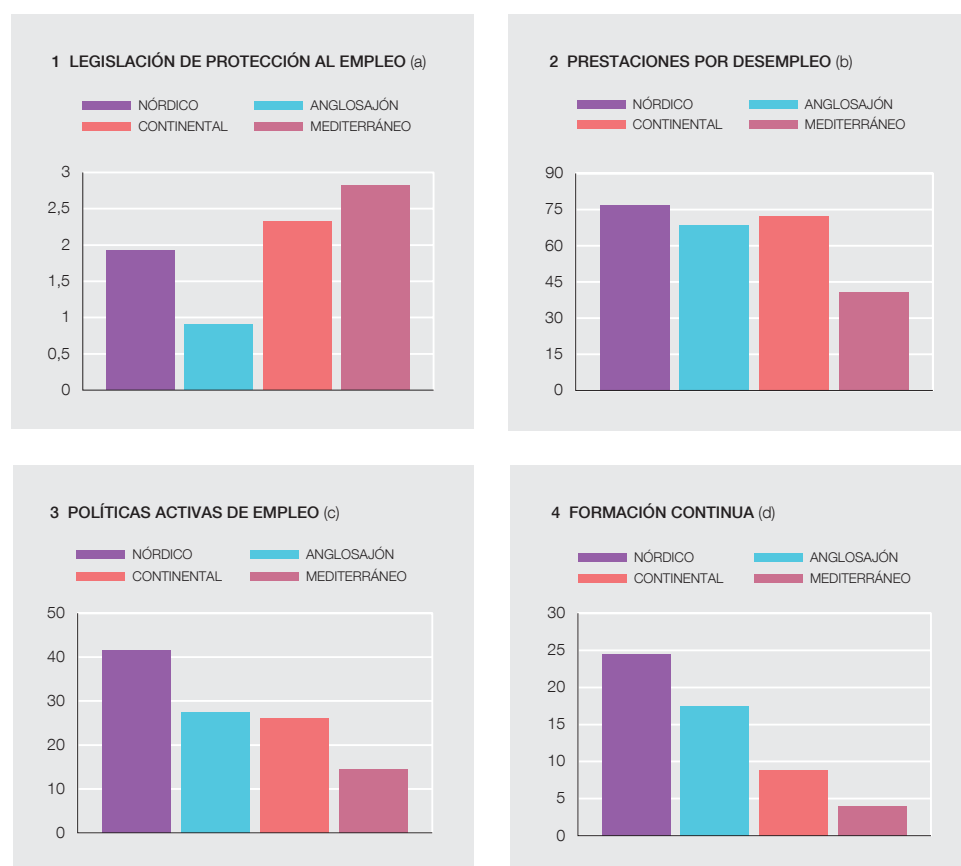
Todos estos aspectos institucionales que determinan potencialmente los resultados de los mercados de trabajo de cada país son medidos en la literatura con mayor o menor precisión a través de distintos indicadores. No obstante, es necesario tener en cuenta que estos aproximan una realidad compleja, por lo que su interpretación debe ser realizada con las debidas cautelas. Atendiendo tanto a los valores concretos que adoptan estos indicadores como a los propios resultados de los mercados de trabajo en términos de empleo, diversos autores han tratado de clasificar a los distintos países europeos en varios modelos. Obviamente, cualquier clasificación de este tipo tiende a constituir una simplificación, al ignorar, como se ha indicado, la complejidad de las instituciones vigentes en cada país, lo que explica que no haya unanimidad en cuanto a las economías que integran cada modelo. En concreto, Sapir (2005) considera cuatro modelos: nórdico (Dinamarca, Suecia, Finlandia y Holanda), anglosajón (Gran Bretaña e Irlanda), continental (Francia, Alemania, Austria, Bélgica y Luxemburgo) y mediterráneo (Grecia, Italia, Portugal y España)<sup>6</sup>.

En el gráfico 1 se representan, para cada uno de los cuatro modelos, las medias simples de los indicadores que miden los distintos aspectos institucionales antes comentados; en el gráfico 2 se hace otro tanto con las tasas de empleo y de paro de distintos grupos y con el desempleo de larga duración.

---

5. Además, en relación con el grado de centralización de la negociación, se ha encontrado que, frente a la negociación a nivel del conjunto de la economía o de empresas individuales, los niveles intermedios van en detrimento del empleo. Se ha argumentado que, en negociaciones plenamente centralizadas, los sindicatos internalizan en mayor medida los efectos de sus demandas salariales sobre el empleo en el conjunto de la economía y, en negociaciones a nivel de empresa, los salarios se aproximan más a la productividad marginal [Calmfors y Drifill (1988)]. 6. Heipertz y Ward-Warmendinger (2007) hacen una clasificación diferente, en la que Holanda no pertenece al modelo nórdico, y dividen al conjunto de países de los modelos continental y mediterráneo de Sapir entre reformadores (Austria, Bélgica y España, junto con la propia Holanda) y no reformadores (Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal y Luxemburgo). En comparación con la clasificación de Sapir, Gaard (2005) incluye a Finlandia en el grupo continental y a Francia en el mediterráneo.



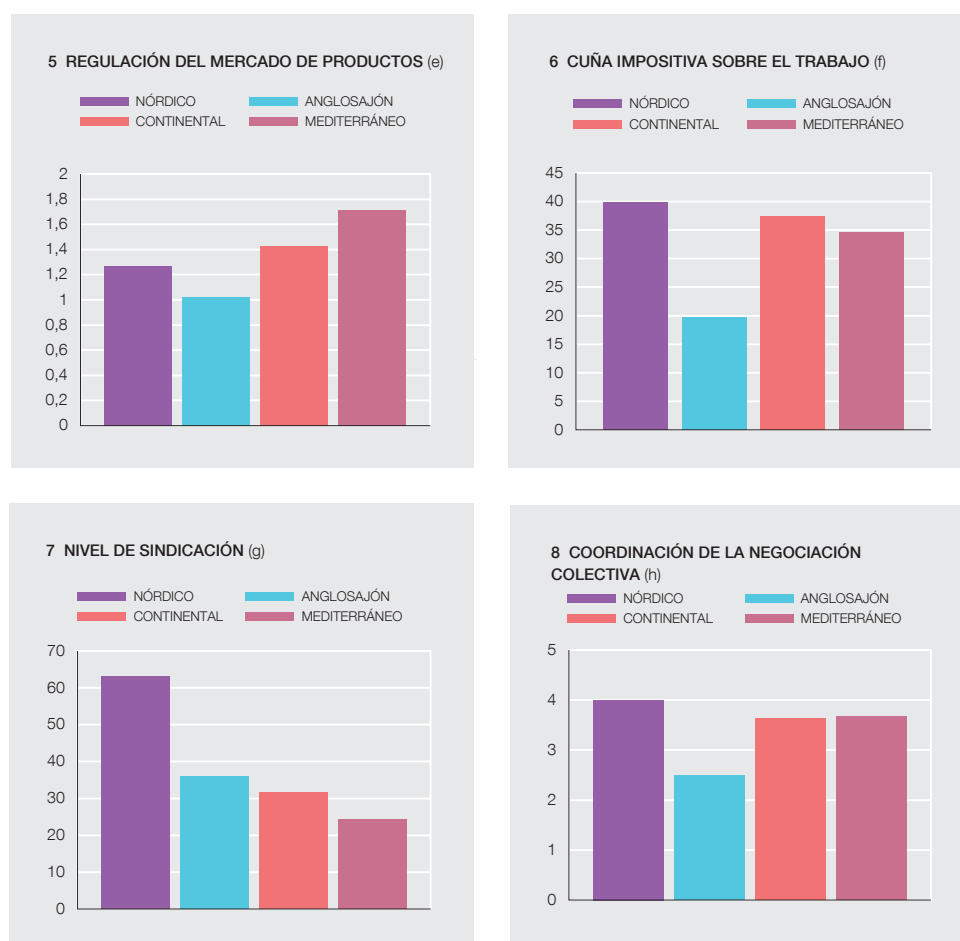


FUENTES: OCDE, Eurostat y Banco de España .

- a. OCDE, *Employment Statistics Database*, 2003. Oscila entre 0 y 6, de modo que un mayor valor indica un mayor grado de protección.
- b. OCDE, *Benefits and Wages*, 2004. Tasas de reposición netas durante cinco años de desempleo e incluyendo asistencia social. Se recoge la media para cuatro situaciones familiares (un solo individuo con uno o dos hijos y un matrimonio en el que solo uno trabaja, con uno o dos hijos) y para dos niveles de renta (67% y 100% de la media).
- c. OCDE, *SOCX Social Expenditure Database*, 2003. Gasto por desempleado, expresado como porcentaje del PIB per cápita.
- d. Eurostat, 2005. Porcentaje de la población entre 25 y 64 años que declaró haber recibido formación o educación en las cuatro semanas anteriores a la encuesta *European Union Labour Force Survey*.

La información contenida en los gráficos tiende a confirmar, a grandes rasgos, la taxonomía de Sapir. En términos generales, el modelo nórdico se corresponde con las tasas de reposición más elevadas y los mayores niveles de gasto, tanto en políticas activas del mercado de trabajo como en formación continua. La financiación de estas políticas conduce a cuñas impositivas relativamente altas. Además, la regulación tanto de los mercados de trabajo como de los de productos está entre las más laxas del continente. Finalmente, el grado de sindicación de la fuerza laboral es, con diferencia, el mayor, y el de coordinación de la negociación colectiva, elevado. En términos de los resultados, este modelo registra las tasas de ocupación más altas, con la mayor inclusión laboral de las mujeres, los jóvenes y los mayores de 55 años, y la menor presencia de desempleo de larga duración.

El modelo anglosajón se caracteriza, sobre todo, por los bajos niveles de regulación de los mercados. Las tasas de reposición netas presentan un nivel intermedio (aunque en términos brutos sean las más reducidas) y el gasto en políticas activas del mercado de trabajo y en



FUENTES: OCDE, Eurostat y Banco de España.

e. OCDE, *Market Regulation*, 2003. Un mayor nivel indica un grado de regulación más elevada.

f. OCDE, *Taxing Wages*, 2004. Diferencia entre el coste laboral bruto de la mano de obra que soportan los empleadores y la renta disponible para los trabajadores, y equivale a la suma del impuesto sobre la renta personal y las contribuciones obligatorias pagadas a la seguridad social por los empleadores y los empleados, deduciéndose las prestaciones en metálico, en porcentaje de los costes laborales brutos. Como promedio de dos situaciones familiares: un individuo sin hijos que gana la renta media y un matrimonio con dos hijos en el que el cabeza de familia gana la renta media.

g. OCDE, *Employment Statistics Database*, 2001. Trabajadores sindicados dentro del total.

h. OCDE, 1995-2000.

formación continua es relativamente alto, a pesar de lo cual las cuñas impositivas de estos países son las más pequeñas. Sus tasas de empleo son similares a las de las economías nórdicas.

En los países del modelo continental, la regulación de los mercados es estricta, las tasas de reposición netas y el gasto en políticas activas son relativamente elevados (aunque no así en formación continua) y las cuñas impositivas sobre el factor trabajo se encuentran entre las más altas. Este modelo registra menores niveles de ocupación (solo ligeramente superiores a los mediterráneos), con un menor empleo entre los trabajadores más jóvenes y los más mayores.

Finalmente, los mercados de trabajo y de productos del modelo mediterráneo presentan los mayores niveles de regulación. Además, la protección al desempleo y el gasto en políticas activas y en formación continua son los más bajos de Europa. Estos países obtienen las me-



FUENTES: OCDE (*Labour Force Indicators*) y Banco de España.

a. Porcentaje de personas desempleadas durante más de un año como porcentaje del total de desempleados.

	Resultados del mercado de trabajo	Instituciones del mercado de trabajo							
	Tasa de empleo total	(1) Protección del empleo	(2) Prestacio- nes por desempleo	(3) Políticas activas de empleo	(4) Formación continua	(5) Regulación del mercado de productos	(6) Cuña impositiva sobre el trabajo	(7) Nivel de sindicación	(8) Coordinación de la negociación colectiva
NÓRDICO	1	2	4	1	1	2	3	4	1
Dinamarca	1	3	15	1	3	3	8	12	3
Suecia	2	10	12	3	1	4	12	14	10
Holanda	4	7	13	2	5	8	5	3	3
Finlandia	6	6	14	11	4	6	9	13	1
ANGLOSAJÓN	2	1	3	2	2	1	1	3	4
Reino Unido	3	1	6	9	2	1	2	ND	13
Irlanda	8	2	9	5	11	2	1	10	3
CONTINENTAL	3	3	2	3	3	3	4	2	3
Austria	5	4	8	6	6	9	11	9	3
Alemania	9	9	11	7	10	10	14	5	3
Luxemburgo	11	ND	10	13	8	5	3	7	ND
Francia	12	12	4	8	12	13	13	1	12
Bélgica	13	8	5	4	9	7	15	11	2
MEDITERRÁNEO	4	4	1	4	4	4	2	1	2
Portugal	7	14	7	10	14	11	4	4	3
España	10	13	3	14	7	12	7	2	10
Grecia	14	11	2	15	15	14	6	6	ND
Italia	15	5	1	12	13	15	10	8	3

FUENTES: OCDE, Eurostat y Banco de España.

a. Para cada institución, la ordenación de los países (y modelos) se realiza en función del signo del efecto que se le presupone sobre la tasa de empleo. Así, la ordenación es de mayor a menor para el gasto en políticas activas de empleo, en formación continua y en el grado de coordinación de la negociación colectiva, pues se les supone un efecto positivo sobre el empleo. Por contra, la legislación de protección al empleo, las prestaciones por desempleo, la regulación de los mercados de productos, la cuña impositiva y el nivel de sindicación se ordenan de menor a mayor, pues su efecto sobre el empleo se supone negativo.

nores tasas de empleo, con una alta incidencia del paro de larga duración y una mayor exclusión laboral de los colectivos más desfavorecidos.

No obstante, la clasificación no deja de presentar, como se ha indicado, algunos elementos simplificadores. En el cuadro 3 se presenta una visión panorámica de las distintas instituciones de los países pertenecientes a cada uno de los cuatro modelos anteriores. En la segunda columna se recoge la posición relativa de los distintos países, en términos de su tasa de empleo total, como aproximación a los resultados de sus mercados de trabajo. Las restantes columnas reflejan la ordenación relativa de los países según los valores de los indicadores que aproximan cada uno de los aspectos institucionales<sup>7</sup>. En general, las caracterizaciones de los modelos nórdico, anglosajón y mediterráneo son también aplicables a los países que integran cada uno de ellos, aunque en todos los casos existen excepciones. El modelo en el que la heterogeneidad es mayor es el continental, donde los valores medios de los indicadores que representan cada característica institucional ocultan una dispersión notable por países.

7. Así, por ejemplo, en la fila correspondiente a Dinamarca, país con la tasa de empleo más elevada de la UE 15, la celda de la tercera columna muestra cómo esta economía posee la tercera legislación de protección al empleo más laxa de todos los países considerados.

	Tasas de paro		Tasas de empleo por sexo y por grupos de edad						Duración media del empleo (b)
	Total	Larga duración (a)	Total (15-64)	Hombres (15-64)	Mujeres (15-64)	15-24 años	25-54 años	55-64 años	
Dinamarca	4,9	25,9	75,5	80,1	70,8	62,0	83,9	59,8	8,8
Media de la UE 14 (c)	7,5	39,1	65,9	73,4	58,5	39,3	79,0	44,6	10,8

FUENTES: OCDE y Banco de España.

a. Porcentaje de personas desempleadas durante más de un año como porcentaje del total de desempleados.

b. En años, en un mismo puesto de trabajo.

c. Antigua UE 15, excluida Dinamarca.

### ***El modelo de flexiguridad danés***

Como se ha señalado en la introducción, el esquema del mercado de trabajo danés ha sido considerado, en razón de los buenos resultados obtenidos, como un posible modelo para el resto de países europeos. En concreto, esta economía se caracteriza por presentar la tasa de empleo total más elevada de entre todos los países de la UE 15 (véase cuadro 4). Aunque, en comparación con la media europea, el mayor empleo de la economía danesa es generalizado en todos los grupos de trabajadores por edad y sexo considerados en el cuadro, las diferencias son más acentuadas entre las mujeres, jóvenes y trabajadores mayores de 55 años, lo que indica que este país ha sido más exitoso a la hora de integrar en el mercado laboral a los grupos de individuos que habitualmente tienen un acceso más difícil al mismo. Así, Dinamarca posee también la segunda tasa más elevada de empleo femenino, de trabajadores de mayor edad y de menores de 24 años, siendo superada solamente por Suecia en los dos primeros casos y por Holanda en el tercero, economías cuyo mercado de trabajo pertenece, como en el caso danés, al denominado «modelo nórdico». Adicionalmente, la tasa de paro total es la más reducida de entre todos los países considerados, y la de desempleados de larga duración es, asimismo, una de las más bajas.

Resulta tentador atribuir los éxitos en el ámbito del mercado de trabajo de esta economía (así como de los restantes países nórdicos) al modelo institucional que subyace a sus relaciones laborales. Este modelo ha sido bautizado con el término «flexiguridad», debido a la combinación de rasgos de flexibilidad en el uso del factor trabajo y de seguridad para la población laboral. Es preciso hacer notar, sin embargo, que cualquier modelo del mercado de trabajo combina ingredientes de ambos tipos. Lo que diferencia unos modelos de otros son las formas concretas de flexibilidad y de seguridad que cada uno de ellos incorpora, y que, en general, están relacionadas con los distintos factores institucionales que se han discutido previamente.

Wilthagen, Tros y van Lieshout (2003) consideran las posibles modalidades que pueden adoptar la flexibilidad y la seguridad dentro del mercado de trabajo. En particular, en el caso de la flexibilidad, se distingue la facilidad: a) para despedir y contratar trabajadores (o flexibilidad numérica externa), que guarda relación con el grado de laxitud de la LPE; b) para adaptar las horas de trabajo a las necesidades coyunturales de la empresa (numérica interna), relacionada con la regulación de la duración de la jornada laboral; c) para modificar las tareas desempeñadas por los trabajadores (funcional), que depende del volumen y de la efectividad del gasto en formación continua y en políticas activas del mercado de trabajo, y d) para que los salarios respondan a las condiciones del mercado de trabajo y a la productividad individual (o flexibilidad de costes laborales), lo que tiene que ver potencialmente con variables tales como el nivel

de sindicación o el grado de coordinación de la negociación colectiva, en la medida en que estas sean capaces de incidir sobre el nivel de los salarios mínimos o la existencia de indicación salarial.

Por su parte, la seguridad puede referirse a cada una de las cuatro dimensiones siguientes: a) la probabilidad de retener el empleo actual (o seguridad en el puesto de trabajo), medida por el grado de rigor de la legislación de protección del empleo; b) la probabilidad de mantenerse empleado, aunque no necesariamente en el mismo puesto de trabajo (seguridad en el empleo), para lo que son relevantes las políticas activas de empleo y de formación continua; c) la posibilidad de mantener un nivel de ingresos relativamente estable (seguridad de ingresos), que depende del diseño de las prestaciones recibidas en caso de desempleo, y d) la facilidad para reconciliar el trabajo con la vida privada —por ejemplo, a través de bajas por maternidad o para el estudio— (seguridad «combinada»).

Cabe notar que, dentro de este esquema, existen elementos institucionales con efectos opuestos sobre la flexibilidad y la seguridad del mercado de trabajo. Este es el caso de la LPE, ya que, si esta es laxa, proporciona flexibilidad numérica externa a costa de debilitar la seguridad en el puesto de trabajo. Por el contrario, un mayor gasto en políticas activas del mercado de trabajo o en formación continua debería dar lugar tanto a una flexibilidad funcional como a una seguridad en el empleo más altas. Por último, es preciso señalar que no es necesariamente cierto que cualquier combinación posible de los tipos de flexibilidad y de seguridad que se acaban de enunciar sea deseable para el empleo.

En el modelo de *flexiguridad* danés, la flexibilidad se obtiene a través de la existencia de escasas restricciones legales al despido (flexibilidad numérica externa alta). Puesto que el aseguramiento de los individuos que ya tienen un empleo frente al riesgo de caer en la situación de paro es reducido (esto es, la seguridad en el puesto de trabajo es baja), esa protección se proporciona, como vía alternativa, a través de la provisión de prestaciones por desempleo generosas (seguridad de ingresos), aunque sometidas a requisitos de condicionalidad estrictos. El tercer elemento constituyente del modelo es el papel central de las políticas activas del mercado de trabajo. Estas políticas, que incluyen cursos de formación, ayuda en la búsqueda de empleo, programas de colocación tanto en el sector privado como en el público o subvenciones a la contratación, atienden al objetivo de renovar las cualificaciones de los trabajadores que quedan en paro, para acortar así los períodos de transición a sus nuevos puestos de trabajo (seguridad en el empleo).

Es probable que el fortalecimiento, a lo largo de los años noventa, de esta tercera pata del modelo, así como el endurecimiento de las condiciones para el acceso a las prestaciones por desempleo y para su mantenimiento posterior, contribuya a explicar el éxito reciente del mercado de trabajo de Dinamarca. El nivel reducido de LPE y la generosidad de las prestaciones por desempleo habían estado presentes en el modelo danés con anterioridad. Sin embargo, ello no evitó que, desde mediados de los años ochenta, la tasa de paro aumentara, hasta aproximarse al 10% en 1993. La disminución posterior del desempleo, hasta el entorno del 3,3% en la actualidad, ha coexistido con reformas orientadas a cambiar el énfasis desde las políticas pasivas del mercado de trabajo (enfocadas al mantenimiento de rentas de los desempleados) hacia políticas activas destinadas a favorecer la vuelta a la situación de empleo. En concreto, desde 1994 se han hecho gradualmente más restrictivas las condiciones para el acceso a las prestaciones —haber estado empleado en los tres años más recientes al menos durante doce meses, en lugar de seis, como ocurría con anterioridad— [Madsen (2002)]. Además, se ha recortado la duración máxima del período de percepción de prestaciones, que a comienzos de los noventa era ilimitado en tanto que el desempleado aceptara participar en

programas de activación [Andersen y Svarer (2007)]. En la práctica, ello conducía a que, en aquel período, el sistema de prestaciones por desempleo y las medidas de activación (es decir, la incorporación del trabajador a un programa de medidas activas del mercado de trabajo) estuvieran, en su conjunto, más orientadas a la renovación del derecho a las prestaciones que a devolver a los parados a la situación de empleo. En la actualidad, la duración máxima de la prestación es de cuatro años, siendo obligatoria la activación desde el final del primero (o tras solamente 13 semanas en el caso de los trabajadores menores de 29 años). Finalmente, aunque se ha producido una disminución de la tasa de reposición neta de unos 15 puntos porcentuales entre 1995 y 2003, esta continúa estando entre las más elevadas del continente.

Como se ha indicado, las políticas activas del mercado de trabajo han ganado en importancia en este período. Su transformación se ha desarrollado en torno a dos ejes. Por un lado, ha aumentado el porcentaje de desempleados que participan en programas de activación (duplicándose entre 1995 y 2004, hasta aproximarse al 40%). Por otro lado, han cobrado más énfasis los programas que se presumen más orientados a mejorar la cualificación de los individuos en paro. Así, dentro del total de participantes, se ha producido un aumento del peso de los programas de formación (hasta más del 50%, frente a un tercio en 1995). Al mismo tiempo, la cuota de los programas de empleo público (generalmente, desarrollados en puestos de baja cualificación), que era superior al 30% en 1995, se ha reducido a la mitad. A pesar del descenso en el número de desempleados, el aumento de la proporción de participantes en los programas de activación y el hecho de que, dentro de estos, haya aumentado el peso de los más caros han provocado que el coste conjunto de las políticas activas del mercado de trabajo haya permanecido aproximadamente estable en torno al 1,8% del PIB.

El elevado coste para las finanzas públicas es justamente la contrapartida de este modelo del mercado de trabajo, dado que tanto las prestaciones por desempleo como las políticas activas conllevan, a diferencia de la protección realizada a través de la LPE, la realización de gasto público. La consecuencia es un nivel de presión fiscal elevado.

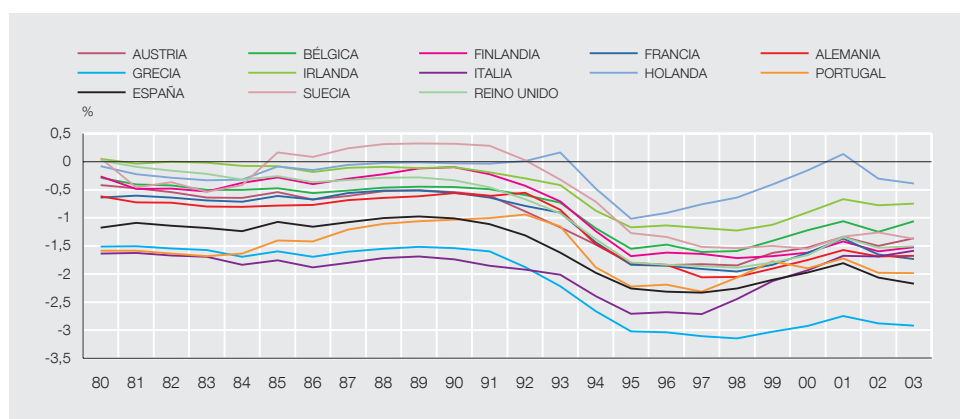
### Un análisis empírico

En esta sección se realiza un análisis econométrico con datos de panel para explorar el impacto de las distintas instituciones del mercado de trabajo, que se describieron en el segundo apartado, sobre las tasas de empleo. La novedad, con respecto a otras contribuciones previamente existentes en la literatura, es que aquí se investigan los efectos de las características del esquema de *flexiguridad* danés. Como se acaba de señalar, este modelo conjuga bajos niveles de LPE, un gasto elevado en políticas activas del mercado de trabajo y tasas de reposición elevadas (aunque con prestaciones sometidas a una condicionalidad estricta), lo que hace que tenga interés preguntarse por el efecto conjunto de estas tres instituciones sobre el empleo. Para tratar de responder a esta cuestión, se ha construido el siguiente índice de *flexiguridad*:

$$F_{p,t} = IF_{p,t} - IF_{DK,t}$$

donde el subíndice  $p$  representa cada uno de los 14 Estados miembros de la UE 15 distintos de Dinamarca,  $DK$  hace referencia a este último país y  $t$  es el subíndice temporal. De este modo,  $F_{p,t}$  mide la distancia en términos de *flexiguridad* de cada país frente a Dinamarca.  $IF_{p,t}$  se construye como

$$IF_{p,t} = \frac{1}{3} \times \sum_{j=1}^3 x_{p,t}^j$$



FUENTES: OCDE y Banco de España.

a. Dinamarca es el país de referencia y su índice de *flexiguridad* toma valor cero en cada año.

donde  $x_{p,t}^i$  hace referencia a los indicadores de prestaciones por desempleo (cuantía y duración), políticas activas del mercado de trabajo y legislación de protección del empleo del país  $p$ , y la decisión de conceder ponderaciones iguales a cada uno de ellos es arbitraria<sup>8</sup>. Los dos primeros indicadores entran con signo positivo, dado que la *flexiguridad* danesa se caracteriza por tener niveles elevados de ambos, mientras que el tercero lo hace con signo negativo (puesto que la LPE danesa es reducida). La variabilidad temporal del indicador de LPE elaborado por la OCDE es reducida, lo que dificulta el análisis<sup>9</sup>. Por otro lado, la generosidad de las prestaciones por desempleo debería ser medida no solo a través de su nivel, sino también de su duración y condicionalidad. En este ejercicio, esa generosidad es aproximada a través de la tasa de reposición bruta, variable que no tiene en cuenta la condicionalidad de las prestaciones y que solo captura de forma indirecta la duración, pues la tasa de reposición se mide a lo largo de los cinco primeros años tras el acceso a la situación de desempleo, por lo que la duración de las prestaciones tiene un efecto sobre su nivel<sup>10</sup>.

A pesar de su simplicidad, el índice así construido capta, aunque sea de una forma imperfecta, la distancia de los mercados de trabajo de los distintos países frente al esquema danés de *flexiguridad*. Como se observa en el gráfico 3, las reformas de las políticas activas del mercado de trabajo y de las prestaciones por desempleo introducidas en Dinamarca en 1994 hicieron que el valor del índice descendiera para casi todos los países, al representar un alejamiento con respecto al modelo de *flexiguridad* de aquella economía. Por el contrario, las reformas institucionales puestas en práctica por una mayoría de países más recientemente han tendido a acercar sus mercados de trabajo al de la economía nórdica. En la actualidad, de acuerdo con ese índice, el país cuyo mercado laboral se aproxima en mayor medida al danés es Holanda, mientras que los más alejados son, en general, los mediterráneos.

8. Cada uno de los tres indicadores ha sido normalizado restandole su media temporal y dividiéndolo por su desviación típica, esto es:

$$x_{p,t} = \frac{x_{p,t}^i - \bar{x}_t^i}{\sigma_t^i}$$

donde las letras mayúsculas denotan los valores originales de los indicadores. 9. En concreto, solo existen datos para tres momentos del tiempo: finales de los años ochenta y de los años noventa y el año 2003. 10. El indicador de condicionalidad de las prestaciones construido en Hasselpflug (2005) para los países de la UE 15 solamente está disponible para 1997 y 2004, lo que impide su utilización. Por otro lado, habría sido preferible hacer uso de la tasa de reposición neta de impuestos y cotizaciones sociales. Sin embargo, la escasa disponibilidad de datos hace necesario el recurso a las tasas brutas.



Variable	Variable dependiente: tasa de empleo total y por grupos				
	Total	Hombres	Mujeres	Jóvenes (15-24)	Mayores (55-64)
Índice de <i>flexiguridad</i>	1,32 **	1,48 **	0,78	4,20 **	0,76 *
Cuña impositiva	-0,27 **	-0,37 **	-0,31 **	-0,42 **	-0,45
Nivel de sindicación	-0,06 **	0,09 **	-0,17 **	0,12 **	-0,02
Coordinación de la negociación colectiva	-0,10	-0,53 **	0,37	-1,34 **	-0,78 **
Formación continua	0,44 **	0,35 **	0,56 **	0,64 **	0,51 **
Regulación del mercado de productos	-1,25 **	0,31	-1,98 **	0,61	-0,01
<i>Output gap</i>	0,41 **	0,47 **	0,31	0,64 **	0,11 *
Prestaciones sociales a las familias			-2,23 **		
Educación femenina			0,30		
Duración de la baja			0,03 **		
Educación juvenil relativa				-2,99 *	
Edad legal para recibir pensiones					0,29 **
R2 entre grupos	0,50	0,51	0,64	0,50	0,36
R2 intragrupos	0,43	0,32	0,01	0,49	0,47
R2 total	0,44	0,37	0,18	0,52	0,47

FUENTE: Banco de España.

a. \*\*/\* indica que la variable es significativa al 5%/10%. Se han sombreado las variables significativas.

Para contrastar empíricamente las bondades del modelo danés, se estima la siguiente ecuación estática para una muestra que comprende los países de la UE 15 (excluida la propia Dinamarca, dado que el índice de *flexiguridad* se define con respecto a este país) en el período 1980-2003:

$$E_{i,p,t} = \beta_0 F_{p,t} + \sum_j \beta_j X_{p,t}^j + \gamma OG_{p,t} + \delta_p + \varepsilon_{i,p,t} \quad [1]$$

donde los subíndices i, p y t denotan, respectivamente, un colectivo de trabajadores (todos ellos, las mujeres, los jóvenes o los de mayor edad), un país y un instante temporal. Por su parte, E,  $X^j$  y OG son la tasa de empleo, la institución j (distinta de las tres que intervienen en la construcción de  $F_{p,t}$ ) y el *output gap* (al objeto de controlar por las fluctuaciones del empleo a lo largo del ciclo). Finalmente,  $\delta_p$  son efectos fijos por país. En la definición de las distintas variables, cabe notar que la medida de la cuña impositiva recoge solamente las cotizaciones sociales y el impuesto personal sobre la renta, pero no la imposición sobre el consumo.

Los resultados de la estimación se recogen en el cuadro 5. La evidencia obtenida apoyaría las virtudes del modelo danés de *flexiguridad*, pues el indicador aquí construido tiene un impacto positivo sobre el empleo de todos los grupos de población considerados, con la excepción de las mujeres, en que resulta no ser significativo. La mayor parte de los restantes efectos tiene el signo esperado. En particular, la cuña impositiva afecta negativamente a las tasas de empleo de todos los grupos de población, mientras que la formación continua lo hace positivamente (aunque el efecto no es significativo en el caso del empleo total). Una mayor regulación de los mercados de productos hace disminuir las tasas de empleo total y femenino, sin encontrarse un impacto significativo en los restantes grupos de trabajadores. Por su parte, el grado de coordinación de la negociación colectiva tiene un signo contrario al esperado. Finalmente, las ecuaciones para los grupos específicos de trabajadores incluyen

algunas variables adicionales. Así, en el caso de la población femenina se encuentra que una duración más prolongada de las bajas por maternidad conduce a tasas de empleo más elevadas. No es este el caso, sin embargo, de las prestaciones a las familias. Las restricciones a la jubilación anticipada fomentan el empleo de los trabajadores mayores de 55 años y un mayor nivel educativo de la población más joven hace que este grupo de trabajadores tienda a permanecer por más tiempo al margen del mercado laboral, lo que probablemente se explica por el hecho de que los estudiantes universitarios pertenezcan a este grupo de edad<sup>11</sup>.

El interés mostrado por los responsables de política económica europeos en trasladar al resto de países de la UE el concepto de *flexiguridad* conduce a cuestionarse en qué medida el éxito del mercado de trabajo danés es atribuible a este modelo. Este debate parece sugerir implícitamente que las reformas que se lleven a cabo en los mercados laborales se desarrollen bajo un enfoque global que simultáneamente aborde una reducción de la LPE y un incremento del gasto en políticas activas del mercado de trabajo, y mantenga tasas de reposición elevadas (aunque con prestaciones sujetas a condicionalidad). Si bien la contrastación empírica del esquema de *flexiguridad* no es sencilla, la evidencia obtenida apoya la hipótesis de que reformas de los mercados laborales en la dirección de los tres ingredientes de la *flexiguridad* harían aumentar las tasas de empleo.

Pero no es posible descartar completamente que los resultados daneses sean debidos, al menos en parte, a factores ajenos a la configuración actual del mercado de trabajo de este país. Por un lado, las reformas introducidas en la etapa reciente han coincidido con la aplicación de políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad y, en particular, con un intenso proceso de ajuste fiscal basado en la contención del gasto. Por otro lado, se ha apuntado que existe una cierta tendencia a exagerar los méritos de los modelos que funcionan bien durante un cierto período de tiempo [EEAG (2007)]. Así, por ejemplo, los esquemas japonés de empleo vitalicio y alemán de formación profesional y participación de los trabajadores en la gestión, alabados en los años ochenta, cayeron en descrédito una década más tarde, cuando ambos países experimentaron un prolongado estancamiento económico.

## Conclusiones

Existe un amplio consenso en torno a la necesidad de reformar los mercados laborales y los sistemas de prestaciones sociales europeos, de modo que proporcionen los incentivos adecuados para estimular un aumento en la utilización del factor trabajo. Sin embargo, a menudo se interpreta que las tasas de empleo relativamente reducidas que se observan en muchos países europeos son una contrapartida casi inevitable de la preferencia de sus sociedades por la estabilidad en el empleo y el aseguramiento del riesgo de paro, pues las instituciones tendientes a cubrir estos objetivos son proclives a desincentivar la creación de puestos de trabajo. Esas preferencias serían responsables de que los impulsos reformadores tropiecen, con frecuencia, con la oposición de los agentes sociales, con lo que terminan debilitándose.

En este contexto, el modelo del mercado de trabajo danés ha suscitado una atención creciente en el debate de política económica, pues parece servir de contraejemplo a las supuestas

---

11. En la literatura existen numerosos trabajos que han estimado ecuaciones similares a la presentada aquí, en las que las tres instituciones que intervienen en la construcción de  $F_{p,t}$  entran separadamente. Lo más frecuente en estos casos es que la variable dependiente sea la tasa de paro. Un estudio referido a las tasas de empleo (agregadas) es el de Nicoletti y Scarpetta (2005). Para la muestra utilizada en este artículo, la estimación de [1] con parámetros libres para la LPE, prestaciones por desempleo y políticas activas del mercado de trabajo proporciona resultados acordes con los esperados: la última de estas variables afecta positivamente a las tasas de empleo de todos los grupos de población, en tanto que las dos primeras lo hacen negativamente, si bien el gasto en políticas activas del mercado de trabajo solamente es significativa en los casos del empleo total y del femenino.

dificultades para reconciliar los incentivos al empleo con la protección que los trabajadores demandan. Por este motivo, el término *flexiguridad*, usado para designar a este modelo, ha sido incorporado de forma decidida a las discusiones de política económica europeas. Así, las Conclusiones del Consejo Europeo de marzo de 2006 solicitaron a la Comisión que explorara «la elaboración de un conjunto de principios comunes de *flexiguridad*». En respuesta a esta petición, la Comisión presentó una Comunicación a finales de junio de 2007 que servirá de base para la adopción de tales principios comunes por parte del Consejo Europeo antes de que acabe el año, con el fin de que inspiren el próximo ciclo de las Directrices de Empleo, que comienza en 2008. Previsiblemente, estas Directrices invitarán a los Estados miembros a que informen, en sus Programas Nacionales de Reforma, acerca de las estrategias de *flexiguridad* puestas en marcha. A su vez, la Comisión pasará revista a esas estrategias en sus Informes de Progreso Anuales.

Sin embargo, para que la experiencia danesa pueda servir de guía a otros países es necesario realizar una interpretación correcta de ella. El modelo vigente hasta mediados de la década de los noventa, basado en reglas de contratación y despido flexibles y en prestaciones por desempleo generosas, era costoso y no logró impedir que la tasa de paro se mantuviera en niveles elevados. La situación del mercado de trabajo mejoró sustancialmente cuando se desplazó el énfasis desde las políticas pasivas de rentas hacia políticas activas de empleo. Aunque la reforma de las prestaciones por desempleo comportó una disminución de su nivel, este continúa siendo elevado. El cambio fundamental fue el acortamiento de la duración del período de percepción, tanto directamente como a través de las condiciones ligadas a la activación. Las políticas activas tienen por objetivo equipar a los trabajadores con las cualificaciones necesarias para facilitar la transición entre distintos puestos de trabajo a lo largo de la vida laboral. El resultado es una elevada rotación en el mercado de trabajo. Por un lado, puesto que la LPE es reducida, las empresas son menos reacias a realizar nuevas contrataciones. Por otro lado, aunque el riesgo de desempleo es relativamente elevado, los períodos de duración del mismo tienden a ser más breves gracias a la formación recibida a través de los programas de activación (que, además, permiten, al menos en teoría, que los trabajadores sean cada vez más productivos). Esta experiencia apunta a la necesidad de que se realice una aplicación equilibrada de los distintos componentes del esquema, al objeto de maximizar su efectividad.

Finalmente, aun aceptando que los tres rasgos básicos del modelo danés de *flexiguridad* sean responsables del saludable estado del mercado de trabajo de esa economía, ello no quiere decir necesariamente que sus características puedan o deban ser exactamente replicadas por otros Estados miembros. En primer lugar, cada país tiene su propio marco institucional, en el que la plasmación literal de alguno de esos elementos puede tener difícil cabida o ser de ejecución complicada en la práctica. En particular, se ha apuntado que el esquema danés de *flexiguridad* no es ni siquiera el resultado de una estrategia política deliberada, sino de una dilatada evolución institucional histórica basada en sucesivos compromisos entre los agentes sociales<sup>12</sup>. En segundo lugar, el modelo danés comporta, como se ha indicado, un coste elevado para las Administraciones Públicas, lo que a su vez se traduce en una elevada cuña impositiva sobre el trabajo, con los consiguientes efectos negativos sobre la oferta de este factor productivo. Probablemente, los costes del modelo son más soportables en presencia de perturbaciones sectoriales, pues en ese caso lo que permite es justamente una rápida reabsorción en otros sectores del desempleo resultante. Sin embargo, la ocurrencia de perturbaciones que afectaran al conjunto de la economía podría resultar en aumentos muy sustan-

---

12. Bredgaard, Flemming y Madsen (2005).

ciales del gasto. En este sentido, el elevado coste del modelo haría que pudiera no ser adecuado, al menos inicialmente, para países con un déficit público y una tasa de desempleo elevados, pues sería más difícil asumir el aumento del gasto en esas circunstancias.

15.11.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANDERSEN, T., y M. SVARER (2007). *Flexicurity - labour market performance in Denmark*, Economics Working Paper 2007-9, Universidad de Aarhus.
- BLANCHARD, O. (2004). *The economic future of Europe*, NBER Working Paper n.º 10310.
- BOERI, T. (1999). «Enforcement of employment security regulations, on-the-job search and duration», *European Economic Review*, enero, pp. 65-89.
- BREDGAARD, TH., L. FLEMMING y P. K. MADSEN (2005). *Two decades of structural reforms in Denmark*, Carma Research Paper 2005:01.
- CALMFORS, L., y J. DRIFILL (1988). «Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance», *Economic Policy*, n.º 6, pp. 12-61.
- EEAG (2007). «Scandinavia today: an economic miracle?», en *The EEAG Report on the European Economy*, cap. 4, Institut für Wirtschaftsforschung.
- GAARD, S. (2005). *Labour market regimes in Europe and labour market performance*, Finansministeriet Working Paper 13/2005.
- HASSELPFLUG, S. (2005). *Availability criteria in 25 countries*, Finansministeriet Working Paper 12/2005.
- HEIPERTZ, M., y M. WARD-WARMEDINGER (2007). «Economic and social models in Europe and the importance of reform», trabajo presentado en la conferencia *Fiscal policy challenges in Europe*, Berlín, 22 y 23 de marzo.
- JIMENO, J. F., y D. RODRÍGUEZ-PALENZUELA (2002). *Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks*, ECB Working Paper series n.º 155.
- MADSEN, P. K. (2002). «Flexicurity through labour market policies and institutions in Denmark», en P. Auer y S. Cazes, *Employment stability in an age of flexibility: evidence from industrialised countries*, International Labour Office, Ginebra.
- NICOLETTI, G., y S. SCARPETTA (2005). *Product market reforms and employment in OECD countries*, OECD Economic Department Working Paper n.º 472.
- PRESCOTT, E. (2004). «Why do Americans work so much more than Europeans?», *Quarterly Review*, n.º 28, Federal Reserve Bank of Minneapolis, pp. 2-13.
- SAPIR, A. (2005). *Globalization and the reform of European social models*, Bruegel Policy Brief n.º 2005/1.
- WILTHAGEN, T., F. TROS y H. VAN LIESHOUT (2003). «Towards 'flexicurity': balancing flexibility and security in EU Member States», *European Journal of Social Security*, vol. 6, n.º 2 (2004), pp. 113-136.

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE  
DE 2007

Este artículo ha sido elaborado por César Martín Machuca y Patrocinio Tello Casas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

Una de las consecuencias de la prolongada fase expansiva que ha registrado la economía española en la última década ha sido el creciente recurso al ahorro exterior para financiar la fuerte expansión de la inversión privada, en un contexto de relativa estabilidad de la tasa de ahorro nacional. Como resultado de este patrón de crecimiento, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo se ha incrementado de manera notable desde finales del año 2000. El endeudamiento acumulado conduce a un aumento de la carga financiera y, en principio, puede incrementar el grado de exposición frente a perturbaciones externas, si bien la incorporación a la Unión Monetaria facilita la financiación del déficit exterior.

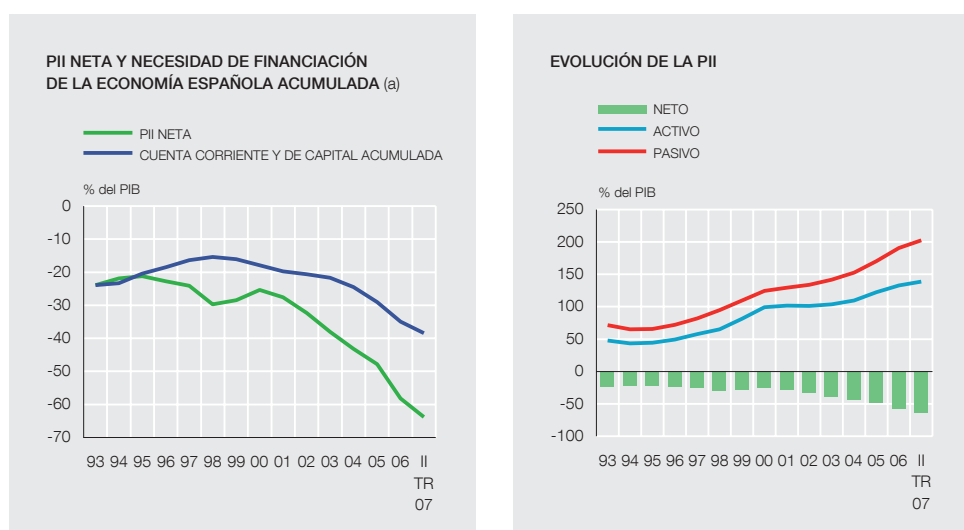
La ampliación de la Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta de la economía española se ha producido en un contexto de aumento del grado de integración financiera a nivel mundial, que se refleja en el mayor volumen de activos y pasivos financieros exteriores que mantienen los países. Por otro lado, el grado de exposición financiera de una economía a *shocks* externos no solo depende del volumen de los activos financieros y pasivos totales frente al exterior, sino también del tipo de instrumentos en los que se invierte (o se endeuda), del país al que se financia (o del que se toma prestado) y de la moneda en que se denominan esos instrumentos. Por tanto, una valoración adecuada de la posición exterior de un país requiere un análisis detallado de la PII y de los instrumentos financieros que la componen.

En este artículo se describe cómo ha evolucionado la PII de España a lo largo del primer semestre de 2007, prestando una atención especial al comportamiento de los distintos sectores institucionales y de los diferentes tipos de instrumentos. A continuación se describen los rasgos más relevantes de la PII a finales del primer semestre de 2007, resaltando los cambios más significativos respecto a finales de 2006 y sus determinantes. En el tercer epígrafe se presenta la composición de la PII por sector institucional y, posteriormente, se analiza el comportamiento de la PII por tipos de inversión y por áreas geográficas, para terminar con unas conclusiones.

### **Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2007: un análisis de los datos agregados**

La posición deudora de la economía española frente al exterior, medida a través de la PII, continuó ampliándose en la primera mitad de 2007. Este aumento se enmarca dentro de un proceso que se inició a comienzos de la presente década y que ha tenido lugar en un contexto de creciente apertura financiera, generalizada a nivel internacional y particularmente intensa en el caso de España (véase gráfico 1). Así, el volumen de activos y pasivos financieros exteriores en porcentaje del PIB, que constituye una medida del grado de integración y de apertura financiera de una economía, representaba el 341% del PIB en junio de 2007 [118 puntos porcentuales (pp) más que en el año 2000], valor que es superior al 330% y al 172% del PIB que muestran la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente. A este aumento han contribuido tanto la integración de España en la UEM como la necesidad de recurrir al ahorro exterior para financiar, por un lado, las crecientes necesidades de financiación que presenta la economía española desde el año 2002 y, por otro, la expansión exterior de las grandes empresas multinacionales españolas. Las tenencias de activos financieros exteriores de la nación y, en mayor medida, los pasivos exteriores han intensificado su ritmo de crecimiento en los últimos años, de forma que, a finales del primer semestre de 2007, representaban un 138,6%

## PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos



FUENTE: Banco de España.

a. El primer valor corresponde a la PII neta a final de 1993.

y un 202,4% del PIB, respectivamente (en torno a 29 pp y 50 pp por encima de su valor a finales de 2004, de los que 6 pp y 11,6 pp del aumento se han producido en la primera mitad de 2007). Como resultado de esta evolución, la PII deudora neta total de España continuó ampliándose en el primer semestre del presente año, si bien a un ritmo inferior al observado en la segunda mitad del ejercicio previo, alcanzando un saldo de 648,3 mm de euros, cifra que equivale a un 63,8% del PIB (5,6 pp del PIB por encima de su valor a finales de 2006) (véase cuadro 1).

Esta evolución ha tenido lugar en un contexto de pujanza de la economía mundial, impulsada, en particular, por las economías emergentes. Tanto la zona del euro como Estados Unidos han moderado su ritmo de avance a lo largo de 2007, aunque con menor intensidad en el primer caso. Por el contrario, la economía española mantuvo en el primer semestre un elevado dinamismo, con un crecimiento del PIB en torno al 4%. En cuanto a la evolución de los mercados financieros, en ese período se registró un aumento de los tipos de interés a largo plazo (véase cuadro 2) y en la zona del euro continuó la transmisión de la elevación de los tipos oficiales al coste de la financiación al sector privado. Asimismo, a lo largo del primer semestre de 2007 se mantuvo la tendencia alcista en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable, con una revalorización de la bolsa española algo inferior a la que mostraron las bolsas de la UEM y de Estados Unidos. Finalmente, el euro continuó apreciándose frente al dólar (un 2,5% respecto a finales de 2006), aunque esta apreciación fue mucho menos intensa cuando se considera un conjunto amplio de monedas (durante el mismo período, el TCEN del euro frente a los países desarrollados se apreció un 1,3%). Como es sabido, desde el pasado verano se han modificado sustancialmente las condiciones en los mercados financieros internacionales, lo que probablemente tendrá su reflejo en la evolución de la PII en la segunda mitad del año.

La evolución financiera es relevante a efectos de la valoración de la PII, puesto que los cambios en los precios de los activos y pasivos financieros exteriores tienen un impacto directo sobre esa posición. De hecho, la variación de la PII entre dos momentos del tiempo viene determinada por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del

mm de euros	2005	2006	2006		2007	
			III TR	IV TR	I TR	II TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A-P)	-434,3	-570,9	-527,3	-570,9	-618,6	-648,3
Excluido el Banco de España	-506,4	-666,9	-611,1	-666,9	-719,4	-760,9
<i>Inversiones directas</i>	2,6	52,8	46,5	52,8	54,4	59,6
<i>Inversiones de cartera</i>	-273,6	-508,9	-459,1	-508,9	-580,7	-609,4
<i>Otras inversiones (a)</i>	-235,4	-201,3	-198,5	-201,3	-181,9	-195,2
<i>Derivados financieros</i>	...	-9,6	...	-9,6	-11,2	-15,9
Banco de España	72,2	96,0	83,8	96,0	100,8	112,6

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

## EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

CUADRO 2

### Precios, tipos de interés y tipos de cambio

	ÍNDICES BURSÁTILES (a)			TIPO DE CAMBIO (b)		TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (c)		
	IBEX 35	EURO-STOXX 50	S&P 500	DÓLAR	LIBRA	UEM	EEUU	REINO UNIDO
2005	18,2	21,3	3,0	-13,4	-2,8	3,4	4,5	4,3
2006	31,8	15,1	13,6	11,6	-2,0	3,9	4,6	4,5
III TR 2006	12,0	6,9	5,2	-0,4	-2,1	3,8	4,7	4,4
IV TR 2006	9,4	5,7	6,2	4,0	-0,9	3,9	4,6	4,5
I TR 2007	3,5	1,5	0,2	1,1	1,2	4,0	4,6	4,9
II TR 2007	1,7	7,4	5,8	1,4	-0,9	4,7	5,1	5,5
I SEMESTRE 2007	5,3	9,0	6,0	2,5	0,4	4,7	5,1	5,5

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. Variación acumulada del índice entre el final del período inmediatamente anterior y el final del período de referencia.

b. Variación acumulada del tipo de cambio del euro frente a la divisa considerada entre el final del período inmediatamente anterior y el final del período de referencia. Un signo positivo (negativo) supone una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa considerada.

c. Media del último mes del período.

mundo, y por los cambios de valor de los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos y pasivos financieros (lo que se denomina *efecto valoración*)<sup>1</sup>. En el caso de España, el aumento de la PII refleja, principalmente, la evolución de la necesidad de financiación de la nación. Según los datos de la balanza de pagos, la economía española presentó en el primer semestre de 2007 una necesidad de financiación del 9,2% del PIB, superior al 8% del PIB del conjunto del año 2006. Como se refleja en el cuadro 3, las transacciones financieras de la balanza de pagos, que son la contrapartida de la necesidad de financiación<sup>2</sup>, supusieron en el primer semestre de 2007 en torno a dos terceras partes de la variación de la posición deudora neta en el conjunto del período, porcentaje ligeramente superior al del año 2006.

1. Además de las transacciones financieras y del efecto valoración, existe un tercer factor, denominado «otros ajustes», que condiciona la evolución del *stock* de activos y pasivos de una economía entre dos períodos de tiempo. Entre ellos cabe mencionar las posibles reclasificaciones de operaciones entre distintas subrúbricas por tipos de inversión. Este ha sido el caso del primer semestre de 2007, en el que se ha producido una reclasificación de inversión de cartera a inversión exterior directa en el caso de los pasivos financieros. 2. En este artículo la capacidad o necesidad de financiación se ha aproximado por las transacciones financieras netas de la economía. La existencia de errores y omisiones provoca que, año a año, ambas cifras no coincidan. No obstante, en períodos largos de tiempo estos errores y omisiones tienden a cancelarse.



mm de euros

	NETO (a)				ACTIVO				PASIVO			
	Variación stock	Transacción	Diferencia niveles	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Diferencia niveles	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Diferencia niveles	Dif. % (b)
2005	-71,3	-60,8	-10,5	2,9	191,2	162,5	28,8	3,1	191,2	162,5	28,8	3,1
2006	-136,7	-81,5	-55,2	12,7	187,5	160,4	27,1	2,4	187,5	160,4	27,1	5,3
III TR 2006	-50,3	-22,2	-28,1	5,9	29,1	22,4	6,7	0,6	29,1	22,4	6,7	2,1
IV TR 2006	-43,6	-16,8	-26,8	5,1	76,8	38,3	38,5	3,1	76,8	38,3	38,5	3,7
I TR 2007	-47,7	-24,3	-23,4	4,1	50,6	58,8	-8,2	-0,6	50,6	58,8	-8,2	0,8
II TR 2007	-29,7	-23,9	-5,8	0,9	58,3	47,7	10,6	0,8	58,3	47,7	10,6	0,8
I SEMESTRE 2007	-77,4	-48,2	-29,2	5,1	108,9	106,4	2,5	0,2	108,9	106,4	2,5	1,7

FUENTE: Banco de España.

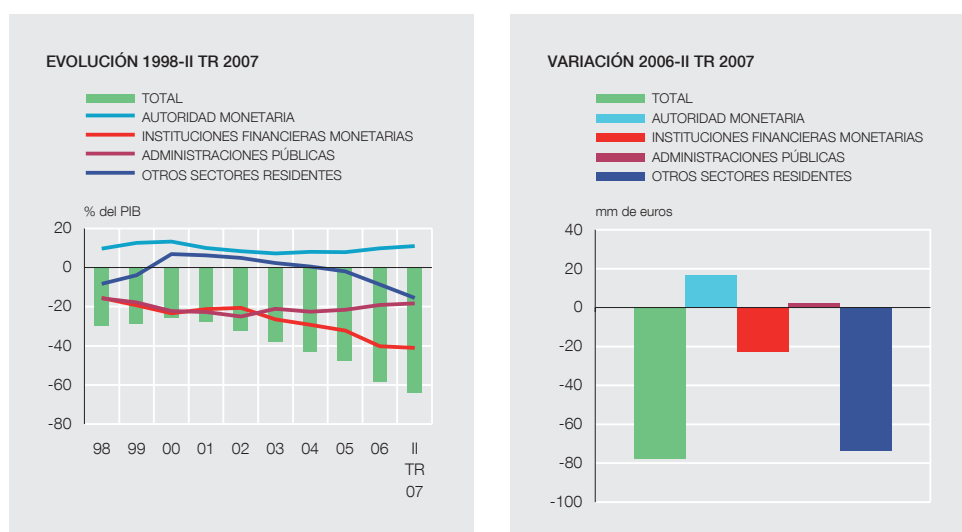
a. Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

b. Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de balanza de pagos, en términos del stock al comienzo del período.

Es relevante, en todo caso, analizar la magnitud y el origen del efecto valoración, que viene siendo significativo y negativo en el caso de España, según muestra el diferencial entre la acumulación de las transacciones financieras del período y la evolución de la PII (véase gráfico 1). Este efecto refleja, fundamentalmente, la evolución de los mercados financieros y cambiarios durante la primera mitad del año, aunque su magnitud depende no solo del volumen de activos y pasivos financieros, sino también de su composición<sup>3, 4</sup>. En el primer semestre de 2007, los efectos valoración han tendido a incrementar los pasivos y también, aunque en mucha menor medida, los activos, determinando un deterioro de la PII (véase cuadro 3). En el caso de los activos, el impacto negativo de la apreciación del euro —fundamentalmente, frente al dólar— y del descenso de los precios de los instrumentos de inversión de cartera en renta fija ha sido compensado por el efecto positivo de la evolución de la cotización de las participaciones en el capital de empresas no residentes materializadas en forma de inversión de cartera. Asimismo, en el caso del pasivo exterior de España, la revalorización de las inversiones de no residentes en acciones y participaciones en el capital ha superado la disminución del valor de sus tenencias en títulos de renta fija.

Un aspecto adicional que debe tenerse en cuenta a la hora de valorar el saldo deudor neto de la economía española frente al exterior es el hecho de que una parte de su incremento tiene su origen en variaciones de los precios de instrumentos financieros que son, por su propia naturaleza, no exigibles, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas, lo que implica que el endeudamiento genuino de la economía española es inferior al que se deriva de las cifras totales.

3. Así, por ejemplo, el impacto final sobre el saldo neto de un cambio en la cotización del euro depende del peso que tengan en el activo y en el pasivo los instrumentos financieros denominados en una moneda distinta del euro. Dado que, en el caso de la PII de España, la proporción de instrumentos denominados en monedas distintas del euro es mayor en los activos financieros que en los pasivos (en torno a un 27% y un 13% del total, respectivamente), una apreciación generalizada del euro tiende a elevar el saldo exterior deudor neto de la economía española. 4. El procedimiento con el que se obtienen algunos de los componentes de la PII afecta a cómo se reflejan los cambios en los precios de los instrumentos financieros en la valoración final del stock. Este es el caso de una parte importante de la IED materializada en acciones y participaciones del capital, ya que en este caso el saldo se obtiene como la acumulación de las transacciones financieras de la balanza de pagos, corregidas por las variaciones de tipo de cambio, pero sin tener en cuenta las variaciones en los precios. Por ello, las variaciones de precios que refleja la PII no tienen un paralelismo total con la evolución de las cotizaciones bursátiles. En el resto de los instrumentos financieros, la PII refleja adecuadamente las variaciones en los precios, bien porque se utilizan fuentes de información que permiten medir los stocks a precios de mercado en cada período (este es el caso de la inversión de cartera), o bien porque se trata de instrumentos que, de acuerdo con la metodología, no deben registrar cambios en sus precios (este es el caso de los préstamos y los depósitos).



FUENTE: Banco de España.

### La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales

Una valoración adecuada de las implicaciones de la PII de una economía requiere un análisis más detallado de las características de los sectores que están invirtiendo y de los que se están financiando en el exterior, así como del tipo de activos financieros que poseen y de los instrumentos financieros en los que se están endeudando. En esta sección, el análisis se centra en el primer punto, dejando el segundo para el siguiente apartado.

El desglose de las tenencias de activos y de pasivos financieros por sector institucional está disponible con el siguiente nivel de desagregación: Otros Sectores Residentes (OSR), que incluye los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones; Instituciones Financieras Monetarias (IFM), Administraciones Públicas (AAPP) y Autoridad Monetaria<sup>5</sup>. La información relativa a la primera mitad de 2007 de este desglose sectorial muestra que la ampliación de la posición deudora reflejó mayoritariamente la evolución del saldo deudor neto de los OSR y, en menor medida, el incremento del saldo deudor de las IFM, que compensaron el aumento de la posición acreedora de la Autoridad Monetaria y la disminución del saldo deudor de las AAPP (véase gráfico 2). En concreto, la posición deudora neta de los OSR aumentó 6,9 pp del PIB, hasta situarse en el 15,6% del PIB, mientras que, a diferencia de lo ocurrido en el conjunto del ejercicio anterior, la ampliación del saldo deudor de las IFM fue mucho menos intensa, alcanzando el 41% del PIB, aunque sigue siendo el sector que presenta un nivel de endeudamiento neto más elevado frente al exterior. Por su parte, la posición acreedora neta de la Autoridad Monetaria se amplió hasta el 11,1% del PIB y el saldo deudor de las AAPP se redujo hasta el 18,3% del PIB.

El aumento del saldo deudor neto de los OSR se explica, fundamentalmente, por el aumento de sus pasivos financieros con el exterior, que crecieron un 13,1% en el primer semestre. Dos de los canales a través de los cuales la economía española está captando fondos del exterior son los fondos de titulización y las sociedades especializadas en las emisiones de

5. Una descripción más detallada de los distintos sectores que componen cada una de las agrupaciones aquí consideradas se encuentra en el capítulo cinco de la publicación *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2006*, Banco de España.

valores<sup>6</sup>, que se clasifican dentro del sector OSR<sup>7</sup>, aunque a través de la operativa de titulización se estén financiando, en última instancia, las IFM. Al mismo tiempo, siguió incrementándose la tenencia de activos exteriores por parte de los OSR, principalmente porque continuaron aumentando las adquisiciones de empresas extranjeras por parte de empresas residentes<sup>8</sup>. Si bien la favorable coyuntura internacional ha impulsado este tipo de operaciones a nivel global, como se refleja en el dinamismo de las operaciones de fusión y adquisición de empresas, las perspectivas a medio y largo plazo son algo menos positivas.

A diferencia de los OSR, el aumento de la posición deudora neta de las IFM (un 5,7%, hasta 417 mm de euros) se produjo a pesar de que los activos financieros mostraron un crecimiento superior al de los pasivos en la primera mitad de 2007. Este aumento del endeudamiento de las IFM tuvo lugar en un contexto de ampliación de la brecha crédito-depósito, que fue cubierta con emisiones de bonos y obligaciones mediante la titulización de activos. De acuerdo con los datos de las transacciones financieras de la balanza de pagos, la financiación captada por las IFM a través de bonos y obligaciones representó un 30,8% del total de la inversión en cartera realizada por los no residentes, lo que no supone ningún cambio respecto a la pauta observada en 2006.

En cuanto a las AAPP, el endeudamiento neto que presenta este sector frente al exterior ha continuado reduciéndose, en línea con la capacidad de financiación que muestra el conjunto del sector público desde el año 2005. La disminución de su posición deudora neta se ha producido por el descenso, tanto en volumen como en porcentaje del PIB, del *stock* de deuda pública en manos de no residentes. Esta reducción se debe, principalmente, a la disminución del valor del *stock* por los menores precios de la deuda pública, ya que, según las transacciones financieras de la Balanza de Pagos, las AAPP captaron fondos del exterior en la primera mitad de 2007. Los activos frente al exterior de las AAPP continuaron aumentando, aunque con menor intensidad que en el año 2006, por las inversiones de cartera en el exterior realizadas por el Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Finalmente, la posición acreedora neta de la Autoridad Monetaria continuó aumentando, hasta alcanzar un 11,1% del PIB.

La evolución descrita se reflejó en la estructura sectorial de los activos y pasivos financieros exteriores de la economía española (véase cuadro 4). Por el lado de los activos, aumentó el peso relativo de las IFM y de las AAPP en detrimento del resto de sectores, si bien los OSR siguieron acumulando la mayor parte de las inversiones en el exterior, con cerca del 60% del total. Por el lado de los pasivos, el peso relativo de los OSR aumentó hasta el 48,7% del total, mientras que el de las IFM se mantuvo algo por encima del 40%.

En definitiva, los datos anteriores muestran que el sector de las IFM y, más recientemente, el de los fondos de titulización y de las sociedades especializadas en la emisión de valores son los que, en principio, presentan una exposición mayor a los cambios en las condiciones de financiación en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, el hecho de que la

---

6. La actividad de estas filiales adquirió relevancia a partir del año 2003, al amparo de algunos cambios normativos que favorecieron que la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros se realizaran desde España. 7. De acuerdo con los datos de transacciones financieras de la balanza de pagos, este sector captó en el primer semestre de 2007 cerca del 67% del total de la inversión de cartera del exterior en España, representando los fondos de titulización una proporción significativa, al igual que en el año 2006 (según las estimaciones disponibles, alrededor de un tercio del total de la inversión de cartera que recibió la economía española, porcentaje que se eleva al 58% si se incluyen las emisiones realizadas por las empresas especializadas). 8. Una buena parte de las inversiones en el capital de las empresas no residentes realizadas por las empresas españolas, incluidas las entidades de crédito residentes, se realiza a través de empresas *holding*. Cuando esto ocurre en inversiones de las entidades de crédito, dado que estas empresas *holding* están sectorizadas como OSR en la estadística de la PII, las operaciones de IED realizadas por dichas entidades no se reflejan necesariamente en un aumento de los activos financieros exteriores del sector IFM, sino en los de los OSR.

	AUTORIDAD MONETARIA			IFM			AAPP			OSR		
	NETO	ACT.	PAS.	NETO	ACT.	PAS.	NETO	ACT.	PAS.	NETO	ACT.	PAS.
VALOR DEL STOCK (mm de euros)												
Media 2002-2004	61,6	62,1	0,5	-201,6	233,1	434,6	-178,8	11,3	190,1	19,9	517,8	497,9
2005	72,2	72,3	0,1	-292,9	339,9	632,8	-195,4	18,0	213,4	-18,1	683,0	701,1
2006	96,0	96,2	0,2	-394,3	375,8	770,1	-188,0	28,0	216,0	-84,6	800,7	885,3
I TR 2007	100,8	100,9	0,2	-383,6	417,9	801,6	-191,2	28,5	219,7	-144,6	804,0	948,5
II TR 2007	112,6	112,7	0,1	-416,8	425,2	842,0	-186,0	28,3	214,3	-158,2	843,4	1.001,6
PORCENTAJE SOBRE TOTAL (%)												
Media 2002-2004		7,5	0,0		28,3	38,7		1,4	16,9		62,8	44,3
2005		6,5	0,0		30,5	40,9		1,6	13,8		61,4	45,3
2006		7,4	0,0		28,9	41,1		2,2	11,5		61,6	47,3
I TR 2007		7,5	0,0		30,9	40,7		2,1	11,2		59,5	48,2
II TR 2007		8,0	0,0		30,2	40,9		2,0	10,4		59,8	48,7

FUENTE: Banco de España.

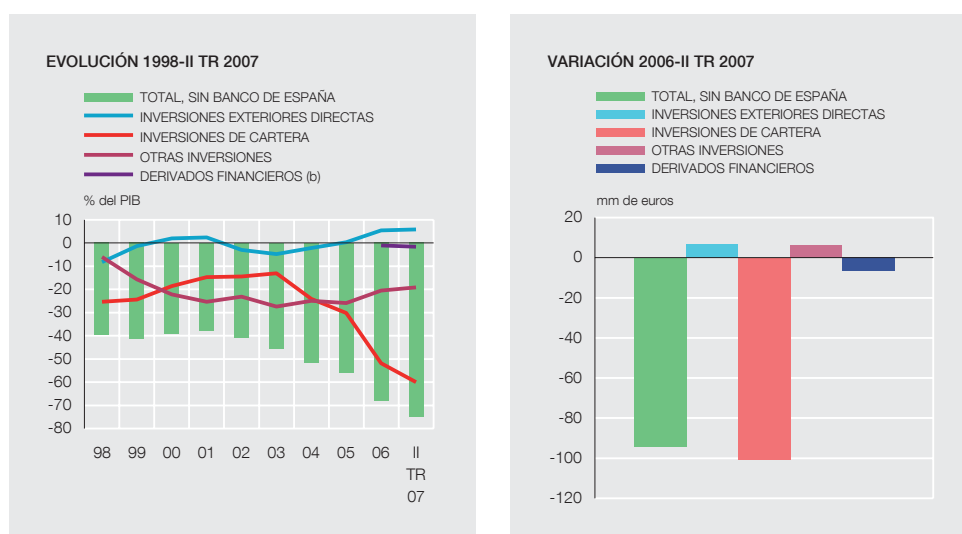
mayoría de los fondos captados por estos intermediarios se haya obtenido con valores a medio y largo plazo reduce los riesgos asociados a su refinanciación, ya que los vencimientos se distribuyen a lo largo del tiempo<sup>9</sup>.

### **La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión**

A finales del primer semestre de 2007, el endeudamiento neto de la economía española frente al exterior, cuando se excluye a la Autoridad Monetaria<sup>10</sup>, ascendía a 761 mm de euros (un 14,1% superior a su valor al cierre de 2006), es decir, un 74,8% del PIB, frente al 68% alcanzado a finales de 2006 (véase gráfico 3). Al igual que en el caso de la composición por sectores institucionales, no se observa un cambio significativo en la contribución de los distintos tipos de instrumentos a la ampliación del endeudamiento exterior neto de España en la primera mitad de 2007 respecto a su situación a finales de 2006. Así, la economía española se financió, como ya se ha comentado, a través de la adquisición por no residentes de bonos y obligaciones emitidos por residentes en España. En consecuencia, se ha producido un incremento del saldo deudor neto en forma de inversión de cartera (59,9% del PIB, frente al 51,9% de finales de 2006), mientras que tanto la inversión exterior directa (IED) como la otra inversión continuaron ampliando su saldo acreedor y reduciendo su saldo deudor neto con el exterior, respectivamente, hasta alcanzar un 5,9% y un 19,2% del PIB en cada caso<sup>11</sup>.

La contribución de las transacciones financieras con el exterior y del efecto valoración a la evolución de la posición deudora neta difiere según el tipo de inversión que se considere. En el caso de la IED, el aumento del saldo acreedor neto que España mantiene con el

9. Véase el recuadro «Las entidades de crédito españolas ante las perturbaciones recientes en los mercados financieros», *Boletín Económico*, octubre 2007. 10. Dado que los activos exteriores del Banco de España se caracterizan por su liquidez y bajo riesgo, y que lo relevante, en su caso, no es tanto su composición por instrumentos, sino la condición de Autoridad Monetaria de su titular, han sido excluidos del análisis que a continuación se presenta. 11. Con la publicación de los datos referidos a finales de 2006, se difundieron por primera vez los datos de *stock* de los derivados financieros, referidos a las IFM y al Tesoro Público (perteneciente a las AAPP), que también han contribuido a aumentar el endeudamiento de España con el exterior, aunque en mucha menor medida.



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

b. En el cuarto trimestre de 2006 el Banco de España comenzó a publicar datos de posición en derivados financieros.

resto del mundo refleja, fundamentalmente, el mayor dinamismo en la adquisición de empresas extranjeras por multinacionales españolas, tras la moderación de los años de inicio de la presente década. Estas transacciones financieras han contribuido a elevar el valor de los activos financieros exteriores de España (41,2% del PIB a finales del primer semestre de 2007, 1,7 pp por encima de su valor a finales de 2006), en mayor medida de lo que lo ha hecho el valor de los pasivos de IED (1,2 pp, hasta el 35,3% del PIB). Las transacciones realizadas en el período explican un porcentaje significativo de la variación del valor del saldo de activos y pasivos exteriores, sobre todo en el primer caso (un 107,9% y un 46,7%<sup>12</sup>, respectivamente), reflejando el dinamismo de las operaciones de fusión y adquisición a nivel internacional, en un entorno de crecimiento económico y de diversificación de la actividad de algunas empresas residentes. En cuanto a los efectos valoración, la apreciación del euro frente a las principales monedas en las que están denominadas las inversiones directas de España en el exterior ha contribuido a reducir su contravalor a euros<sup>13</sup>, mientras que el impacto de los cambios en los precios de las participaciones en el capital ha sido muy reducido. Tampoco se perciben cambios significativos en la distribución geográfica de las tenencias de activos exteriores de IED, que continúan concentrados en la UE (un 63,4% del total), aunque con un peso cada vez mayor del Reino Unido y de los países de la ampliación (un 20,3% y un 5,8% del total, respectivamente) y menor en el caso de la zona del euro (un 36,5% del total). Latinoamérica continúa siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro (un 21,8%). En cuanto a la procedencia de los tenedores de las empresas españolas, también destaca el predominio de la UE (un 76% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 55,4%).

<sup>12</sup> En el primer semestre de 2007 se ha procedido a reclasificar como inversión exterior directa del exterior en España en la PII una importante operación clasificada con anterioridad como inversión de cartera del exterior en España, al superar el inversor directo el límite del 10% o más del capital de la empresa de inversión directa. La variación del saldo de la PII que produce esta reclasificación no está recogida en las transacciones de la balanza de pagos y, por tanto, se produce una mayor diferencia entre ambos conceptos. <sup>13</sup> La importancia relativa del euro en el caso de la IED activa es muy inferior a la que tiene esta moneda en el conjunto de las tenencias de activos financieros exteriores (en el entorno del 50%), especialmente tras las compras realizadas en países de fuera de la UEM.

Al igual que en el caso de la IED, la mejora del saldo deudor neto con el exterior de la *otra inversión* se explica por el mayor crecimiento de los activos frente a los pasivos financieros exteriores (un 11,5% y un 6%, respectivamente), que elevaron de forma importante su peso en el PIB, hasta un 36,1% y un 55,2% del PIB, respectivamente. Las transacciones financieras explican también la mayor parte del cambio en el valor del *stock*. En este caso, la apreciación del euro ha tenido un impacto neto positivo sobre la reducción del saldo deudor exterior, por el mayor peso que tienen las monedas distintas del euro en el pasivo frente al activo (en torno al 30% del total y algo superior al 20%, respectivamente). La desagregación por áreas geográficas muestra una concentración también muy elevada, tanto de los activos financieros como de los pasivos en otra inversión en la UE 27 (un 83,2% y un 85,1% del total, respectivamente), con una participación mayoritaria de la UEM. Por su parte, el Reino Unido supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores por este concepto (en torno al 25% en ambos casos). El mayor recurso de la economía española a la financiación vía emisiones de bonos y obligaciones refleja una diversificación de las fuentes de financiación, en la que pierden peso los instrumentos financieros tradicionales a favor de instrumentos más innovadores, como es el caso de los activos de titulización.

Finalmente, la posición deudora neta en concepto de inversión de cartera continuó ampliándose en el primer semestre de 2007, fundamentalmente por el incremento del pasivo (un 12,1% desde finales de 2006), ya que el activo registró un crecimiento mucho más moderado (un 3,6%). En los últimos años, la necesidad de financiación de la economía española se ha cubierto fundamentalmente con bonos y obligaciones, pero, a diferencia de lo que sucedió en la década de los noventa, en la que los fondos procedían de las inversiones de no residentes en valores emitidos por las AAPP, en la actualidad son las emisiones de títulos del sector privado las que están captando el ahorro exterior. Como resultado, el saldo deudor neto en inversión de cartera del sector privado representó el 71,1% del saldo total en junio de 2007, frente al 28,9% de las AAPP. En conjunto, las tenencias de no residentes en títulos de inversión de cartera ascendían al 106,3% del PIB en ese momento (8 pp por encima de su valor a finales de 2006), correspondiendo la mayoría a bonos y obligaciones (un 78% del PIB). Al igual que en el resto de instrumentos, las transacciones financieras del primer semestre de 2007 explican la parte principal de la variación de las tenencias de activos financieros y pasivos exteriores. Las variaciones de los precios y del tipo de cambio han contribuido a aumentar el saldo deudor neto en inversión de cartera. Al igual que en la *otra inversión*, destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE 27 (un 81,7% del total a finales del primer semestre de 2007), y especialmente de la UEM (69,9% del total). En cuanto a la distribución geográfica de los pasivos de inversión de cartera, la PII no proporciona un desglose adecuado, ya que solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. El análisis conforme al criterio del inversor final se puede realizar a partir de la información del desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España contenida en la última edición de la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés), del FMI<sup>14</sup>. Los últimos datos disponibles, correspondientes al cierre de 2005, muestran el predominio de los países de la UEM, con alrededor del 70% del total. Por tanto, el peso de la UEM, tanto como proveedor de fondos para financiar las necesidades de financiación de la economía española como destino de la inversión de cartera de los residentes en España, es más importante que en la otra inversión y en la IED.

---

14. Para más información, véase «El *stock* de la inversión de cartera de España y la Encuesta Coordinada del Fondo Monetario Internacional», *Boletín Económico*, junio 2006, Banco de España. Los datos de la CPIS se pueden consultar en el sitio web del FMI: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

% sobre el total	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA		INVERSIÓN DE CARTERA		OTRA INVERSIÓN		DERIVADOS FINANCIEROS	
	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
Media 2002-2004	31,8	24,0	40,8	39,7	27,4	36,3	...	...
2005	30,5	20,3	43,7	47,1	25,9	32,6	...	...
2006	32,1	17,9	37,8	51,5	27,3	28,3	2,7	2,3
I TR 2007	31,4	17,2	36,8	52,9	29,0	27,7	2,7	2,3
II TR 2007	32,3	17,4	36,4	52,5	28,3	27,3	3,1	2,7

FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

El análisis desagregado por tipos de inversión de los activos y pasivos exteriores confirma que se han mantenido, en términos generales, las tendencias iniciadas hace un par de años. Por un lado, en el activo ha continuado aumentando el peso de la inversión exterior directa y de la otra inversión, en detrimento de la inversión de cartera (véase cuadro 5), mientras que en el pasivo ha sido la inversión de cartera, principal fuente de captación de recursos externos por la economía, la que ha aumentado su peso en el total. Esta evolución supone una aproximación hacia la situación que presenta la mayoría de los países desarrollados. Así, al igual que España, la UEM, Francia y el Reino Unido presentan un saldo acreedor neto en IED que no compensa los saldos deudores en inversión de cartera y en la otra inversión. No obstante, la magnitud relativa del saldo acreedor de IED en relación con la posición deudora neta total es más reducida en España. Por el contrario, Portugal y Grecia mantienen posiciones deudoras netas en todos los tipos de inversión. Además, mientras que en Grecia, al igual que en España, el mayor saldo deudor neto corresponde a la inversión de cartera, en Portugal el grueso del endeudamiento neto con el exterior corresponde a otra inversión. Este tipo de inversión, que fue muy relevante en España en la década de los noventa, ha dejado paso en los últimos años a otro tipo de instrumentos, que reflejan el grado de desarrollo alcanzado por los mercados financieros españoles. Por tanto, si bien es cierto que la PII neta de la economía española solo es superada en la UEM por Grecia y Portugal (un 72,8% y un 81,2% del PIB, respectivamente, a finales del primer semestre de 2007), también es cierto que la composición por tipos de inversión es distinta a la que muestran estos países y se encuentra más en línea con la que presentan otras economías de nuestro entorno.

## Conclusiones

La Posición de Inversión Internacional deudora neta que presenta la economía española ha aumentado de forma significativa a lo largo de los últimos años, si bien se observa una cierta ralentización en el ritmo de ampliación en el primer semestre de 2007. Este aumento del endeudamiento exterior refleja, principalmente, la persistente necesidad de financiación que ha presentado la economía española en la reciente y prolongada fase expansiva, pero también el impacto sobre el valor del *stock* de activos y pasivos financieros exteriores de la evolución de los precios, expresados en euros, de los instrumentos financieros que la componen. Este efecto refleja, principalmente, los movimientos en los tipos de cambio sobre la IED y la otra inversión, así como las variaciones en los precios de renta fija y de acciones sobre los *stocks* de inversión de cartera, especialmente de los correspondientes a las participaciones en el capital. A este respecto, es importante interpretar con cautela los datos de la PII en la medida en que una parte de la ampliación del saldo deudor de esa posición refleja variaciones en el precio de activos que no generan pasivos exigibles.

Aunque el endeudamiento exterior neto es menos problemático dentro de una Unión Monetaria, el volumen de la deuda frente al resto del mundo continúa siendo relevante, no solo a efectos de la exposición frente a perturbaciones externas, sino también por el mayor volumen de recursos que la economía tendrá que dedicar en el futuro al pago de su servicio.

El análisis realizado de la evolución de la PII neta desde la perspectiva de los sectores institucionales y de los distintos tipos de inversión aporta información interesante sobre los determinantes de la variación del saldo deudor neto en la primera mitad de 2007. En cuanto a los sectores institucionales, al igual que en el año anterior, los OSR y, en menor medida, las IFM son los responsables del aumento del saldo deudor neto en el período considerado de 2007, ya que tanto las AAPP como la Autoridad Monetaria han contribuido a su reducción. Las IFM siguen siendo el sector que presenta un saldo deudor neto con el exterior más elevado, en línea con su papel de canalizador de recursos desde el exterior hacia el sector privado no financiero, si bien en los últimos años los fondos de titulización y las sociedades especializadas en la emisión de valores han ido ganando protagonismo. Finalmente, el análisis por tipo de inversión confirma que la financiación exterior ha continuado captándose, fundamentalmente, a través de bonos y obligaciones emitidos por las instituciones financieras residentes. En este sentido, la solidez patrimonial del sistema financiero español y el plazo largo de las emisiones realizadas son elementos que tenderán a amortiguar el alcance de las perturbaciones recientes en los mercados financieros sobre la capacidad de financiación exterior de nuestra economía.

19.11.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2007). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2006*.  
FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, 5.ª edición.  
MACÍAS, A., y Á. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.



## SIMPLIFICACIÓN DEL CRÉDITO DEL FMI

Este artículo ha sido elaborado por Miguel de Las Casas y Xavier Serra, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

El Fondo Monetario Internacional (FMI) se encuentra inmerso en un ambicioso proceso de revisión estratégica, motivado por la percepción de una cierta pérdida de relevancia de la institución en la esfera internacional. Los actuales niveles de crédito concedido por el Fondo, situados en mínimos históricos, se han interpretado como una manifestación de esta situación. Más allá de la coyuntural ausencia de crisis en los países emergentes, algunos miembros han realizado devoluciones anticipadas de sus préstamos y cada vez se contempla más la posibilidad de recurrir a mecanismos de seguro alternativos que pueden desplazar al crédito del FMI, como la iniciativa *Chiang Mai*. Los exigüos niveles de financiación concedida, además, impiden al FMI cubrir sus gastos operativos, ya que los ingresos de la institución dependen, casi en su totalidad, del volumen de préstamo concedido. El FMI ya está considerando fuentes alternativas de financiación que rompan este vínculo tan fuerte entre crédito e ingresos.

Durante los últimos años, el Fondo ha realizado un importante esfuerzo por adaptarse a una economía internacional en continua evolución, aunque los cambios no han sido suficientes. Aún es necesario revisar algunos aspectos de la institución, como la función de supervisión y la mejor forma de responder a las necesidades de sus miembros, especialmente las economías emergentes y los países de bajos ingresos, y mejorar la representación de los países en los órganos de decisión de la institución. Todos ellos constituyen reformas prioritarias y conforman el objetivo principal del proceso de revisión estratégica actualmente en marcha. Dicho proceso, junto con la búsqueda de un modelo de financiación no tan dependiente del crédito otorgado, brindan una oportunidad idónea para revisar la actividad crediticia de la institución y a ello se dedica el presente artículo.

El estudio del aparato de préstamo del FMI y su uso en esta década y la pasada ofrece, a priori, fundamentos que respaldarían la introducción de una serie de mejoras. El actual espectro de líneas financieras no responde a un plan sistemático, sino que es el resultado de un proceso de adaptación a los distintos tipos de necesidad de balanza de pagos y de crisis que han ido surgiendo a lo largo de la historia del FMI. La introducción de nuevas líneas en respuesta a los nuevos retos financieros ha dado lugar a una proliferación de instrumentos que posiblemente sea excesiva. De hecho, algunas de estas líneas han sido utilizadas únicamente de forma transitoria y otras, incluso, no han llegado a utilizarse nunca.

Aunque el FMI ha ido eliminando los instrumentos más obsoletos, aún hay recorrido para simplificar el actual mecanismo de crédito. Al mismo tiempo, cabe hacerlo más flexible, de forma que permita una adaptación más rápida y efectiva a las eventuales crisis, y reforzar su estructura de incentivos, con la finalidad de que los países hagan el mejor uso posible de los recursos de la institución. Dicho uso puede definirse como aquel que ajusta el volumen y la duración de los créditos a la medida precisa, con el doble objetivo de salvaguardar los recursos y aumentar su disponibilidad para los miembros. Conforme a este planteamiento de partida, el artículo reflexiona sobre la posibilidad de sustituir las actuales líneas de crédito de la institución por una sola que incorpore las mejoras mencionadas y, al mismo tiempo, elimine el riesgo de *arbitraje* entre instrumentos que se ha criticado al Fondo.

Con objeto de desarrollar todos estos elementos, el documento comienza analizando, en primer lugar, el mecanismo de crédito que el FMI presenta en la actualidad y cuál ha sido su

comportamiento durante el período 1990-2006. A continuación, explora la conveniencia de que todo el crédito ordinario se instrumente a través de una sola línea o servicio financiero y se estudian las principales características que debería incorporar este mecanismo, su impacto y su interacción con otros elementos del marco crediticio del FMI. El artículo se cierra apuntando algunas conclusiones.

## **El marco de crédito del FMI y su evolución**

### **ACTUAL MARCO DE CRÉDITO**

La financiación del FMI está concebida para cubrir necesidades temporales de balanza de pagos de sus países miembros, cuando estos no pueden obtener en el mercado recursos para hacer frente a sus pagos internacionales en cantidad suficiente y en condiciones asequibles. A esta asistencia financiera se accede por tres vías que comparten el fin común de transferir a los países monedas de reserva: operaciones regulares, asignaciones de Derechos Especiales de Giro (DEG) y operaciones concesionales. Este artículo se centra únicamente en las operaciones regulares, que representan la piedra angular de la actividad crediticia del FMI y que se financian con los fondos de la Cuenta de Recursos Generales («General Resources Account», GRA), columna vertebral de la estructura financiera de la institución, constituida con las aportaciones de los miembros en forma de cuotas.

El crédito del FMI se instrumenta mediante un mecanismo de compras y recompras de moneda, equivalente a los desembolsos y reembolsos de un crédito convencional. Cuando se concede financiación a un país, este compra DEG u otra divisa considerada *fuerte* al Fondo, a cambio de un monto equivalente de su moneda. Posteriormente, para devolver esta financiación, el país recompra su moneda pagando con DEG o con otra divisa *fuerte*. Cabe mencionar que solo existe crédito propiamente dicho cuando las compras del país miembro exceden la totalidad de su cuota, ya que hasta ese momento únicamente está disponiendo de su aportación a la institución.

El proceso de concesión de crédito se basa en un acuerdo que estipula, por un lado, las políticas y medidas específicas que el país se compromete a aplicar para resolver su problema de balanza de pagos y, por otro, las cantidades que el FMI pondrá a su disposición a través de algunos de sus servicios financieros. Previamente, la institución habrá evaluado la situación del país prestatario, si el recurso a sus fondos está justificado y si se dan las garantías mínimas para que esos fondos sean devueltos por el país. Asimismo, el Fondo realizará un análisis para estimar cuáles son las necesidades de financiación del prestatario y el volumen y plazos de endeudamiento que puede asumir, teniendo en cuenta el ajuste interno que necesariamente tendrá que realizar y la participación del sector privado en la cobertura de estas necesidades. Sobre esta base, el país negocia con el FMI un programa económico que presenta en una carta de intención dirigida al Consejo Ejecutivo de la institución. Una vez aprobado el acuerdo, el crédito se efectúa en desembolsos periódicos condicionados a la ejecución de las sucesivas fases del programa o, en la terminología del FMI, a medida que se cumple la *condicionalidad*.

El Fondo cuenta con una serie de servicios financieros o líneas de financiación, destinados a responder a las distintas necesidades a las que se enfrentan sus miembros, derivadas de distintos tipos de crisis:

- *Acuerdos de Derecho de Giro* («Stand-by Arrangements», SBA). Estos acuerdos están orientados a ayudar a los países a resolver problemas de balanza de pagos a corto plazo y canalizan, como veremos más adelante, la gran mayoría de los recursos prestados por el FMI.
- *Servicio Ampliado* («Extended Fund Facility», EFF). Este servicio funciona básicamente del mismo modo que los acuerdos SBA, pero su objetivo es contribuir a

resolver problemas de balanza de pagos de mayor duración y que requieren reformas de carácter más estructural.

- *Servicio de Complementación de Reservas* («Supplemental Reserve Facility», SRF). Esta línea está diseñada para países que atraviesan dificultades excepcionales de balanza de pagos, debidas a una necesidad de financiación a gran escala y a corto plazo, como resultado de una pérdida súbita y perturbadora de la confianza de los mercados. El acceso a la línea SRF no está sujeto a los límites de acceso ordinarios, aunque sí al *marco de acceso excepcional* (que se define más adelante), y se determina en función de las necesidades de financiación del país, su capacidad de reembolso, la solidez de su programa y su historial económico y financiero.
- *Servicio de Financiación Compensatoria* («Compensatory Financing Facility», CFF). Este servicio se instrumenta para dar asistencia a los países afectados por una insuficiencia repentina de sus ingresos por exportaciones o por un aumento del coste de las importaciones de cereales, como consecuencia de la fluctuación de los precios mundiales de las materias primas. Su concesión esta sujeta a que el motivo por el que se solicita sea a corto plazo y quede fuera del control del país miembro.
- *Servicio de Asistencia de Emergencia* («Emergency Assistance Facility», EAF). Esta línea se concede para apoyar la recuperación de los países tras un desastre natural o un conflicto armado, en algunos casos a tipos de interés subvencionados. Presenta la peculiaridad de que se respalda, no a través de condicionalidad, sino mediante asesoramiento en materia de política económica y asistencia técnica (AT).

El cuadro 1 recoge las principales características de estas cinco líneas. El volumen de financiación que un país puede obtener, su *límite de acceso*, varía con el tipo de crédito y se expresa como un múltiplo de la cuota que aporta al FMI. Todos los servicios financieros están sujetos al denominado *tipo de cargo*, compuesto por el tipo de interés del DEG más un margen de beneficio y otro para la dotación de reservas específicas. El tipo del DEG es un tipo de mercado que se calcula semanalmente como la media ponderada de los tipos de interés a corto plazo de los mercados monetarios de las monedas que integran la cesta de valoración del DEG (dólar de Estados Unidos, euro, yen japonés y libra esterlina). Además del *tipo de cargo*, el FMI cobra primas o *sobrecargos*, en función del volumen dispuesto o del tiempo transcurrido, dependiendo del tipo de servicio.

Como muestra el cuadro 1, tres servicios (SBA, EFF y CFF) imponen un sobrecargo por volumen, y solo uno (SRF) incrementa su coste en función de la duración del programa. Asimismo, los plazos de vigencia y devolución varían con la línea de financiación utilizada. Los segundos están divididos en plazos obligatorios y plazos esperados, distinción introducida por el Fondo para incentivar un uso limitado en el tiempo de sus recursos.

El marco que ordena la actividad crediticia del FMI se compone, además de estas líneas de crédito, de *políticas* o reglas que se combinan con ellas y que establecen la forma de acceder a la financiación en determinadas circunstancias. Las principales son el marco de acceso excepcional y la *política de préstamo a países en mora* («Lending into Arrears», LiA). La primera de ellas dicta las condiciones que se han de cumplir para que un país pueda acceder a volúmenes de crédito superiores a los detallados en el cuadro 1. La segunda estipula las cir-

Línea	Límites de acceso (% cuota)	Sobrecargos (a) (puntos básicos)	Plazos (c) (meses)		
			Vigencia	Devolución	
				Expectativa	Obligación
SBA	100% anual 300% acumulado	100 si $200\% C < V < 300\% C$ 200 si $V > 300\% C$	12-18 (máx.36)	27-48	39-60
EFF	100% anual 300% acumulado	100 si $200\% C < V < 300\% C$ 200 si $V > 300\% C$	36 (máx. 48)	54-84	54-120
SRF	Sin límites (b)	300 el primer año 50 adicionales cada 6m, máx. 500	máx. 12	24-30	27-36
CFF	10%-55%	100 si $200\% C < V < 300\% C$ 200 si $V > 300\% C$	—	27-48	39-60
EAF	25%-50%	—	—	—	39-60

FUENTES: FMI y Banco de España.

a. C: cuota; V: volumen dispuesto.

b. Sujeto al cumplimiento de los criterios del marco de acceso excepcional.

c. Vigencia: período durante el cual el país prestatario puede solicitar desembolsos. Devolución (o amortización): finalizado el plazo de vigencia, período de reembolso del préstamo.

Promemoria: cargo por servicio de 50 puntos básicos.

cunstancias que deben darse, y las medidas que debe tomar un país, para que el FMI le preste, a pesar de estar en situación de mora frente a sus acreedores privados.

#### EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

Durante el período 1990-2006, el FMI financió 290 programas a favor de 90 países<sup>1</sup>. Este período abarca la etapa más representativa del crédito del Fondo, ya que en ella se abordan desde desequilibrios a corto y medio plazo que tienen su origen en la balanza por cuenta corriente, actividad tradicional del Fondo, hasta las denominadas *crisis del siglo XXI* (México 95, sudeste asiático 97, Rusia y Brasil 98, Turquía y Argentina 01 y Uruguay 02), pasando por la financiación concedida a las economías en transición de un modelo planificado a otro de mercado en la primera mitad de la década de los noventa.

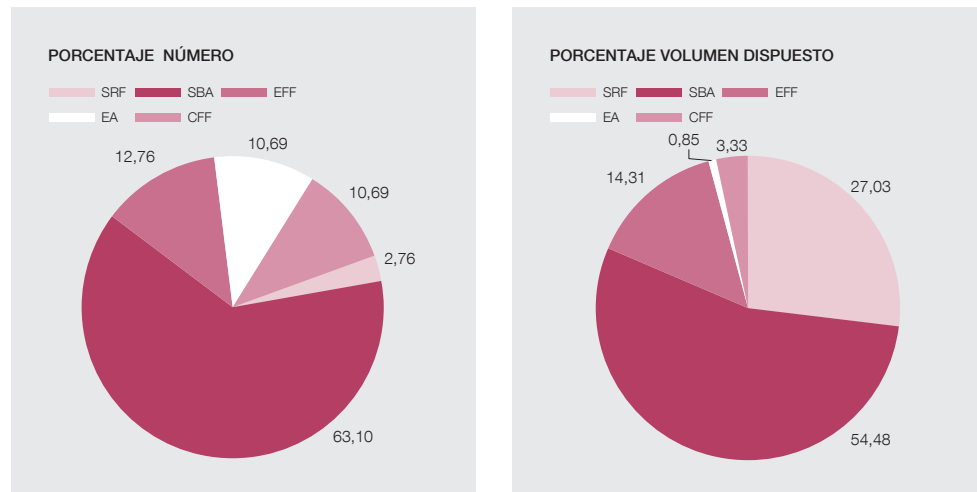
El panel izquierdo del gráfico 1 muestra la distribución por número de líneas de los créditos otorgados. La primera conclusión a la que se llega es el predominio de los acuerdos SBA. También resulta llamativo que la combinación de las líneas SBA y EFF supere el 75% del total. Más ilustrativo aún resulta el análisis de los volúmenes efectivamente dispuestos en estos programas, que se expone en el panel derecho. Estos volúmenes podrían interpretarse como las cantidades que realmente necesitaron los países para cubrir sus brechas de financiación tras agotar las vías del mercado, del ajuste interno y de la implicación del sector privado.

La principal diferencia con el panel izquierdo es que el análisis del volumen de los créditos pone de manifiesto el verdadero peso de la línea SRF, desde su creación en 1997, y el uso residual de las líneas EAF y CFF. Asimismo, la comparación de ambos paneles muestra la gran intensidad en volumen del uso de la línea SRF, es decir, las elevadas cantidades dispuestas a través de esta línea en muy pocos programas, ocho en total.

1. El análisis siguiente no considera el uso de las líneas de financiación que fueron eliminadas durante el período de referencia. Su inclusión hubiera reforzado el argumento del excesivo número de líneas en relación con su empleo efectivo, pero, a efectos de este artículo, se ha considerado más riguroso tomar como punto de partida el actual catálogo de líneas de financiación.

## USO DE LAS LÍNEAS DE CRÉDITO

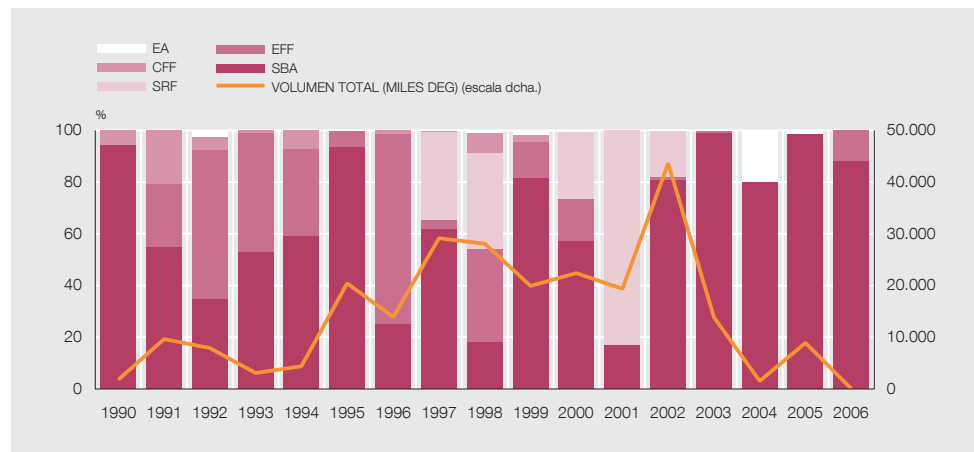
GRÁFICO 1



FUENTES: FMI y Banco de España.

## DISTRIBUCIÓN TEMPORAL DEL USO DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS

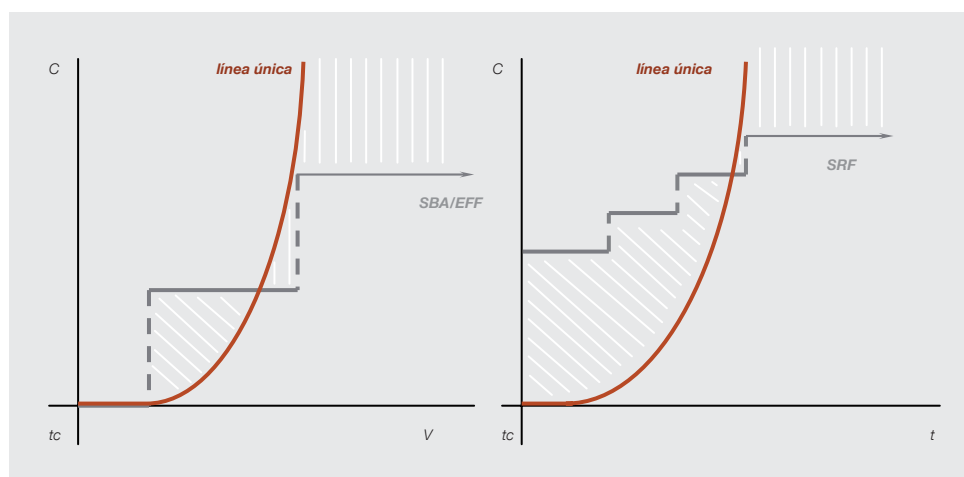
GRÁFICO 2



FUENTES: FMI y Banco de España.

La distribución por líneas del volumen de financiación dispuesto revela también que la práctica totalidad de los créditos de la institución (97,2%) se concentra en tres líneas: SBA, EFF y SRF. Esta elevada concentración, la gran similitud existente entre los servicios SBA, EFF, CFF y EAF (especialmente los dos primeros, que solo se diferencian en la duración y en el tipo de condicionalidad asociada) y el hecho de que la línea SRF se conceda siempre ligada a otra (normalmente una SBA y muy raramente una EFF), proporcionan argumentos para una eventual reducción del número de líneas financieras disponibles.

La concentración del crédito en estas líneas ha sido permanente a lo largo de los años. La evolución temporal que muestra el gráfico 2 recoge el volumen de crédito aprobado y su distribución porcentual entre los distintos servicios financieros, durante el período de estudio. Como se puede apreciar, el empleo de los acuerdos SBA ha tenido una marcada preponderancia, cohabitando, primero, con el servicio EFF (1991-1998), y con la línea SRF después (1997-2002). Cabe, además, advertir que la correspondencia entre líneas y objetivos no ha sido siempre clara. Aunque cada servicio financiero está diseñado, en principio, para resolver una necesidad de balanza de pagos específica, en la



FUENTE: Banco de España.

práctica, su concesión no ha sido fiel a dicha correspondencia y ha dado lugar a un cierto arbitraje entre líneas.

### ¿Sería suficiente un servicio financiero único?<sup>2</sup>

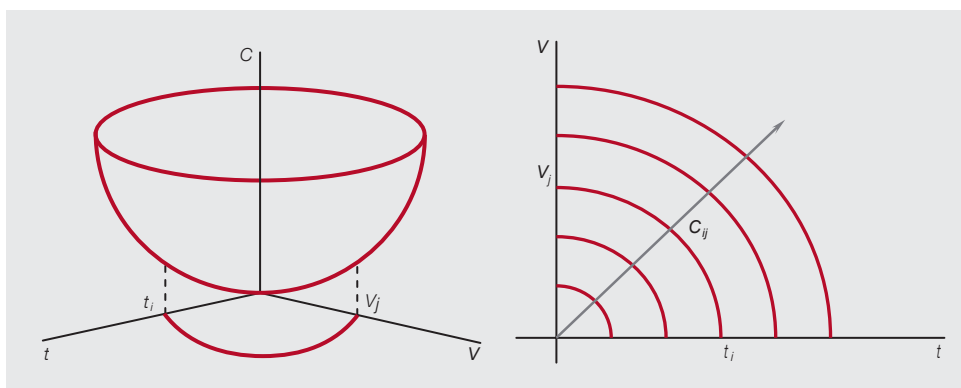
El análisis del actual marco de crédito y del uso que de él se ha hecho permite plantear dos posibles áreas de mejora. Por una parte, existen argumentos para pensar que el catálogo de líneas de financiación del Fondo se podría simplificar y flexibilizar, sin perder por ello utilidad para sus miembros. Por otra parte, su estructura de incentivos podría reforzarse, para que el uso de los recursos de la institución se ajuste a las necesidades efectivas del país en dificultades, dada su escasez y la necesidad de que estén disponibles para los miembros que los soliciten. De acuerdo con este enfoque, la presente sección introduce la posibilidad de sustituir las actuales líneas de crédito por un único servicio financiero, o línea única, suficientemente flexible para satisfacer las distintas demandas de los países prestatarios. Este servicio tendría una estructura de costes creciente, tanto con el volumen como con la duración del crédito, y plazos más ajustados a las necesidades de los prestatarios.

#### ESTRUCTURA DE COSTES

Como ya se ha detallado, las actuales líneas SBA y EFF presentan un perfil de coste escalonado, creciente con los volúmenes de financiación concedidos, pero independiente de la duración del programa. Lo contrario ocurre con la línea SRF, cuyo coste aumenta a medida que se extiende la duración, independientemente de cuál sea el monto de la financiación (véase figura 1).

Aunando ambos criterios, el coste de una hipotética línea única se determinaría en función de las dos variables. Partiendo del actual tipo de cargo ( $tc$ ) del Fondo, el sistema de fijación de coste añadiría puntos básicos adicionales ( $pba$ ) a medida que aumentasen el volumen ( $V$ ), siempre en términos de cuota, y la duración ( $t$ ) de la financiación. Para conseguir los objetivos mencionados, dicho sistema ofrecería un abaratamiento de los préstamos en los tramos de volumen y duración que se considerasen apropiados<sup>3</sup> y, al mismo tiempo, encarecería la financiación a partir de ciertos umbrales.

2. Un análisis en profundidad de esta posibilidad se recoge en el Documento Ocasional del Banco de España *Streamlining the IMF Lending Mechanism. Why not a Single Financial Facility?*, de próxima publicación. 3. Estos tramos serían definidos por el FMI y podrían ser revisables cada cierto tiempo, con el fin de adaptarlos a las condiciones económicas internacionales de cada momento.



FUENTE: Banco de España.

La figura 1 ilustra, a modo de ejemplo, la comparación de una línea de estas características con las actuales líneas SBA/EFF (panel izquierdo) y SRF (panel derecho). Las áreas marcadas con trama oblicua representan el abaratamiento de la financiación frente a dichas líneas o, en otras palabras, el incentivo a acudir al FMI en los términos que suponen un uso ajustado, en línea con los objetivos de la institución, que minimice los riesgos para ambas partes y que promueva un endeudamiento del prestatario sostenible y equilibrado entre las distintas fuentes de financiación. Las áreas de trama vertical simbolizan, a su vez, el encarecimiento relativo del uso de los recursos o el incentivo a no utilizar la financiación del FMI en condiciones que generen riesgos o que se alejen de las funciones para las que está concebido el Fondo.

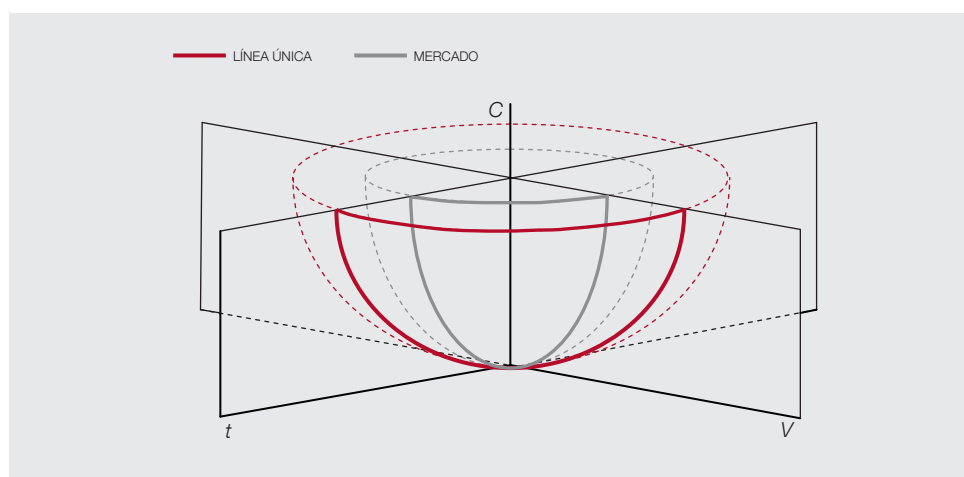
Es importante advertir que el abaratamiento mencionado no conllevaría, en ningún caso, una relajación de las exigencias para acceder al crédito del Fondo. La justificación requerida para la concesión de un préstamo sería, por supuesto, igual de necesaria que en la actualidad. Además, el FMI continuaría estableciendo los términos del programa que va a conceder, en función de la evaluación que realice de las necesidades de financiación y de la capacidad de devolución del prestatario. Finalmente, una vez acordado y en marcha el programa, las compras seguirían estando supeditadas al cumplimiento de la condicionalidad en él establecida.

La representación del coste de esta hipotética línea única en tres dimensiones<sup>4</sup>, dependiente de sus dos variables, daría lugar a una función como la que se recoge en la figura 2, panel izquierdo. Asimismo, la proyección de dicha función sobre el plano inferior ( $t, V$ ), en el que los ejes recogen las variables volumen y duración del programa, genera un mapa de *curvas de indiferencia o isocoste*, en las que el coste aumenta al alejarse del origen (véase figura 2, panel derecho). Este mapa podría ayudar en la toma de decisiones al país en dificultades, que tendría la posibilidad de estudiar a priori el coste de las distintas combinaciones de tiempo y volumen suficientes para satisfacer sus necesidades.

Los términos en los que el FMI considerase apropiado proporcionar financiación se plasmarían gráficamente en el grado de apertura de la *copa*. Condiciones más duras, es decir, una financiación más cara, darían lugar a una *copa* más vertical, y viceversa. De igual forma, se pueden representar las condiciones de financiación del mercado como otra *corola* (véase figura 3). En situación de crisis, esta última estaría siempre contenida por la *copa* de la financiación del FMI, puesto que, dada su naturaleza de bien público, el Fondo ofrecerá siempre términos más blandos que el mercado.

4. Para facilitar la exposición, se asume que la función es continua y simétrica, esto es, que el crecimiento del coste es igual en función del volumen y del tiempo.





FUENTE: Banco de España.

## PLAZOS

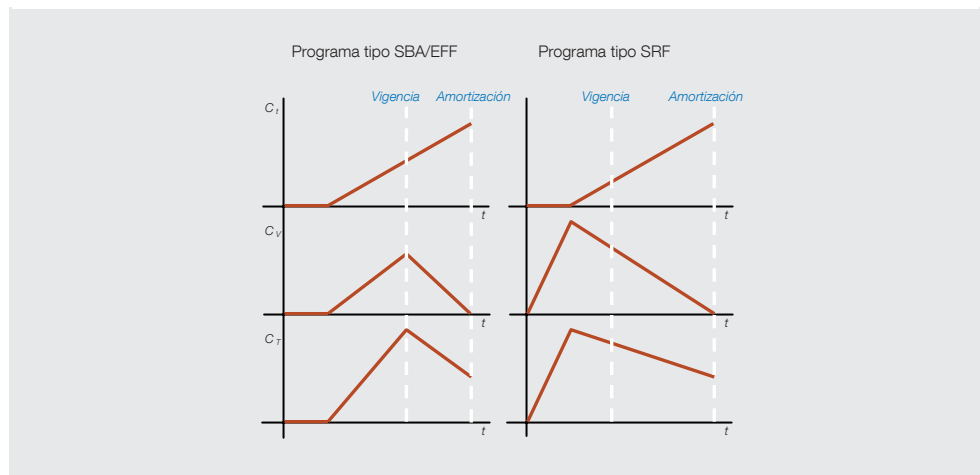
Las líneas de crédito del FMI distinguen dos plazos fundamentales: el *plazo de vigencia*, que marca el período durante el cual el país puede efectuar compras sobre el importe total concedido, y el *plazo de amortización*, es decir, el tiempo para completar la recompra del préstamo. El plazo de vigencia de una línea única como la apuntada podría determinarse en función de la condicionalidad asociada a cada programa, a diferencia de los plazos de vigencia actuales, inamovibles para cada línea. Esta opción redundaría en una mayor flexibilidad.

De forma análoga, el plazo de amortización podría ser fijado por el FMI, en cada caso, de acuerdo con las necesidades y el perfil de sostenibilidad de la deuda del prestatario. En cuanto a la secuencia de las devoluciones, con el fin de evitar eventuales reacciones excesivas en los mercados, podría establecerse un calendario orientativo de recompras, cuyo incumplimiento, si bien no constituiría un impago, daría lugar a la necesidad de justificar los motivos del aplazamiento por parte del prestatario. Esta opción tendría las ventajas de facilitar al Fondo la realización de previsiones de liquidez y de rotación de sus recursos, actuaría como fecha para anclar las expectativas —tanto del país como de los mercados— sobre la finalización del programa, permitiría la identificación de los programas en situación de acumulación de atrasos, y supondría un incentivo adicional a los que ya incorporan la línea única (vía costes) y otros elementos del marco de crédito (condicionalidad, *estatus de acreedor preferente*, etc.), para el uso adecuado de los recursos del Fondo. En cualquier caso, no sería necesario mantener la distinción entre plazos esperados y obligatorios, ya que la combinación de calendario orientativo y coste creciente con el paso del tiempo sería suficiente para evitar retrasos innecesarios en las recompras. Además, con ello se contribuiría a simplificar el mecanismo de crédito vigente, eliminando una distinción que no es siempre bien entendida.

Alternativamente, al menos en teoría, podría fijarse solo la fecha límite de la amortización y dejar al país deudor la elección de la secuencia de recompras. Esta opción supondría confiar en que la estructura de incentivos expuesta sería suficiente para que el prestatario devolviera las cantidades desembolsadas tan pronto como la mejora de su situación lo permitiera. Esta alternativa tampoco generaría alarmas en los mercados, ni pondría en tela de juicio la actuación y credibilidad del Fondo, dada la ausencia de calendario. Además, en el supuesto de que el programa no fuera capaz de resolver la crisis, ofrecería mayor maniobrabilidad al país para corregir los desequilibrios sin necesidad de alcanzar un nuevo acuerdo.

## EVOLUCIÓN TEMPORAL DEL COSTE

La figura 4 ilustra dos posibles ejemplos de la evolución temporal que tendría el coste de la línea única. En ambos casos, el coste total de la línea (C) se obtendría por agregación de los



FUENTE: Banco de España.

a. Conviene recordar que el origen de coordenadas no respresenta un coste total nulo ( $C = 0$ ), sino un coste total igual al tipo de cargo que se describe en la sección titulada «Actual marco de crédito» ( $C = tc$ ).

costes crecientes con la duración del programa ( $C_t$ ) y con el volumen dispuesto ( $C_v$ ). Por simplicidad expositiva, el análisis considera una evolución lineal del uso del crédito, y, por tanto, del coste asociado al mismo. El eje de abscisas representa el tiempo y sobre él se marcan los plazos de vigencia y amortización.

El panel izquierdo recoge el perfil temporal del coste de un programa bajo una línea única, concedido para atender un desequilibrio exterior del tipo de los que actualmente se cubren con un acuerdo SBA o EFF. Tras un período inicial de carencia —marcado por la ausencia de sobrecargos—  $C$  crece en función del tiempo transcurrido y del volumen desembolsado, hasta que termina el plazo de vigencia del acuerdo, momento en el que el país ya no puede efectuar más compras y, en principio, comienza a devolver. A partir de ese punto,  $C$  disminuye, aunque de forma más suave que  $C_v$ , por efecto del aumento del coste asociado al transcurso del tiempo,  $C_t$ . Como ya se ha explicado, este coste asociado al tiempo total transcurrido es el rasgo diferenciador de una línea única con respecto a los acuerdos SBA o EFF y supone el principal incentivo añadido a reembolsar antes.

El panel derecho muestra el perfil temporal del coste de una línea única cuando esta se instrumenta en sustitución de una línea SRF. A diferencia del patrón anterior,  $C$  aumenta en la misma proporción que  $C_v$ , como resultado de la *disposición pronta y cuantiosa* que caracteriza a este tipo de préstamos. Una vez restituida la confianza de los mercados e iniciado por tanto el período previsible de reembolsos,  $C$  disminuye, aunque de forma menos pronunciada que  $C_v$ , de nuevo por efecto del coste asociado al transcurso del tiempo,  $C_t$ . El rasgo distintivo de la línea única con respecto a una SRF es la penalización que se introduce por el empleo de un elevado volumen de financiación en los primeros compases del acuerdo.

INTERACCIÓN CON OTROS  
ELEMENTOS DEL MARCO  
DE CRÉDITO DEL FMI  
Estatus de acreedor preferente  
y condicionalidad de los  
programas

Además de los incentivos que incorporan los servicios financieros, el FMI cuenta con dos importantes líneas de defensa de sus recursos: el estatus de acreedor preferente y la condicionalidad de sus programas. El primero, reconocido implícitamente por la comunidad financiera internacional, preserva al Fondo del riesgo de crédito y podría reforzar eficazmente la concesión de un servicio financiero único. La condicionalidad proporciona una protección de sus recursos aún más sólida que el mencionado estatus, puesto que no se fundamenta en un acuerdo tácito multilateral, sino en el cumplimiento de un conjunto de medidas concretas que condicionan la continuidad del

crédito otorgado. La condicionalidad del Fondo se incardinaría dentro del funcionamiento de un mecanismo como el expuesto de la misma forma que en las líneas de financiación disponibles ahora mismo. En apoyo de este argumento cabe advertir que la estructura de la condicionalidad no varía en función del tipo de línea y que sus instrumentos (acciones previas, criterios de ejecución, objetivos indicativos, parámetros de referencia estructurales, etc.) son comunes para todos los programas, aunque su presencia y peso en cada uno de estos difiera según el tipo de crisis que se pretende contrarrestar. La condicionalidad, además, jugaría un importante papel a la hora de determinar la extensión del plazo de vigencia de la línea financiera que se plantea.

#### Marco de acceso excepcional

Como ya se ha indicado, el FMI —en un sentido estricto— no concede crédito hasta que el país en dificultades cuenta con un préstamo por importe superior a su cuota. En la actualidad, el acceso a los recursos del Fondo presenta unos límites anuales del 100% de la cuota y un 300% acumulado. La concesión de volúmenes por encima de estos límites está regulada por la *cláusula de circunstancias excepcionales* de 1983 y por el *marco de acceso excepcional* de 2002, que determina los criterios que deben satisfacerse para acceder a financiación por encima de los límites. A pesar de su corta vida, el marco se ha visto vulnerado en varias ocasiones, posiblemente como consecuencia de una excesiva rigidez en su diseño. Una línea como la que se estudia en este artículo no vendría a resolver las limitaciones del marco vigente, pero tampoco entraría en conflicto con él. Una línea única podría canalizar recursos del Fondo por encima de los límites de acceso normales, al igual que las líneas actuales, siempre que el país cumpla con los criterios mencionados o con los que el FMI decida adoptar en el futuro. Además, su implantación simplificaría la aplicación del marco, al no dar lugar a una situación distinta en función de la línea que se utilice. La flexibilidad de la línea y su estructura de costes, en particular el componente que crece con los volúmenes dispuestos, no deben inducir a pensar que esta ofrecería un *cheque en blanco* para el país que la solicita, sino que estos dos elementos sirven con más eficacia al papel de prestamista atribuido al Fondo.

#### Acuerdos preventivos

La asistencia financiera del FMI no solo se concede para la resolución de crisis, sino que también ofrece una vertiente preventiva. Los acuerdos preventivos («Precautionary Arrangements») son líneas SBA y EFF convencionales, en las que las autoridades del país manifiestan, normalmente a la firma del acuerdo, el compromiso de llevar a cabo un programa apoyado por el Fondo, con toda su condicionalidad asociada, y la intención no vinculante de no efectuar compras durante la vigencia del mismo. La finalidad de este tipo de acuerdos, al igual que su casuística, es múltiple, aunque normalmente tiene dos aplicaciones: cubrir un eventual desequilibrio de balanza de pagos o atenuar el impacto de la desvinculación financiera con el FMI. Un servicio financiero único, con capacidad para sustituir todas las líneas de financiación del Fondo, podría también adoptar el rol preventivo que, en ocasiones, se confiere a las líneas SBA y EFF y satisfacer por tanto los mismos objetivos a un coste adecuado. La posibilidad de que una línea única viniera a racionalizar y simplificar el aparato de préstamo del Fondo también podría contribuir a la mejora en la comunicación de los acuerdos preventivos, que, a menudo, no son correctamente interpretados por terceros.

El *etiquetado* preventivo de una línea única tampoco plantearía problemas sustanciales en términos de coste. Su concesión con fines preventivos no conllevaría cargos mientras el país no solicitase recursos del Fondo. De producirse esta circunstancia, la línea perdería su carácter preventivo y quedaría activada de acuerdo con su estructura de costes, creciente con los volúmenes dispuestos y con el tiempo transcurrido desde el momento en que tiene lugar el primer desembolso.

#### Línea de Incremento de Reservas, RAL

Más allá de la utilización de los instrumentos concebidos para la resolución de crisis en el terreno preventivo, en el centro del debate sobre prevención se sitúa la idea de diseñar e in-

troducir líneas específicas para esta función. Un primer intento fue la desaparecida Línea de Crédito Contingente («Contingent Credit Line», CCL). En la actualidad, se baraja la posibilidad de un nuevo servicio denominado Línea de Incremento de Reservas («Reserve Augmentation Line», RAL).

Tal y como se está concibiendo la RAL, su objetivo sería proporcionar a los países que lo soliciten un mecanismo de *aseguramiento* frente a una eventual evolución desfavorable de las condiciones financieras. Su rasgo más característico sería la posibilidad de que países con fundamentos sólidos obtuvieran el derecho a realizar compras cumpliendo unos determinados prerequisites. En otras palabras, el país cumpliría con una condicionalidad *ex ante* para poder disponer de los recursos de manera inmediata, en caso de necesitarlos.

Según esta concepción inicial, podríamos definir dos dimensiones en la RAL. En primer lugar, la preventiva, es decir, en ausencia de la eventual contingencia. Esta vertiente abarcaría los criterios de precalificación, el sistema para evaluar el cumplimiento de dichos criterios y la duración del aseguramiento. En segundo lugar está la dimensión resolutive, que entraría en juego después de producirse la contingencia. En este ámbito, el diseño de la RAL contempla la definición de las condiciones financieras aplicables y el nivel de acceso a los recursos. Todos los rasgos incluidos en este segundo grupo, en principio muy similares a los términos de la actual SRF, quedarían cubiertos completamente por una línea única. Las características incluidas en la dimensión preventiva configuran, en realidad, una *política de acceso* y, por tanto, serían perfectamente compatibles con un mecanismo como el planteado. Antes de la contingencia podría hablarse de que se ha solicitado una precalificación para el servicio financiero único, o que se ha accedido a él de manera preventiva, y, a partir del momento en que se realizasen compras, la línea única funcionaría como se ha descrito. Por lo tanto, se puede concluir que el servicio financiero único sustituiría los componentes de la RAL como línea de financiación y encajaría perfectamente con una política de acceso destinada a cumplir los objetivos de aseguramiento de la RAL.

#### Estrategias de salida

El problema que subyace a la necesidad de crear estrategias de salida es, básicamente, que los países perciben que es difícil abandonar su relación financiera con el FMI y la seguridad que esta implica sin crear alarma en los mercados. A priori, la influencia de una línea única sobre este particular sería positiva o neutra. Por un lado, un servicio financiero único permitiría que los actuales mecanismos con los que los países pueden contar como estrategia de salida —básicamente acuerdos preventivos y «Post-Programme Monitoring» (PPM)<sup>5</sup>— siguieran operando de manera idéntica a como lo hacen actualmente o incluso de forma reforzada, con objeto de supervisar la evolución del país desde la finalización del plazo de vigencia hasta la conclusión del plazo de amortización. Igualmente, no interferiría en la potencial utilización de la RAL para este fin, dependiendo del diseño que finalmente se dé a esta línea.

Por otro lado, el establecimiento de un mecanismo de este tipo abriría nuevas posibilidades a los prestatarios para salir de la relación financiera con el FMI sin traumas. La mayor flexibilidad de los países en relación con los plazos de devolución de un servicio financiero único podría instrumentarse como estrategia para suavizar la salida en determinados casos.

#### Política de préstamo a países en mora (LiA)

La política de LiA establece, básicamente, dos condiciones que deben darse para que el Fondo preste a países que se encuentran en situación de mora frente a sus acreedores privados. En primer lugar, la asistencia financiera del FMI debe ser crucial para el éxito del

5. Los PPM tienen por objeto proporcionar una supervisión adicional de la evolución del país tras la finalización del acuerdo y mientras el crédito vivo exceda el 100% de la cuota.

programa de ajuste del país y, en segundo lugar, este último debe estar aplicando las medidas adecuadas y realizando *un esfuerzo de buena fe* para llegar a un acuerdo de colaboración con sus acreedores. Esta segunda condición se plasma, a su vez, cuando el país entabla un diálogo con sus acreedores, desde el momento en que se llega a la conclusión de que una reestructuración es necesaria y hasta que esta culmina, y cuando el país comparte la información oportuna, relevante y no confidencial con todos sus acreedores. Como ocurre con el marco de acceso excepcional ya comentado, actualmente existe un debate sobre la idoneidad del diseño de la política de LIA. No obstante, a efectos de este artículo, la justificación de la intervención del FMI como prestamista en este tipo de situaciones es independiente de cómo se instrumente la asistencia financiera, por lo que la implantación de un mecanismo como el comentado no interferiría en la política de LIA.

## Conclusiones

La revisión estratégica que está llevando a cabo el FMI y la reforma de su mecanismo de generación de ingresos proporcionan una ocasión idónea para volver a examinar su marco crediticio e identificar posibles áreas de actualización y fortalecimiento.

El mecanismo de crédito del FMI ha devenido, con el transcurso del tiempo y la aparición de nuevos tipos de crisis financieras, en un complejo catálogo de servicios financieros con una estructura de incentivos susceptible de mejora. El comportamiento de la concesión de crédito del Fondo en los últimos diecisiete años pone de manifiesto, además, una gran concentración en dos líneas financieras (SBA y SRF, especialmente en la primera), dotadas con un sistema de fijación del coste diferente (en función del volumen dispuesto en el caso de los acuerdos SBA y del tiempo transcurrido para el servicio SRF).

En este contexto, el presente artículo pretende abrir el debate sobre dicho mecanismo y analizar la posibilidad de simplificarlo, flexibilizar su funcionamiento para adaptarse a distintos tipos de necesidades, aumentar su potencial atractivo frente a otras alternativas de financiación y dotarlo de una sólida estructura de incentivos que fomente un uso de los recursos del Fondo ajustado a las necesidades de los prestatarios, tanto en volumen como en duración. Esta última mejora trataría de promover la rotación de los fondos, estimular la pronta adopción de medidas correctoras por parte del país deudor y limitar el potencial riesgo de endeudamiento excesivo.

Este artículo plantea para ello un ejercicio teórico sobre la posibilidad de sustituir el actual abanico de líneas de financiación por un único servicio financiero, con capacidad para desempeñar las funciones atribuidas a los instrumentos existentes en la actualidad y cumplir los objetivos mencionados, y con el valor añadido de anular la posibilidad de que se produzcan arbitrajes indeseados entre diferentes servicios. El coste de esta línea, creciente con el volumen de crédito desembolsado y la duración del programa, premiaría un uso limitado y corto de la financiación y penalizaría créditos situados por encima de los umbrales de volumen y duración que el FMI considere inadecuados en cada momento.

Una línea de financiación como la esbozada incorporaría plazos de vigencia y amortización ad hoc según las necesidades del programa, lo que proporcionaría una mayor flexibilidad y otorgaría a los países mayores cotas de implicación en el diseño de los programas, a la hora de adaptar el crédito del Fondo a su situación coyuntural. Cabe resaltar que, si bien un mecanismo con estas características tendería a abaratar el crédito en determinadas circunstancias, y flexibilizaría los plazos, su implantación no supondría una relajación de los requisitos para acceder a la financiación del FMI, ni debilitaría la exigencia de cumplimiento de la condicionalidad.

Para concluir, y sin perjuicio de un análisis más pormenorizado, un esquema de esta naturaleza, además de ganar en claridad frente al marco actual, ofrece visos de mejorar los incenti-

vos de los países prestatarios y de reorientarlos hacia la consecución de los objetivos mencionados. Simultáneamente, la implantación de una línea única potenciaría las políticas que rigen la actividad crediticia del FMI, o al menos no entraría en conflicto con ellas.

21.11.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- DE LAS CASAS, M., y X. SERRA. *Streamlining the IMF Lending Mechanism. Why not a Single Financial Facility?*, de próxima publicación como Documento Ocasional, Banco de España.
- FMI (2000). *Review of Fund Facilities - Preliminary Considerations*, marzo, Washington, DC.
- (2005). *Review of Charges and Maturities - Policies Supporting the Revolving Nature of Fund Resources*, mayo, Washington, DC.
- MUSSA, M. (2006). «Reflections on the Functions and Facilities for IMF Lending», en E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21.<sup>st</sup> Century*, cap. 21, pp. 413-453, Institute for International Economics (IIE), Washington, DC.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

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

### PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

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

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

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

### DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

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

### MERCADO DE TRABAJO

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



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

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

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS  
DE CAMBIO

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

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

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

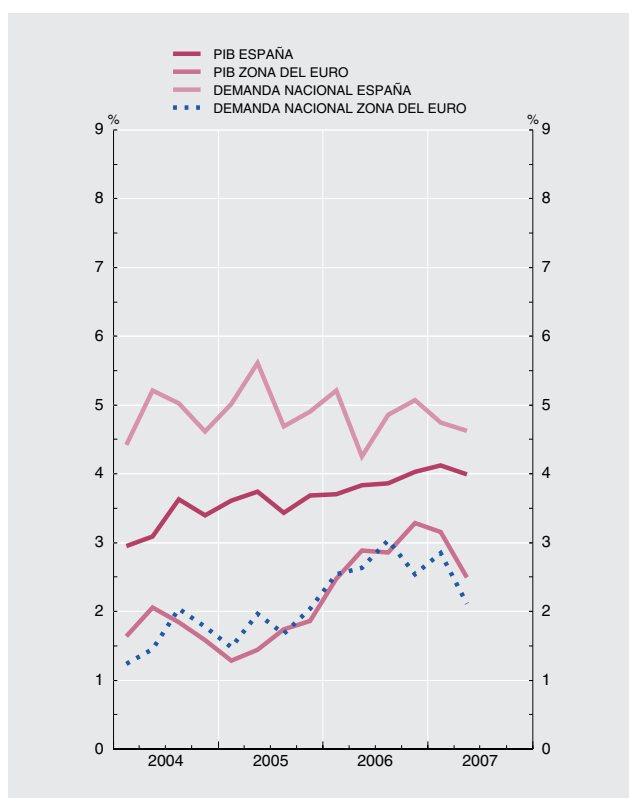
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (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
04	P	3,3	1,8	4,2	1,5	6,3	1,3	5,1	1,9	4,8	1,6	4,2	6,4	9,6	6,3	841	7 748
05	P	3,6	1,6	4,2	1,5	5,5	1,4	6,9	2,8	5,1	1,8	2,6	4,6	7,7	5,4	908	8 021
06	P	3,9	2,9	3,8	1,9	4,8	2,0	6,8	5,4	4,9	2,7	5,1	8,0	8,3	7,7	981	8 407
04 /// IV	P	3,6	1,8	4,1	1,1	7,1	1,3	5,3	1,8	5,0	1,8	4,5	6,8	9,4	7,7	212	1 945
	P	3,4	1,6	3,7	1,7	6,4	0,8	5,2	1,7	4,6	1,6	3,7	6,2	8,1	7,1	216	1 958
05 / II III IV	P	3,6	1,3	4,4	1,4	5,6	1,1	6,0	1,2	5,0	1,3	0,2	4,2	5,4	4,9	220	1 974
	P	3,7	1,4	4,6	1,5	5,9	1,5	8,0	2,3	5,6	1,4	3,1	3,7	9,7	5,4	225	1 994
	P	3,4	1,7	4,0	1,9	5,1	1,4	6,3	3,4	4,7	1,7	3,7	5,4	8,0	5,5	229	2 016
	P	3,7	1,9	3,9	1,3	5,4	1,6	7,2	4,1	4,9	1,9	3,4	5,2	7,7	5,9	234	2 037
06 / II III IV	P	3,7	2,5	4,1	1,8	4,9	2,2	7,8	4,6	5,2	2,5	5,7	8,5	10,6	9,0	238	2 060
	P	3,8	2,9	3,5	1,8	4,0	1,6	5,7	5,7	4,3	2,9	4,9	7,9	6,1	7,4	243	2 091
	P	3,9	2,9	3,7	1,7	4,8	1,9	6,8	5,1	4,9	2,9	4,2	6,7	7,5	7,4	247	2 115
	P	4,0	3,3	3,7	2,1	5,7	2,1	7,0	6,0	5,1	3,3	5,7	9,0	8,9	7,2	252	2 141
07 / II	P	4,1	3,2	3,4	1,4	5,7	1,9	6,6	7,3	4,7	3,2	3,7	6,6	5,9	5,9	257	2 179
	P	4,0	2,5	3,3	1,5	5,5	1,9	6,6	4,2	4,6	2,5	4,8	5,9	6,7	5,0	261	2 199

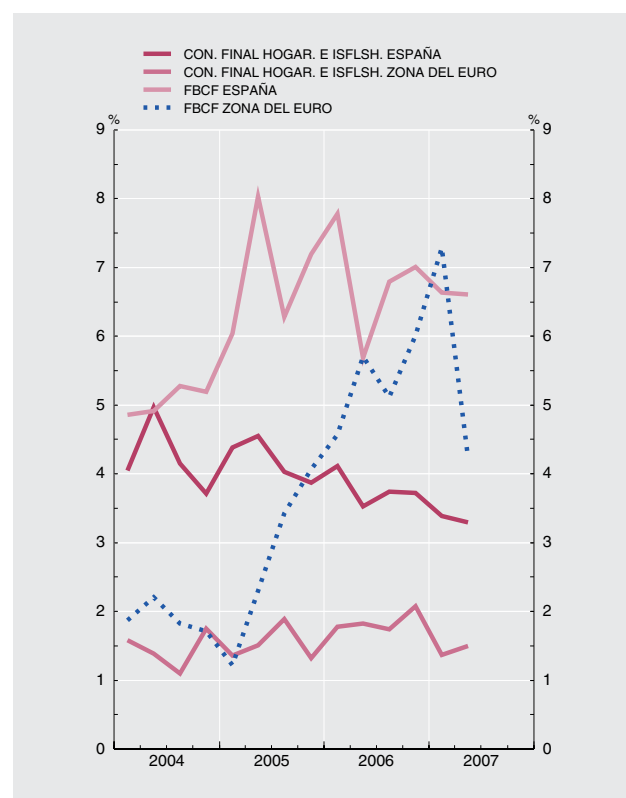
## PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



## COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

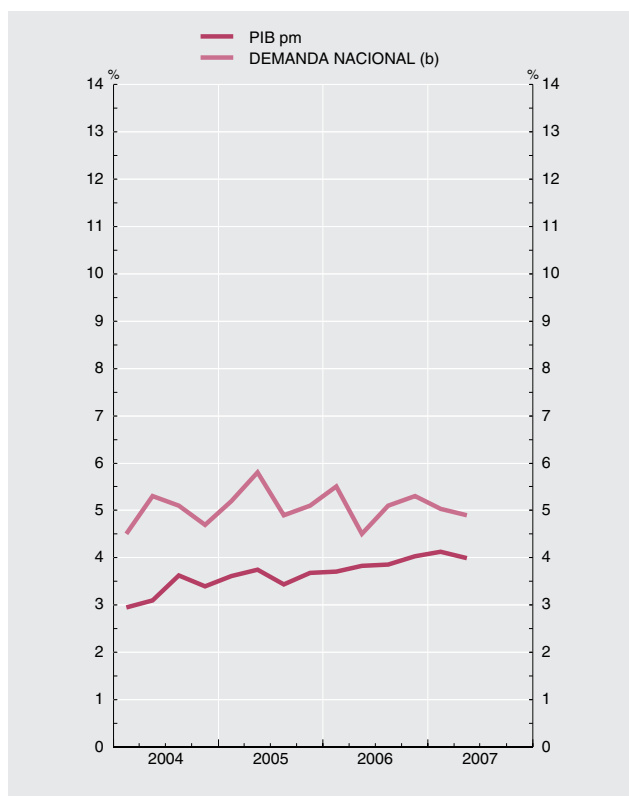
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

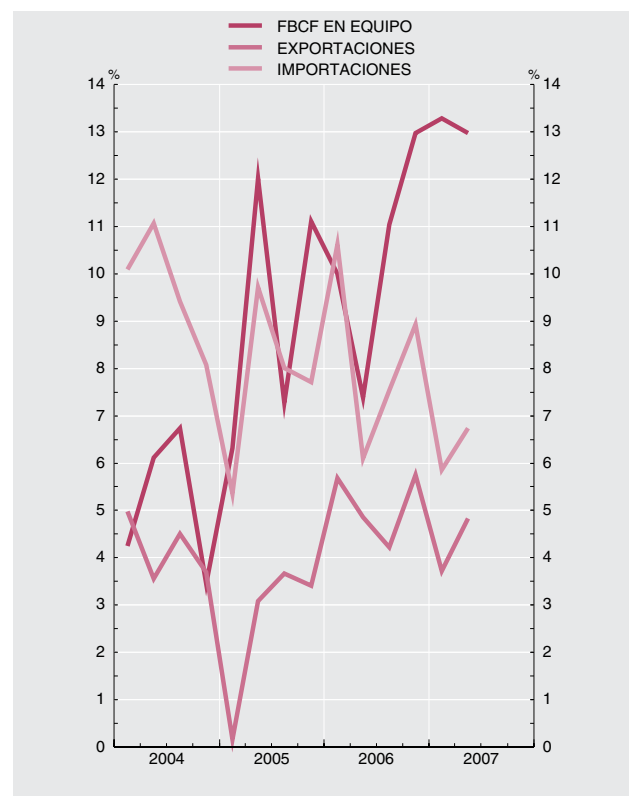
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	P	5,1	5,1	5,4	3,8	0,0	4,2	5,1	0,1	4,5	9,6	9,7	19,3	7,6	4,9	3,3
05	P	6,9	9,2	6,1	6,4	-0,1	2,6	1,1	2,3	9,7	7,7	7,1	20,6	8,2	5,3	3,6
06	P	6,8	10,4	6,0	4,6	0,1	5,1	4,6	1,5	11,0	8,3	8,0	6,0	10,0	5,1	3,9
04	///	5,3	6,7	5,2	3,4	0,1	4,5	5,7	0,7	3,6	9,4	9,4	16,0	8,4	5,1	3,6
IV	P	5,2	3,4	6,0	5,0	0,1	3,7	2,6	3,3	9,5	8,1	7,6	22,4	7,9	4,7	3,4
05	I	6,0	6,3	5,8	6,4	-0,0	0,2	-2,0	1,8	8,3	5,4	4,8	23,5	4,5	5,2	3,6
II	P	8,0	12,0	6,4	7,9	-0,1	3,1	1,8	1,7	10,5	9,7	10,4	24,9	3,5	5,8	3,7
III	P	6,3	7,3	6,1	5,6	-0,1	3,7	1,8	3,2	12,6	8,0	6,2	19,0	14,5	4,9	3,4
IV	P	7,2	11,1	6,0	5,6	-0,1	3,4	2,7	2,3	7,4	7,7	6,8	15,7	10,3	5,1	3,7
06	I	7,8	10,0	7,1	7,1	-0,0	5,7	5,2	0,5	13,2	10,6	10,4	4,6	13,0	5,5	3,7
II	P	5,7	7,4	5,5	3,8	0,0	4,9	3,9	5,5	8,2	6,1	4,7	4,0	13,6	4,5	3,8
III	P	6,8	11,0	5,9	3,7	0,1	4,2	4,5	0,6	6,6	7,5	8,0	11,4	4,5	5,1	3,9
IV	P	7,0	13,0	5,5	3,8	0,1	5,7	4,8	-0,5	16,2	8,9	9,1	4,2	9,4	5,3	4,0
07	I	6,6	13,3	5,2	2,3	0,1	3,7	3,6	1,5	6,5	5,9	5,6	7,0	6,7	5,0	4,1
II	P	6,6	13,0	4,6	4,3	0,0	4,8	4,8	-2,3	12,2	6,7	6,3	4,5	9,3	4,9	4,0

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

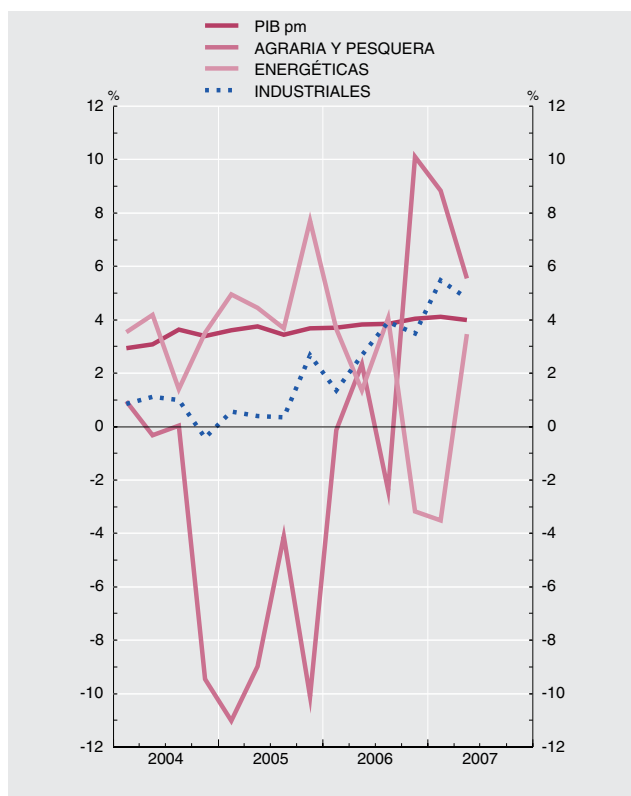
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

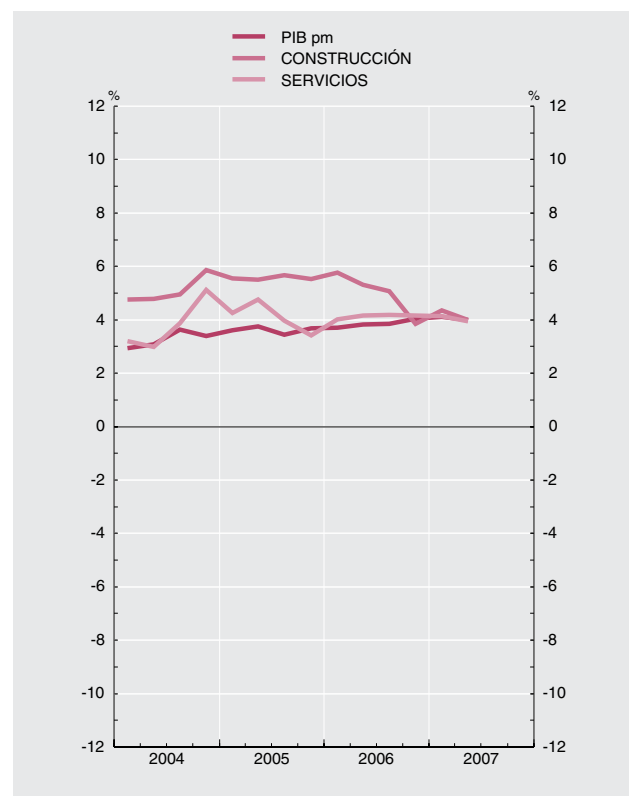
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
04	P	3,3	-2,3	3,2	0,6	5,1	3,8	3,8	3,7	2,6	12,4	7,0
05	P	3,6	-8,6	5,2	1,0	5,6	4,1	4,1	3,9	5,5	4,9	7,3
06	P	3,9	2,4	1,4	2,9	5,0	4,1	4,1	4,3	4,3	5,9	2,3
04 ///	P	3,6	0,0	1,4	1,0	5,0	3,9	3,5	5,1	2,7	3,1	13,8
IV	P	3,4	-9,5	3,5	-0,4	5,9	5,1	5,1	5,0	3,2	18,7	-3,0
05 /	P	3,6	-11,0	5,0	0,6	5,5	4,2	4,2	4,6	6,2	-1,1	9,1
II	P	3,7	-9,0	4,4	0,4	5,5	4,8	4,6	5,3	6,0	7,7	2,4
III	P	3,4	-4,1	3,7	0,4	5,7	4,0	4,3	2,7	5,4	4,9	3,4
IV	P	3,7	-10,1	7,7	2,7	5,5	3,4	3,5	3,3	4,3	8,4	14,9
06 /	P	3,7	-0,1	3,7	1,4	5,8	4,0	4,1	3,6	4,8	10,5	2,7
II	P	3,8	2,3	1,4	2,7	5,3	4,2	4,1	4,5	4,3	5,6	1,3
III	P	3,9	-2,4	4,1	3,9	5,1	4,2	4,3	3,8	4,1	5,1	-0,4
IV	P	4,0	10,1	-3,2	3,5	3,9	4,2	3,9	5,2	3,8	2,8	5,6
07 /	P	4,1	8,8	-3,5	5,5	4,4	4,1	4,1	4,2	4,0	-2,0	1,8
II	P	4,0	5,5	3,5	4,8	4,0	3,9	3,8	4,5	3,5	-2,3	2,9

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

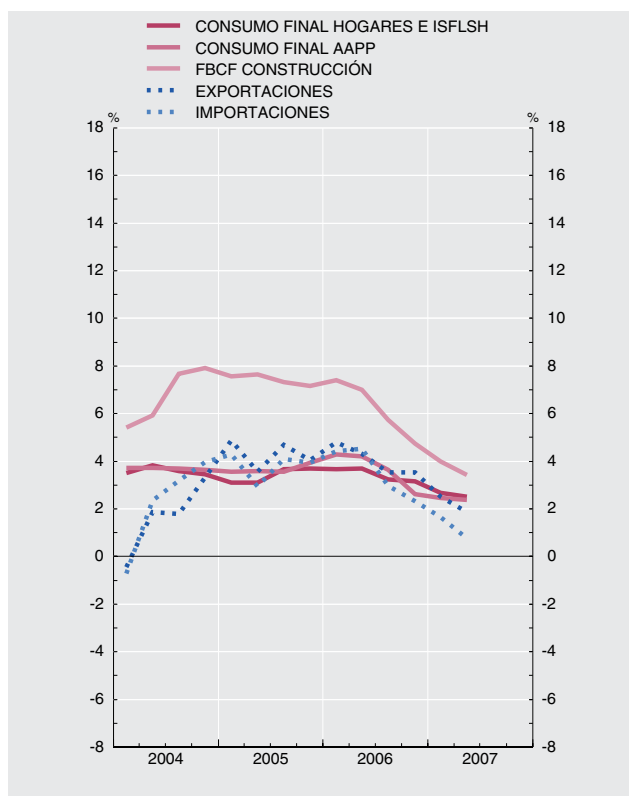
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

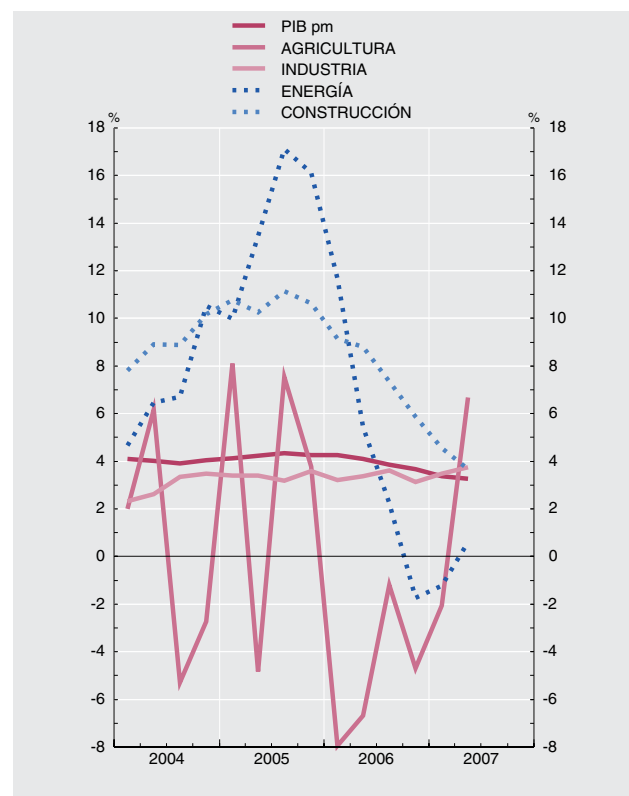
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

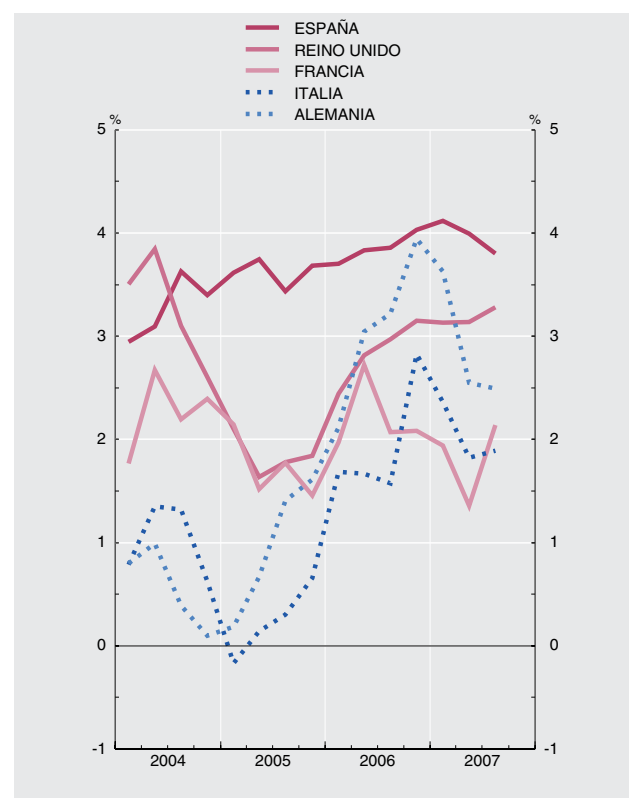
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

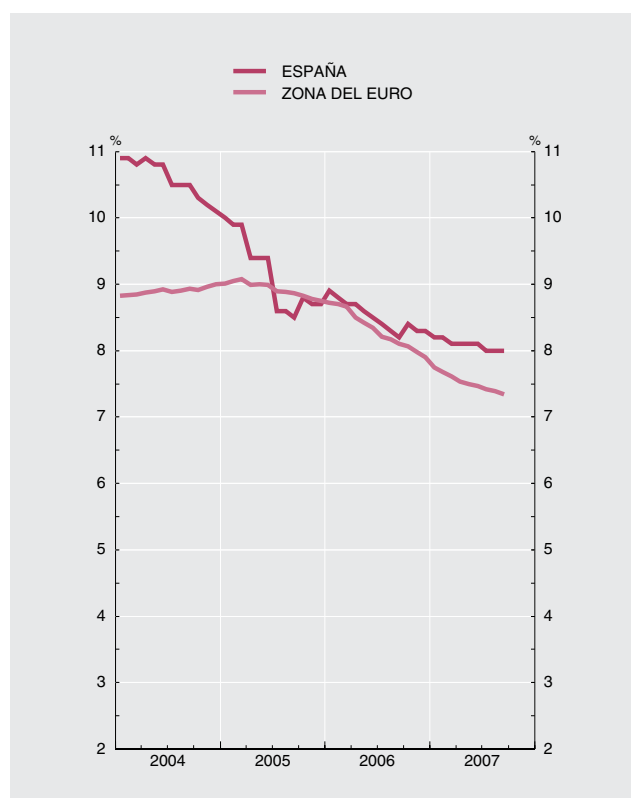
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

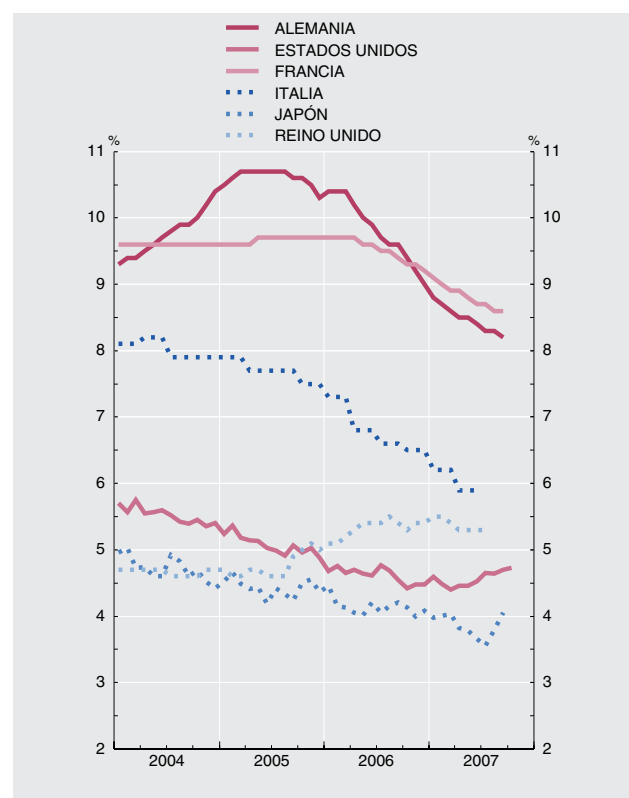
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.



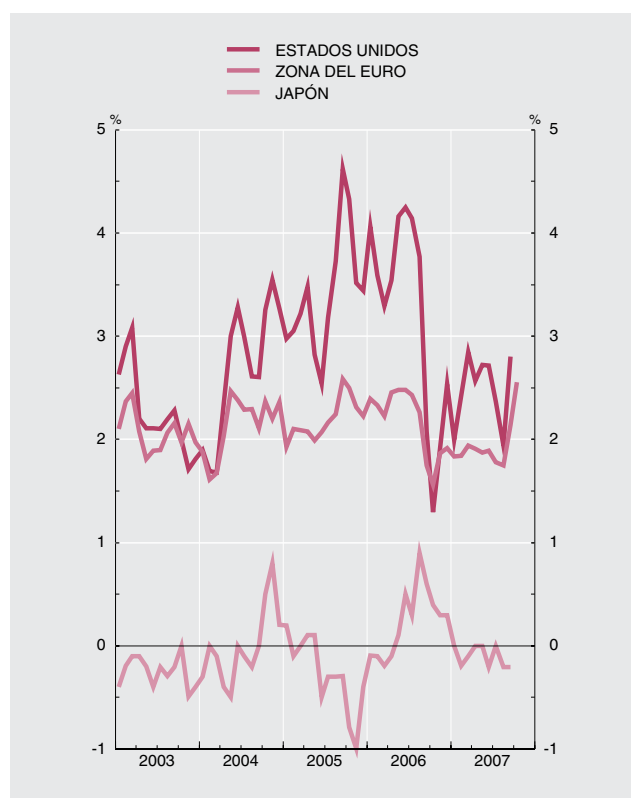
## 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

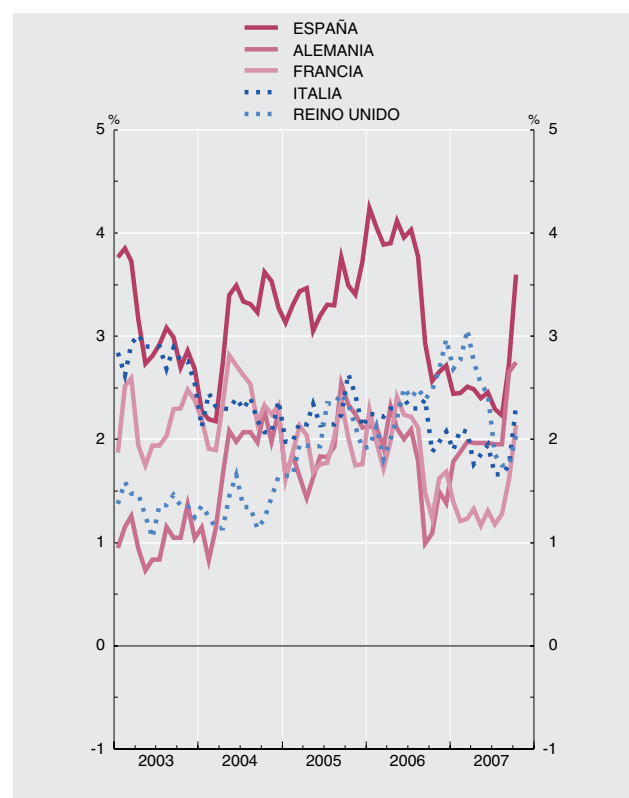
Tasas de variación interanual

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

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.

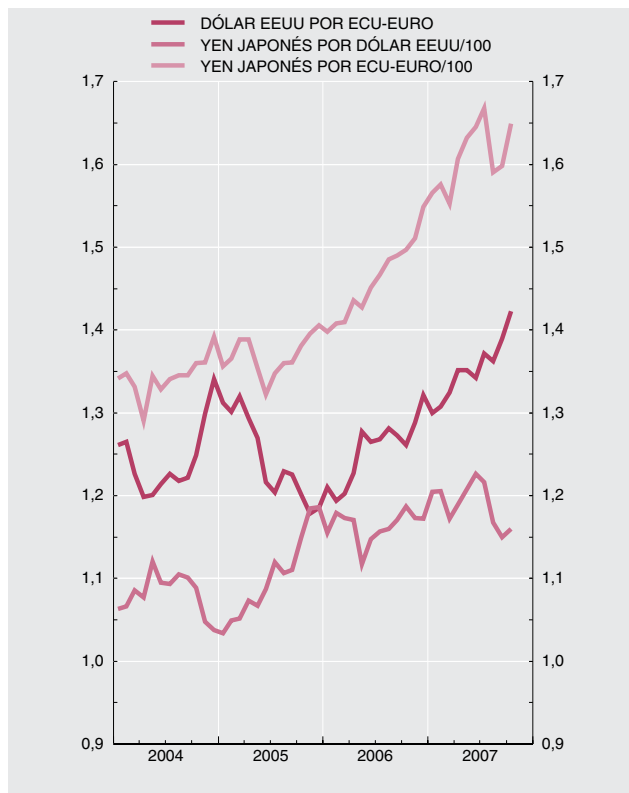
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

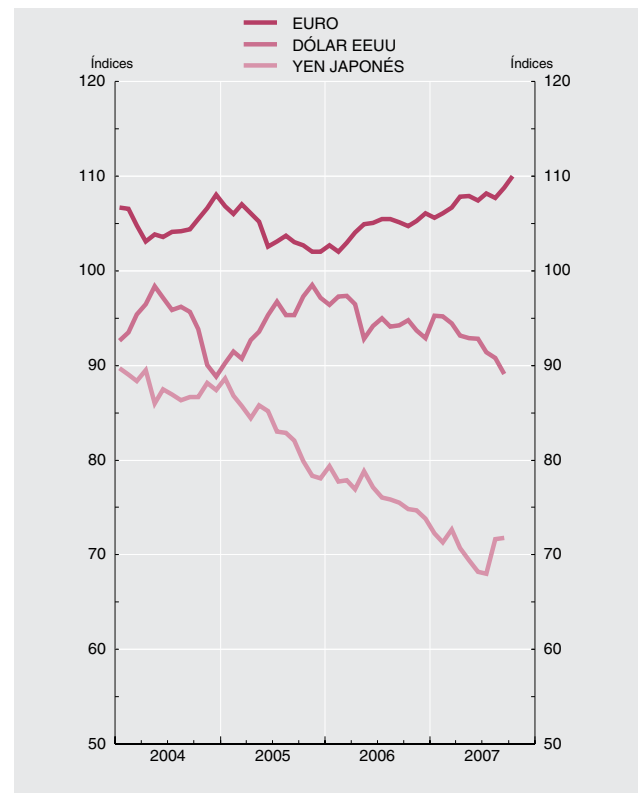
Media de cifras diarias

	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		
	1	2	3	4	5	6	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
<b>04</b>	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
<b>05</b>	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,2	94,5	83,4	102,5	96,3	83,5
<b>06</b>	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,5	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
<b>06 E-O</b>	1,2463	144,71	116,14	103,4	87,1	94,2	104,3	95,2	77,0	102,6	96,6	78,4
<b>07 E-O</b>	1,3526	160,87	118,97	107,0	83,4	88,4	107,6	92,8	70,7	104,8	93,8	73,0
<b>06 Ago</b>	1,2811	148,53	115,94	104,6	85,6	93,1	105,5	94,1	75,8	103,8	95,4	77,1
<b>Sep</b>	1,2727	148,99	117,07	104,4	86,0	92,4	105,2	94,2	75,5	103,4	94,7	77,7
<b>Oct</b>	1,2611	149,65	118,67	103,9	86,9	91,6	104,7	94,8	74,9	103,4	95,3	77,0
<b>Nov</b>	1,2881	151,11	117,31	104,5	86,0	91,8	105,3	93,7	74,7	103,9	94,6	76,9
<b>Dic</b>	1,3213	154,82	117,18	105,5	85,3	90,8	106,1	92,9	73,8	104,9	93,8	75,9
<b>07 Ene</b>	1,2999	156,56	120,45	104,9	87,0	89,0	105,6	95,2	72,3	104,4	95,2	74,3
<b>Feb</b>	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	88,8	106,1	95,2	71,3	104,5	95,3	73,6
<b>Mar</b>	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,7	94,5	72,7	104,6	95,0	74,8
<b>Abr</b>	1,3516	160,68	118,88	107,1	84,4	88,6	107,8	93,2	70,7	105,0	94,1	72,9
<b>May</b>	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,9	87,1	107,9	92,9	69,4	104,5	94,2	71,6
<b>Jun</b>	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	85,9	107,4	92,8	68,2	104,2	94,2	70,5
<b>Jul</b>	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,6	108,2	91,4	68,0	104,6	93,2	70,5
<b>Ago</b>	1,3622	159,05	116,75	107,1	82,0	89,7	107,7	90,8	71,6	104,5	92,0	74,1
<b>Sep</b>	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,2	108,8	89,1	71,8	105,4	90,8	74,2
<b>Oct</b>	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,4	88,2	110,0	...	...	106,6	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

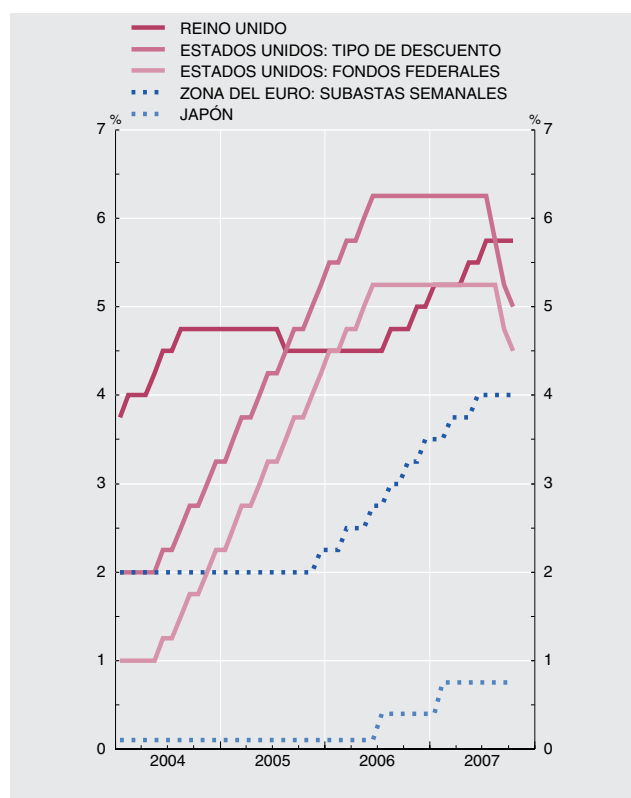
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos Centrales Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

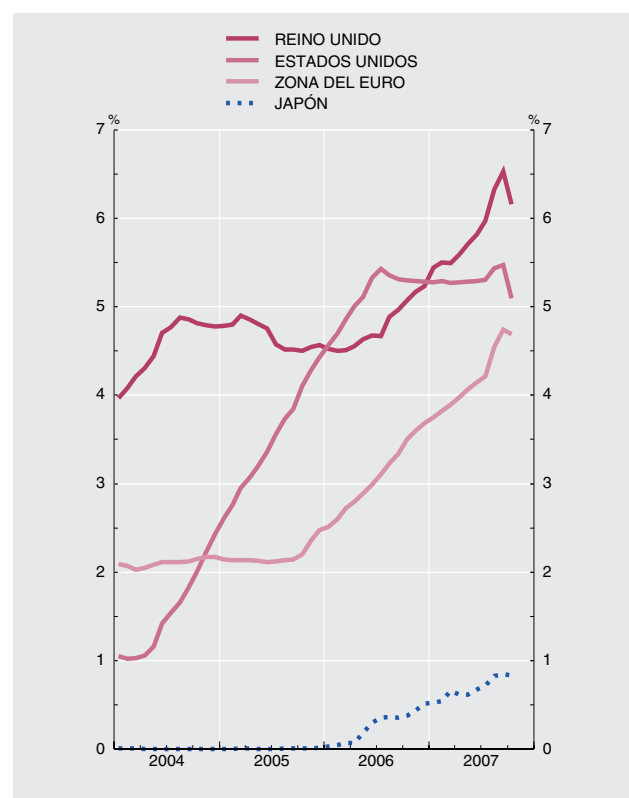
Porcentajes

	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)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(k)	(l)	(m)	(n)	(o)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>04</b>	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
<b>05</b>	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
<b>06</b>	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
<b>06 May</b>	2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
<i>Jun</i>	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
<i>Jul</i>	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
<i>Ago</i>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
<i>Sep</i>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
<i>Oct</i>	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
<i>Nov</i>	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
<i>Dic</i>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
<b>07 Ene</b>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
<i>Feb</i>	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
<i>Mar</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
<i>Abr</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
<i>May</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
<i>Jun</i>	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
<i>Jul</i>	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
<i>Ago</i>	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
<i>Sep</i>	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
<i>Oct</i>	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16

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).

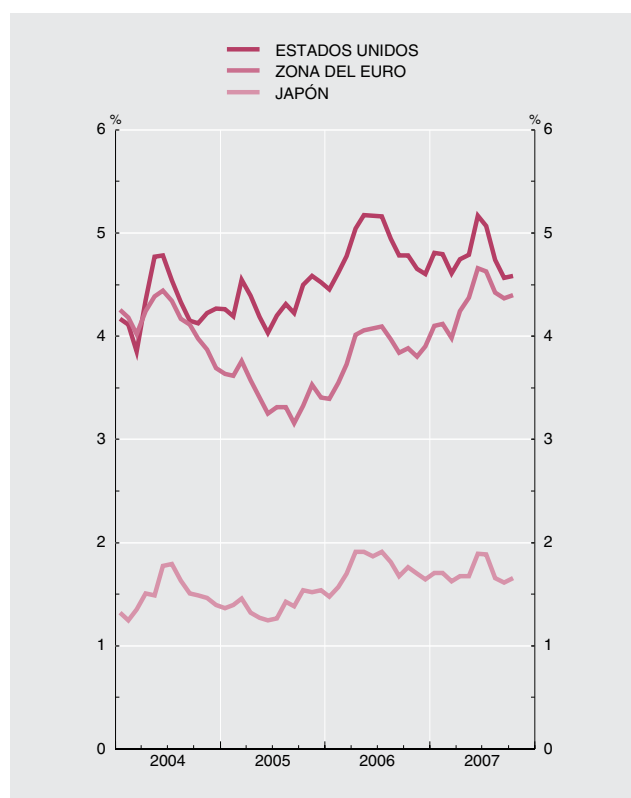
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

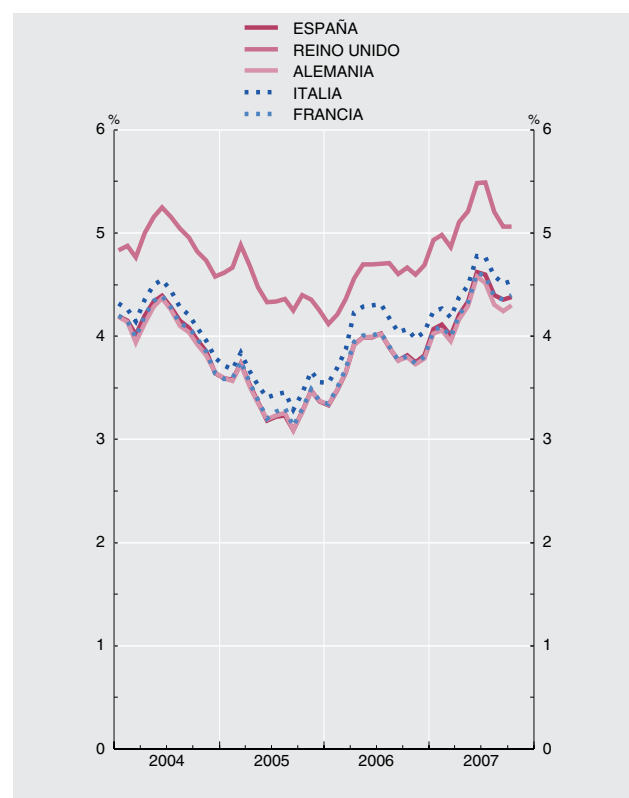
Porcentajes

	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
<b>04</b>	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93
<b>05</b>	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
<b>06</b>	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
<b>06 May</b>	4,24	4,15	4,06	3,99	3,99	5,18	4,01	4,29	1,91	4,70
<b>Jun</b>	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70
<b>Jul</b>	4,25	4,18	4,10	4,02	4,02	5,16	4,03	4,31	1,91	4,70
<b>Ago</b>	4,10	4,08	3,97	3,90	3,89	4,95	3,90	4,18	1,81	4,71
<b>Sep</b>	3,95	3,95	3,84	3,76	3,76	4,78	3,77	4,04	1,68	4,60
<b>Oct</b>	3,98	3,99	3,88	3,80	3,81	4,78	3,81	4,07	1,76	4,67
<b>Nov</b>	3,89	3,91	3,80	3,73	3,75	4,66	3,74	3,97	1,70	4,60
<b>Dic</b>	3,88	3,98	3,90	3,79	3,82	4,60	3,80	4,04	1,64	4,69
<b>07 Ene</b>	4,08	4,22	4,10	4,03	4,07	4,81	4,06	4,24	1,71	4,93
<b>Feb</b>	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98
<b>Mar</b>	3,96	4,15	3,98	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86
<b>Abr</b>	4,11	4,36	4,25	4,16	4,21	4,75	4,21	4,38	1,68	5,21
<b>May</b>	4,18	4,48	4,37	4,29	4,34	4,79	4,33	4,49	1,68	5,10
<b>Jun</b>	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49
<b>Jul</b>	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49
<b>Ago</b>	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20
<b>Sep</b>	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06
<b>Oct</b>	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

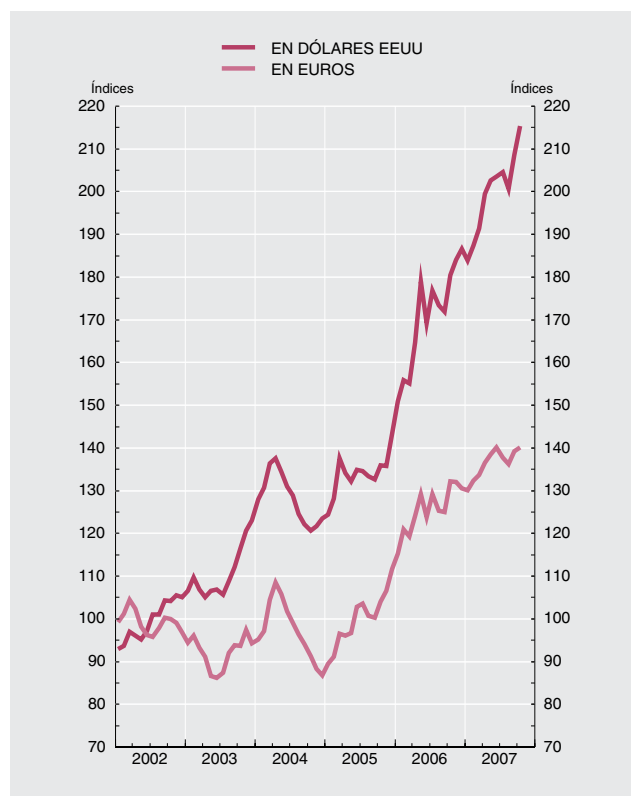
## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

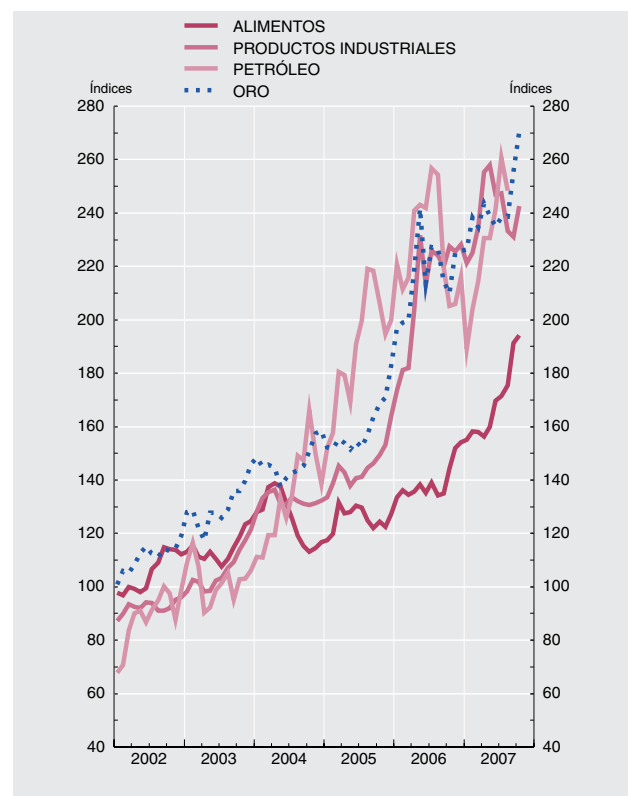
Base 2000 = 100

	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
02	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
06 E-O	124,5	167,9	136,6	208,5	149,3	240,5	231,1	65,7	215,0	599,7	15,44
07 E-O	136,5	199,8	169,1	239,6	159,7	283,3	...	69,1	242,0	675,1	15,96
06 Sep	125,0	172,0	134,9	219,9	139,1	264,0	219,5	61,2	214,4	598,2	15,12
Oct	132,2	180,5	144,2	227,5	137,4	276,6	205,2	57,3	210,0	585,8	14,93
Nov	132,0	184,1	152,0	225,6	135,0	274,9	205,9	58,5	225,1	627,8	15,66
Dic	130,6	186,6	154,1	228,2	139,9	276,9	216,1	62,8	225,8	629,9	15,32
07 Ene	130,2	183,9	155,2	221,2	150,9	259,7	189,1	53,6	226,2	631,2	15,62
Feb	132,3	187,3	158,2	225,1	156,2	262,6	203,9	57,6	238,3	664,7	16,34
Mar	133,7	191,5	158,0	234,7	154,3	278,6	214,6	62,3	234,8	654,9	15,90
Abr	136,6	199,5	156,4	255,3	158,6	308,0	230,6	67,8	243,5	679,4	16,15
May	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	230,6	67,4	239,0	666,9	15,87
Jun	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	241,5	71,8	235,0	655,5	15,70
Jul	137,8	204,6	171,5	247,4	161,9	294,0	260,9	77,9	238,4	665,0	15,59
Ago	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	248,4	71,7	238,5	665,4	15,70
Sep	139,3	208,7	191,4	231,0	162,1	268,7	...	78,2	255,5	712,9	16,47
Oct	140,1	215,3	194,2	242,7	168,4	283,3	...	82,5	270,5	754,6	16,28

### 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.

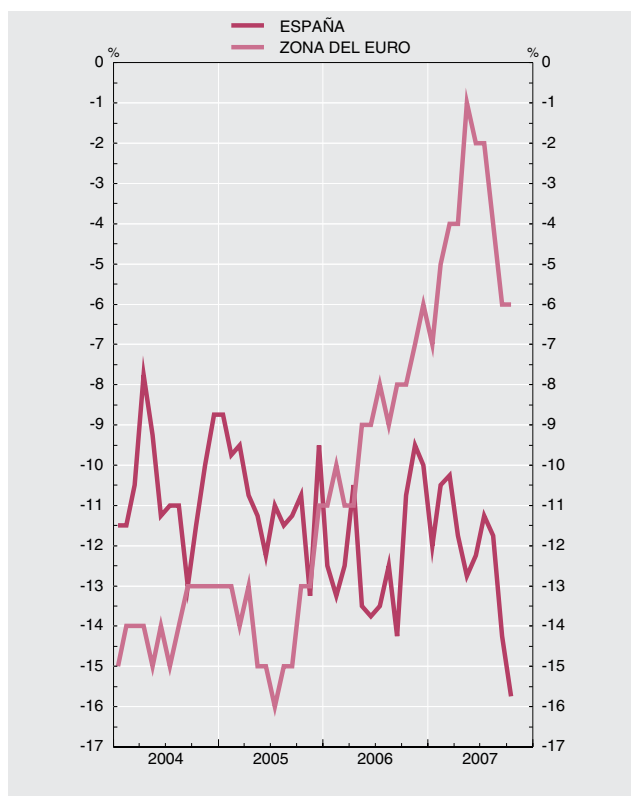
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

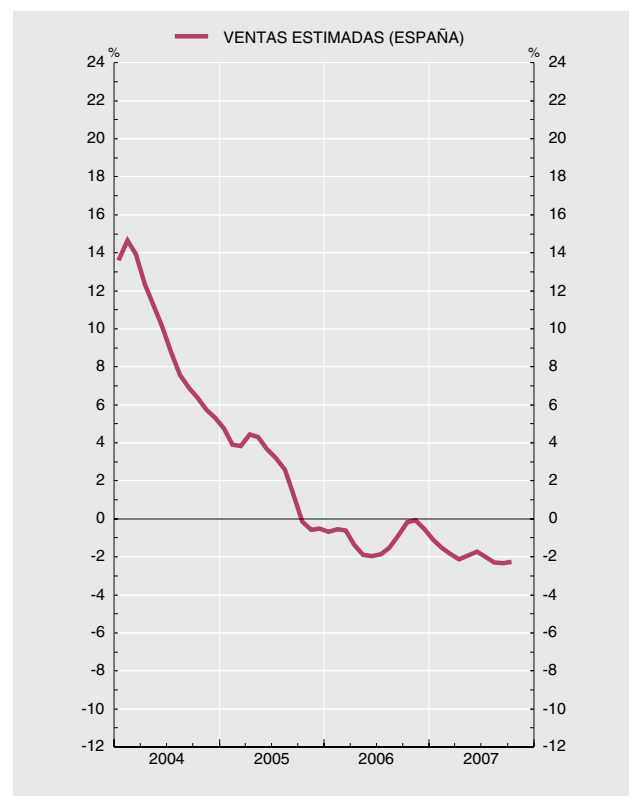
Tasas de variación interanual

	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	Matriculaciones	Uso privado			Matriculaciones	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	
04		-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	10,3	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	1,7	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	
06	P	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,3	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	
06 E-O	P	-13	-12	-3	-9	-9	0	-0,8	-0,5	-0,9	2,2	4,9	1,2	2,5	0,3	1,9	
07 E-O	A	-12	-11	-3	-12	-4	0	-1,3	-2,2	-1,5	-1,1	...	...	...	...	...	
06 Nov	P	-10	-9	-1	-11	-7	3	1,9	2,1	2,3	4,4	5,8	3,6	3,7	3,2	3,9	
06 Dic	P	-10	-11	-2	-8	-6	-	-4,7	-6,3	-3,8	13,1	5,5	3,3	2,8	3,0	3,5	
07 Ene	P	-12	-11	-2	-12	-7	-1	9,1	11,3	2,7	-2,9	6,2	4,6	1,7	3,2	5,5	
07 Feb	P	-11	-10	-3	-10	-5	-1	-4,3	-4,7	-4,4	-3,7	5,3	3,6	2,9	1,8	4,8	
07 Mar	P	-10	-8	-	-12	-4	-	-0,4	-6,6	-0,2	0,7	7,1	5,4	7,8	4,6	5,9	
07 Abr	P	-12	-12	-3	-11	-4	-	-5,9	-2,2	-6,0	-5,8	3,1	1,5	-1,7	-0,4	2,8	
07 May	P	-13	-10	-4	-8	-1	2	-0,3	-4,0	-0,2	-0,9	4,7	3,2	2,3	2,3	3,8	
07 Jun	P	-12	-9	-3	-9	-2	2	-1,8	-4,7	-1,8	0,6	5,6	4,0	5,6	3,3	4,5	
07 Jul	P	-11	-9	-2	-14	-2	3	-0,3	0,2	-0,0	0,8	4,8	3,5	1,3	0,5	5,4	
07 Ago	P	-12	-10	-2	-7	-4	3	-4,2	-3,7	-2,7	0,6	5,4	4,2	2,3	1,7	5,9	
07 Sep	P	-14	-14	-5	-18	-6	-3	-8,2	-7,3	-7,7	0,3	2,4	0,4	-1,0	-1,5	1,6	
07 Oct	A	-16	-16	-6	-14	-6	-2	1,7	1,3	3,4	-0,4	...	...	...	...	...	

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

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

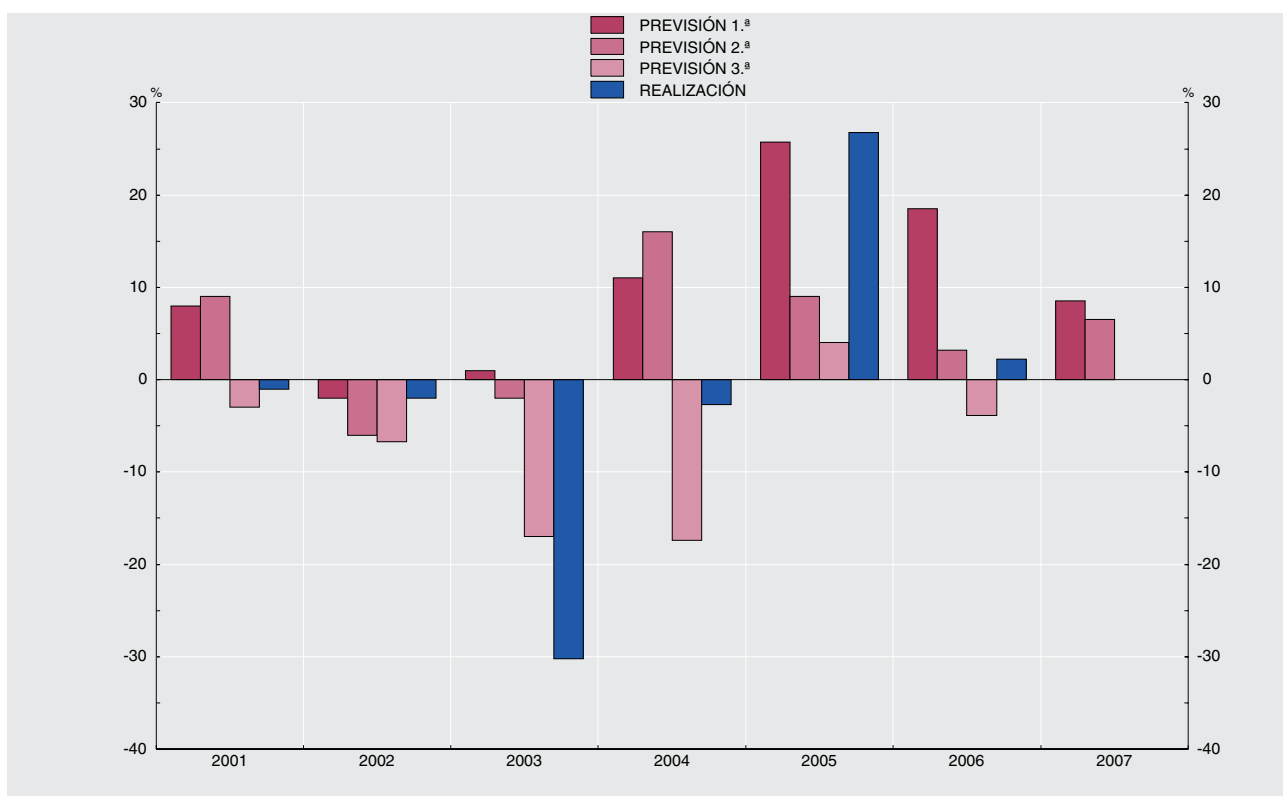
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
01	1			
02		-1	8	9
03		-2	-2	-6
04		-30	1	-2
05		-3	11	16
06		27	26	9
07		2	19	3
08		...	9	7
09				-3
10				-7
11				-17
12				-17
13				4
14				-4
15				...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

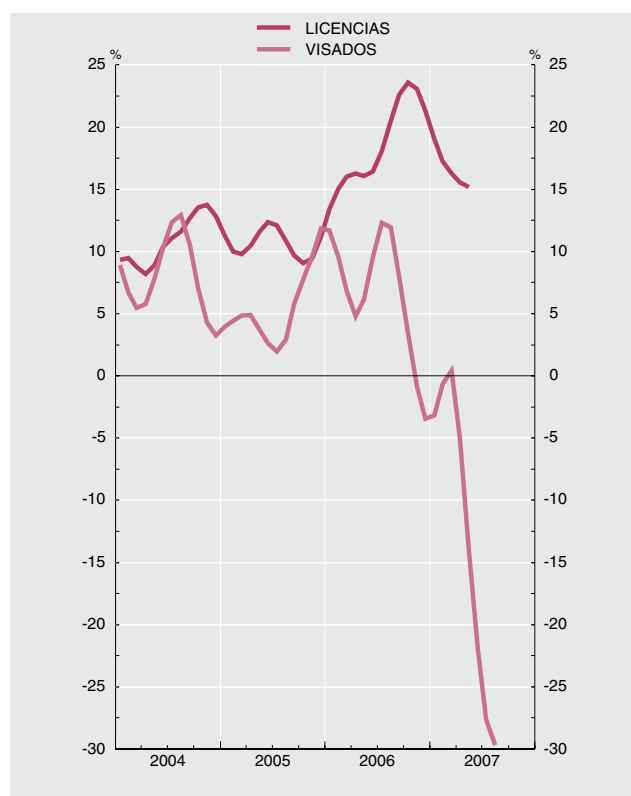
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

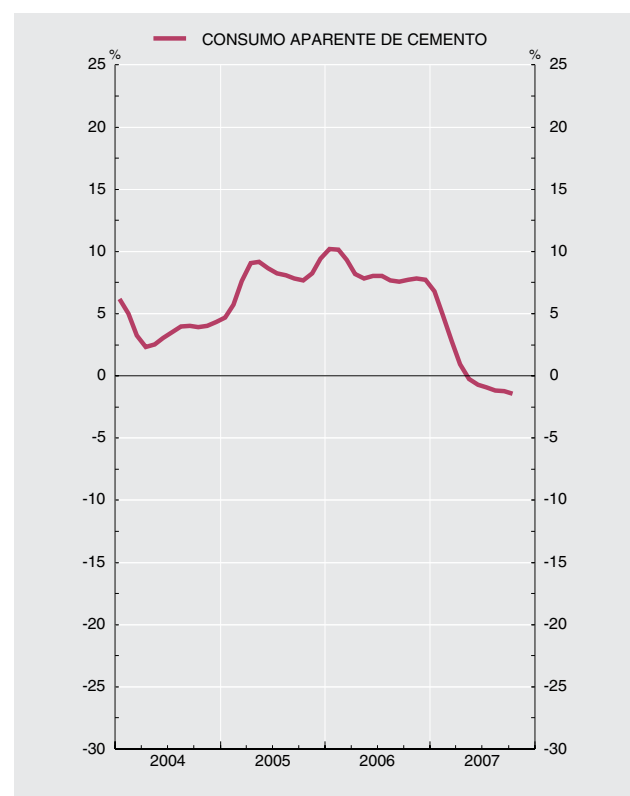
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil	
		Residencial	Vivienda			En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial				
									Residencial	Vivienda					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
04	12,8	13,7	14,5	8,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,9	
05	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3	
06	22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,9	61,8	57,3	15,8	33,3	8,5	
06 E-O	20,6	18,5	18,8	31,5	19,5	22,7	26,7	26,7	33,4	66,3	78,5	22,7	23,9	8,9	
07 E-O	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,3	
06 Jul	9,9	10,2	10,3	8,7	13,5	20,6	0,7	21,3	-13,2	-47,7	4,5	7,3	8,7	9,4	
Ago	28,3	22,5	24,4	65,7	34,1	36,8	31,1	22,9	44,2	18,5	44,5	58,2	26,9	6,3	
Sep	28,7	30,4	31,0	19,5	83,9	93,7	25,3	23,1	70,1	184,8	179,7	41,0	10,9	1,7	
Oct	46,3	42,5	42,7	67,5	18,3	20,1	58,0	26,7	37,2	164,2	32,5	10,1	66,7	13,1	
Nov	36,1	31,4	32,0	63,0	-7,6	-8,5	44,9	28,3	-12,7	-19,5	-27,1	-10,9	100,1	7,1	
Dic	20,6	23,0	23,7	9,9	-14,6	-16,4	61,3	31,3	25,9	120,0	21,3	-5,3	76,1	4,9	
07 Ene	24,7	27,9	26,4	8,5	-1,4	-2,7	7,7	7,7	-16,9	-68,4	-16,2	33,2	19,8	15,1	
Feb	-2,5	-2,3	-1,8	-3,6	-5,4	-5,3	56,3	23,1	95,3	2,6	22,5	139,0	32,1	4,0	
Mar	24,2	18,7	19,3	47,9	23,8	27,8	2,2	14,9	9,8	-20,2	-24,2	27,7	-2,0	-0,5	
Abr	6,4	14,2	14,3	-18,4	8,4	5,7	-12,1	7,5	-24,1	74,1	44,5	-37,3	-5,9	2,9	
May	14,5	15,9	17,1	9,3	-19,0	-22,3	-9,4	2,8	-3,4	-46,1	-24,4	18,4	-11,5	-2,6	
Jun	...	...	...	...	-25,2	-28,2	18,1	5,3	-1,0	-54,1	-35,6	12,9	28,9	-3,3	
Jul	...	...	...	...	-33,9	-38,1	21,5	7,5	-24,4	-13,4	-51,1	-27,6	42,7	3,7	
Ago	...	...	...	...	-36,5	-40,3	-55,8	-3,4	-56,4	-76,3	-78,4	-48,2	-55,6	-2,7	
Sep	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-5,6	
Oct	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	5,2	

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.



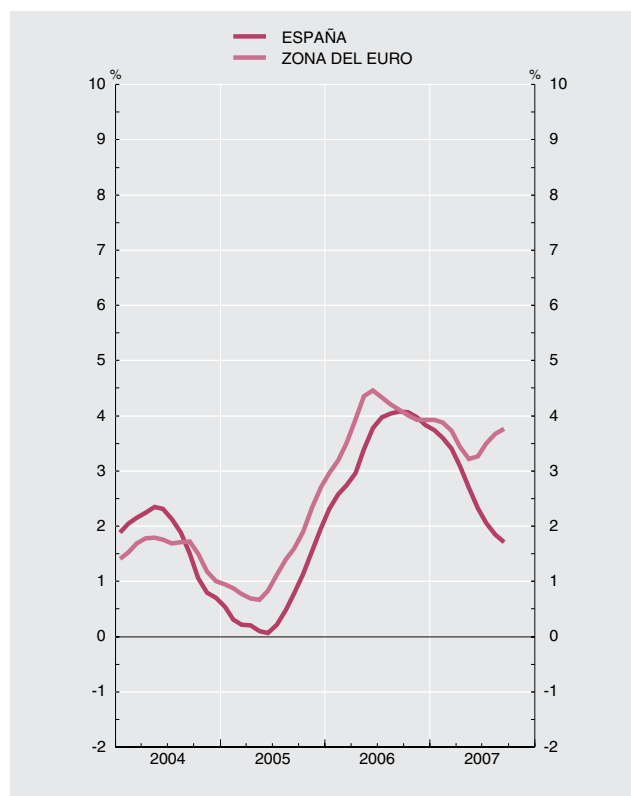
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

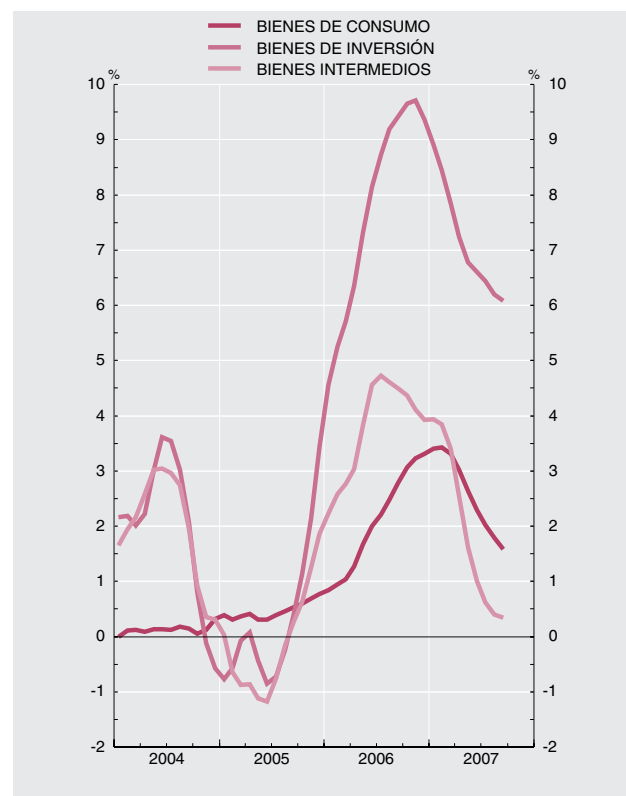
Tasas de variación interanual

		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
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,1	2,2	0,6	3,4	2,4
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,9
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,3	2,5	5,9	4,9
06 E-S	MP	105,5	3,6	1,5	7,4	3,8	2,3	1,5	3,7	2,5	4,0	4,1	2,2	5,6	4,7
07 E-S	MP	108,3	2,7	2,7	6,8	2,0	-1,0	-0,2	3,2	-0,7	3,5	4,4	3,1	6,0	4,3
06 Jun	P	115,8	5,2	2,6	8,7	6,2	3,0	1,2	5,6	2,7	4,9	5,2	2,8	5,6	7,1
Jul	P	110,8	4,2	1,2	7,1	5,1	4,1	-7,3	3,9	7,2	3,6	3,9	1,5	4,4	5,1
Ago	P	79,8	5,0	2,0	14,0	5,2	3,3	-1,5	5,4	3,8	5,5	6,0	2,2	7,8	7,7
Sep	P	109,1	1,1	-0,5	3,4	1,5	0,1	-2,8	1,0	2,6	3,6	3,8	1,5	5,5	4,7
Oct	P	112,3	7,3	7,5	12,2	7,1	0,4	11,6	7,8	2,0	4,1	4,8	3,0	6,0	5,4
Nov	P	115,1	4,1	4,0	12,6	3,9	-6,8	1,0	5,5	-6,7	2,9	4,0	2,6	6,4	3,3
Dic	P	97,4	0,6	-0,8	6,6	0,5	-3,1	3,8	1,2	-3,0	5,0	6,2	4,2	7,6	7,8
07 Ene	P	109,6	7,5	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,4	5,7	4,6	7,1	5,6
Feb	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	4,2	6,1	2,9	7,5	7,4
Mar	P	119,0	2,1	2,9	4,1	3,0	-4,2	-8,4	2,9	-2,0	4,2	5,8	4,5	6,6	6,7
Abr	P	102,8	6,3	6,2	8,6	4,7	7,8	0,7	6,1	9,0	2,9	3,9	2,9	5,2	3,9
May	P	118,0	2,1	2,6	4,0	0,1	3,9	-0,4	2,0	3,1	2,7	2,9	2,2	3,9	2,6
Jun	P	115,2	-0,5	-1,7	3,8	-1,4	-2,6	-2,0	-0,3	-1,9	2,4	2,8	1,3	4,6	2,7
Jul	P	114,9	3,7	4,7	10,6	2,5	-3,7	15,1	4,7	-4,5	3,9	4,6	3,0	7,1	4,0
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,3	0,3	0,1	3,9	1,8	-0,7	4,5	4,7	5,0	7,1	3,2
Sep	P	107,7	-1,3	-2,9	2,6	-2,7	0,8	0,5	-1,5	0,4	3,3	3,1	1,6	5,4	2,6

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.

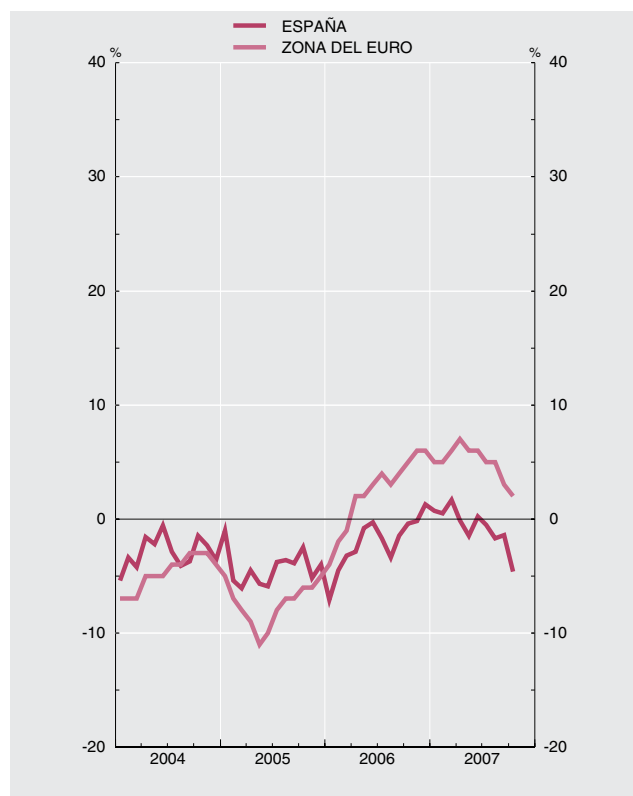
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

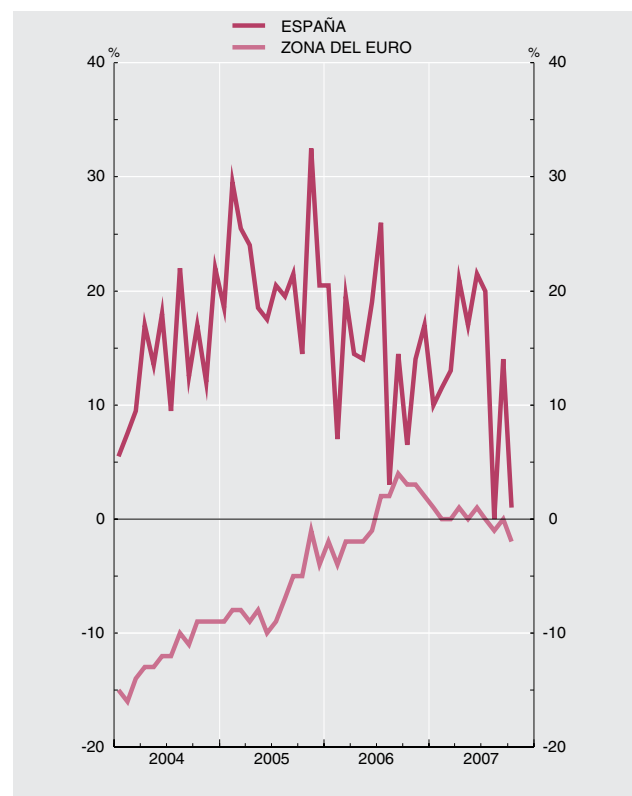
Saldo

		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- ten- cias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construc- ción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- ción	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construc- ción
		(a)		(a)	(a)		(a)	Con- su- mo	Equi- po	In- ter- medios (a)	Otros sec- tores (a)				Produc- ción	Contra- ción	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
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-4	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-12
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-	0
06 E-O	M	-3	6	6	-2	-11	12	-4	-0	-3	-1	14	31	22	27	12	2	-1	-0
07 E-O	M	-1	8	6	2	-6	10	-2	5	-2	-3	13	23	15	24	24	5	6	-
06 Jul		-2	11	8	-2	-9	11	-2	-2	-1	-2	26	39	37	22	16	4	3	2
Ago		-3	12	2	-1	-9	12	-6	-5	-1	1	3	38	-1	7	3	3	3	2
Sep		-2	9	10	-1	-11	13	-1	3	-4	0	15	51	21	21	5	4	4	4
Oct		-0	10	8	1	-9	10	-4	6	-1	-2	7	10	13	12	3	5	5	3
Nov		-0	10	8	4	-10	13	-	2	-1	-1	14	13	18	2	30	6	6	3
Dic		1	12	7	6	-9	9	-1	6	1	-2	17	9	32	7	38	6	8	2
07 Ene		1	3	8	6	-10	12	2	2	0	-1	10	19	9	28	8	5	6	1
Feb		1	5	8	4	-7	11	-1	4	0	-2	12	15	14	18	24	5	7	-
Mar		2	7	8	6	-8	9	-3	7	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-
Abr		-0	9	4	4	-5	9	-3	3	1	-3	21	27	24	27	20	7	9	1
May		-2	9	6	1	-7	11	-3	4	-3	-1	17	39	19	26	17	6	8	-
Jun		0	14	9	1	-3	9	-2	7	-2	1	22	34	28	48	16	6	7	1
Jul		-1	13	5	2	-1	8	-1	8	-4	-4	20	53	25	19	29	5	6	-
Ago		-2	7	7	1	-8	14	-2	1	-2	-6	-	34	-4	19	47	5	7	-1
Sep		-1	6	5	0	-4	9	-5	7	-3	-7	14	17	21	-4	21	3	3	-
Oct		-5	5	3	-5	-3	12	-5	6	-10	-7	1	-10	2	11	14	2	1	-2

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

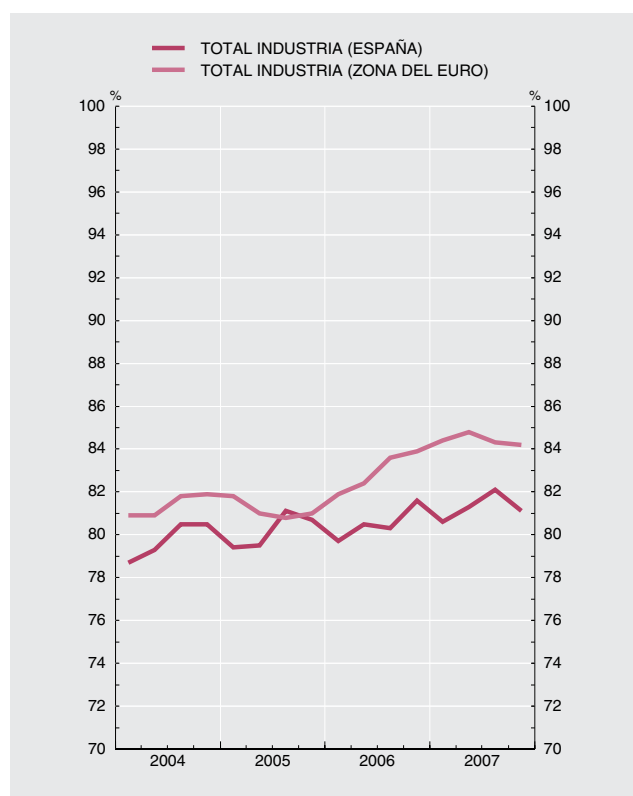
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

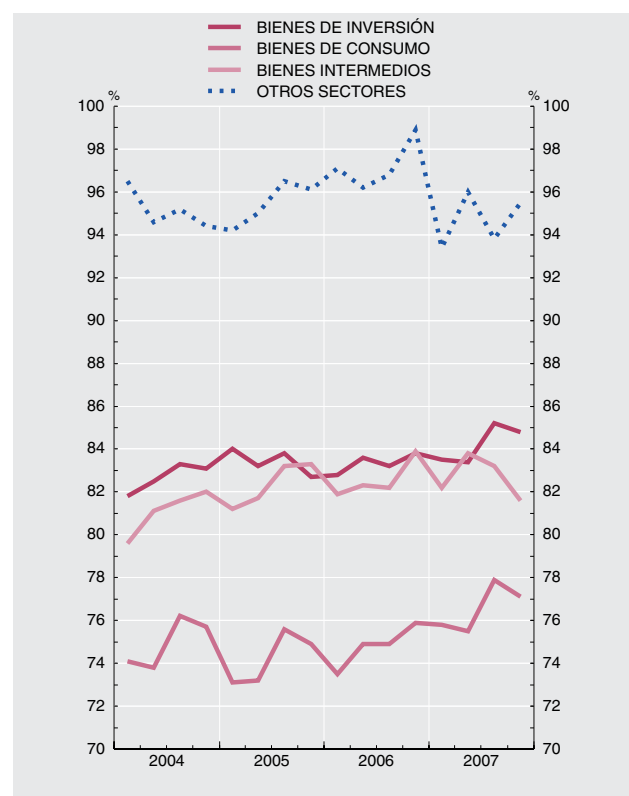
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)				
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,4
05	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
06	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
06 I-IV	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
07 I-IV	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,4
05 II	79,5	81,7	5	73,2	76,3	6	83,2	85,1	3	81,7	83,4	5	95,0	96,6	-	81,0
III	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,8
IV	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
06 I	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
II	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
III	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
IV	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
07 I	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,4
II	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,8
III	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,3
IV	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,2

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

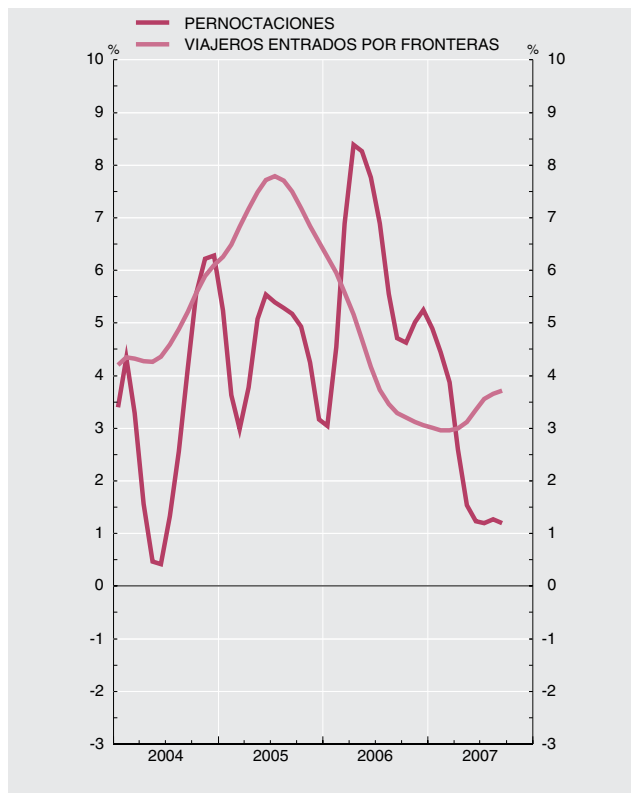
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

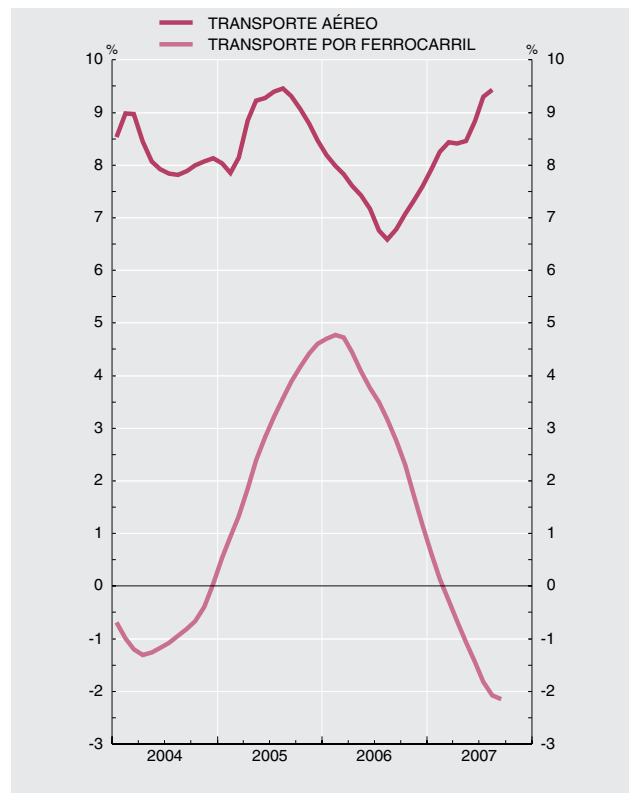
Tasas de variación interanual

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

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



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



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

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

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

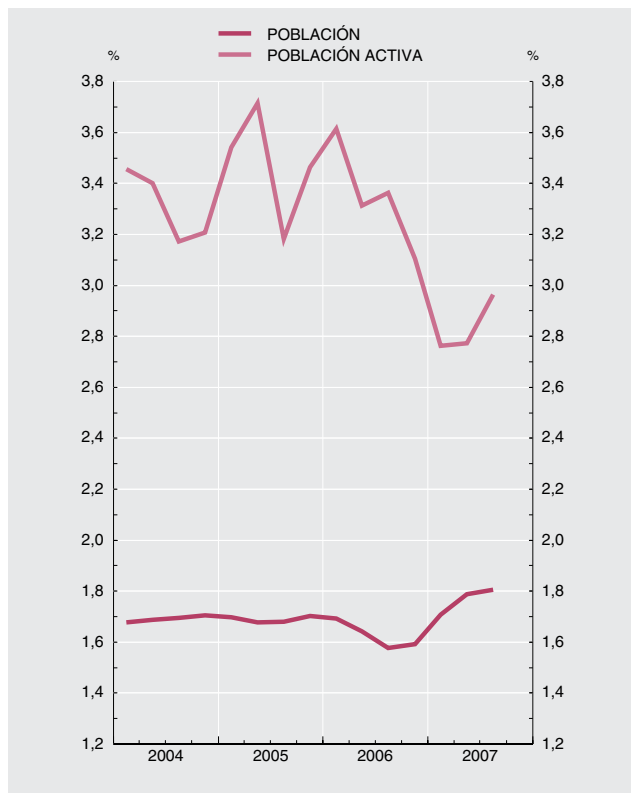
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años					Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
06 I-III	M	36 932	595	1,6	58,24	21 509	2 139	1 039	1 100	3,4
07 I-III	M	37 585	653	1,8	58,85	22 118	1 828	1 153	676	2,8
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5
II		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7
III		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2
IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6
II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3
III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

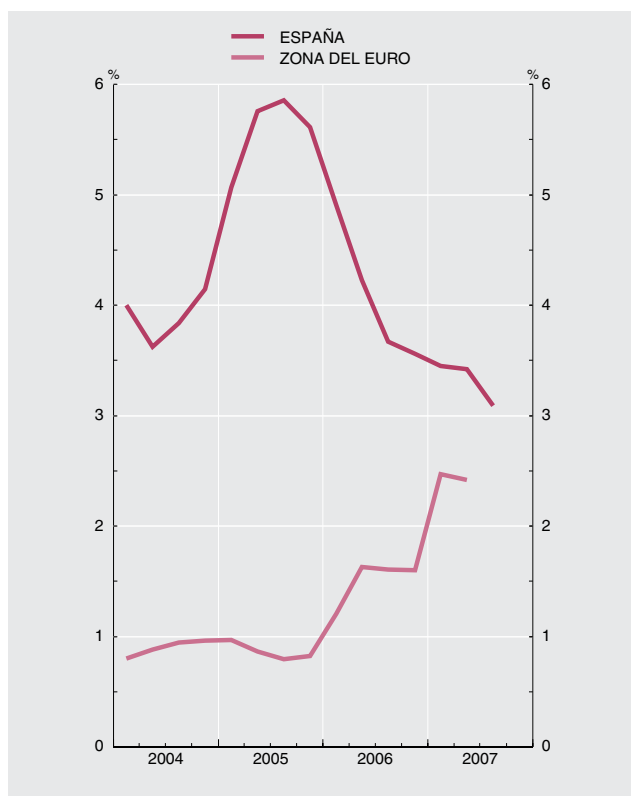
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

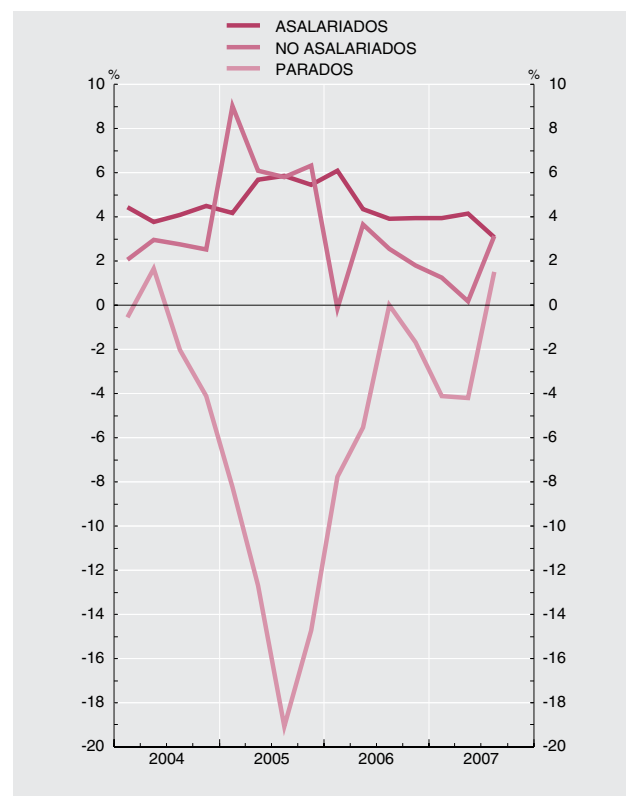
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			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
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,9	8,90
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,9	8,93
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,5	8,32
06	I-III	19 663	803	4,3	16 122	733	4,8	3 541	70	2,0	1 846	-90	-4,7	8,58	1,5	8,43
07	I-III	20 316	653	3,3	16 721	599	3,7	3 595	54	1,5	1 803	-43	-2,3	8,15	...	7,52
05	I	18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	1,0	9,04
	II	18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,9	8,99
	III	19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,8	8,88
	IV	19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,8	8,79
06	I	19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,2	8,70
	II	19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,6	8,42
	III	19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,6	8,16
	IV	20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,6	7,98
07	I	20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	2,5	7,68
	II	20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	2,4	7,50
	III	20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	...	7,38

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



**POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE**  
Tasas de variación interanual



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

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

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

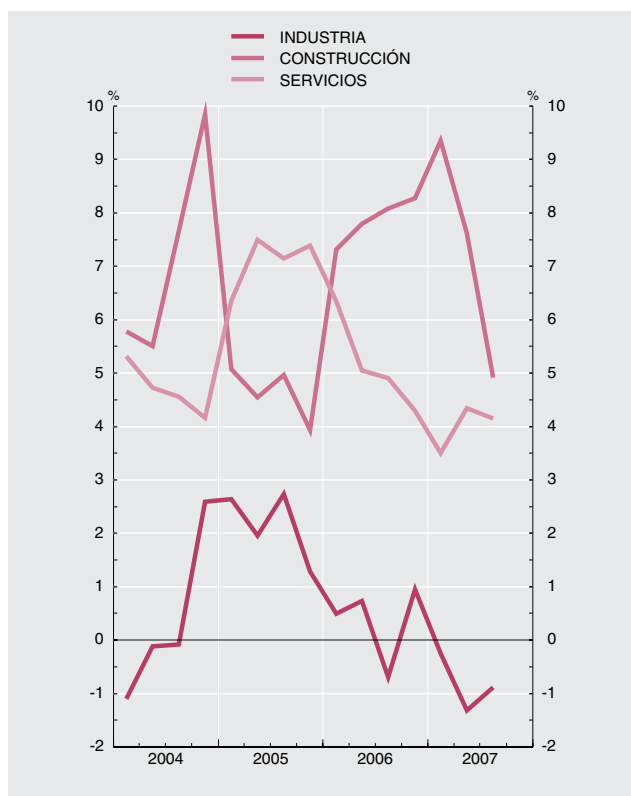
#### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

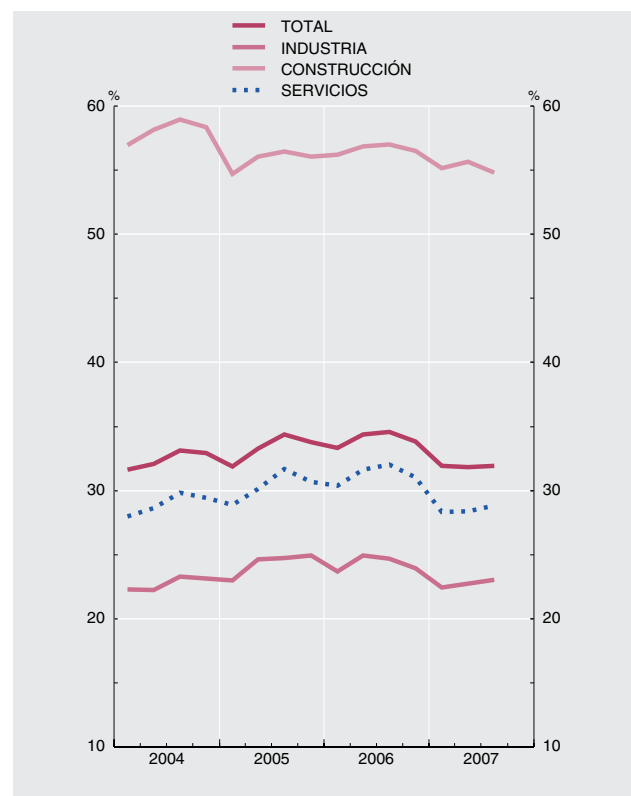
Tasas de variación interanual y porcentajes

			Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
			Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
04	M		3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9
05	M		5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	...	...
06	M		4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6	...	...
06 I-III	M		4,3	4,8	2,8	-4,7	0,7	-5,0	0,2	0,4	1,4	7,7	8,0	1,7	5,4	5,6	3,7	4,3	...	...
07 I-III	M		3,3	3,7	-6,4	-2,1	2,9	0,1	-0,8	-0,7	-7,0	7,3	8,2	-2,6	4,0	4,1	-9,0	3,4	...	...
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	...	...
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	...	...
III			5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0	...	...
IV			5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8	...	...
06 I			4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4	...	...
II			4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6	...	...
III			3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3	...	...
IV			3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2	...	...
07 I			3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6	...	...
II			3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8	...	...
III			3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4	...	...

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

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

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

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

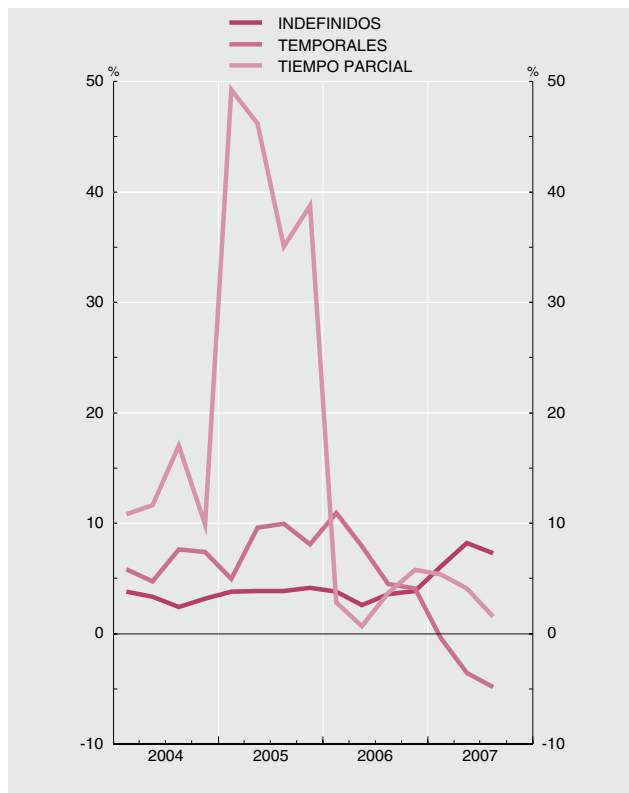
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

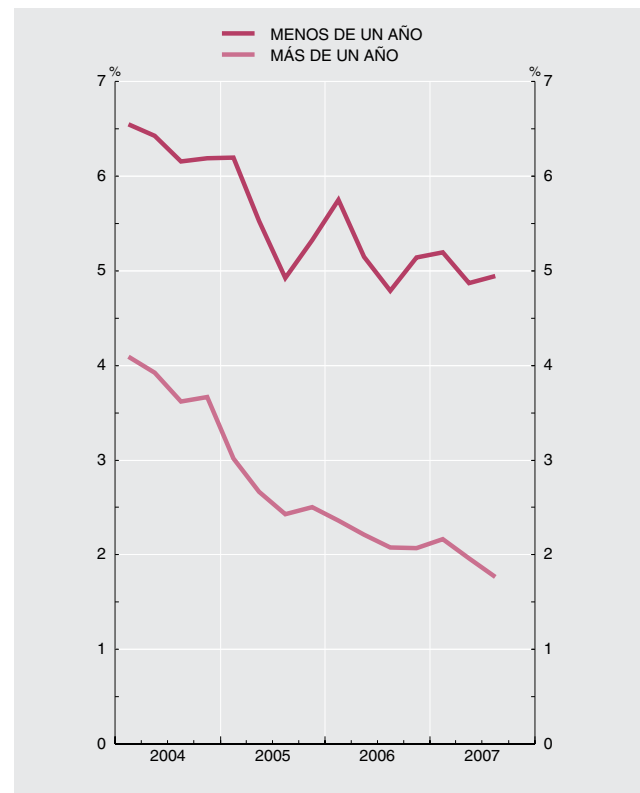
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados						
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)		
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año				
Variación interanual	T 4	Variación interanual	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual	T 4	Variación interanual	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría		
(Miles de personas)		(Miles de personas)			(Miles de personas)		(Miles de personas)											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
06 I-III	M	342	3,3	391	7,7	34,10	549	3,9	45	2,3	12,11	5,23	-2,5	2,22	-15,1	...	...	...
07 I-III	M	762	7,2	-163	-3,0	31,91	475	3,3	72	3,7	12,11	5,00	-1,5	1,96	-9,0	...	...	...
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	...	...	...
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	...	...	...
III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	...	...	...
III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6	...	...	...

**ASALARIADOS**  
Tasas de variación interanual



**PARADOS**  
Tasa de paro



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

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

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



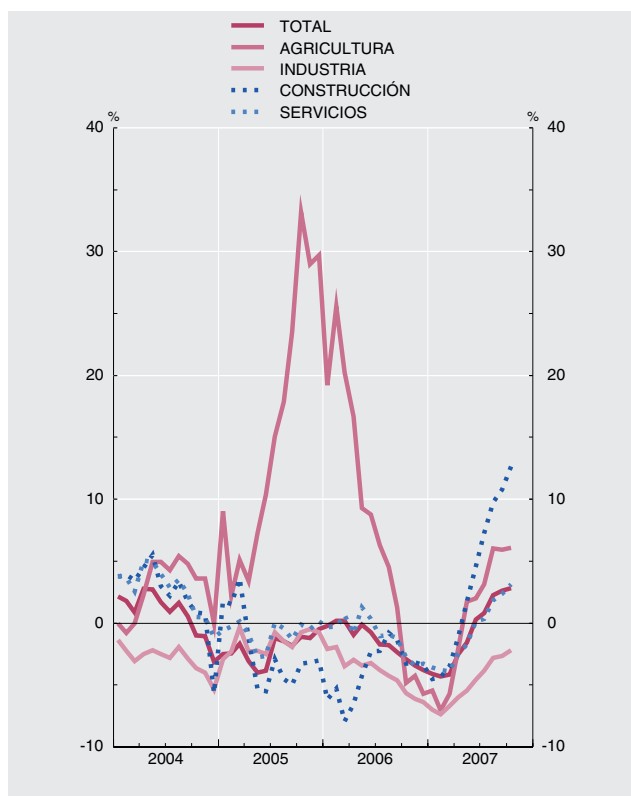
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

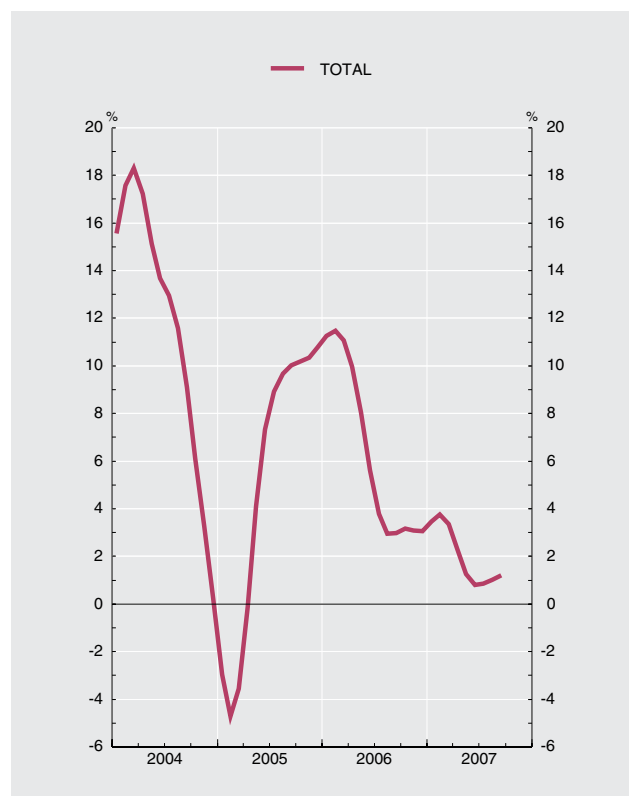
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación 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	Agri-cultura	No agrícola										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
06 E-O	M	2 043	-21	-1,0	-0,3	-1,1	10,2	-1,5	-3,5	-4,1	-0,5	1 548	8,5	11,03	23,20	88,97	1 490	7,2
07 E-O	M	2 024	-18	-0,9	-0,2	-1,0	0,3	-1,0	-4,9	3,1	-0,9	1 577	1,9	11,99	23,59	88,01	...	...
06 Sep		1 966	-47	-2,3	-7,2	-1,7	1,3	-1,8	-4,6	-1,4	-1,2	1 675	3,5	11,98	24,92	88,02	1 629	1,0
Oct		1 993	-60	-2,9	0,6	-3,4	-4,8	-3,3	-5,7	-3,3	-2,8	1 819	11,1	13,17	26,95	86,83	1 740	8,0
Nov		2 023	-72	-3,5	-0,1	-3,9	-4,3	-3,9	-6,1	-3,2	-3,5	1 660	5,8	13,97	24,83	86,03	1 559	3,7
Dic		2 023	-80	-3,8	-3,3	-3,9	-5,7	-3,8	-6,4	-3,4	-3,3	1 386	4,3	16,96	23,90	83,04	1 244	-4,0
07 Ene		2 083	-89	-4,1	-2,4	-4,3	-5,4	-4,3	-7,0	-4,5	-3,6	1 653	12,3	15,45	20,97	84,55	1 540	8,6
Feb		2 075	-94	-4,3	-2,6	-4,5	-7,1	-4,4	-7,4	-4,4	-3,8	1 408	3,0	12,49	22,28	87,51	1 365	4,0
Mar		2 059	-89	-4,1	-2,4	-4,4	-5,7	-4,3	-6,7	-3,5	-3,9	1 564	0,6	12,35	22,91	87,65	1 519	1,6
Abr		2 023	-53	-2,5	0,3	-2,9	-2,2	-2,9	-6,0	-1,2	-2,5	1 386	6,3	12,19	22,84	87,81	1 360	7,1
May		1 973	-31	-1,6	0,3	-1,8	1,8	-1,9	-5,4	1,8	-1,7	1 625	-0,7	11,71	22,90	88,29	1 587	-0,5
Jun		1 966	6	0,3	3,0	-0,0	2,0	-0,1	-4,6	4,6	0,1	1 582	-4,4	11,27	23,39	88,73	1 529	-3,9
Jul		1 970	15	0,8	2,1	0,6	3,2	0,5	-3,9	7,3	0,3	1 755	5,0	10,30	24,89	89,70	1 694	6,2
Ago		2 028	45	2,2	2,2	2,3	6,1	2,1	-2,8	9,8	1,8	1 287	-2,7	9,91	22,51	90,09	1 249	-0,3
Sep		2 017	51	2,6	1,6	2,7	5,9	2,6	-2,7	10,8	2,4	1 596	-4,7	12,05	25,50	87,95	1 584	-2,7
Oct		2 049	56	2,8	-3,2	3,6	6,1	3,5	-2,2	12,6	3,1	1 911	5,1	12,19	27,67	87,81	...	...

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

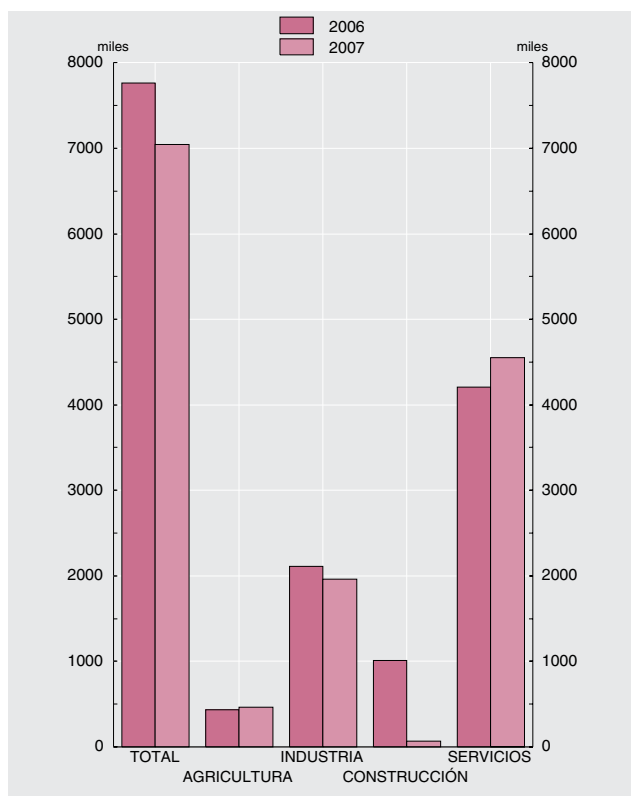
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

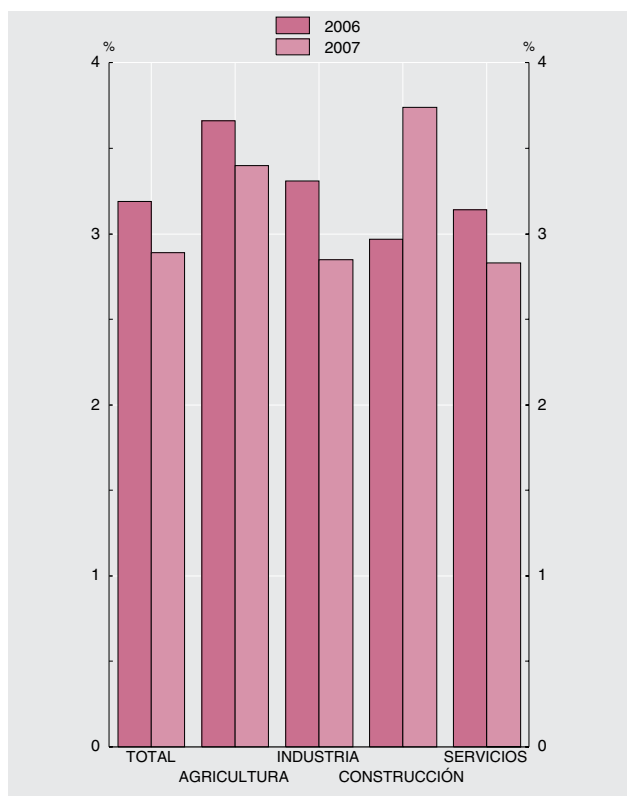
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>04</b>	10 194	3,60	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
<b>05</b>	10 756	3,17	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
<b>06</b>	10 508	3,27	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>06 Abr</b>	10 183	3,24	5 792	580	6 372	1 378	405	1 753	921	3 293	3,11	3,00	3,10	3,68	3,22	2,90	3,02
<b>May</b>	10 327	3,25	5 792	626	6 418	865	406	1 759	930	3 323	3,11	2,98	3,10	3,68	3,23	2,89	3,02
<b>Jun</b>	10 371	3,25	6 296	751	7 047	1 407	406	1 853	948	3 840	3,16	3,01	3,15	3,68	3,21	2,93	3,11
<b>Jul</b>	10 377	3,25	6 305	1 019	7 325	1 406	408	1 942	969	4 006	3,16	3,24	3,18	3,68	3,23	2,98	3,14
<b>Ago</b>	10 377	3,25	6 309	1 058	7 367	1 033	411	1 952	969	4 035	3,16	3,27	3,18	3,69	3,24	2,98	3,15
<b>Sep</b>	10 492	3,27	6 424	1 342	7 766	1 060	432	2 113	1 011	4 210	3,16	3,38	3,19	3,66	3,31	2,97	3,14
<b>Oct</b>	10 504	3,27	6 594	1 477	8 071	752	469	2 150	1 072	4 380	3,16	3,42	3,21	3,73	3,31	2,97	3,16
<b>Nov</b>	10 504	3,27	6 651	1 797	8 448	525	579	2 187	1 072	4 611	3,18	3,43	3,23	3,80	3,32	2,97	3,18
<b>Dic</b>	10 508	3,27	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
<b>07 Ene</b>	6 759	2,88	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	2,77
<b>Feb</b>	6 762	2,88	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74
<b>Mar</b>	6 800	2,88	4 723	13	4 736	-491	352	1 108	34	3 242	2,88	2,89	2,88	3,54	2,80	3,97	2,82
<b>Abr</b>	7 016	2,88	4 723	19	4 742	-1 630	354	1 108	34	3 245	2,88	3,11	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
<b>May</b>	7 017	2,88	4 723	45	4 767	-1 650	354	1 126	34	3 254	2,88	2,93	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
<b>Jun</b>	7 025	2,88	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
<b>Jul</b>	7 028	2,88	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82
<b>Ago</b>	7 028	2,88	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81
<b>Sep</b>	7 030	2,88	5 582	1 459	7 041	-725	468	1 958	64	4 552	2,87	2,93	2,89	3,40	2,85	3,74	2,83

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-septiembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-septiembre



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

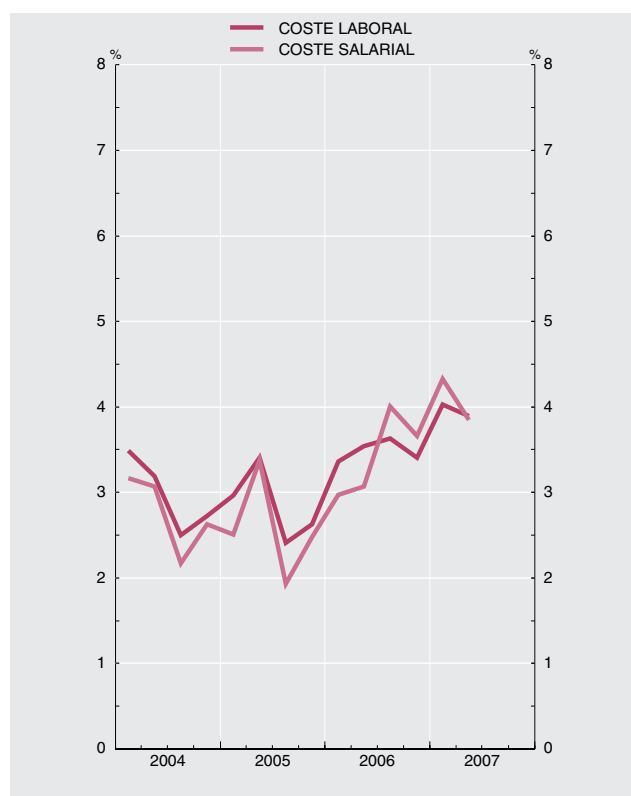
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

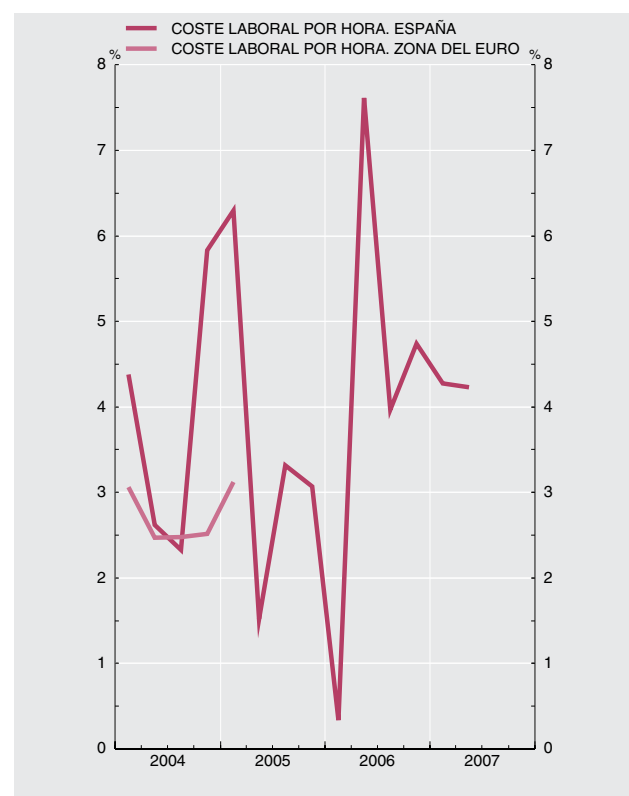
Tasas de variación interanual

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

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



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



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

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

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

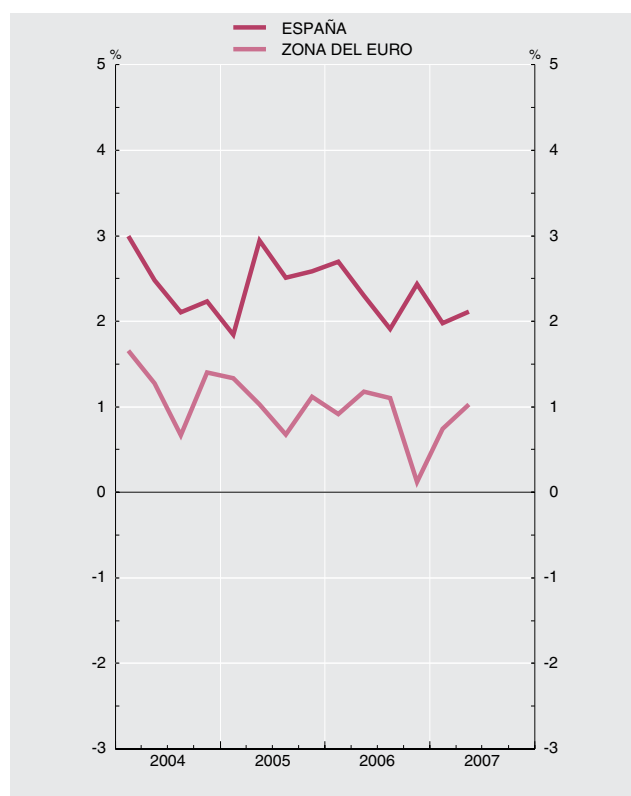
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

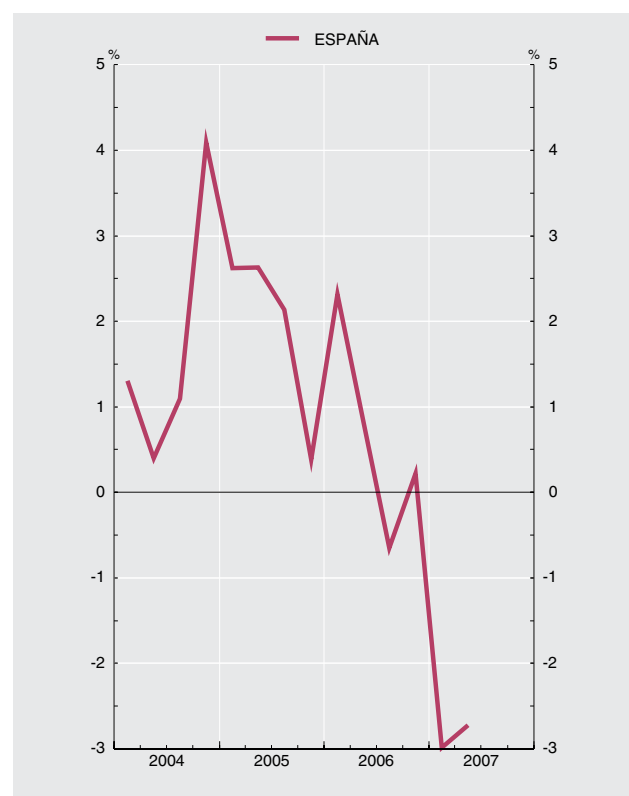
Tasas de variación interanual

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

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

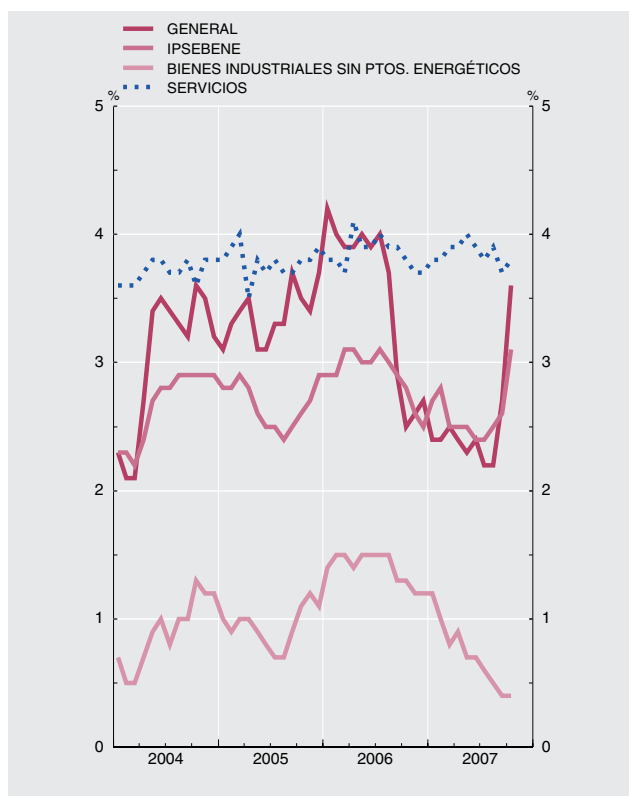
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

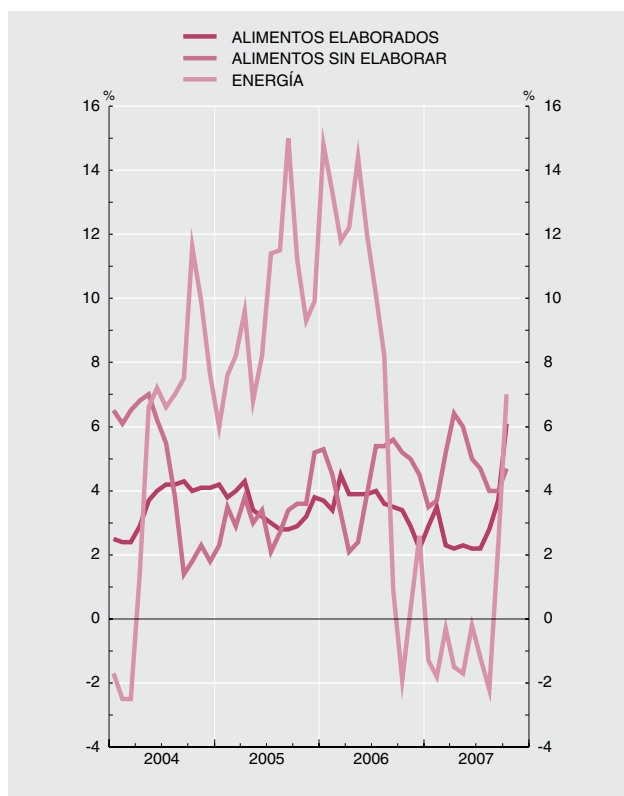
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub> (b)	s/T <sub>dic</sub> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
04	M	93,5	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
06 E-O	M	99,8	0,2	3,7	1,3	4,3	3,8	1,4	9,6	3,9	3,0	110,5	-0,7
07 E-O	M	102,3	0,3	2,5	1,2	4,7	3,0	0,7	-0,1	3,9	2,6	...	...
06	Jul	100,2	-0,6	4,0	1,7	5,4	4,0	1,5	10,1	4,0	3,1	103,6	0,7
	Ago	100,4	0,2	3,7	1,9	5,4	3,6	1,5	8,2	3,9	3,0	102,8	0,4
	Sep	100,2	-0,2	2,9	1,7	5,6	3,5	1,3	0,9	3,9	2,9	100,6	1,1
	Oct	100,6	0,4	2,5	2,1	5,2	3,4	1,3	-1,9	3,8	2,8	101,9	2,3
	Nov	100,9	0,2	2,6	2,4	5,0	2,9	1,2	0,3	3,7	2,6	107,7	0,7
	Dic	101,1	0,3	2,7	2,7	4,5	2,2	1,2	2,6	3,7	2,5	107,0	-5,8
07	Ene	100,5	-0,7	2,4	-0,7	3,5	2,9	1,2	-1,3	3,8	2,7	111,8	-6,7
	Feb	100,5	0,1	2,4	-0,6	3,7	3,5	1,0	-1,8	3,8	2,8	113,8	-6,3
	Mar	101,3	0,8	2,5	0,1	5,2	2,3	0,8	-0,3	3,9	2,5	115,3	1,5
	Abr	102,7	1,4	2,4	1,5	6,4	2,2	0,9	-1,5	3,9	2,5	120,3	6,7
	May	103,0	0,3	2,3	1,8	6,0	2,3	0,7	-1,7	4,0	2,5	116,2	0,4
	Jun	103,2	0,2	2,4	2,0	5,0	2,2	0,7	-0,2	3,9	2,4	116,3	2,6
	Jul	102,4	-0,7	2,2	1,3	4,7	2,2	0,6	-1,2	3,8	2,4	106,1	2,5
	Ago	102,5	0,1	2,2	1,4	4,0	2,8	0,5	-2,2	3,9	2,5	108,0	5,1
	Sep	102,9	0,3	2,7	1,7	4,0	3,7	0,4	2,3	3,7	2,6	...	...
	Oct	104,2	1,3	3,6	3,0	4,7	6,1	0,4	7,0	3,8	3,1	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

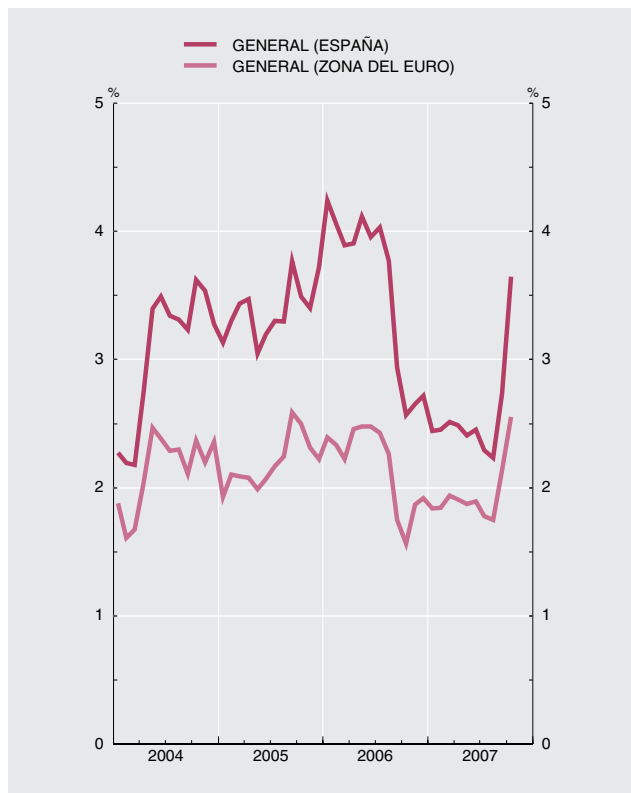
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

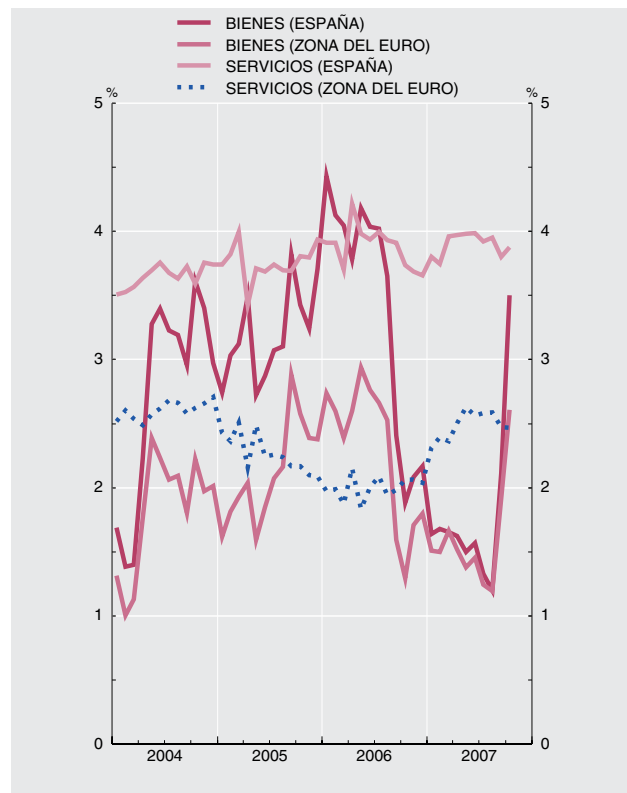
Tasas de variación interanual

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

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



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



FUENTE: Eurostat.

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

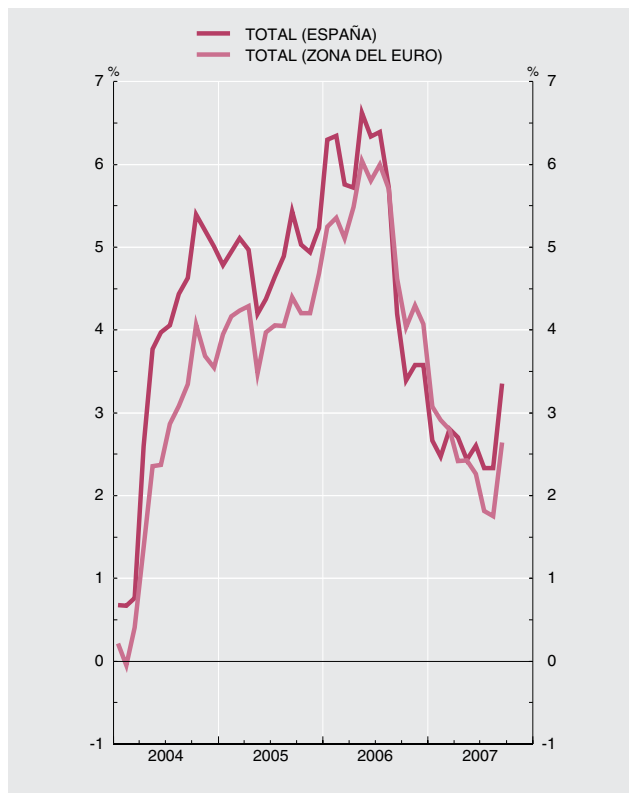
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

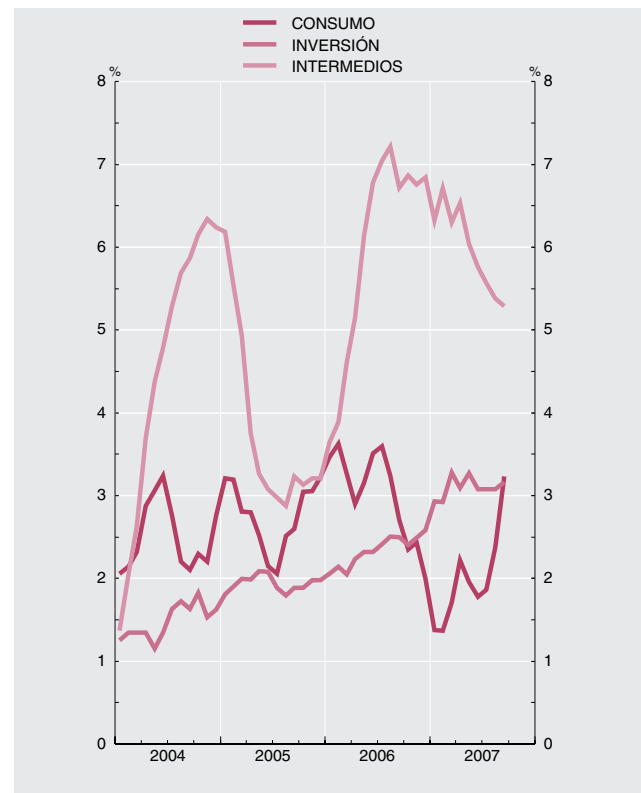
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo ( 32,1%)		Inversión ( 18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sup>1</sup> (b)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (b)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (b)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (b)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (b)	T <sup>1</sup> 12	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9	
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4	
06	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,5	
06 E-S	MP	118,6	—	5,9	—	3,3	—	2,3	—	5,7	—	14,5	5,5	1,7	1,3	4,3	16,0	
07 E-S	MP	121,7	—	2,6	—	2,0	—	3,1	—	6,0	—	-1,9	2,5	1,9	1,9	5,3	0,0	
06	Jun	P	119,2	-	6,3	0,3	3,5	0,2	2,3	0,4	6,8	-0,8	14,6	5,8	1,8	1,3	5,2	15,9
	Jul	P	119,9	0,6	6,4	0,2	3,6	0,1	2,4	0,3	7,0	2,0	13,9	6,0	1,9	1,6	6,1	14,9
	Ago	P	120,1	0,2	5,7	-0,1	3,2	0,1	2,5	0,3	7,2	-0,1	10,2	5,7	1,9	1,6	6,5	12,6
	Sep	P	119,3	-0,7	4,2	-0,3	2,7	0,1	2,5	0,3	6,7	-3,2	4,1	4,6	1,7	1,7	6,4	7,8
	Oct	P	118,8	-0,4	3,4	-	2,3	0,1	2,4	0,5	6,9	-2,7	0,5	4,0	1,7	1,8	6,3	5,2
	Nov	P	118,8	-	3,6	-	2,4	0,2	2,5	0,3	6,8	-0,8	1,0	4,3	1,6	1,9	6,1	6,9
	Dic	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,4	1,8	6,1	6,2
07	Ene	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,3	-1,1	3,1	1,5	2,0	6,2	1,7
	Feb	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,2	6,7	-0,4	-2,5	2,9	1,6	2,1	6,0	1,1
	Mar	P	120,9	0,6	2,8	0,3	1,7	0,4	3,3	0,5	6,3	1,2	-1,6	2,8	1,5	2,0	5,9	1,0
	Abr	P	121,5	0,5	2,7	0,5	2,2	0,1	3,1	0,7	6,5	0,7	-2,6	2,4	1,6	2,0	5,8	-0,7
	May	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,3	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,4	1,7	2,0	5,4	-0,1
	Jun	P	122,3	0,2	2,6	0,1	1,8	-	3,1	0,2	5,8	0,6	-1,4	2,3	1,6	1,9	5,1	-0,5
	Jul	P	122,7	0,3	2,3	0,2	1,9	0,1	3,1	0,2	5,6	0,8	-2,6	1,8	1,9	1,7	4,6	-1,9
	Ago	P	122,9	0,2	2,3	0,4	2,4	0,1	3,1	0,2	5,4	-0,4	-2,9	1,8	2,3	1,6	4,3	-2,0
	Sep	P	123,3	0,3	3,4	0,5	3,2	0,2	3,2	0,2	5,3	0,5	0,8	2,6	2,9	1,6	4,1	1,6

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.

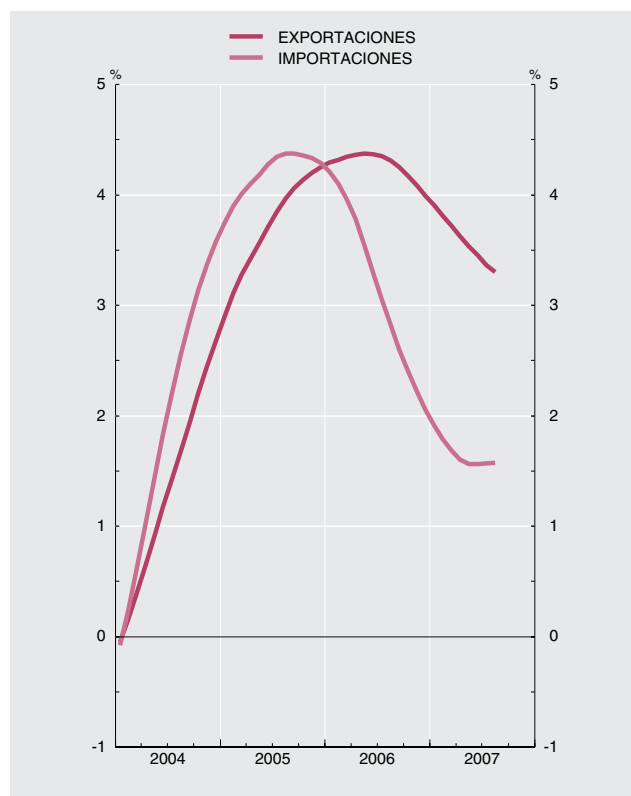
## 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

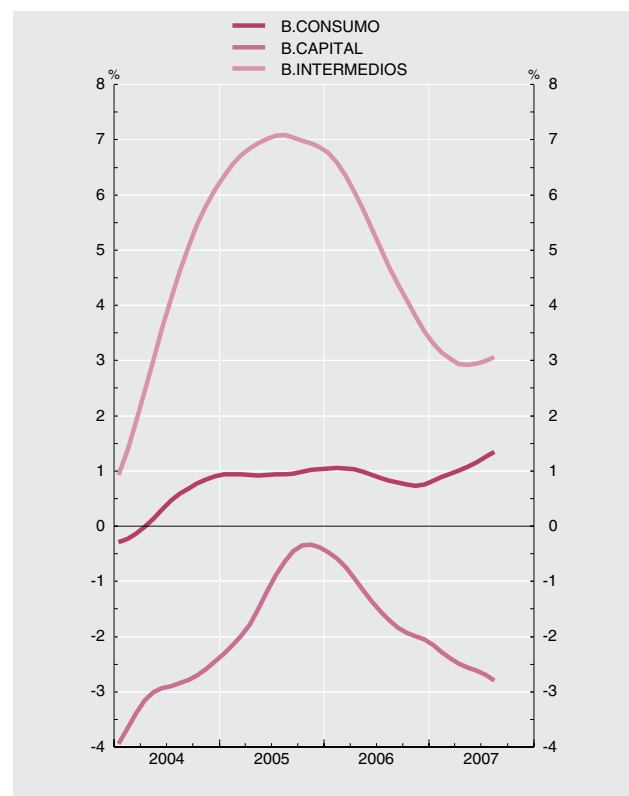
Tasas de variación interanual

	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	
04	1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3		1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1		5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0		5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
06 E-A	4,9	3,4	5,1	6,1	22,9		5,2	4,6	0,5	-1,3	7,8	29,0	2,1
07 E-A	3,1	2,9	-0,1	3,9	-5,6		4,6	0,4	2,3	-2,5	0,1	-7,1	3,1
06 Mar	5,0	2,1	0,6	8,1	33,2		6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,2	1,9
Abr	4,8	1,9	6,8	6,6	25,0		5,4	7,4	3,2	-4,2	11,7	30,5	5,8
May	4,5	5,0	1,0	4,9	16,0		4,3	6,1	4,2	-0,6	8,2	35,1	1,0
Jun	5,3	3,3	10,3	5,6	15,3		5,5	1,7	-1,5	-3,2	4,2	24,7	-0,3
Jul	6,1	8,2	-0,3	6,2	22,4		5,5	1,1	0,5	-7,3	3,1	16,3	-0,5
Ago	5,7	4,2	8,6	6,5	17,7		6,1	2,3	-0,6	-0,5	4,0	18,1	-0,3
Sep	5,4	5,6	-4,6	7,1	14,9		7,0	0,8	2,4	-5,0	1,0	8,0	0,4
Oct	5,7	5,9	-4,0	7,2	14,6		7,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	8,9	3,2
Nov	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0		6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
Dic	3,9	2,1	8,3	4,7	-2,8		4,7	1,2	-2,2	4,1	2,1	7,7	0,5
07 Ene	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8		5,6	0,8	8,6	0,8	-3,2	-5,9	-1,2
Feb	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7		7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
Mar	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3		5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
Abr	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4		4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
May	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9		6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7		4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9		4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
Ago	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8		0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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



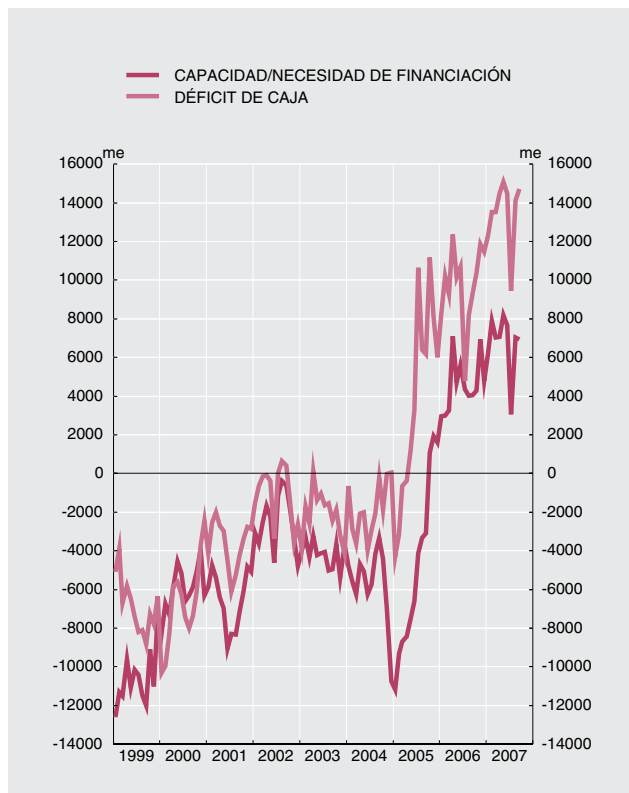
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

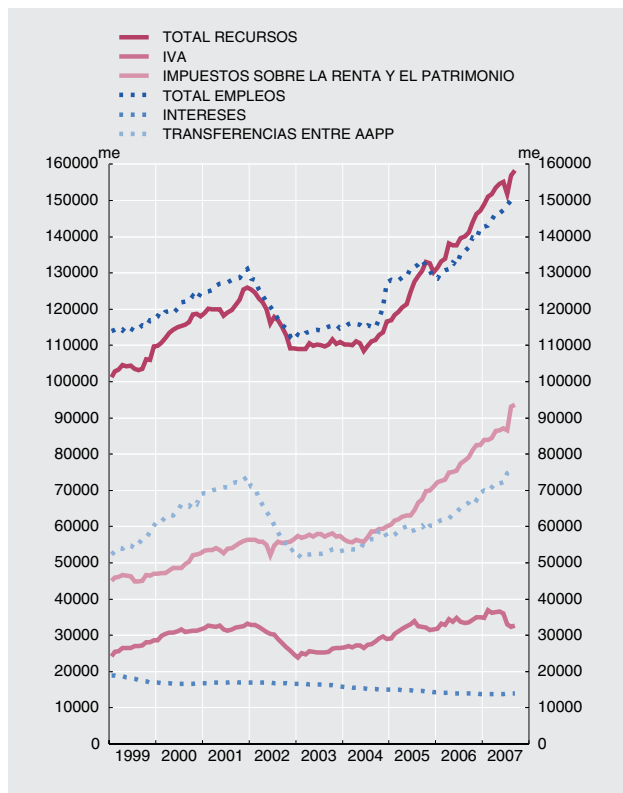
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de finan- ciación	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 importa- ciones excepto IVA	Interes y otras rentas de la propie- dad	Impues- to sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- nación de asala- riados	Inter- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líquidos	Pagos líquidos	
														1 = 2-8	2 = 3a7	3	4
99		-7 303	109 643	28 574	16 836	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00		-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01		-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02		-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03		-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04		-10 762	116 577	28 950	10 988	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	P	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P	4 766	147 201	34 929	11 331	5 261	82 541	13 139	142 435	16 883	13 820	69 299	5 442	36 991	11 471	141 847	130 375
06 E-S	P	10 708	102 898	26 864	8 317	3 122	56 038	8 557	92 190	12 008	10 345	47 592	2 680	19 565	6 913	99 683	92 771
07 E-S	A	12 875	113 983	24 697	9 703	4 121	67 204	8 258	101 108	12 882	10 460	54 429	2 151	21 186	10 169	111 524	101 355
06 Dic	P	-15 035	10 757	270	980	891	5 869	2 747	25 792	2 281	1 134	8 962	2 026	11 389	-5 598	9 485	15 083
07 Ene	A	2 894	11 116	-477	1 097	313	9 803	380	8 222	1 226	1 179	5 020	-	797	-3 742	12 189	15 932
Feb	A	9 918	20 572	15 637	945	244	3 444	302	10 654	1 332	1 059	4 827	113	3 323	9 973	19 855	9 882
Mar	A	-5 731	6 119	249	876	1 015	2 673	1 306	11 850	1 342	1 190	6 668	173	2 477	-3 915	5 738	9 653
Abr	A	13 165	24 444	7 923	1 102	347	14 360	712	11 279	1 334	1 141	5 848	864	2 092	14 190	24 317	10 127
May	A	-6 481	3 919	161	995	539	851	1 373	10 400	1 328	1 184	5 495	186	2 207	-5 286	3 423	8 709
Jun	A	-8 039	4 162	21	1 115	311	1 077	1 638	12 201	2 301	1 159	5 684	86	2 971	-7 051	3 604	10 655
Jul	A	2 301	16 300	1 521	1 245	723	11 950	861	13 999	1 337	1 216	8 822	285	2 339	-852	16 648	17 500
Ago	A	4 330	15 012	-3 761	1 114	275	17 060	324	10 682	1 318	1 182	5 957	200	2 025	3 911	13 879	9 968
Sep	A	518	12 339	3 423	1 214	354	5 986	1 362	11 821	1 364	1 150	6 108	244	2 955	2 942	11 870	8 929

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

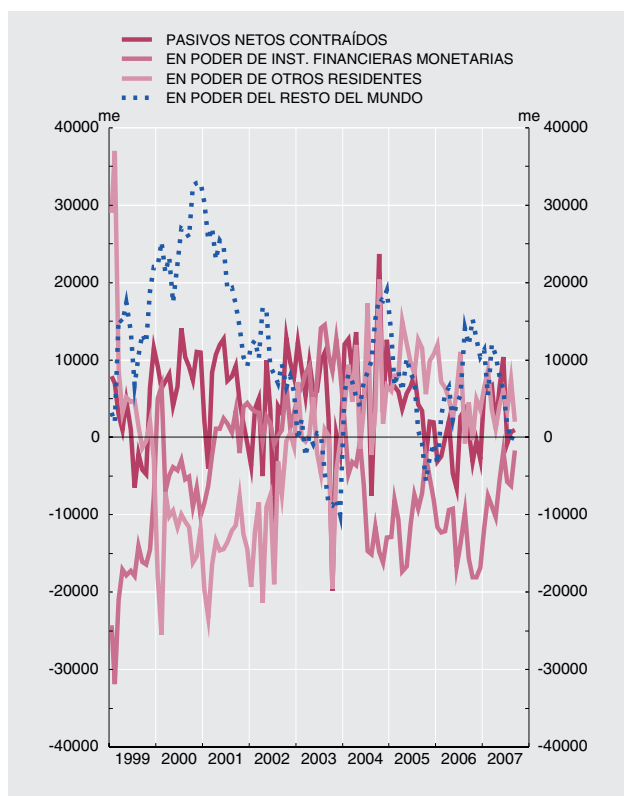
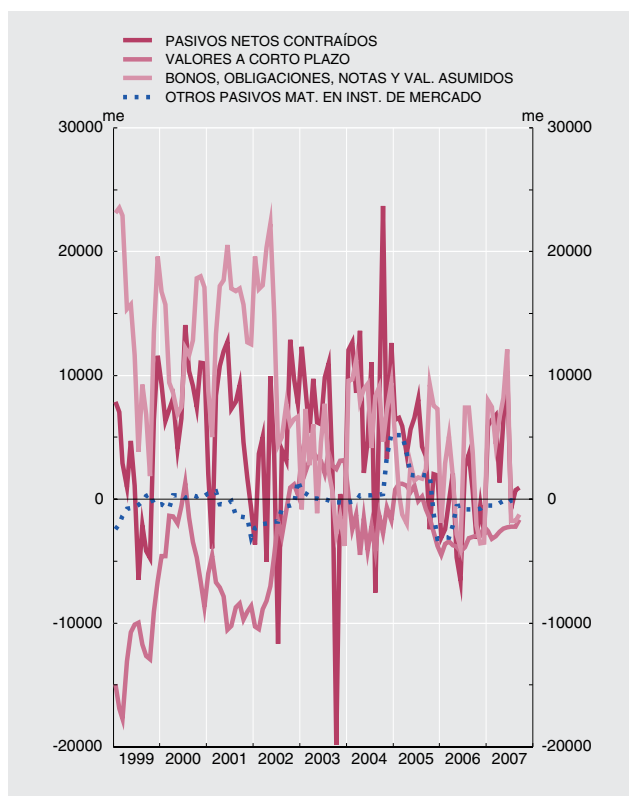
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- cia- ción	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 distin- tas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, 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	Dépo- sitos en el Banco de España	Total	Institu- ciones financie- ras mon- etarias							Otros sectores residen- tes				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
99		-7 303	4 264	4 574	11 567	209	-6 629	19 592	-499	-446	-451	-10 458	-7 605	-2 853	22 026	12 018
00		-6 330	4 625	5 690	10 955	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 727	-21 968	-10 117	-11 851	32 924	8 228
01		-5 076	-5 852	-20 141	-776	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 081	-9 982	4 424	-14 406	9 206	305
02		-4 780	2 942	-95	7 722	-888	346	6 655	-486	1 488	-280	1 932	3 148	-1 215	5 790	8 002
03		-3 692	-5 749	0	-2 057	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-675	7 918	8 524	-606	-9 975	-1 381
04		-10 762	1 872	-0	12 634	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	188	-6 341	-12 978	6 637	18 975	12 446
05	P	1 590	3 505	0	1 915	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 076	2 673	-8 026	10 699	-758	-161
06	P	4 766	1 870	-200	-2 896	175	-2 198	-3 488	-486	-533	3 809	-13 253	-16 865	3 613	10 357	-6 704
06 E-S	P	10 708	7 385	-200	-3 323	156	5	-971	-	-579	-1 778	-12 893	-13 492	600	9 569	-1 546
07 E-S	A	12 875	13 373	95	498	-21	557	1 266	-519	-323	-482	686	1 675	-989	-188	981
06 Dic	P	-15 035	-11 427	-0	3 608	9	-1 805	2 286	-486	13	3 599	4 257	-395	4 652	-648	9
07 Ene	A	2 894	5 799	-0	2 905	9	1 628	106	-	8	1 165	802	-2 688	3 490	2 103	1 741
Feb	A	9 918	8 308	0	-1 610	8	-3 064	3 148	-	-1	-1 692	1 444	2 372	-927	-3 054	82
Mar	A	-5 731	-269	20	5 462	4	2 220	686	-	7	2 549	-3 512	116	-3 628	8 974	2 913
Abr	A	13 165	7 525	6 773	-5 640	-11	-2 623	969	-519	21	-3 488	-5 230	-4 296	-934	-410	-2 152
May	A	-6 481	-3 444	107	3 037	9	2 148	985	-	24	-120	6 836	4 683	2 153	-3 799	3 157
Jun	A	-8 039	-3 539	-4 491	4 500	8	-2 681	6 511	-	-136	805	4 214	1 880	2 333	286	3 695
Jul	A	2 301	-6 897	-2 109	-9 198	-56	2 031	-15 135	-	-78	3 984	-3 832	-4 391	558	-5 366	-13 183
Ago	A	4 330	182	-301	-4 148	8	-1 606	1 040	-	27	-3 609	-1 815	44	-1 859	-2 333	-539
Sep	A	518	5 708	97	5 190	-	2 505	2 956	-	-195	-76	1 779	3 956	-2 176	3 411	5 267

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.

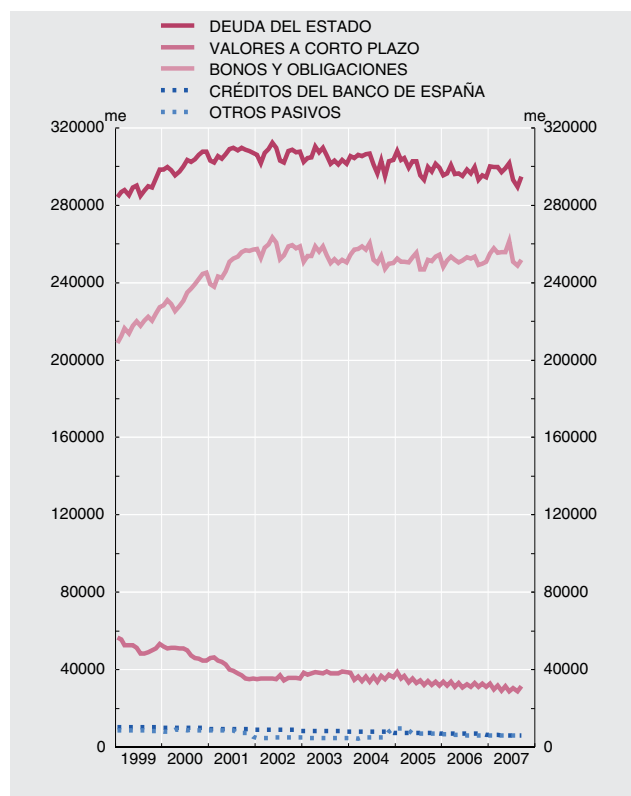
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

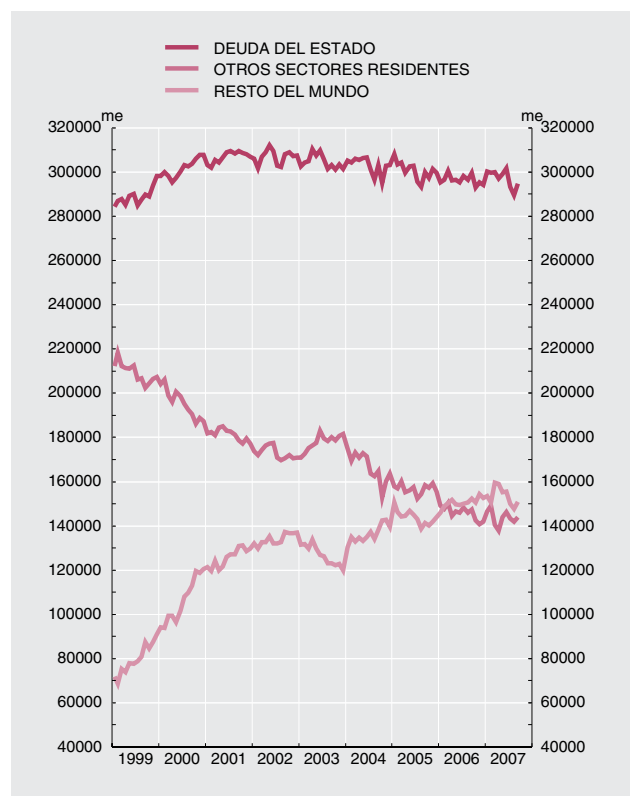
Millones de euros

	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	Avalés presta-dos (saldo vivo)		
	En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obliga-ciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializa-dos en instrumen-tos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo				
						Total	Adminis-traciones Públicas	Otros sectores residen-tes					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059	
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185	
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251	
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412	
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310	
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430	
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460	
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04	P 303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186	
05	P 299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020	
06	Nov	P 295 340	516	32 762	249 643	6 902	6 033	162 670	21 792	140 878	154 462	100	5 960
	Dic	P 294 332	515	31 087	250 784	6 416	6 046	163 603	21 788	141 815	152 517	100	5 794
07	Ene	A 300 173	519	32 703	255 001	6 416	6 054	168 342	21 788	146 553	153 620	100	5 772
	Feb	A 299 752	386	29 614	257 670	6 416	6 052	170 980	21 788	149 192	150 560	100	5 777
	Mar	A 299 862	382	31 834	255 553	6 416	6 060	164 146	23 783	140 363	159 500	120	5 681
	Abr	A 297 000	381	29 191	255 895	5 832	6 081	161 359	23 439	137 921	159 079	6 893	5 718
	May	A 299 174	382	31 340	255 896	5 832	6 105	167 331	23 439	143 892	155 282	7 000	5 716
	Jun	A 301 746	386	28 640	261 304	5 832	5 969	169 825	23 535	146 290	155 456	2 508	6 166
	Jul	A 293 196	386	30 511	250 962	5 832	5 891	166 645	23 384	143 261	149 935	399	6 106
	Ago	A 289 434	384	28 765	248 919	5 832	5 917	167 392	25 580	141 812	147 622	98	6 106
	Sep	A 294 716	373	31 360	251 800	5 832	5 723	169 484	25 580	143 904	150 812	195	6 193

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.

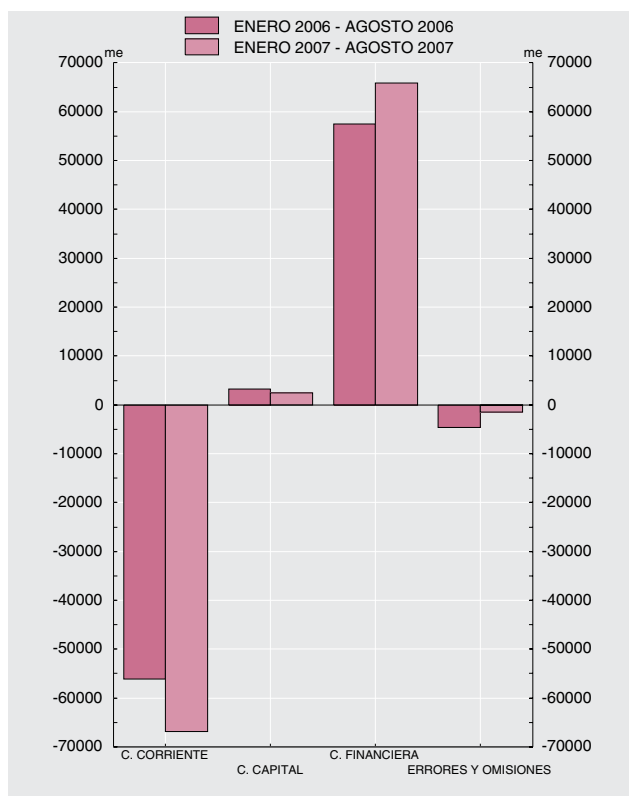
# 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

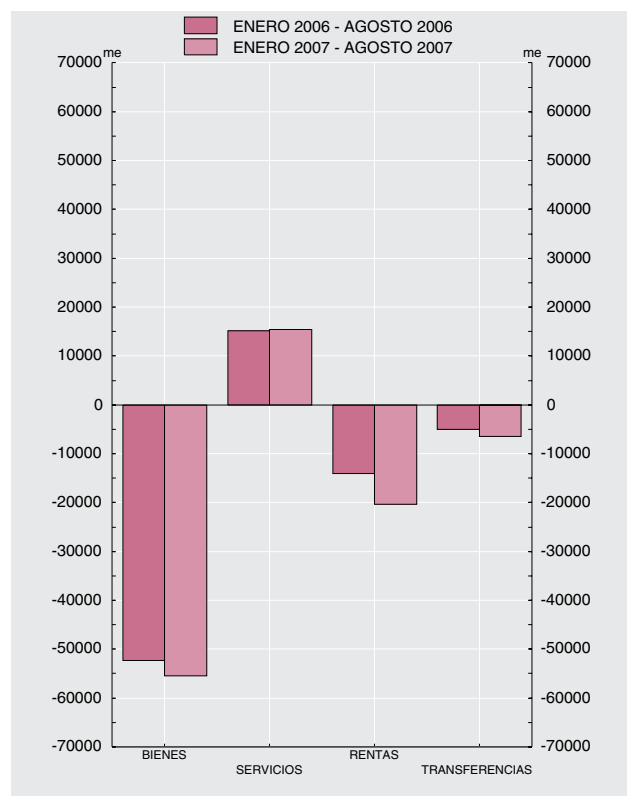
Millones de euros

Cuenta corriente (a)																				
Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Trans- feren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes					
	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)				
04	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885			
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139			
06	P -84 736	-80 142	172 421	252 563	22 143	84 461	40 710	62 319	13 266	-20 983	39 031	60 014	-5 754	6 175	-78 562	81 471	-2 909			
06 E-A	P -56 150	-52 253	112 557	164 810	15 114	55 791	27 439	40 677	8 614	-14 031	23 741	37 772	-4 979	3 237	-52 912	57 506	-4 594			
07 E-A	P -66 817	-55 481	120 991	176 472	15 470	61 489	28 395	46 019	9 340	-20 284	29 822	50 106	-6 521	2 418	-64 398	65 895	-1 496			
06 May	P -5 675	-6 710	15 703	22 413	2 310	7 081	3 352	4 771	702	-901	4 361	5 262	-374	645	-5 031	5 670	-639			
Jun	P -6 083	-6 802	15 422	22 223	2 125	7 651	3 988	5 526	1 207	-1 678	3 168	4 846	272	201	-5 882	5 588	294			
Jul	P -8 445	-6 453	13 789	20 242	3 116	8 658	4 936	5 542	1 334	-4 200	2 957	7 156	-908	572	-7 873	8 039	-167			
Ago	P -6 438	-7 441	11 419	18 860	3 386	8 748	5 149	5 362	1 588	-1 666	2 395	4 060	-718	731	-5 708	7 049	-1 341			
Sep	P -7 452	-6 790	14 319	21 109	2 493	7 725	4 447	5 232	1 289	-2 310	2 687	4 998	-844	3	-7 449	7 125	324			
Oct	P -7 540	-7 560	15 491	23 052	2 559	7 955	3 924	5 397	1 192	-2 248	2 671	4 920	-290	363	-7 178	7 293	-115			
Nov	P -10 269	-7 910	15 329	23 239	1 120	6 452	2 630	5 332	1 168	-2 288	2 772	5 060	-1 191	583	-9 686	7 849	1 837			
Dic	P -3 326	-5 629	14 725	20 354	857	6 539	2 269	5 681	1 002	-105	7 159	7 264	1 551	1 989	-1 337	1 699	-362			
07 Ene	P -8 622	-6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329			
Feb	P -8 981	-6 021	15 130	21 151	819	5 849	2 290	5 030	910	-1 939	2 790	4 729	-1 839	131	-8 850	9 376	-526			
Mar	P -7 885	-6 774	16 599	23 373	1 130	6 856	2 814	5 726	1 076	-2 226	3 823	6 049	-14	102	-7 783	7 292	491			
Abr	P -8 851	-6 944	14 539	21 483	1 140	6 542	2 717	5 402	996	-2 120	3 834	5 954	-927	276	-8 575	6 468	2 107			
May	P -8 181	-7 045	16 279	23 324	2 151	7 415	3 358	5 264	779	-2 693	3 271	5 964	-594	244	-7 937	8 400	-464			
Jun	P -7 683	-7 451	16 363	23 814	2 429	8 442	4 124	6 013	1 252	-2 483	5 870	8 353	-178	102	-7 581	9 042	-1 461			
Jul	P -9 879	-7 813	15 545	23 358	3 371	10 309	5 065	6 938	1 548	-4 499	4 087	8 586	-937	153	-9 726	8 610	1 116			
Ago	P -6 735	-6 981	12 331	19 312	3 479	9 642	5 353	6 163	1 664	-2 373	2 340	4 713	-860	109	-6 626	9 056	-2 430			

## RESUMEN



## DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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

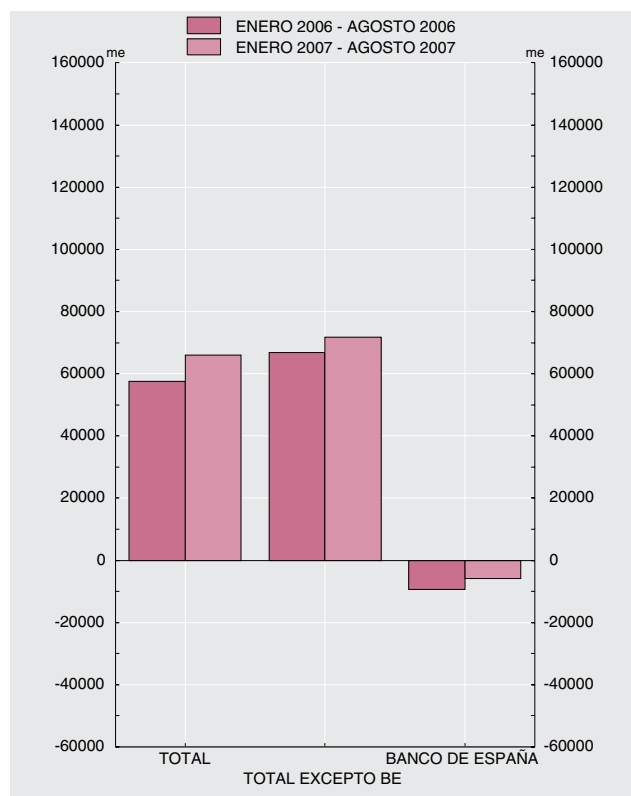
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

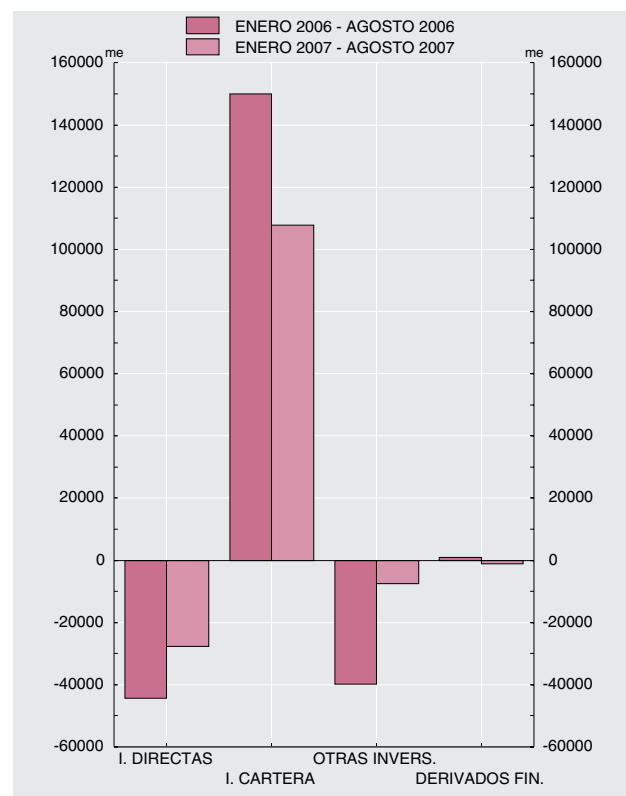
Millones de euros

		Cuenta finan- ciera  (VNP- VNA)  1= 2+13	Total, excepto Banco de España											Banco de España			
			Total  (VNP- VNA)  2=3+6+ 9+12	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA)  12	Total  (VNP- VNA)  13=14+ 15+16	Reser- vas  (e)  14	Activos frente al Euro- sistema  (e)  15	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)  16
				Saldo (VNP- VNA)  3=5-4	De España en el exterior (VNA)  4	Del exterior en España (VNP) (b)  5	Saldo (VNP- VNA)  6=8-7	De España en el exterior (VNA)  7	Del exterior en España (VNP) (c)  8	Saldo (VNP- VNA)  9=11-10	De España en el exterior (VNA)  10	Del exterior en España (VNP)  11					
04		34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05		60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	P	81 471	107 271	-55 531	71 486	15 955	198 314	-5 103	193 210	-37 556	70 361	32 806	2 044	-25 800	-480	-12 327	-12 993
06 E-A	P	57 506	66 892	-44 379	56 081	11 702	150 009	-785	149 224	-39 725	46 661	6 935	987	-9 386	91	-6 376	-3 101
07 E-A	P	65 895	71 676	-27 623	44 199	16 577	107 808	11 876	119 684	-7 439	52 129	44 690	-1 070	-5 782	-353	5 273	-10 702
06 May	P	5 670	3 688	-3 588	3 854	266	39 269	-16 669	22 601	-31 039	7 426	-23 613	-955	1 982	171	2 240	-429
Jun	P	5 588	9 873	-5 467	4 995	-472	27 088	-2 903	24 185	-12 747	4 409	-8 338	1 000	-4 285	-270	-4 148	134
Jul	P	8 039	10 470	-1 349	6 753	5 405	21 176	-1 722	19 454	-9 432	5 854	-3 578	74	-2 430	113	-1 897	-646
Ago	P	7 049	-1 972	-2 874	2 770	-104	2 192	2 103	4 295	-1 453	1 954	500	163	9 021	-150	10 682	-1 511
Sep	P	7 125	10 138	-3 248	4 679	1 431	15 316	-7 069	8 247	-1 759	11 038	9 279	-171	-3 013	-482	-1 975	-557
Oct	P	7 293	17 408	1 358	1 316	2 674	15 675	-3 055	12 621	-1 119	11 615	10 497	1 493	-10 114	4	-5 821	-4 297
Nov	P	7 849	7 235	-4 313	4 412	98	14 458	4 662	19 120	-2 231	5 081	2 849	-679	614	-20	3 750	-3 116
Dic	P	1 699	5 600	-4 950	4 999	49	2 856	1 143	3 999	7 279	-4 033	3 246	415	-3 901	-73	-1 905	-1 923
07 Ene	P	7 650	6 609	-2 105	4 550	2 445	16 709	-346	16 363	-8 633	6 318	-2 315	638	1 041	45	963	33
Feb	P	9 376	16 999	1 403	474	1 877	17 715	5 409	23 124	-2 190	10 289	8 098	71	-7 623	32	-6 077	-1 578
Mar	P	7 292	6 518	-4 662	2 483	-2 179	18 410	5 597	24 007	-7 622	19 297	11 675	392	774	-33	2 645	-1 838
Abr	P	6 468	20 239	-6 340	12 778	6 438	18 014	932	18 946	7 472	-13 089	-5 617	1 093	-13 771	-17	-12 813	-941
May	P	8 400	6 564	-9 661	11 760	2 099	9 722	5 364	15 086	7 987	4 585	12 572	-1 484	1 836	-29	3 622	-1 756
Jun	P	9 042	10 692	-885	1 627	743	12 394	1 260	13 654	-801	8 449	7 648	-16	-1 650	-308	321	-1 663
Jul	P	8 610	10 720	-4 183	7 820	3 637	14 679	-2 306	12 373	1 260	10 677	11 937	-1 036	-2 109	-35	949	-3 023
Ago	P	9 056	-6 665	-1 190	2 708	1 517	165	-4 035	-3 870	-4 912	5 604	692	-728	15 721	-6	15 663	64

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

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

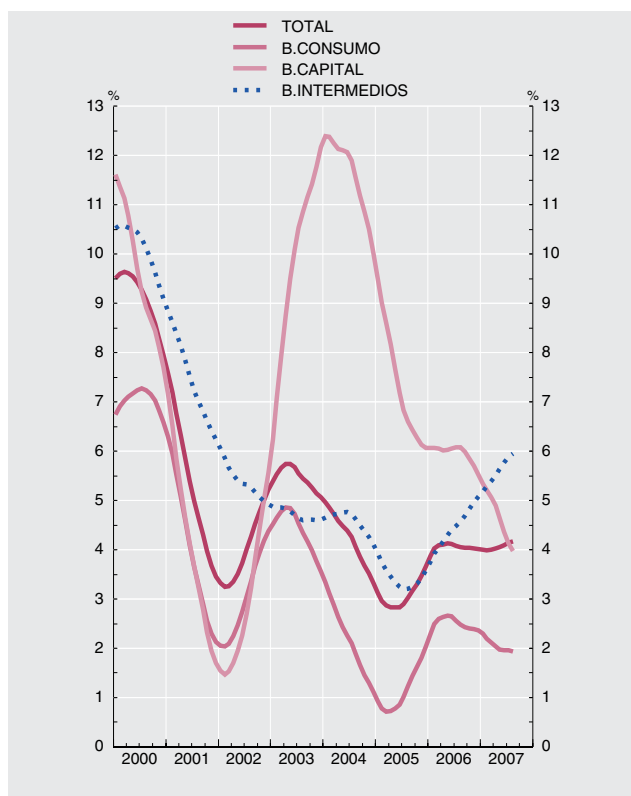
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	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:		Total	Del cual:				
										UE 15	Zona del euro		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	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,5	2,3	2,1	4,2	10,2	10,4	11,8	14,5	
06 Jul	13 597	6,2	0,1	-2,8	8,3	0,4	-13,8	1,1	7,2	6,6	9,1	6,5	15,6	-14,4	32,4	-9,0	
06 Ago	11 264	13,5	7,5	6,5	26,1	5,1	-12,6	6,4	9,3	8,7	10,6	10,3	26,3	25,2	79,4	4,1	
06 Sep	14 092	4,3	-1,0	-5,3	18,9	-1,1	-16,2	-0,2	3,8	3,6	4,9	3,1	-1,2	-0,6	11,1	23,5	
06 Oct	15 264	15,5	9,3	5,0	27,0	9,9	-21,1	11,6	17,6	17,3	18,2	14,5	-4,1	-1,5	57,0	31,3	
06 Nov	15 097	3,5	0,1	-0,5	-8,6	2,8	-39,6	5,0	7,5	6,9	8,3	5,9	3,5	-16,8	-28,7	-15,3	
06 Dic	14 538	9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,6	0,9	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	9,9	
07 Ene	13 969	9,5	6,0	9,7	-18,6	8,5	-15,1	9,7	11,4	10,5	13,6	9,0	4,7	31,0	-16,4	76,6	
07 Feb	14 860	6,2	1,7	-2,4	7,4	3,8	-3,4	4,1	3,0	2,5	4,4	4,5	20,8	-16,6	58,2	-23,2	
07 Mar	16 302	5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	7,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	-8,1	
07 Abr	14 399	9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,0	8,1	10,1	4,8	-12,0	45,0	42,2	-4,6	
07 May	16 019	3,5	0,2	-5,9	1,6	4,6	-6,2	5,1	4,4	3,4	5,6	2,5	-22,1	-11,0	-14,4	-10,9	
07 Jun	16 110	6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	2,3	3,0	4,2	24,3	14,2	22,0	14,4	
07 Jul	15 322	12,7	10,6	13,2	-5,8	12,2	15,5	12,0	12,7	12,1	13,7	11,7	9,4	27,7	-20,9	8,0	
07 Ago	12 126	7,6	6,0	-3,8	-8,3	14,8	30,5	13,9	4,7	3,4	7,0	3,9	2,9	24,0	-38,6	9,0	

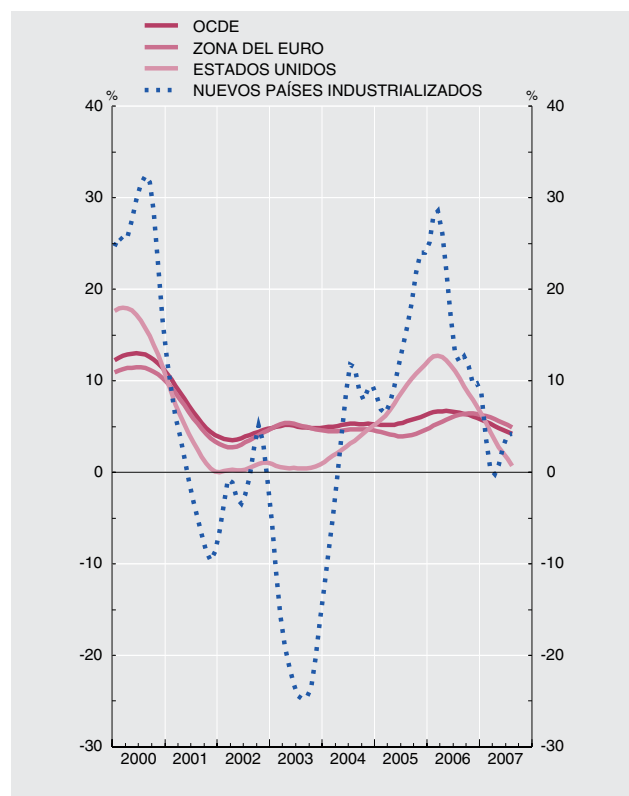
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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 EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

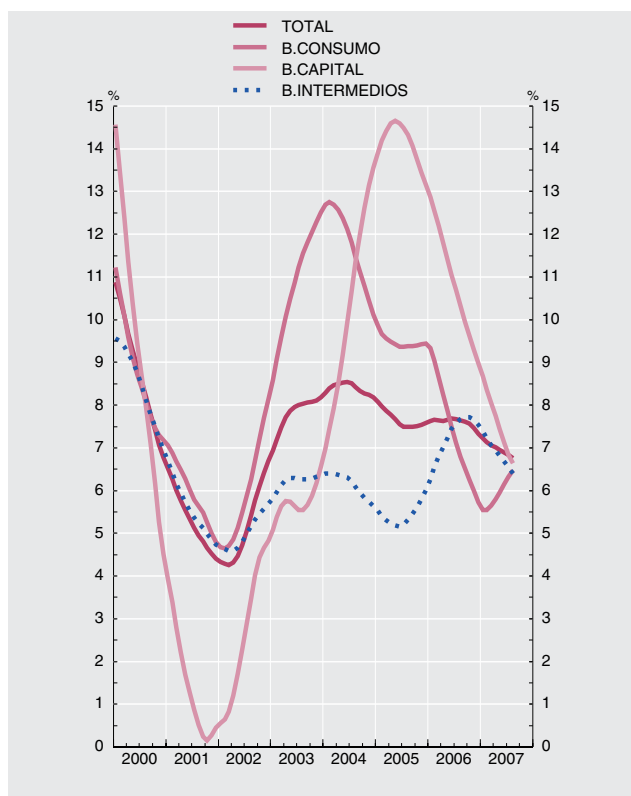
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomin-al	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Del cual:		Total	Del cual:				
										UE 15	Zona del euro		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	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,5	5,2	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	11,2	
06 Jul	20 774	9,8	8,5	3,4	12,3	10,3	4,8	11,6	7,7	7,4	8,0	7,5	37,8	30,3	4,8	21,7	
Ago	19 342	13,0	10,5	4,9	5,2	14,4	1,3	19,0	8,9	8,0	8,2	9,0	-4,6	26,1	24,6	28,8	
Sep	21 740	5,4	4,6	-0,5	2,3	7,6	-8,5	11,7	3,0	2,1	1,6	3,4	-3,2	-7,1	39,8	9,8	
Oct	23 665	19,2	17,2	13,6	31,5	16,5	15,1	16,9	13,3	13,5	14,8	13,9	18,1	38,1	51,8	41,5	
Nov	23 871	9,1	8,8	8,9	-4,6	12,5	1,3	15,2	8,2	6,9	8,9	8,5	19,4	-2,0	-16,0	9,8	
Dic	20 934	2,3	1,1	0,3	-8,1	3,8	2,6	4,1	-4,7	-5,4	-3,5	-3,3	36,8	12,2	29,1	24,3	
07 Ene	21 592	11,7	10,8	-7,9	32,2	17,9	4,0	21,6	10,1	6,4	5,8	7,7	15,4	1,6	17,2	0,3	
Feb	21 749	6,1	5,5	1,8	14,7	5,5	3,2	6,1	4,8	5,6	6,2	5,1	7,5	-8,9	41,2	-1,8	
Mar	24 106	2,7	0,8	3,1	14,8	-2,7	-12,0	-0,5	4,9	5,2	5,7	2,7	-3,6	-19,6	-1,7	0,6	
Abr	22 059	10,0	12,3	10,6	9,3	13,5	1,9	16,4	12,1	12,3	13,3	11,8	11,6	-11,3	5,5	-1,9	
May	23 943	4,1	6,8	-0,1	17,6	8,0	6,4	8,4	5,6	5,3	7,5	6,5	18,0	-10,0	-26,2	-10,6	
Jun	24 426	6,8	3,6	7,2	6,2	1,4	1,0	1,5	6,7	6,2	6,2	6,3	18,1	-2,4	3,3	13,7	
Jul	23 983	15,4	13,4	15,0	0,6	14,8	10,6	15,8	14,4	13,4	14,9	15,1	4,1	-1,1	22,2	2,5	
Ago	19 946	3,1	3,7	5,7	-6,2	4,3	-0,3	5,7	4,9	3,7	4,2	5,3	38,5	-14,2	1,6	-9,9	

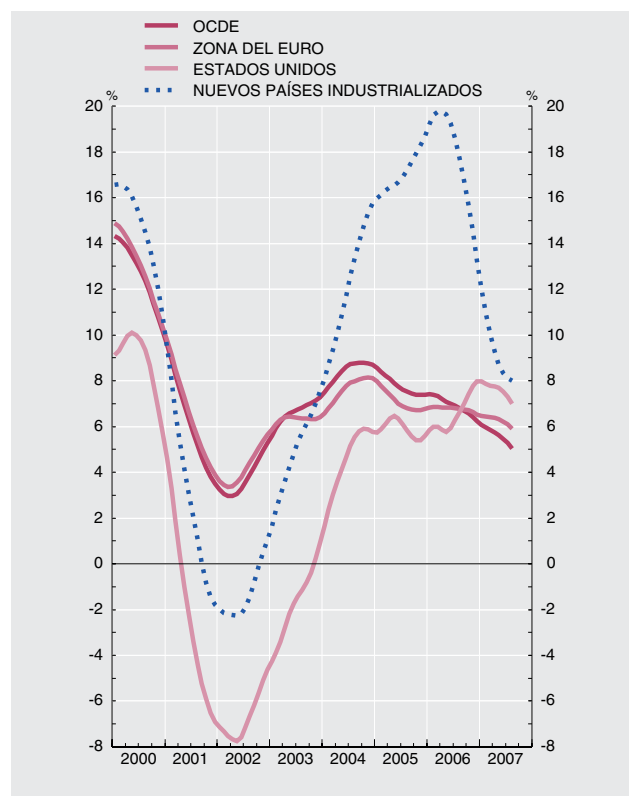
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

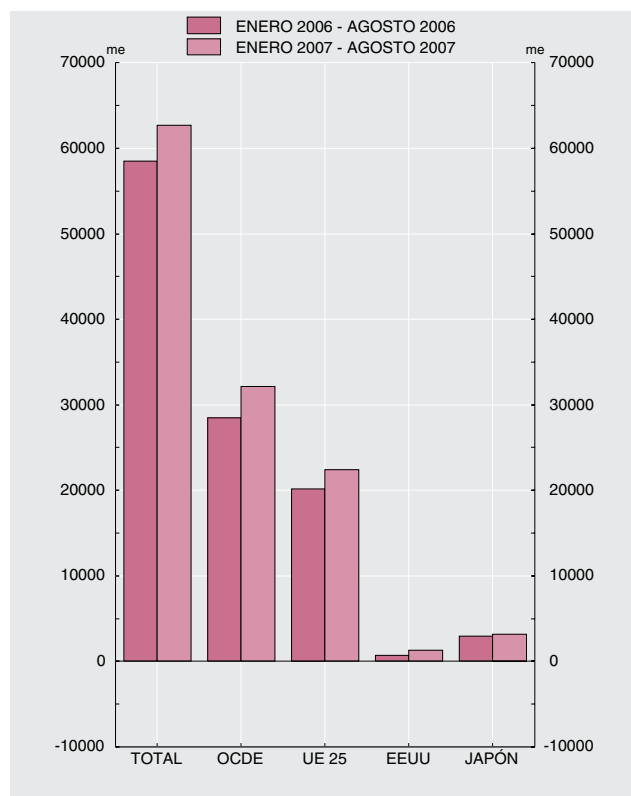
# 7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

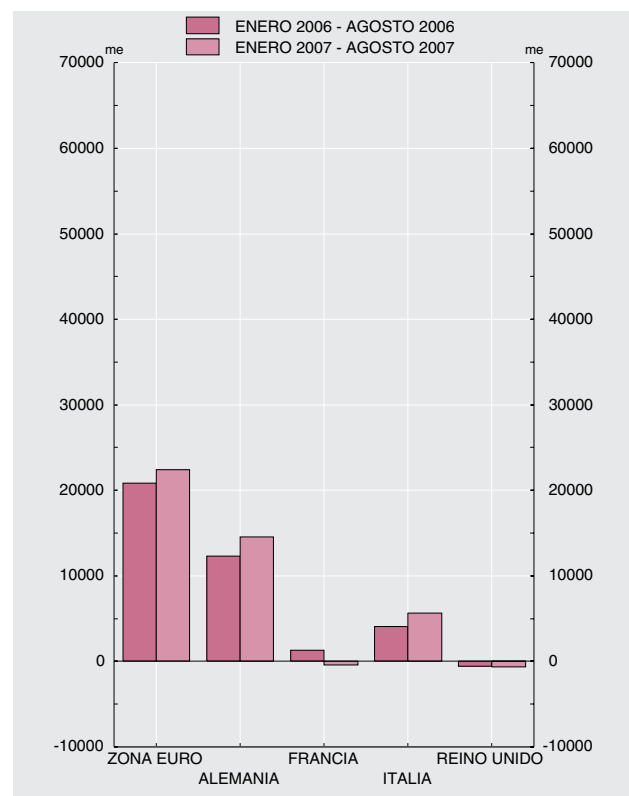
Millones de euros

	Unión Europea (UE 25)									OCDE						
Total mundial	Total	Unión Europea (UE 15)								Del cual:				OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
		Total	Zona del euro					Reino Unido	Resto UE 15	Total	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	
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176	
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600	
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104	
05	-77 950	-30 553	-29 889	-29 596	-16 749	-3 112	-6 938	-210	-82	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-3 411	
06	-92 249	-33 476	-31 940	-32 084	-18 689	-1 625	-7 184	294	-150	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-4 564	
06 E-A	-58 467	-21 178	-20 135	-20 829	-12 324	-1 275	-4 086	558	135	-28 458	-676	-2 931	-12 022	-1 633	-2 943	
07 E-A	-62 698	-23 486	-22 428	-22 381	-14 541	409	-5 657	622	-670	-32 140	-1 267	-3 178	-10 369	-2 066	-2 880	
06 Jul	-7 177	-2 676	-2 675	-2 716	-1 563	-101	-680	-19	60	-3 540	-209	-336	-1 549	-118	-359	
Ago	-8 078	-2 856	-2 773	-2 708	-1 491	-165	-483	-68	3	-3 752	2	-326	-1 716	-123	-301	
Sep	-7 647	-2 359	-2 256	-2 251	-1 396	-83	-460	-5	-0	-3 437	-43	-372	-1 476	-429	-322	
Oct	-8 402	-2 612	-2 481	-2 582	-1 597	93	-672	97	4	-3 939	-95	-455	-1 601	-582	-439	
Nov	-8 775	-3 075	-2 890	-2 844	-1 642	65	-898	87	-134	-4 392	-202	-375	-1 336	-531	-476	
Dic	-6 396	-2 961	-2 807	-2 709	-1 483	-209	-606	-78	-20	-3 565	37	-361	-1 422	84	-405	
07 Ene	-7 624	-2 214	-1 825	-1 918	-1 456	112	-438	150	-57	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-354	
Feb	-6 889	-2 374	-2 316	-2 375	-1 756	167	-605	145	-86	-3 338	-80	-401	-1 206	-180	-341	
Mar	-7 804	-2 837	-2 799	-2 826	-1 840	170	-642	183	-156	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-355	
Abr	-7 660	-3 344	-3 257	-3 061	-1 908	-68	-749	-113	-83	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-285	
May	-7 924	-2 863	-2 679	-2 718	-1 974	153	-714	81	-42	-4 191	-269	-407	-1 268	-192	-394	
Jun	-8 316	-3 617	-3 508	-3 606	-2 199	-24	-897	188	-90	-4 529	73	-410	-1 463	-111	-540	
Jul	-8 661	-3 225	-3 148	-3 217	-2 052	102	-881	132	-63	-4 458	-184	-368	-1 437	-390	-361	
Ago	-7 820	-3 012	-2 896	-2 660	-1 355	-203	-731	-142	-93	-4 070	-196	-352	-1 330	-382	-250	

## DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



## DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

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

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



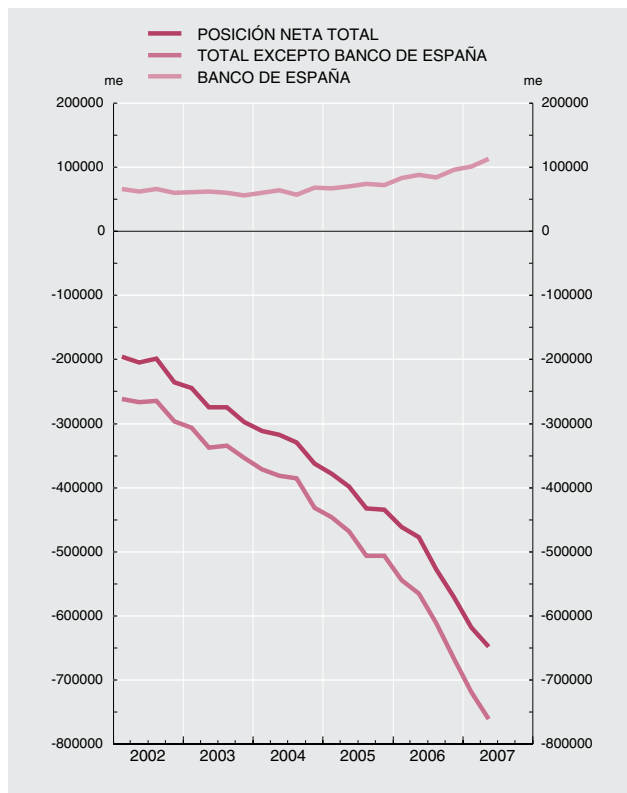
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

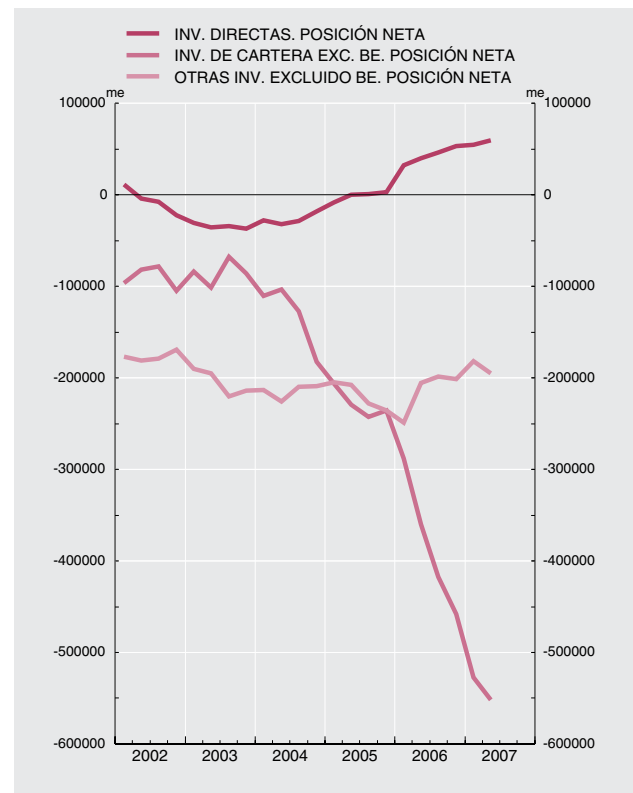
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España			
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros neta (activos - pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16	
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	...	73,7	37,3	36,0	0,4
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04 //	-317,7	-381,9	-32,4	247,6	280,0	-123,4	347,9	471,3	-226,1	222,1	448,2	-	64,2	16,2	27,9	20,0
04 ///	-329,0	-385,8	-28,6	254,2	282,9	-147,2	344,4	491,5	-210,0	229,7	439,7	-	56,8	15,9	20,5	20,4
04 IV	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05 I	-378,7	-446,0	-8,3	287,3	295,6	-232,7	366,5	599,2	-205,0	240,3	445,2	-	67,3	13,3	25,2	28,8
05 II	-398,3	-468,6	0,3	298,8	298,5	-261,4	390,8	652,2	-207,5	255,7	463,2	-	70,4	13,7	22,0	34,7
05 III	-432,3	-506,3	0,4	302,8	302,4	-278,9	417,7	696,6	-227,8	255,5	483,3	-	74,0	14,0	21,2	38,7
05 IV	-434,3	-506,4	2,6	317,0	314,4	-273,6	454,7	728,4	-235,4	269,1	504,5	-	72,2	14,6	17,1	40,5
06 I	-461,2	-544,2	32,1	348,5	316,5	-327,1	476,7	803,8	-249,2	286,5	535,7	-	83,0	15,4	26,8	40,8
06 II	-477,0	-564,8	39,9	360,7	320,8	-399,2	444,3	843,5	-205,5	301,6	507,1	-	87,8	14,6	32,2	41,0
06 III	-527,3	-611,1	46,5	375,7	329,2	-459,1	447,7	906,8	-198,5	316,6	515,1	-	83,8	15,0	25,4	43,4
06 IV	-570,9	-666,9	52,8	387,2	334,4	-508,9	455,7	964,6	-201,3	328,6	529,9	-9,6	96,0	14,7	29,4	52,0
07 I	-618,6	-719,4	54,4	392,5	338,1	-580,7	460,7	1 041,3	-181,9	363,0	544,9	-11,2	100,8	14,0	31,9	54,9
07 II	-648,3	-760,9	59,6	418,5	358,9	-609,4	471,9	1 081,3	-195,2	366,6	561,8	-15,9	112,6	12,9	40,7	59,0

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

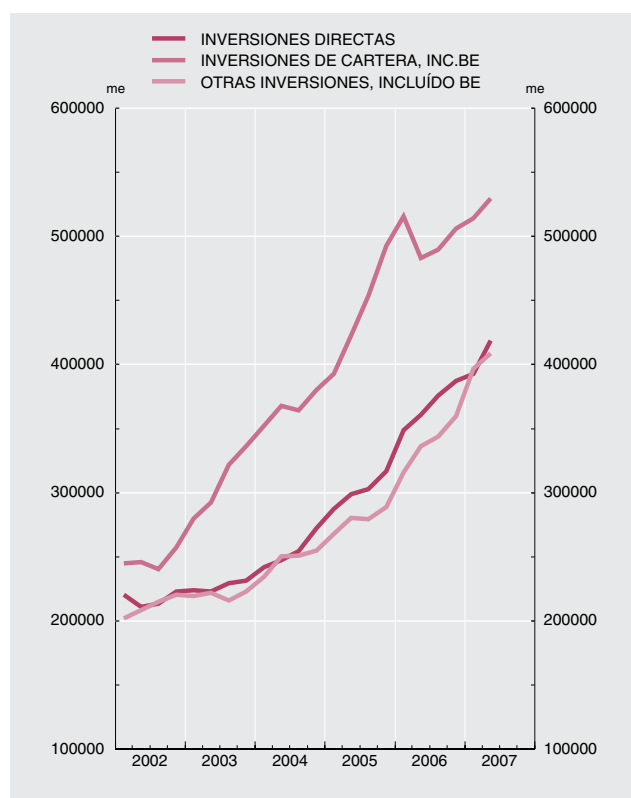
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

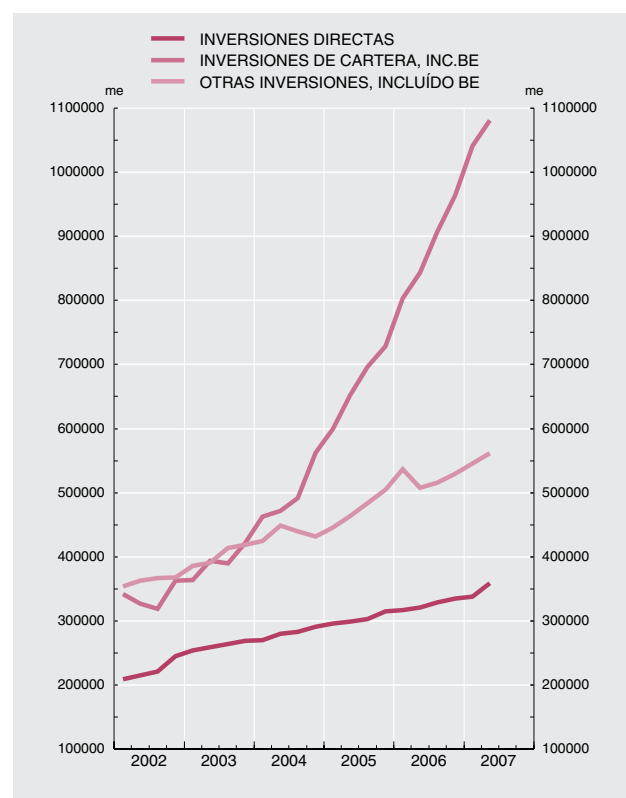
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>99</b>	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489	...	...
<b>00</b>	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
<b>01</b>	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
<b>02</b>	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
<b>03</b>	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
<b>04</b> //	230 136	17 465	214 813	65 228	75 271	292 225	149 108	322 159	250 458	448 162	-	-
///	234 813	19 406	218 183	64 681	71 014	293 161	150 702	340 847	250 801	439 721	-	-
IV	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b> /	267 443	19 861	225 155	70 423	79 829	313 130	184 793	414 446	267 804	445 247	-	-
II	278 521	20 234	229 158	69 333	83 676	339 219	178 505	473 699	280 368	463 249	-	-
III	281 577	21 228	229 623	72 789	93 654	360 155	204 334	492 267	279 437	483 386	-	-
IV	295 784	21 209	239 162	75 254	104 157	388 472	197 347	531 035	288 964	504 641	-	-
<b>06</b> /	328 771	19 763	239 311	77 144	119 452	395 944	214 645	589 149	315 929	536 197	-	-
II	339 595	21 143	244 871	75 972	122 047	361 127	206 547	636 951	336 270	507 419	-	-
III	355 871	19 848	247 800	81 435	126 170	363 383	232 494	674 271	343 688	515 241	-	-
IV	365 573	21 666	253 186	81 234	133 193	373 001	245 683	718 897	359 617	530 054	32 973	42 569
<b>07</b> /	371 787	20 754	254 335	83 796	140 408	373 512	256 533	784 777	396 600	545 076	34 211	45 407
II	402 523	15 936	269 041	89 857	154 734	374 812	266 848	814 469	408 798	561 847	39 920	55 857

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

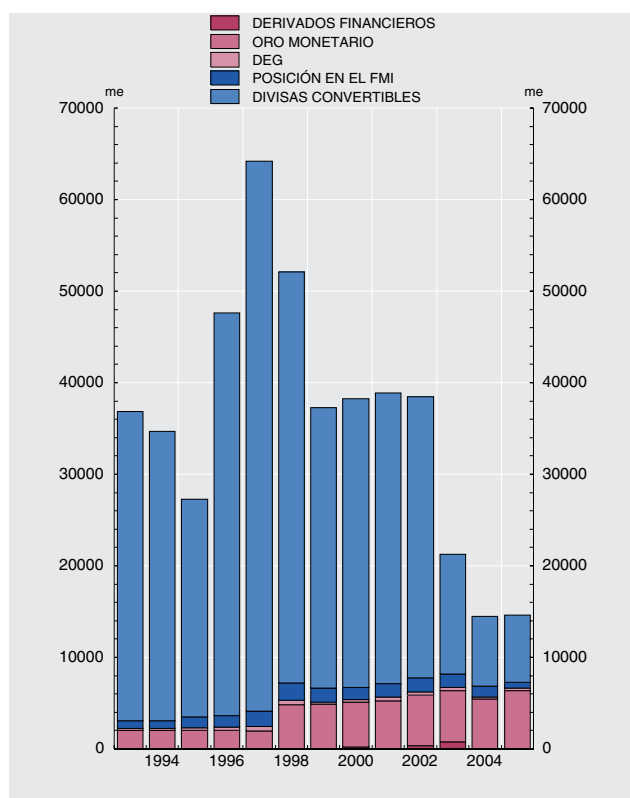
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

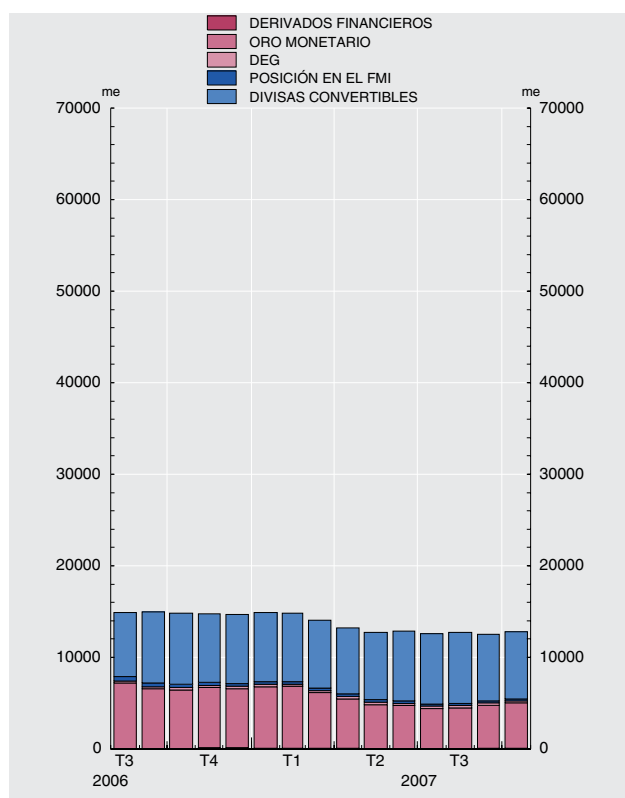
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>01</b>	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
<b>02</b>	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>							
May	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7
Jun	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
Jul	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
Ago	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
Sep	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
Oct	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
Nov	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
Dic	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>							
Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
May	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1
Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y 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	
03 /// IV	744 144	177 307	3 290	1 780	160 058	12 179	-	367 992	353	183 340	54 498	129 801
	775 767	174 827	4 312	335	157 552	12 628	-	379 423	326	187 752	61 652	129 693
04 / II III IV	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485
	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676
	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
05 / II III IV	958 093	204 821	2 513	1 024	183 038	18 246	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
	1 038 112	213 926	2 110	437	194 059	17 320	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
	1 080 406	213 357	3 088	1 424	191 719	17 126	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
	1 144 519	213 399	2 465	65	192 798	18 072	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
06 / II III IV	1 238 087	214 061	4 628	11	191 300	18 121	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
	1 258 174	213 327	3 620	345	191 381	17 981	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443
	1 307 270	214 162	6 070	1 469	188 569	18 054	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224
	1 369 701	215 553	4 836	662	191 871	18 183	-	622 807	6 252	277 169	236 038	103 347
07 / II	1 457 640	219 213	4 901	37	195 616	18 659	-	657 875	11 371	295 511	251 968	99 026
	1 515 630	213 701	5 446	440	189 073	18 741	-	683 737	10 672	294 344	269 408	109 312

## 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	
03 <i>III</i>	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128	
<i>IV</i>	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947	
04 <i>I</i>	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088	
<i>II</i>	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075	
<i>III</i>	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331	
<i>IV</i>	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307	
05 <i>I</i>	0	0	194 372	4 274	20 554	787	98 620	68 943	405	788	98 399	39 311	59 088	
<i>II</i>	71	71	232 694	3 839	19 887	1 569	133 435	72 779	397	788	101 164	41 303	59 861	
<i>III</i>	42	42	244 375	3 401	19 249	1 636	142 932	76 146	365	646	104 752	42 350	62 402	
<i>IV</i>	126	126	273 260	3 380	17 906	996	166 955	83 133	363	527	108 842	43 381	65 462	
06 <i>I</i>	462	462	321 300	2 905	19 004	408	195 679	102 435	359	510	112 741	46 957	65 784	
<i>II</i>	291	291	349 851	4 283	17 841	330	226 684	99 856	352	506	113 804	48 227	65 577	
<i>III</i>	158	158	372 845	4 641	21 393	830	244 071	101 063	349	499	117 758	51 471	66 287	
<i>IV</i>	154	154	410 438	4 786	22 266	694	275 114	106 750	340	489	120 749	51 718	69 031	
07 <i>I</i>	154	154	452 611	5 303	21 082	541	315 618	109 275	325	467	127 787	51 935	75 851	
<i>II</i>	96	96	478 782	5 491	26 761	1 054	334 378	110 311	321	467	139 314	52 333	86 981	

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
06 May	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136	241 231	569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-
Jun	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495	253 565	575 813	14 272	337 603	1 083	1 476	164 873	-
Jul	449 416	329 739	120 000	-405	-1	359	276	280 132	585 320	34 646	327 983	-11 851	1 783	167 501	-
Ago	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53	267 906	589 612	23 289	327 310	-17 685	3 046	165 915	-
Sep	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162	254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-
Oct	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92	261 353	591 532	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-
Nov	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43	252 396	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-
Dic	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93	261 057	616 005	4 996	326 659	-33 285	5 152	175 819	-
07 Ene	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 241	610 602	13 826	323 822	-43 365	3 374	175 024	49
Feb	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-
Mar	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-
Abr	434 240	285 048	150 001	-1 180	-1	667	295	247 831	619 122	14 826	326 080	-60 037	3 924	182 485	-
May	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553	244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-
Jun	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254	245 845	628 079	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-
Jul	452 796	302 818	150 003	114	32	138	308	257 101	637 586	17 403	316 883	-81 004	2 914	192 780	-
Ago	452 518	282 934	160 437	9 185	4	238	280	251 830	640 337	10 625	317 107	-82 024	1 897	198 790	-
Sep	453 015	219 501	235 000	-888	-0	321	918	256 963	636 467	26 525	317 894	-88 135	5 898	190 154	-
Oct	442 984	183 479	265 003	-4 978	-14	152	658	244 052	639 176	23 767	327 814	-91 078	8 229	190 703	-

## 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	
06 May	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1 35 691	80 484	10 052	20 777	-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-	
Jun	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	- 39 354	81 230	11 760	20 839	-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-	
Jul	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37 38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-	
Ago	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	- 35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-	
Sep	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	- 30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-	
Oct	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0 30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-	
Nov	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0 29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-	
Dic	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0 26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-	
07 Ene	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0 25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-	
Feb	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0 25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-	
Mar	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274 22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-	
Abr	19 143	15 571	3 876	-232	-0	-	72 25 505	85 050	10 537	14 604	-55 479	-26 784	-26 289	-495	20 423	-	
May	20 278	16 315	3 997	-	-2	0	32 34 020	84 242	20 763	14 040	-56 944	-33 112	-32 805	-307	19 370	-	
Jun	18 243	15 824	2 419	-	-0	-	0 33 209	84 836	21 333	13 529	-59 432	-35 156	-34 802	-354	20 191	-	
Jul	18 355	15 804	2 520	2	31	-	2 24 807	85 999	14 606	12 826	-62 972	-27 547	-27 106	-441	21 095	-	
Ago	18 179	15 657	2 341	183	-1	-	1 21 241	85 141	12 237	12 661	-63 477	-24 307	-24 045	-262	21 245	-	
Sep	20 937	12 319	8 673	-49	-5	-	1 18 791	83 558	11 531	12 559	-63 738	-17 965	-17 669	-296	20 111	-	
Oct	35 396	18 311	17 821	-734	-5	3	0 19 773	82 899	14 773	12 779	-65 120	-6 316	-5 873	-443	21 938	-	

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

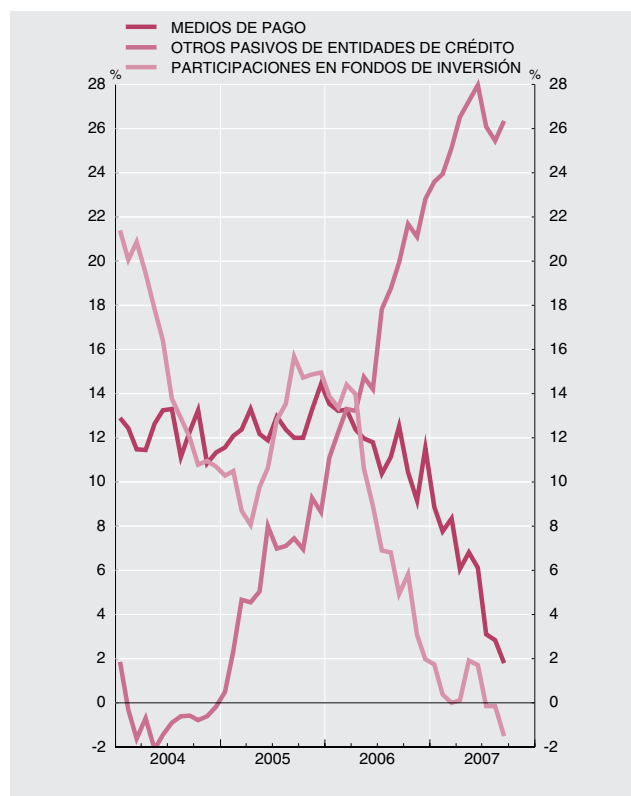
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

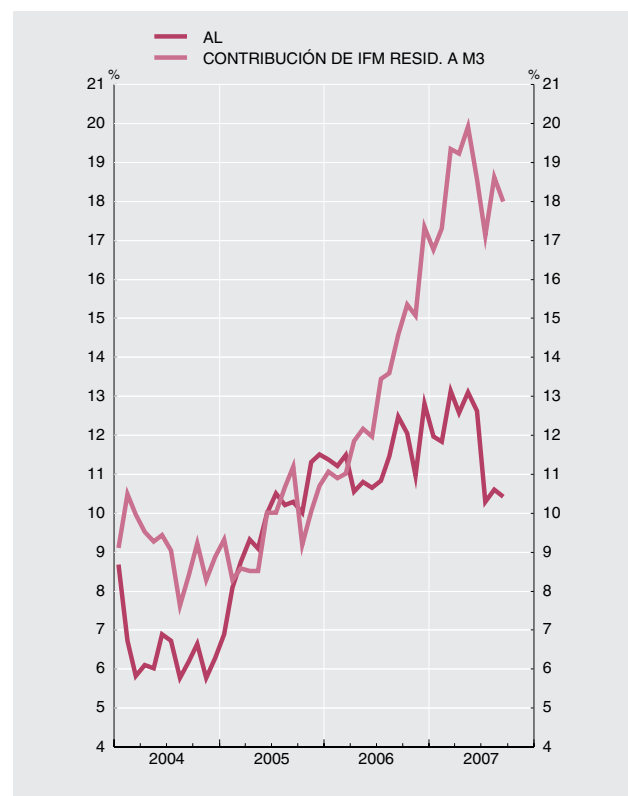
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	401 569	11,3	19,7	9,5	277 903	-0,2	8,4	-28,4	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,3	8,9
05	459 550	14,4	16,1	14,0	301 892	8,6	10,5	-0,6	5,3	221 306	14,9	7,7	22,6	11,5	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	370 743	22,8	22,8	29,4	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
06 Jun	486 718	11,8	14,4	11,2	328 954	14,2	13,9	24,2	-10,3	225 521	8,9	-3,8	22,0	10,7	12,0
Jul	486 852	10,4	12,7	9,9	335 784	17,8	16,7	31,9	-4,1	225 387	6,9	-6,0	20,1	10,8	13,4
Ago	476 857	11,1	12,4	10,8	343 448	18,8	17,7	32,3	-3,3	227 969	6,8	-6,8	20,7	11,5	13,6
Sep	490 567	12,5	11,4	12,8	346 011	19,9	19,3	32,4	-5,5	227 577	4,9	-7,7	17,4	12,5	14,6
Oct	481 540	10,5	10,5	10,4	350 953	21,7	20,5	36,0	1,2	229 123	5,8	-7,4	18,9	12,0	15,3
Nov	486 157	9,1	10,6	8,8	358 407	21,1	21,4	26,8	-3,5	226 128	3,1	-9,6	15,1	11,0	15,1
Dic	512 581	11,5	9,9	11,9	370 743	22,8	22,8	29,4	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
07 Ene	490 546	8,9	9,2	8,8	378 948	23,6	26,0	18,1	-4,0	225 798	1,8	-9,0	11,1	12,0	16,8
Feb	491 056	7,8	8,6	7,6	385 824	23,9	26,6	16,7	-4,1	225 755	0,4	-7,1	6,5	11,8	17,3
Mar	501 750	8,3	8,3	8,4	397 943	25,1	27,7	15,8	8,9	228 073	0,0	-3,1	2,4	13,1	19,3
Abr	491 186	6,0	7,2	5,8	402 752	26,5	28,5	20,6	7,1	228 575	0,1	-2,1	1,8	12,6	19,2
May	498 400	6,8	7,2	6,7	411 053	27,3	28,0	25,3	17,9	230 073	1,9	-3,7	6,2	13,1	19,9
Jun	516 493	6,1	6,5	6,0	421 009	28,0	28,5	30,5	5,4	229 351	1,7	-6,0	8,0	12,6	18,6
Jul	501 957	3,1	5,1	2,6	423 420	26,1	27,0	25,5	8,3	225 037	-0,2	-7,8	5,9	10,3	17,1
Ago	490 412	2,8	5,2	2,3	430 881	25,5	26,3	24,4	10,5	227 669	-0,1	-3,3	2,4	10,6	18,6
Sep	499 456	1,8	3,7	1,4	437 225	26,4	27,9	21,0	12,1	224 126	-1,5	-2,6	-0,7	10,4	18,0

**SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH**  
Tasas de variación interanual



**SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

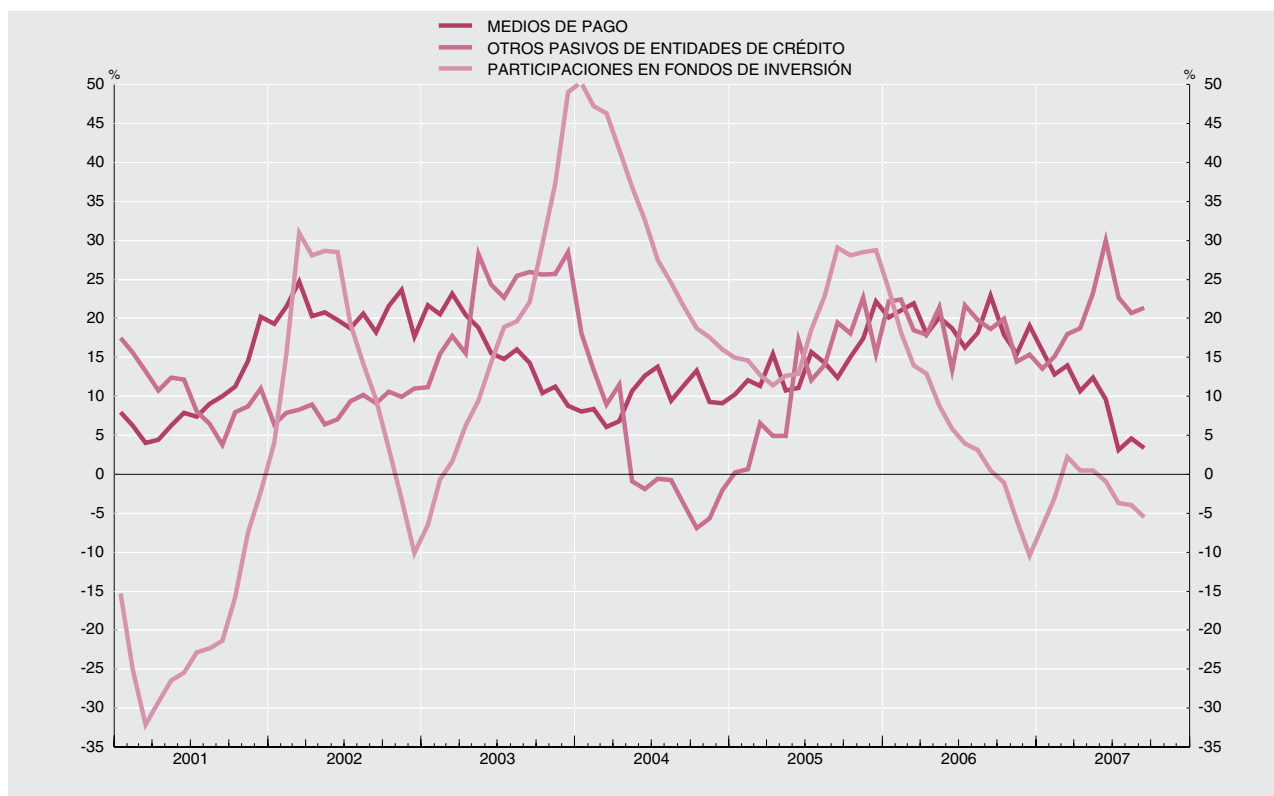
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa 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
<b>04</b>	93 249	9,1	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5
<b>05</b>	113 928	22,2	72 002	15,4	30,5	-0,1	30 552	28,7	14,8	42,8
<b>06</b>	135 637	19,1	83 068	15,4	17,4	12,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>06 Jun</b>	123 650	18,7	73 432	13,4	12,7	14,3	28 369	5,8	-7,5	18,6
<b>Jul</b>	122 855	16,2	74 640	21,6	21,1	22,4	28 654	3,9	-8,1	15,2
<b>Ago</b>	119 085	18,1	77 780	19,8	21,8	17,0	29 057	3,1	-8,9	14,3
<b>Sep</b>	126 645	22,9	78 383	18,6	24,3	11,3	29 075	0,5	-10,0	9,8
<b>Oct</b>	121 704	17,9	77 920	20,0	22,0	17,1	28 899	-1,0	-9,8	6,7
<b>Nov</b>	124 657	15,4	79 092	14,4	19,5	7,5	28 178	-5,9	-12,0	-0,7
<b>Dic</b>	135 637	19,1	83 068	15,4	17,4	12,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
<b>07 Ene</b>	127 160	15,9	81 579	13,6	24,5	-0,1	28 093	-6,7	-12,6	-2,0
<b>Feb</b>	128 151	12,8	82 331	15,1	28,2	-1,3	28 740	-3,1	-6,4	-0,5
<b>Mar</b>	132 866	13,9	85 940	18,0	30,7	1,8	29 765	2,2	2,4	2,0
<b>Abr</b>	127 169	10,7	85 073	18,7	28,8	5,1	29 234	0,5	1,5	-0,3
<b>May</b>	131 861	12,4	89 324	23,2	29,8	14,2	28 803	0,5	-1,9	2,2
<b>Jun</b>	135 571	9,6	95 421	29,9	36,9	20,0	28 110	-0,9	-4,7	2,0
<b>Jul P</b>	126 703	3,1	91 527	22,6	30,3	11,8	27 581	-3,7	-8,1	-0,5
<b>Ago P</b>	124 543	4,6	93 899	20,7	27,4	11,3	27 903	-4,0	-3,7	-4,2
<b>Sep P</b>	130 923	3,4	95 133	21,4	30,7	7,9	27 469	-5,5	-2,9	-7,4

#### 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.

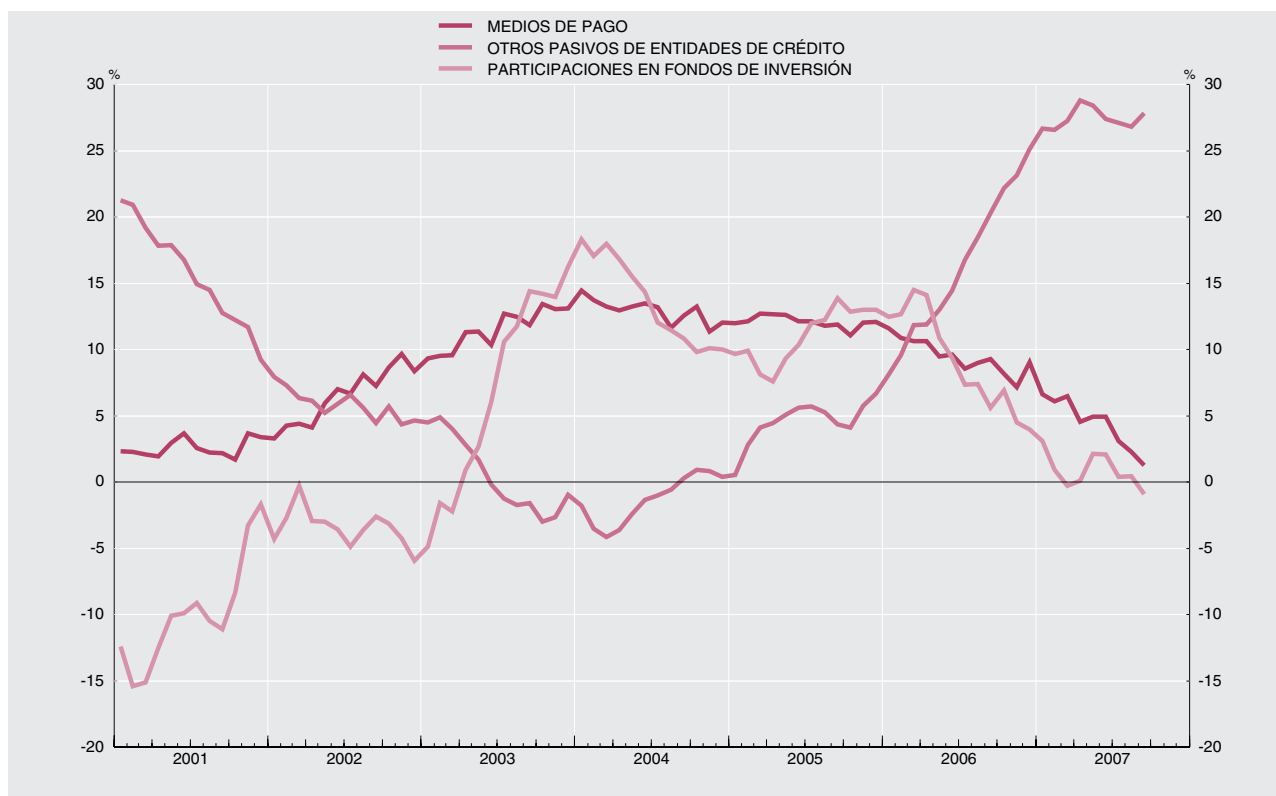
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 a.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>04</b>	308 320	12,0	20,4	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4
<b>05</b>	345 622	12,1	15,2	11,2	229 890	6,7	7,3	1,8	190 753	13,0	6,7	19,6
<b>06</b>	376 944	9,1	10,1	8,8	287 675	25,1	23,8	36,5	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>06 Jun</b>	363 068	9,6	14,1	8,3	255 522	14,4	14,2	16,6	197 152	9,4	-3,3	22,5
<b>Jul</b>	363 997	8,5	12,4	7,4	261 144	16,8	16,0	23,5	196 733	7,4	-5,8	20,8
<b>Ago</b>	357 772	9,0	12,2	8,0	265 669	18,5	17,0	31,4	198 912	7,4	-6,4	21,8
<b>Sep</b>	363 922	9,3	11,3	8,7	267 628	20,3	18,3	38,7	198 501	5,6	-7,4	18,7
<b>Oct</b>	359 836	8,1	10,4	7,5	273 033	22,2	20,2	40,5	200 224	6,9	-7,0	20,9
<b>Nov</b>	361 500	7,1	10,7	6,1	279 315	23,1	21,8	34,9	197 950	4,5	-9,2	17,8
<b>Dic</b>	376 944	9,1	10,1	8,8	287 675	25,1	23,8	36,5	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07 Ene</b>	363 387	6,6	9,4	5,8	297 369	26,7	26,2	30,0	197 705	3,1	-8,5	13,3
<b>Feb</b>	362 905	6,1	8,8	5,3	303 493	26,6	26,3	28,6	197 014	0,9	-7,2	7,6
<b>Mar</b>	368 884	6,5	8,5	5,9	312 003	27,3	27,1	28,5	198 308	-0,3	-3,8	2,4
<b>Abr</b>	364 017	4,5	7,4	3,6	317 679	28,8	28,4	31,5	199 340	0,1	-2,6	2,1
<b>May</b>	366 540	4,9	7,4	4,2	321 729	28,4	27,7	34,2	201 270	2,1	-3,9	6,8
<b>Jun</b>	380 922	4,9	6,8	4,4	325 589	27,4	26,9	31,2	201 241	2,1	-6,2	8,9
<b>Jul</b>	375 254	3,1	5,3	2,4	331 892	27,1	26,3	32,9	197 456	0,4	-7,7	6,8
<b>Ago</b>	365 869	2,3	5,4	1,3	336 981	26,8	26,1	32,7	199 766	0,4	-3,2	3,4
<b>Sep</b>	368 534	1,3	3,8	0,5	342 092	27,8	27,4	31,4	196 657	-0,9	-2,6	0,4

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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



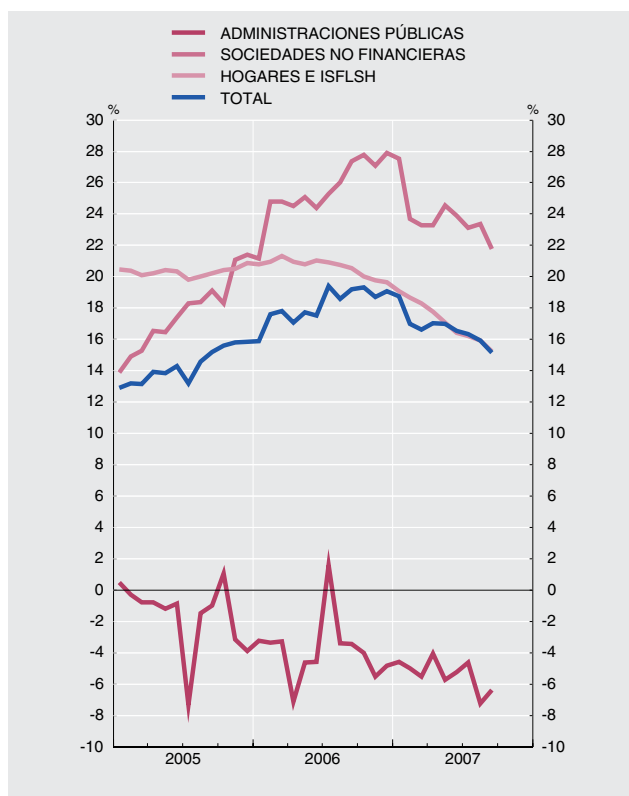
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

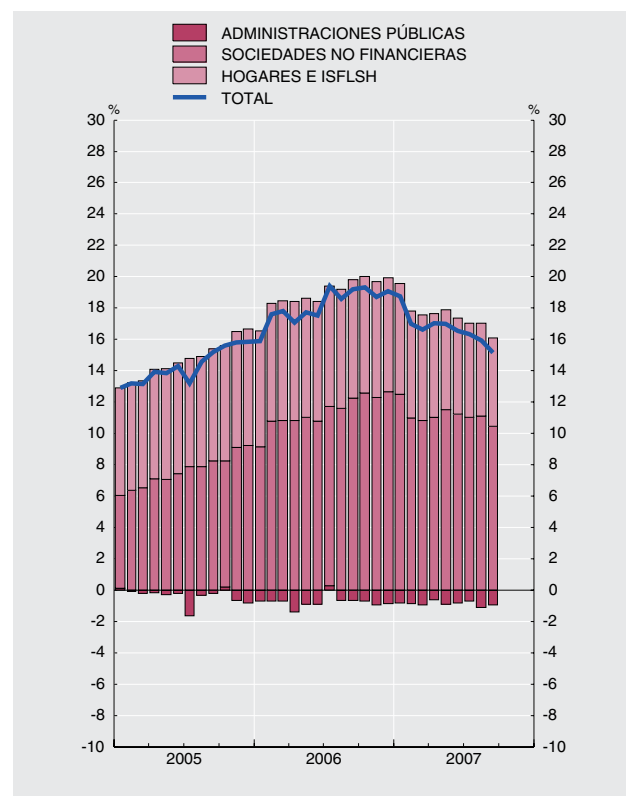
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	1 510 072	165 523	12,4	-0,2	16,3	13,2	20,2	19,1	-1,2	3,5	-0,0	12,4	5,6	6,8	12,0	-0,0	0,4
05	1 756 788	239 370	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	15,2	0,2	1,3
06	2 095 767	335 476	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
06 Jun	1 929 372	44 666	17,5	-4,6	22,9	24,4	21,0	23,2	94,3	16,0	-0,9	18,4	10,8	7,7	15,8	0,8	1,9
Jul	1 964 218	34 689	19,4	1,6	23,3	25,3	20,9	23,5	112,3	16,4	0,3	19,1	11,4	7,7	16,3	0,9	2,0
Ago	1 969 125	5 475	18,6	-3,4	23,7	26,0	20,8	24,0	112,6	16,1	-0,6	19,2	11,6	7,6	16,4	0,9	1,9
Sep	1 999 646	33 161	19,2	-3,4	24,3	27,4	20,6	24,4	123,3	17,2	-0,6	19,8	12,3	7,6	16,9	0,9	2,0
Oct	2 014 059	14 317	19,3	-4,0	24,3	27,8	20,0	24,2	132,5	17,6	-0,7	20,0	12,6	7,4	17,0	1,0	2,1
Nov	2 047 341	31 303	18,7	-5,5	23,8	27,1	19,8	24,6	131,0	12,4	-1,0	19,7	12,3	7,4	17,2	1,0	1,5
Dic	2 095 767	47 364	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
07 Ene	2 119 936	20 466	18,8	-4,6	23,7	27,5	19,1	24,3	132,0	13,5	-0,8	19,6	12,5	7,1	17,0	1,0	1,6
Feb	2 131 579	10 966	17,0	-5,0	21,5	23,7	18,7	23,7	61,5	5,5	-0,8	17,8	11,0	6,9	16,5	0,7	0,7
Mar	2 165 612	29 742	16,6	-5,5	21,1	23,3	18,3	23,3	58,9	5,2	-0,9	17,6	10,8	6,7	16,3	0,7	0,7
Abr	2 172 293	11 050	17,0	-4,0	20,9	23,3	17,8	22,6	56,7	7,9	-0,6	17,6	11,0	6,6	16,0	0,6	1,0
May	2 209 960	37 019	17,0	-5,7	21,2	24,5	17,1	22,5	55,9	10,7	-0,9	17,9	11,5	6,4	16,0	0,6	1,3
Jun	2 262 273	43 530	16,5	-5,2	20,6	23,9	16,4	21,9	30,2	11,9	-0,8	17,4	11,2	6,1	15,5	0,4	1,4
Jul P	2 294 567	36 236	16,3	-4,6	20,1	23,1	16,2	21,3	30,3	11,9	-0,7	17,0	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4
Ago P	2 295 529	-1 430	15,9	-7,2	20,1	23,4	15,9	21,3	30,7	11,8	-1,1	17,0	11,1	5,9	15,2	0,4	1,4
Sep P	2 317 399	22 382	15,1	-6,4	18,9	21,8	15,2	19,9	28,5	11,8	-0,9	16,1	10,4	5,7	14,3	0,4	1,4

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 periodo / saldo al principio del periodo.

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

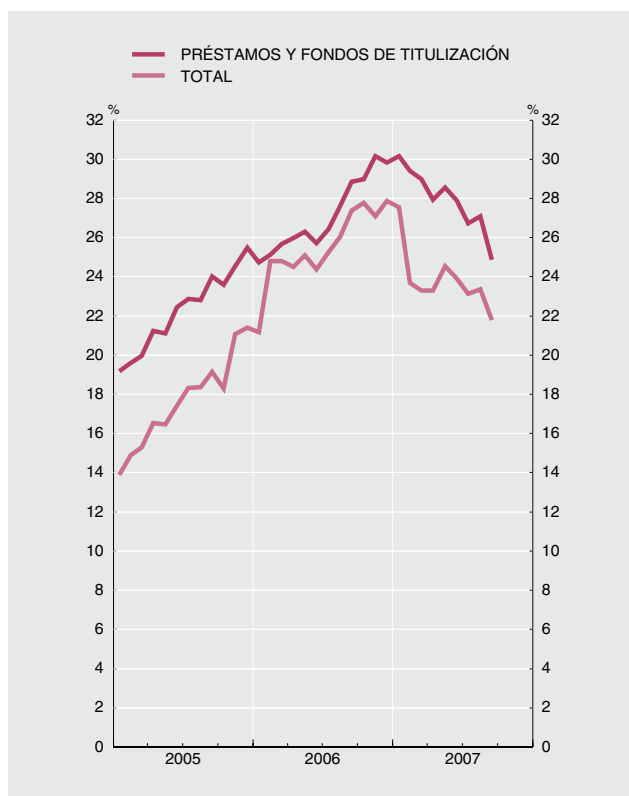
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

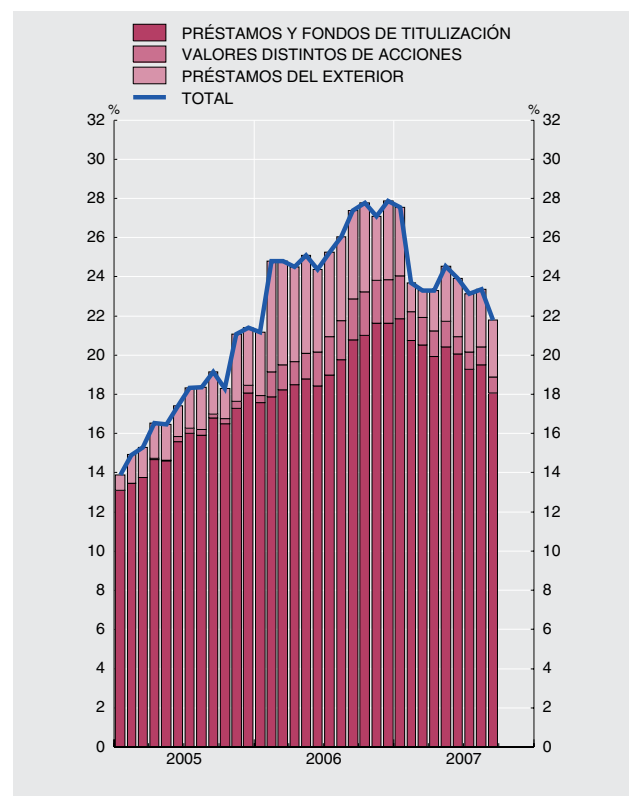
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.	9	10	11	12	13	14
<b>04</b>	650 617	75 420	13,2	461 109	17,8	12,2	10 678	-	-1,2	-0,0	178 830	3,4	1,0	15 538
<b>05</b>	797 581	139 236	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 145	10,7	2,9	5 581
<b>06</b>	1 023 962	222 367	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 230
<b>06 Jun</b>	905 074	18 488	24,4	651 356	25,7	18,4	25 737	14 765	94,3	1,7	227 982	15,9	4,2	4 569
<b>Jul</b>	935 883	30 626	25,3	674 374	26,4	19,0	27 634	16 252	112,3	2,0	233 875	16,3	4,3	4 434
<b>Ago</b>	935 431	76	26,0	674 023	27,6	19,8	27 551	16 436	112,6	2,0	233 857	16,1	4,3	4 345
<b>Sep</b>	959 120	26 253	27,4	696 660	28,8	20,8	28 436	17 203	123,3	2,1	234 025	17,1	4,5	4 245
<b>Oct</b>	979 276	20 035	27,8	713 145	29,0	21,0	29 674	18 149	132,5	2,2	236 457	17,6	4,6	3 844
<b>Nov</b>	997 610	16 316	27,1	729 232	30,1	21,6	30 111	18 282	131,0	2,2	238 267	12,3	3,3	3 824
<b>Dic</b>	1 023 962	25 147	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 230
<b>07 Ene</b>	1 038 791	11 069	27,5	761 073	30,2	21,8	31 055	19 630	132,0	2,2	246 663	13,5	3,5	3 162
<b>Feb</b>	1 049 561	10 052	23,7	767 344	29,4	20,7	32 189	20 925	61,5	1,5	250 028	5,4	1,5	3 090
<b>Mar</b>	1 069 184	15 230	23,3	783 187	29,0	20,5	32 465	21 277	58,9	1,4	253 531	5,1	1,4	3 008
<b>Abr</b>	1 086 019	21 105	23,3	798 348	27,9	19,9	31 998	21 154	56,7	1,3	255 672	7,8	2,1	3 032
<b>May</b>	1 109 401	22 723	24,5	812 942	28,6	20,4	32 672	21 242	55,9	1,3	263 788	10,7	2,8	2 691
<b>Jun</b>	1 136 123	17 804	23,9	832 475	27,9	20,1	33 507	21 494	30,2	0,9	270 140	11,8	3,0	2 932
<b>Jul</b>	P 1 162 945	30 730	23,1	854 128	26,7	19,3	36 006	23 426	30,3	0,9	272 810	11,9	3,0	2 688
<b>Ago</b>	P 1 167 464	2 084	23,4	855 984	27,1	19,5	35 999	23 408	30,7	0,9	275 480	11,8	3,0	2 593
<b>Sep</b>	P 1 183 778	16 574	21,8	869 098	24,9	18,1	36 529	23 127	28,5	0,8	278 150	11,8	2,9	2 228

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

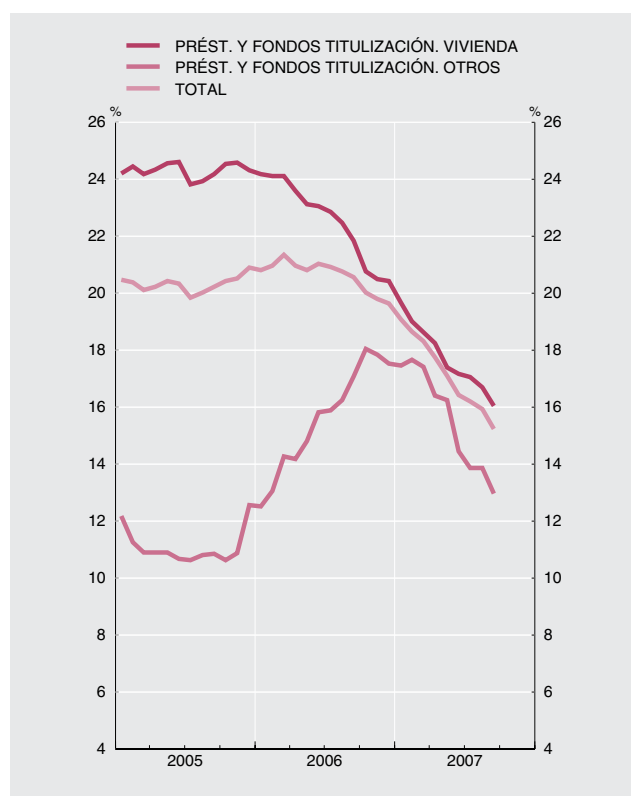
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

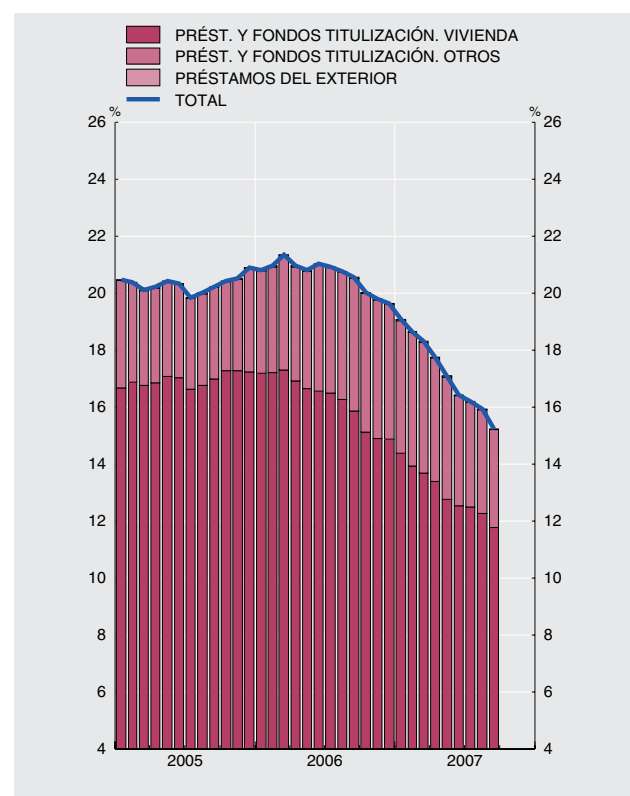
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: 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
<b>04</b>	538 881	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9	861	19,3	0,0	47 873	9 802
<b>05</b>	651 071	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,3	0,0	28 527	3 030
<b>06</b>	778 454	127 893	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421
<b>06 Jun</b>	720 946	18 995	21,0	526 310	23,1	16,5	193 473	15,8	4,4	1 163	25,4	0,0	28 062	2 256
<b>Jul</b>	728 301	7 381	20,9	534 172	22,8	16,5	192 955	15,9	4,4	1 174	24,4	0,0	26 888	2 173
<b>Ago</b>	733 376	5 116	20,8	538 912	22,5	16,3	193 274	16,2	4,5	1 190	24,8	0,0	26 625	2 091
<b>Sep</b>	742 532	9 232	20,6	545 322	21,8	15,9	196 009	17,1	4,6	1 202	24,1	0,0	26 192	2 216
<b>Oct</b>	751 781	9 274	20,0	551 352	20,7	15,1	199 231	18,0	4,9	1 199	23,3	0,0	25 903	3 431
<b>Nov</b>	767 682	15 939	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 211	23,9	0,0	26 587	3 250
<b>Dic</b>	778 454	10 915	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421
<b>07 Ene</b>	782 874	4 477	19,1	575 791	19,6	14,4	205 814	17,5	4,7	1 269	19,8	0,0	26 423	3 416
<b>Feb</b>	790 612	7 779	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 276	19,7	0,0	25 735	3 638
<b>Mar</b>	803 729	13 218	18,3	592 049	18,6	13,7	210 362	17,4	4,6	1 318	22,6	0,0	25 708	3 196
<b>Abr</b>	812 355	8 727	17,8	598 772	18,2	13,4	212 254	16,4	4,3	1 329	19,1	0,0	26 108	3 333
<b>May</b>	821 252	8 908	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 348	18,7	0,0	25 294	5 101
<b>Jun</b>	838 609	17 492	16,4	616 513	17,2	12,5	220 775	14,4	3,9	1 322	13,6	0,0	27 819	5 143
<b>Jul</b>	845 475	6 900	16,2	625 074	17,0	12,5	219 063	13,9	3,7	1 338	14,0	0,0	27 842	5 208
<b>Ago</b>	849 455	4 023	15,9	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 355	13,9	0,0	28 675	5 120
<b>Sep</b>	854 614	5 412	15,2	632 594	16,0	11,8	220 649	13,0	3,4	1 371	14,1	0,0	27 971	6 211

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.

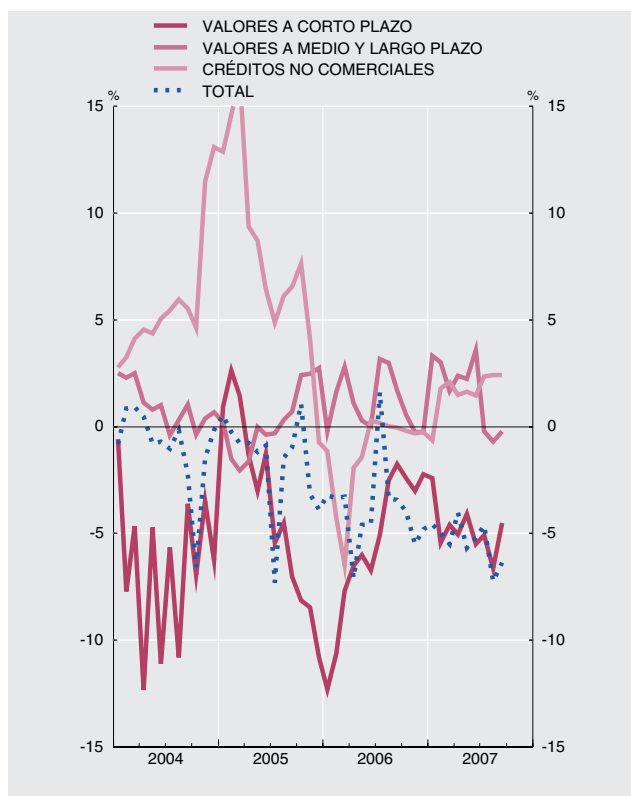
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

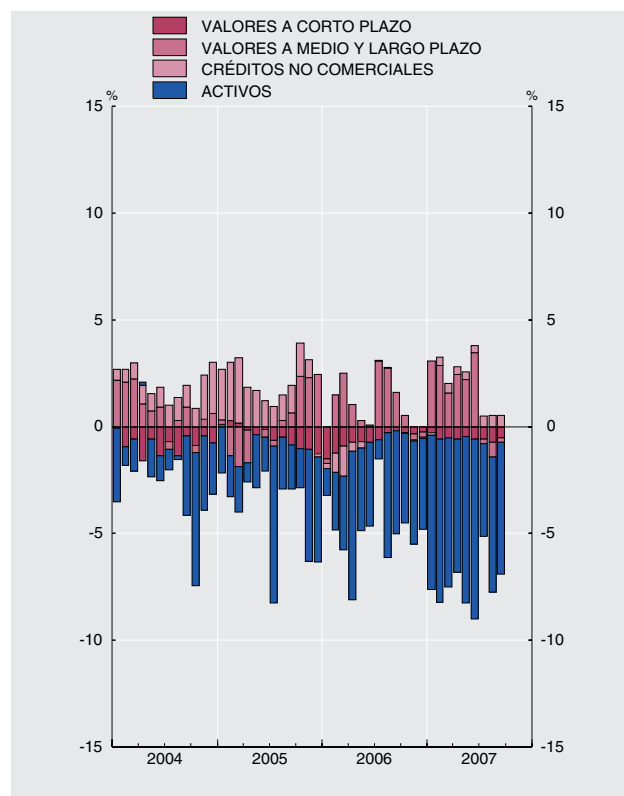
Millones de euros y porcentajes

		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 comerciales y res- to (b)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de depó- sitos (c)	Total	Valores			Crédi- tos no comerciales y res- to (a)	A corto plazo	Medio y largo plazo		Credito- s no comerciales 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
03		321 117	2 030	0,6	-567	3 047	-4 738	1 124	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,6	1,9	-3,9	1,0	-1,5	0,4	0,8
04		320 574	-543	-0,2	7 148	-2 491	1 947	7 693	-1 817	9 508	1,9	-6,2	0,7	13,1	12,1	-0,8	0,6	2,4	-2,4
05		308 136	-12 438	-3,9	3 337	-4 042	7 866	-487	-695	16 470	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9
06	P	293 351	-14 784	-4,8	-1 703	-744	-786	-173	1 780	11 301	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2
06	Abr	P	285 398	-24 303	-7,1	-4 675	-2 665	-2 226	216	10 249	9 378	-0,1	-6,5	1,1	-1,9	25,4	-0,7	1,0	-0,4
	May	P	296 169	10 771	-4,6	2 207	2 038	480	-311	-3 084	-5 480	-0,6	-6,0	0,3	-1,4	14,1	-0,7	0,3	-0,3
	Jun	P	303 352	7 183	-4,6	-568	-2 278	1 643	67	-314	-7 437	-0,5	-6,7	0,0	0,3	16,3	-0,7	0,0	0,1
	Jul	P	300 034	-3 318	1,6	2 466	1 846	703	-82	-5 223	11 007	1,9	-5,1	3,2	0,2	2,9	-0,6	3,1	0,0
	Ago	P	300 318	284	-3,4	-2 073	-1 368	-596	-109	-121	-2 237	2,0	-2,5	3,0	0,0	24,5	-0,3	2,8	0,0
	Sep	P	297 994	-2 324	-3,4	3 372	1 974	1 471	-73	-101	5 797	1,1	-1,8	1,7	-0,0	17,8	-0,2	1,6	-0,0
	Oct	P	283 002	-14 992	-4,0	-5 992	-1 988	-4 174	170	-5	9 005	0,2	-2,4	0,5	-0,2	13,0	-0,3	0,5	-0,0
	Nov	P	282 050	-952	-5,5	3 914	1 588	1 817	509	-190	5 057	-0,5	-3,0	-0,3	-0,3	14,6	-0,4	-0,3	-0,1
	Dic	P	293 351	11 302	-4,8	-869	-1 774	639	266	32	-12 203	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1
07	Ene	P	298 272	4 920	-4,6	5 901	1 638	4 151	112	926	54	2,1	-2,4	3,3	-0,6	28,8	-0,3	3,1	-0,1
	Feb	P	291 407	-6 865	-5,0	-151	-3 007	2 607	249	71	6 643	2,1	-5,4	3,0	1,8	27,8	-0,6	2,9	0,4
	Mar	P	292 700	1 294	-5,5	1 090	2 379	-1 631	342	422	-626	1,2	-4,6	1,7	2,1	25,2	-0,5	1,6	0,4
	Abr	P	273 919	-18 781	-4,0	-2 982	-2 692	-124	-167	13 375	2 424	1,6	-5,0	2,4	1,5	16,9	-0,6	2,4	0,3
	May	P	279 307	5 389	-5,7	2 087	2 267	35	-215	131	-3 433	1,6	-4,1	2,2	1,6	23,8	-0,5	2,2	0,4
	Jun	P	287 541	8 234	-5,2	2 954	-2 643	5 644	-47	-4 295	-985	2,5	-5,5	3,6	1,5	28,6	-0,6	3,5	0,3
	Jul	P	286 147	-1 394	-4,6	-8 080	1 892	-10 458	486	-6 321	-365	-0,2	-5,1	-0,2	2,3	13,7	-0,6	-0,2	0,5
	Ago	P	278 611	-7 536	-7,2	-3 912	-1 808	-2 043	-61	-158	3 782	-0,7	-6,6	-0,7	2,4	20,5	-0,7	-0,7	0,5
	Sep	A	279 008	397	-6,4	5 402	2 582	2 896	-76	-72	5 077	-0,2	-4,5	-0,2	2,4	18,7	-0,5	-0,2	0,5

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.

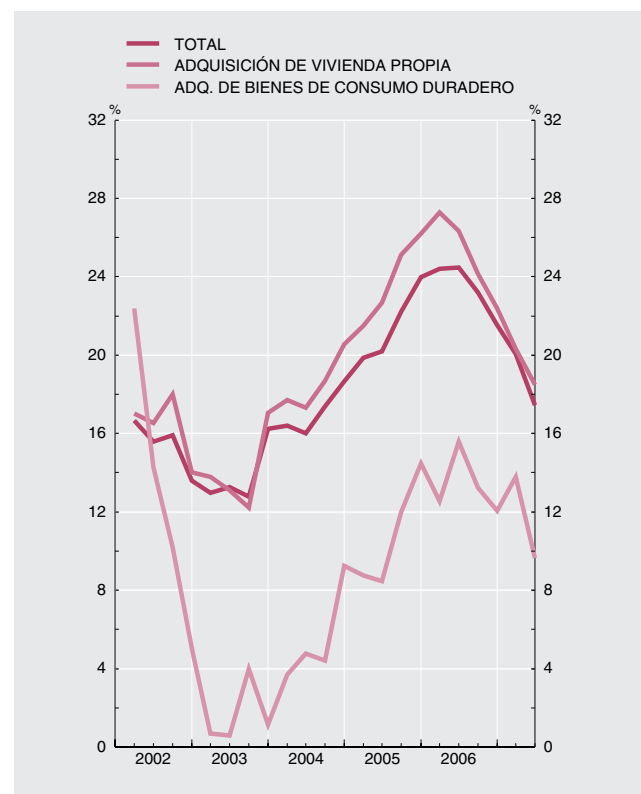
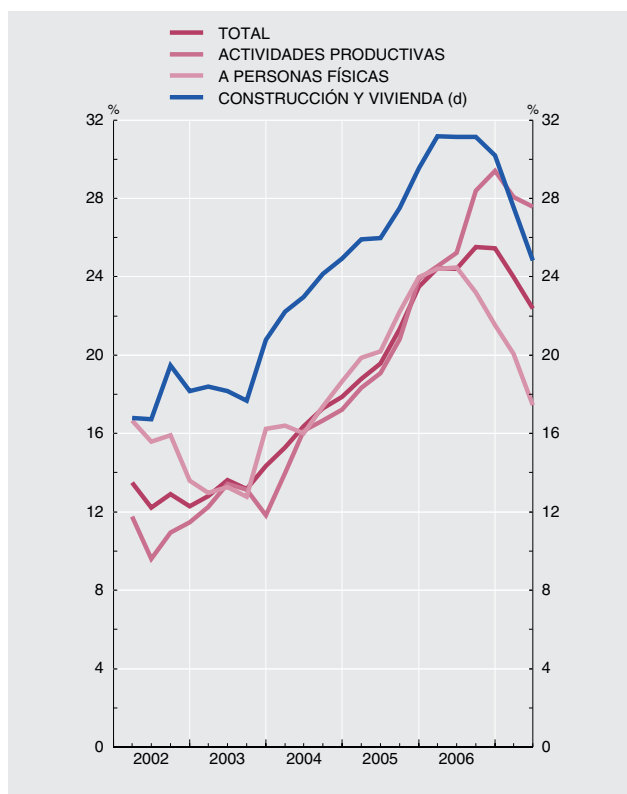
b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

- Serie representada gráficamente.

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ. a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciación a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Total	Del cual									
												Servicios inmobiliarios				Del cual
								Total	Adquisición de vivienda							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04		945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05	R1	202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06	1	508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
03 /		722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	60 178	331 747	244 498	233 729	34 910	52 339	2 285	12 271	361 650
//		754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	65 837	349 500	256 010	244 414	35 676	57 814	2 512	13 608	381 278
III		770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	70 782	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	397 137
IV		802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	77 980	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	419 722
04 /		832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	85 136	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	442 044
//		878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869
III		903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970
IV		945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05 /		989 196	507 089	18 188	93 895	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
//	R1	085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	373 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
III		1 131 240	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
IV	1	202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06 /		1 265 755	637 277	21 213	105 867	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
//		1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
III		1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
IV	1	508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07 /</																

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



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

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

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

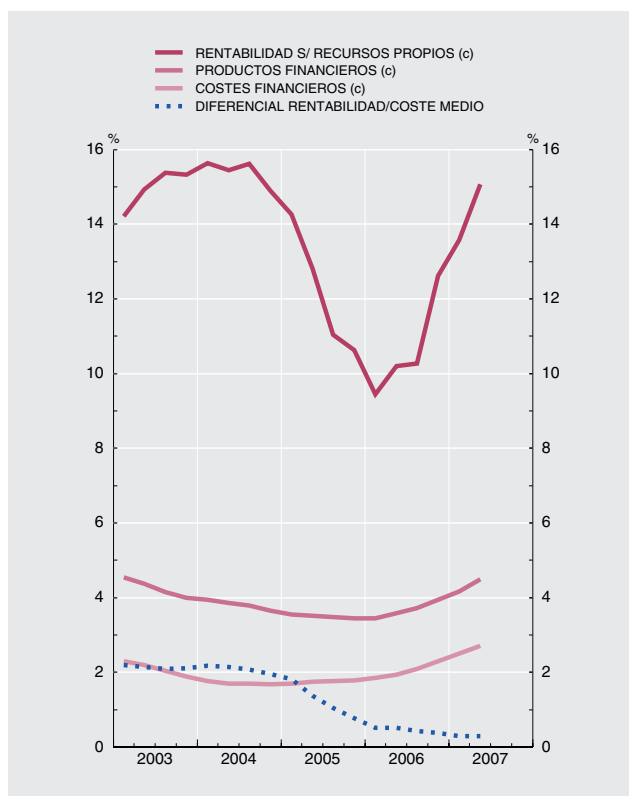
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

■ Serie representada gráficamente.

En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros pto. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual De personal	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>04</b>		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9
<b>05</b>	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0
<b>06</b>		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	2,9	2,5
<b>04 II</b>		3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,2	4,1	1,9
<b>04 III</b>		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,0	1,9
<b>04 IV</b>		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9
<b>05 I</b>		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9
<b>05 II</b>	R	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0
<b>05 III</b>		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0
<b>05 IV</b>		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0
<b>06 I</b>		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1
<b>06 II</b>		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2
<b>06 III</b>		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3
<b>06 IV</b>		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5
<b>07 I</b>		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,5	3,1	2,8
<b>07 II</b>		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	20,4	3,3	3,0

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



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



FUENTE: BE.

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

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

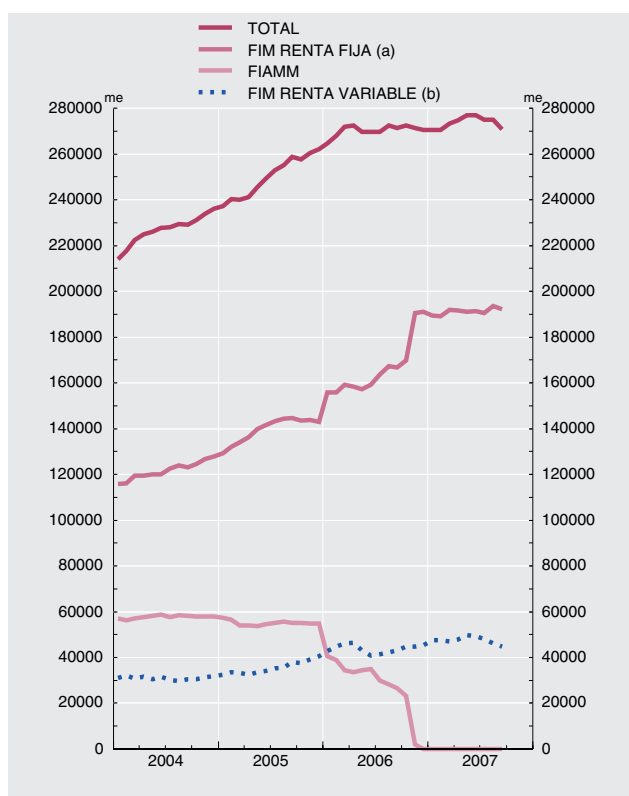
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

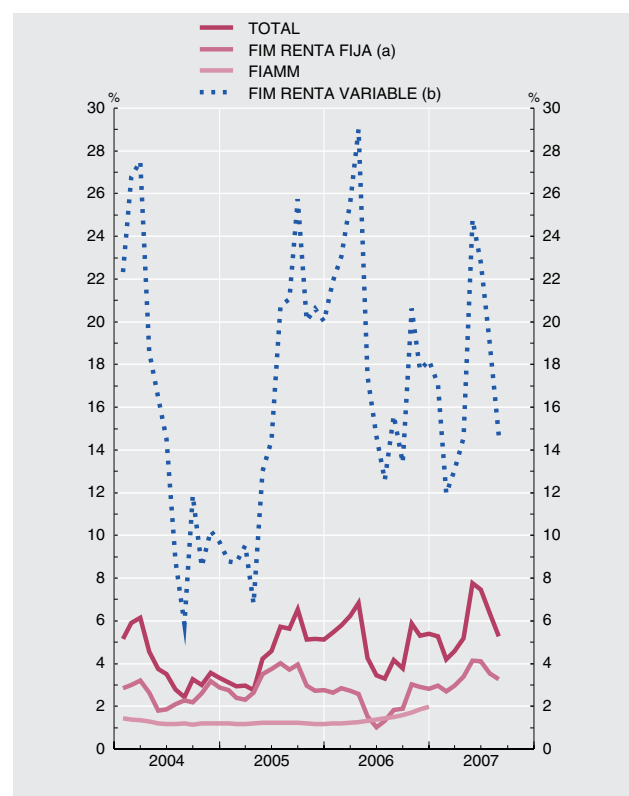
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	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
<b>04</b>	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
<b>05</b>	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	8 206	-10 861	5,4	106	-54 645	-55 113	2,0	191 002	47 954	39 212	2,8	45 365	4 693	-2 189	18,2	33 934
<b>06 May</b>	269 710	-2 850	307	4,2	34 423	910	869	1,3	157 089	-1 139	-492	1,5	42 938	-3 570	-1 602	17,4	35 261
<b>Jun</b>	269 778	68	-360	3,5	34 899	476	427	1,4	159 209	2 120	1 945	1,0	40 727	-2 211	-2 223	14,6	34 943
<b>Jul</b>	269 647	-131	-1 722	3,3	30 010	-4 889	-4 939	1,4	163 570	4 362	3 662	1,3	41 501	774	99	12,6	34 566
<b>Ago</b>	272 323	2 676	-1 173	4,2	28 196	-1 814	-1 863	1,5	167 363	3 792	972	1,8	42 273	772	-118	15,6	34 491
<b>Sep</b>	271 361	-962	-3 298	3,8	26 628	-1 568	-1 616	1,6	166 752	-611	-169	1,9	43 016	743	-520	13,4	34 966
<b>Oct</b>	272 448	1 087	-1 801	5,9	23 336	-3 291	-3 337	1,7	169 680	2 928	2 016	3,0	44 690	1 673	124	20,6	34 742
<b>Nov</b>	271 467	-981	-1 292	5,3	2 059	-21 277	-21 281	1,9	190 536	20 856	20 667	2,9	44 885	195	66	17,7	33 988
<b>Dic</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07 Ene</b>	270 607	200	-1 500	5,3	-	-106	-106	...	189 293	-1 708	-2 277	3,0	47 473	2 108	1 088	17,1	33 841
<b>Feb</b>	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151
<b>Mar</b>	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438
<b>Abr</b>	274 562	1 140	-591	5,2	-	-	-	...	191 508	-387	-582	3,4	47 907	819	31	14,6	35 147
<b>May</b>	276 925	2 362	-575	7,8	-	-	-	...	191 131	-378	-819	4,1	49 730	1 824	-23	24,8	36 063
<b>Jun</b>	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335
<b>Jul</b>	275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,6	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346
<b>Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314

### PATRIMONIO



### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

c. Fondos globales.

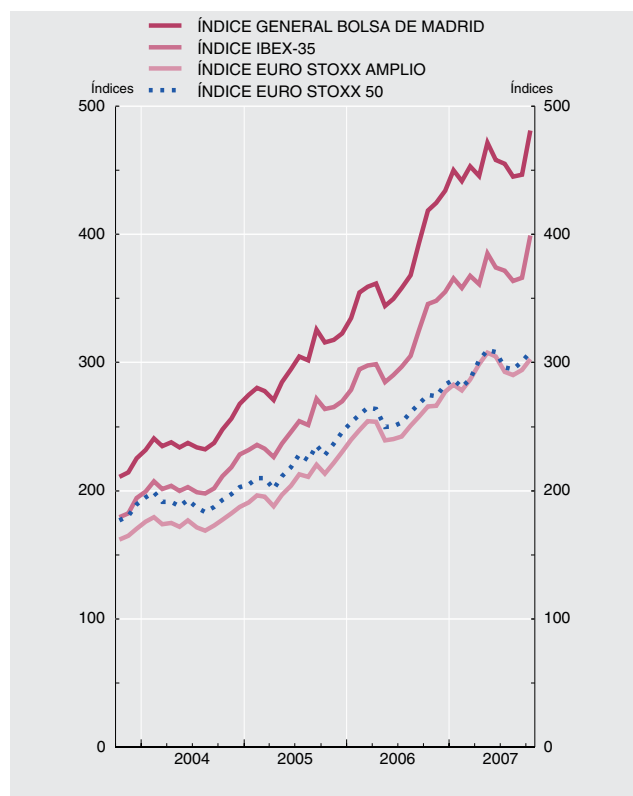
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

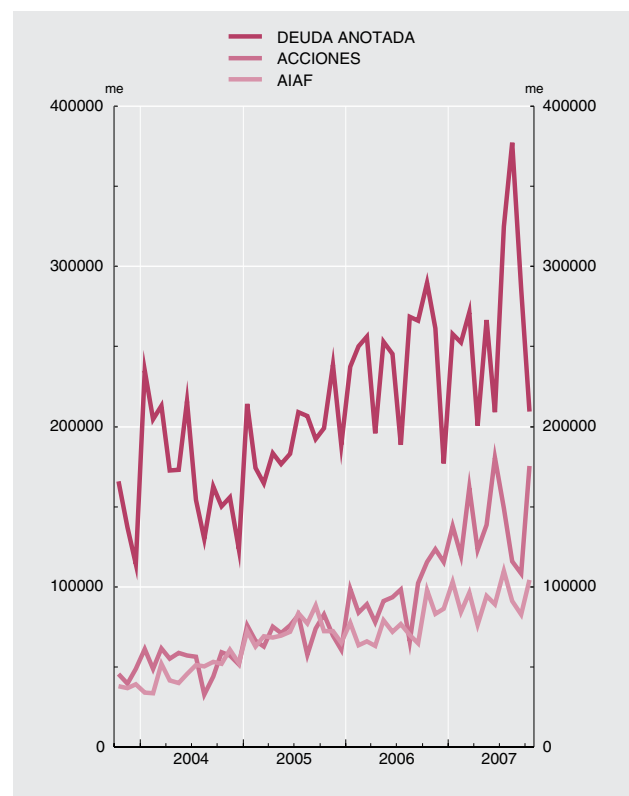
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>05</b>	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
<b>06</b>	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
<b>07</b>	A 1 630,06	14 785,71	419,61	4 333,86	1 410 190	75 166	2 655 667	931 450	-	10 757	-	7 449
<b>06 Jul</b>	1 283,05	11 818,00	346,10	3 691,87	98 318	10 674	188 658	76 778	...	704	...	497
<b>Ago</b>	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
<b>Sep</b>	1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	102 479	6 814	266 185	64 676	...	898	...	595
<b>Oct</b>	1 500,12	13 753,00	379,26	4 004,80	115 556	8 785	289 772	97 968	...	1 359	...	609
<b>Nov</b>	1 521,28	13 849,30	379,98	3 987,23	123 561	6 551	261 362	83 252	...	1 092	...	632
<b>Dic</b>	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
<b>07 Ene</b>	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 777	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
<b>Feb</b>	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 325	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
<b>Mar</b>	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
<b>Abr</b>	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
<b>May</b>	1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	138 715	8 206	266 433	94 244	...	854	...	731
<b>Jun</b>	1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	209 163	89 256	...	1 441	...	842
<b>Jul</b>	1 630,91	14 802,40	418,05	4 315,69	148 942	8 404	324 836	110 001	...	750	...	772
<b>Ago</b>	1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	377 247	91 052	...	1 086	...	777
<b>Sep</b>	1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740
<b>Oct</b>	P 1 724,44	15 890,50	432,10	4 489,79	175 472	8 313	209 543	104 312	...	1 139	...	734

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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



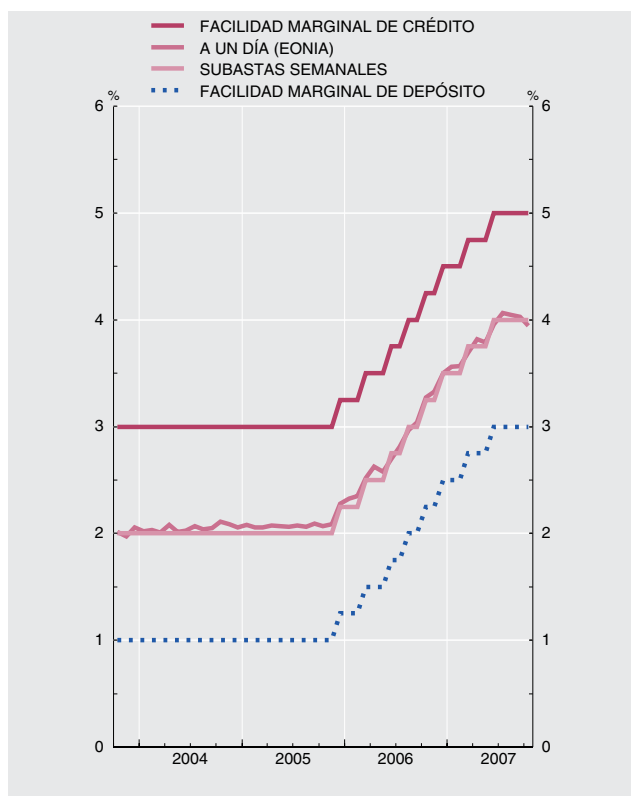
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

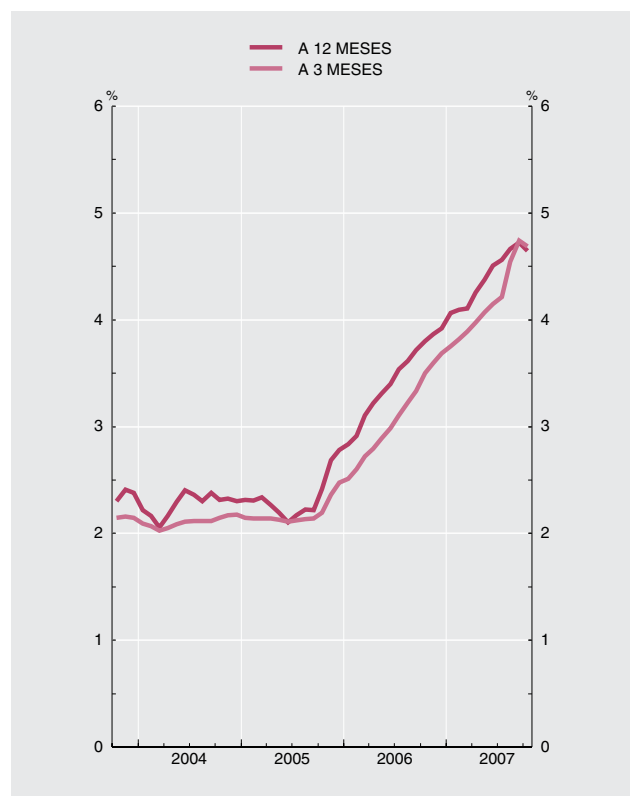
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública				
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05		2,25	2,45	3,25	1,25	2,088	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
06		3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	A	-	4,50	5,00	3,00	3,849	4,01	4,19	4,28	4,40	3,83	3,99	4,17	4,40	3,76	3,83	3,89	4,13
06	Jul	2,75	3,08	3,75	1,75	2,814	2,94	3,10	3,29	3,54	2,81	2,92	3,09	3,53	2,74	2,82	2,95	-
	Ago	3,00	3,20	4,00	2,00	2,968	3,09	3,23	3,41	3,62	2,96	3,08	3,22	3,61	2,85	2,99	3,07	-
	Sep	3,00	3,30	4,00	2,00	3,041	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55
	Oct	3,25	3,48	4,25	2,25	3,276	3,35	3,50	3,65	3,80	3,26	3,34	3,51	3,79	3,18	3,23	3,34	3,66
	Nov	3,25	3,58	4,25	2,25	3,328	3,42	3,60	3,73	3,86	3,32	3,41	3,59	3,85	3,25	3,31	3,43	3,69
	Dic	3,50	3,66	4,50	2,50	3,501	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07	Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,563	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
	Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,570	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
	Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,691	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,12	3,64	3,73	3,75	-
	Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,819	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,25	3,71	3,75	3,84	-
	May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,790	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,39	3,73	3,81	3,94	-
	Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,956	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,48	3,88	3,99	4,01	-
	Jul	4,00	4,20	5,00	3,00	4,063	4,11	4,22	4,36	4,56	4,05	4,10	4,19	4,56	3,96	3,99	4,05	4,36
	Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37
	Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,72	3,94	4,00	4,00	-
	Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,24	4,69	4,66	4,65	3,90	4,24	4,65	4,64	3,88	3,96	3,98	4,04

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

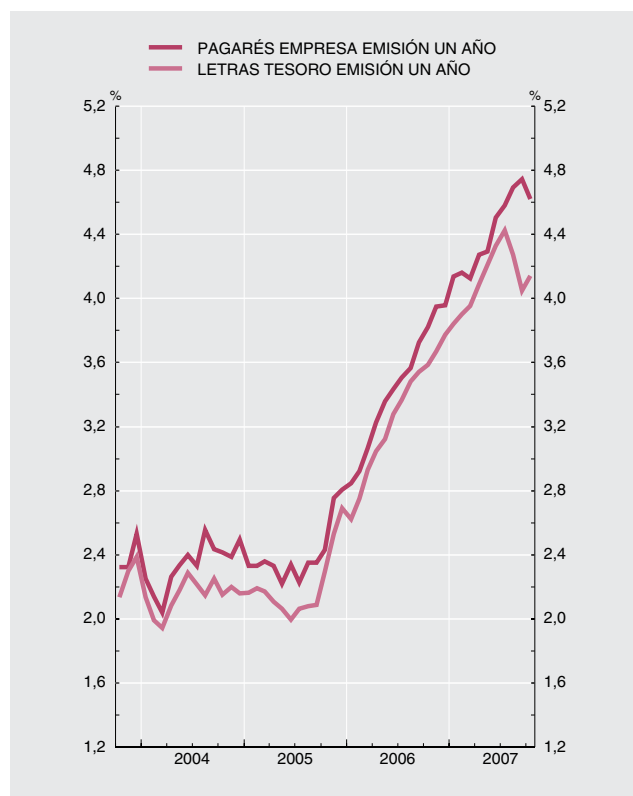
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

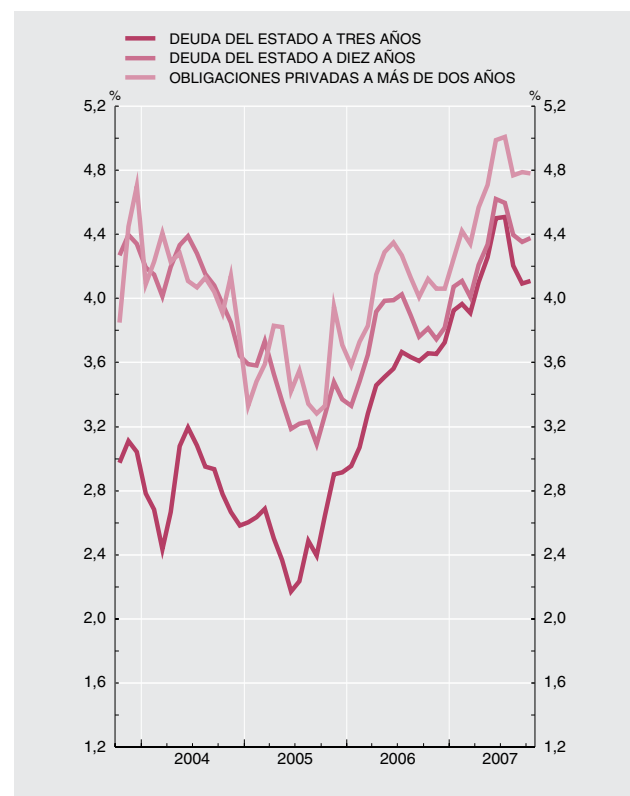
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
05		2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55
06		3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05
07	A	4,12	4,08	4,41	4,43	3,95	4,16	4,24	-	4,49	4,16	4,31	4,66
06	Jul	3,37	3,34	3,50	3,55	3,68	-	3,99	-	-	3,66	4,02	4,27
	Ago	3,48	3,43	3,57	3,59	-	-	-	-	-	3,63	3,89	4,13
	Sep	3,54	3,43	3,73	3,76	-	3,68	-	-	4,03	3,61	3,76	4,01
	Oct	3,59	3,59	3,82	3,81	-	-	-	-	-	3,66	3,81	4,12
	Nov	3,67	3,67	3,95	3,89	-	3,66	-	-	-	3,65	3,75	4,06
	Dic	3,78	3,75	3,96	3,96	3,65	-	-	-	-	3,73	3,82	4,06
07	Ene	3,84	3,81	4,14	4,08	-	4,01	4,11	-	-	3,93	4,07	4,25
	Feb	3,90	3,88	4,16	4,13	3,95	-	-	-	4,25	3,97	4,11	4,42
	Mar	3,95	3,89	4,12	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34
	Abr	4,09	4,08	4,27	4,25	-	-	-	-	-	4,10	4,21	4,57
	May	4,21	4,22	4,29	4,37	-	-	-	-	-	4,26	4,34	4,71
	Jun	4,33	4,32	4,51	4,51	-	4,49	-	-	-	4,50	4,62	4,99
	Jul	4,42	4,36	4,58	4,54	-	-	4,65	-	-	4,51	4,60	5,01
	Ago	4,27	4,18	4,69	4,75	-	-	-	-	-	4,20	4,40	4,77
	Sep	4,05	4,03	4,74	4,82	-	4,20	-	-	4,70	4,09	4,35	4,79
	Oct	4,14	4,02	4,62	4,75	-	-	-	-	-	4,11	4,38	4,78

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

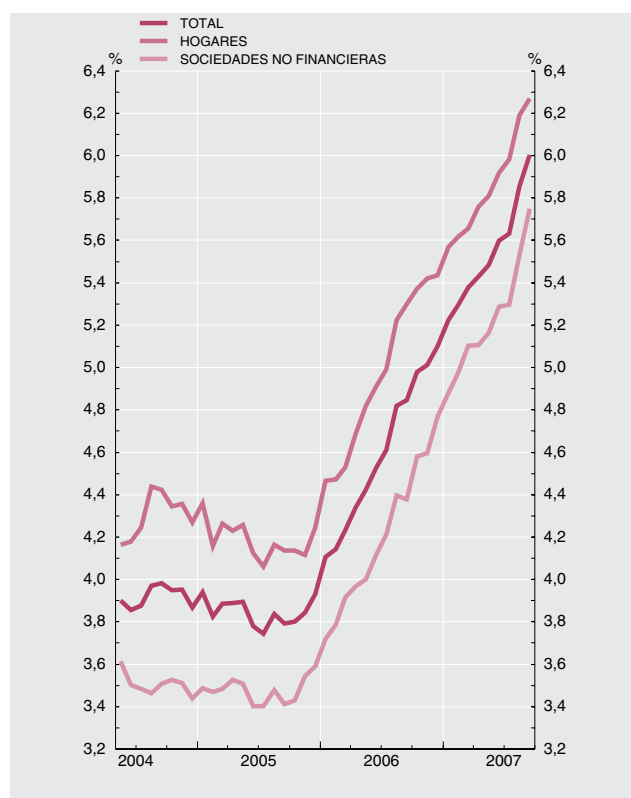
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

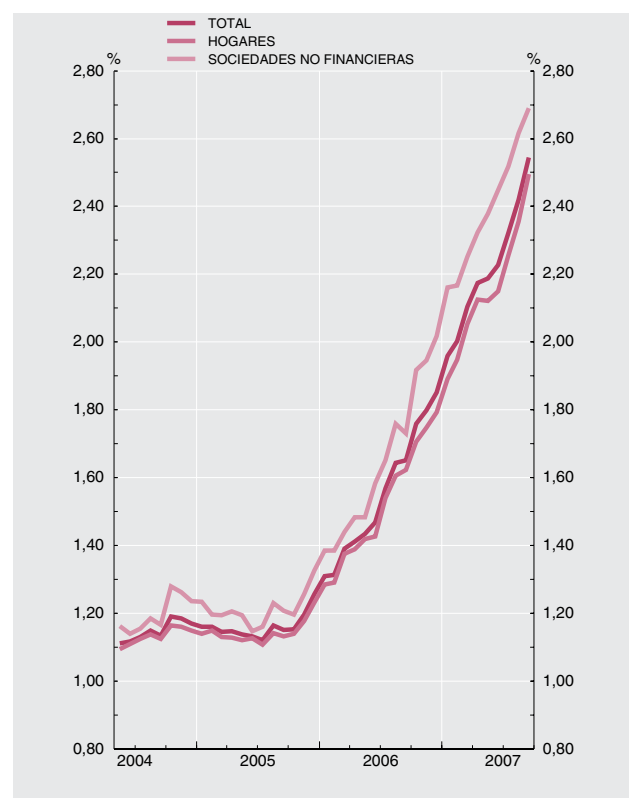
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón de euros (b)		Tipo sintético	A la vista y pre-aviso	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
05		3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06		5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
07	A	6,00	6,27	5,49	8,46	5,75	6,14	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33	4,02
06 Feb		4,14	4,47	3,78	6,30	3,79	4,28	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	1,39	1,38	0,45	2,49	2,49	1,44	0,89	2,46	2,47
Abr		4,34	4,69	3,93	6,70	3,97	4,46	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,48	0,91	2,52	2,52
May		4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51	2,48
Jun		4,52	4,91	4,19	6,78	4,11	4,59	1,47	1,43	0,43	2,63	2,61	1,58	0,95	2,81	2,65
Jul		4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81	2,78
Ago		4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88	2,89
Sep		4,85	5,30	4,52	7,41	4,38	4,91	1,65	1,62	0,49	2,93	2,87	1,73	1,07	2,91	2,98
Oct		4,98	5,37	4,63	7,37	4,58	5,07	1,76	1,71	0,51	3,04	3,07	1,92	1,19	3,18	3,19
Nov		5,01	5,42	4,71	7,31	4,60	5,15	1,80	1,75	0,51	3,10	3,15	1,95	1,22	3,22	3,27
Dic		5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
07 Ene		5,22	5,57	4,85	7,53	4,88	5,38	1,96	1,89	0,57	3,25	3,39	2,16	1,41	3,46	3,54
Feb		5,29	5,62	4,92	7,52	4,97	5,40	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43	3,53
Mar		5,38	5,66	4,98	7,51	5,10	5,47	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56	3,70
Abr		5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66	3,78
May		5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78
Jun		5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96
Jul		5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04
Ago		5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99
Sep	P	6,00	6,27	5,49	8,46	5,75	6,14	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33	4,02

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

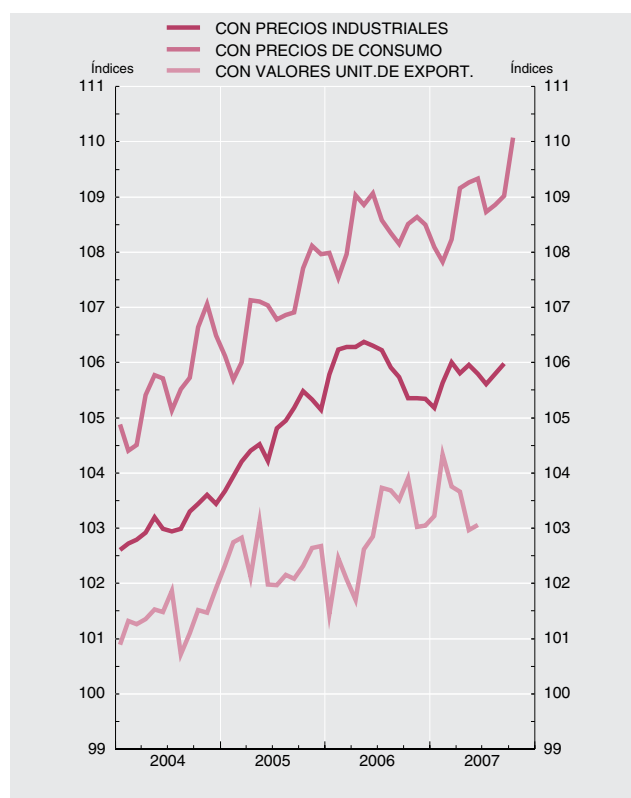
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

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

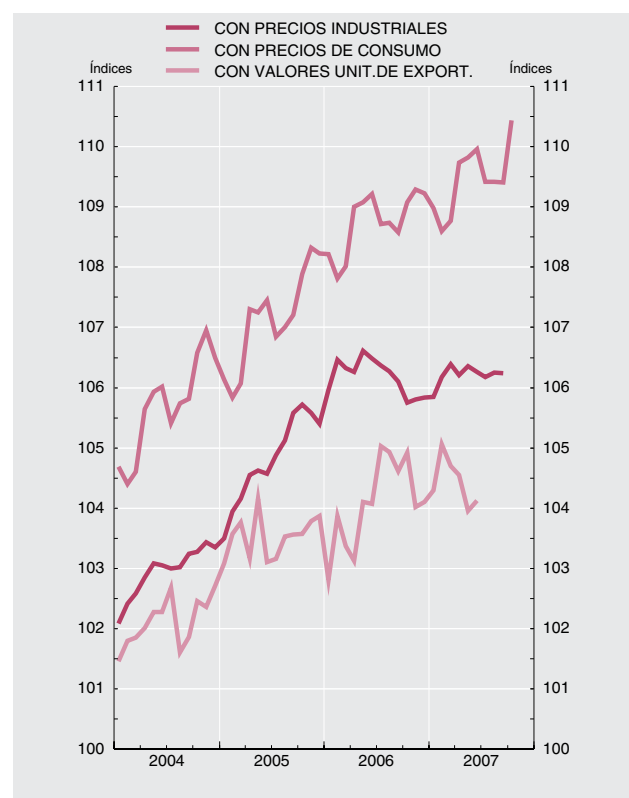
Base 1999 I = 100

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

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

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

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

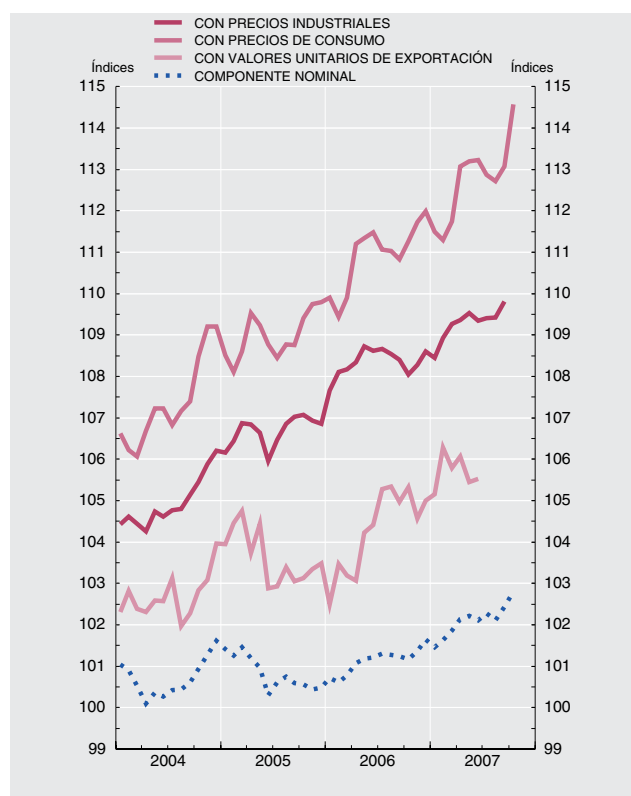
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

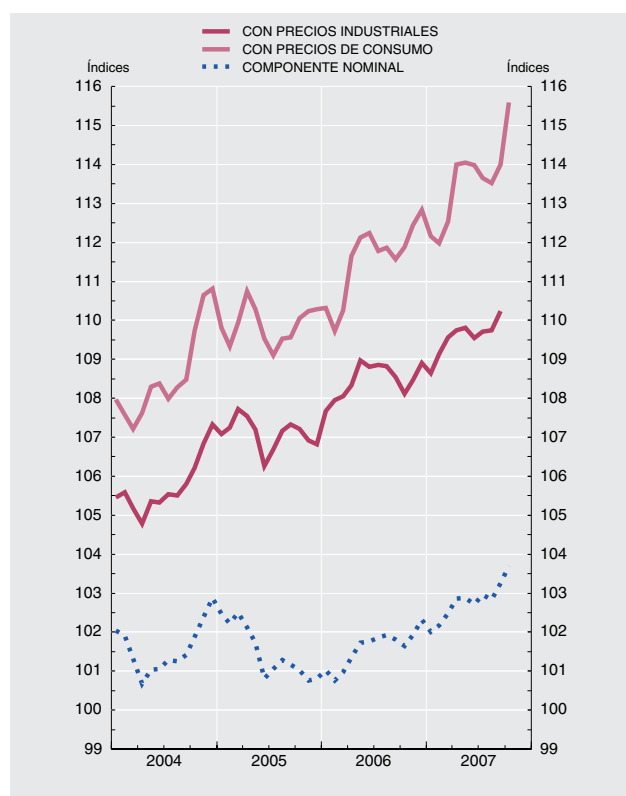
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
<b>04</b>	104,9	107,4	109,3	102,7	100,7	104,2	106,6	108,5	102,0	105,7	108,6	101,6	104,1	106,9
<b>05</b>	106,7	109,0	112,1	103,6	100,8	105,8	108,1	111,1	102,8	107,1	109,9	101,5	105,5	108,3
<b>06</b>	108,3	110,9	114,1	104,3	101,1	107,1	109,7	112,8	103,1	108,5	111,6	101,6	106,8	109,8
<b>05 IV</b>	107,0	109,7	112,1	103,3	100,5	106,4	109,1	111,5	102,8	107,0	110,2	100,9	106,1	109,2
<b>06 I</b>	108,0	109,8	115,0	103,0	100,7	107,2	109,0	114,1	102,3	107,9	110,1	100,9	106,9	109,1
<b>II</b>	108,6	111,3	114,3	103,9	101,2	107,3	110,1	113,0	102,7	108,7	112,0	101,6	107,0	110,2
<b>III</b>	108,5	111,0	113,1	105,2	101,3	107,2	109,6	111,6	103,9	108,7	111,7	101,9	106,8	109,7
<b>IV</b>	108,3	111,7	114,0	105,0	101,4	106,8	110,1	112,4	103,5	108,5	112,4	102,0	106,4	110,2
<b>07 I</b>	108,9	111,5	112,9	105,7	101,6	107,1	109,7	111,1	104,0	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
<b>II</b>	109,4	113,2	112,3	105,7	102,2	107,1	110,8	109,9	103,4	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9
<b>III</b>	109,5	112,9	...	...	102,3	107,1	110,4	...	...	109,9	113,7	103,0	106,7	110,4
<b>07 Ene</b>	108,4	111,5	...	105,1	101,5	106,9	109,9	...	103,6	108,6	112,2	102,0	106,5	109,9
<b>Feb</b>	108,9	111,3	...	106,3	101,6	107,2	109,5	...	104,6	109,1	112,0	102,2	106,8	109,6
<b>Mar</b>	109,3	111,7	...	105,8	101,9	107,3	109,7	...	103,9	109,6	112,5	102,5	106,9	109,8
<b>Abr</b>	109,4	113,1	...	106,1	102,1	107,1	110,7	...	103,8	109,8	114,0	102,9	106,7	110,8
<b>May</b>	109,5	113,2	...	105,4	102,2	107,2	110,7	...	103,2	109,8	114,1	102,9	106,7	110,9
<b>Jun</b>	109,3	113,2	...	105,5	102,1	107,1	110,9	...	103,3	109,5	114,0	102,7	106,7	111,0
<b>Jul</b>	109,4	112,9	...	...	102,3	107,0	110,4	...	...	109,7	113,7	103,0	106,6	110,4
<b>Ago</b>	109,4	112,7	...	...	102,1	107,2	110,4	...	...	109,7	113,5	102,8	106,7	110,4
<b>Sep</b>	109,8	113,1	...	...	102,4	107,2	110,4	...	...	110,2	114,0	103,2	106,8	110,4
<b>Oct</b>	...	114,6	...	...	102,8	...	111,4	...	...	...	115,6	103,7	...	111,5

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

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

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



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

NOV 2006	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Senado 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 23</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2005 y hasta el tercer trimestre de 2006 41</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 63</p> <p>Características cíclicas de la economía española en el período 1980-2005 75</p> <p>Evolución reciente y situación actual comparada de la inversión colectiva en España 85</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2006 97</p> <p>Una valoración de las políticas de innovación europeas 107</p> <p>Cooperación monetaria y financiera en el este de Asia 125</p>
DIC 2006	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Indicadores para el análisis de coyuntura basados en los datos declarados por las grandes empresas a la Agencia Tributaria 29</p> <p>Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas 41</p> <p>Las finanzas públicas de las Comunidades Autónomas: presupuestos y liquidaciones 51</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2005 63</p>
ENE 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española 73</p> <p>El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF 81</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006 93</p>
FEB 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2006, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>La volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a lo largo de la curva de rentabilidades del mercado monetario del área del euro 41</p> <p>Un análisis intertemporal de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro 51</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2007 61</p> <p>La recuperación del crédito bancario en América Latina 71</p>
MAR 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2006 y avance de cierre del ejercicio 29</p> <p>La evolución reciente de los flujos del mercado de trabajo español 47</p> <p>Los efectos del tipo de cambio en la actividad y los precios del área del euro 57</p> <p>Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios en la UE 69</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 81</p> <p>La emergencia económica de la India: liberalización y límites al crecimiento 111</p>
ABR 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73</p> <p>La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83</p> <p>El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99</p> <p>Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109</p> <p>Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145</p>
MAY 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA 29</p> <p>Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española 39</p> <p>La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea 49</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007 57</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006 67</p> <p>Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros 79</p>
JUN 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p>

	Evolución reciente de la economía española	19
	Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007	37
	Actualización del modelo trimestral del Banco de España	55
	Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España	67
	Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM	83
	El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real	101
	Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006	113
JUL-AGO 2007	Informe trimestral de la economía española	11
	Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España	79
	La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta	89
	Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006	103
	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006	115
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2007	131
SEP 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	Evolución reciente de la economía española	21
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007	41
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA	59
	La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana	71
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007	83
	Informe semestral de economía latinoamericana	91
	Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional?	119
OCT 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos	89
	El proceso de integración de los mercados de valores	101
	La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM	113
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007	125
	Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes	135
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2007	149
NOV 2007	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2006 y hasta el tercer trimestre de 2007	31
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa	51
	Los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación	61
	La <i>flexiguridad</i> como modelo para los mercados de trabajo europeos	69
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2007	87
	Simplificación del crédito del FMI	101



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

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

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILLA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

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

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

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

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

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0631 JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL Y ÁNGEL ESTRADA: Bemod: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area.
- 0632 JAMES COSTAIN Y MARCEL JANSEN: Employment fluctuations with downward wage rigidity: The role of moral hazard.
- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Inefficient policies, inefficient institutions and trade.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVE: Genetic algorithm estimation of interest rate term structure.
- 0636 AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Using standstills to manage sovereign debt crises.
- 0637 ANTON NAKOV: Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate.
- 0638 JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Current accounts in the euro area: An intertemporal approach.
- 0639 FRANCISCO ALONSO, SANTIAGO FORTE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Punto de quiebra implícito en la prima de *credit default swaps*. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0701 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.
- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.ª SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.

- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSGE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.
- 0717 EVA ORTEGA, PABLO BURRIEL, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, EVA FERRAZ Y SAMUEL HURTADO: Actualización del modelo trimestral del Banco de España. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0718 JAVIER ANDRÉS Y FERNANDO RESTOY: Macroeconomic modelling in EMU: How relevant is the change in regime?
- 0719 FABIO CANOVA, DAVID LÓPEZ-SALIDO Y CLAUDIO MICHELACCI: The labor market effects of technology shocks.
- 0720 JUAN M. RUIZ Y JOSEP M. VILARRUBIA: The wise use of dummies in gravity models: Export potentials in the Euromed region.
- 0721 CLAUDIA CANALS, XAVIER GABAIX, JOSEP M. VILARRUBIA Y DAVID WEINSTEIN: Trade patterns, trade balances and idiosyncratic shocks.
- 0722 MARTÍN VALLCORBA Y JAVIER DELGADO: Determinantes de la morosidad bancaria en una economía dolarizada. El caso uruguayo.
- 0723 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>2</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>3</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

## Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 3. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCODE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
--------------------------------------	---